



NORGES BANK

**2|18**

JUNI

**PENGEPOLITISK  
RAPPORT**  
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

# Norges Bank

Oslo 2018

Adresse: Bankplassen 2  
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon: 22316000  
Telefaks: 22413105  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)  
Internett: <http://www.norges-bank.no>

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen  
Omslag og grafisk utforming: Brandlab  
Trykk: 07 Media AS  
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Light

ISSN 1894-0226 (trykk)  
ISSN 1894-0234 (online)

## Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

Rapporten blir lagt frem fire ganger i året, i mars, juni, september og desember. Rapporten vurderer utsiktene for renten og danner grunnlaget for Norges Banks råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Rapporten inneholder anslag for utviklingen i norsk og internasjonal økonomi.

På møtet 13. juni 2018 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 20. juni 2018 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

Rapporten er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

# Innhold

---

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>DEL 1: PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>7</b>
<b>1 HOVEDBILDET</b>	<b>7</b>
1.1 Utvikling og utsikter ute	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	9
<b>2 INTERNASJONAL ØKONOMI</b>	<b>12</b>
2.1 Vekst, priser og renter	12
2.2 Land og regioner	14
<b>3 NORSK ØKONOMI</b>	<b>18</b>
3.1 Finansielle forhold	18
3.2 Produksjon og etterspørsel	19
3.3 Arbeidsmarked og produksjonsgap	24
3.4 Kostnader og priser	26
<b>4 PENGEPOLITISK ANALYSE</b>	<b>32</b>
4.1 Mål og tilbakeblikk	32
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	33
4.3 Usikkerhet	36
<i>Hvordan kan pengepolitikken bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting?</i>	38
<i>Anslag på den nøytrale realrenten</i>	40
<i>Arbeidsgruppe for alternative referanserenter</i>	43
<b>DEL 2: FINANSIELL STABILITET</b>	<b>44</b>
<b>5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET – BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>44</b>
5.1 Internasjonal utvikling	44
5.2 Kreditt	45
5.3 Eiendomspriser	48
5.4 Bankene	50
<i>Effekter av omlegging av kredittstatistikken (K2)</i>	51
<b>VEDLEGG</b>	<b>55</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	56
Tabeller og detaljerte anslag	57

## PENGEPOLITIKKEN I NORGE

### MÅL

Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

### GJENNOMFØRING

Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen rundt målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de påvirker utsiktene for inflasjonen og realøkonomien. I gjennomføringen av pengepolitikken vil Norges Bank se hen til indikatorer for den underliggende konsumprisveksten.

### BESLUTNINGSPROSESS

Styringsrenten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter. Hovedstyret har åtte rentemøter i året.

I forbindelse med fire av rentemøtene publiseres også Pengepolitisk rapport. Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i pengepolitikken i et møte en til to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om styringsrenten fattes dagen før rapporten offentliggjøres.

### RAPPORTERING

Norges Bank legger vekt på åpenhet i kommunikasjonen av pengepolitikken. Banken rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i årsberetningen. Avveiiingene som ligger til grunn for rentesettingen, vil offentliggjøres regelmessig, blant annet i de pengepolitiske rapportene.

## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien.

Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer ble fastsatt av regjeringen 4. oktober 2013. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Beslutningsgrunnlaget skal inneholde Norges Banks vurdering av systemrisiko som bygges opp eller er bygd opp over tid. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Rådet og en oppsummerende begrunnelse sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

Norges Bank vil tilrå at bufferkravet økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer vil bli vurdert i lys av øvrige krav til bankene. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav. Kravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge.

# Hovedstyrets vurdering

---

*Norges Banks hovedstyre har besluttet å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i september i år.*

Konjunkturoppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter, men utviklingen den siste tiden tyder på at vekstutsiktene internasjonalt er litt svakere enn tidligere lagt til grunn. Konsumprisveksten hos handelspartnerne har vært om lag som ventet. Markedsprisingen tilsier nå en mer gradvis renteoppgang internasjonalt enn den gjorde i mars. Politisk usikkerhet har bidratt til svingninger i renteforventningene.

Det siste året har det vært god vekst i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttingen har økt. Fastlandsøkonomien har så langt i år vokst om lag som anslått, mens arbeidsmarkedet har utviklet seg noe sterkere enn ventet. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har avtatt. Oljeprisen har steget, og både spotprisen og prisene på leveranser frem i tid er høyere enn lagt til grunn i marsrapporten. Det er utsikter til at veksten i norsk økonomi blir høyere i år enn i fjor, og anslagene for veksten den nærmeste tiden er oppjustert.

Inflasjonen har økt litt siden i fjor høst. I mai var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 2,3 prosent. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har vært lavere enn ventet og var 1,2 prosent i mai. Lønnsveksten tok seg opp i fjor. Vårens lønnsoppgjør tilsier at den vil øke videre i år, i tråd med anslaget i forrige rapport. Kronekursen har den siste tiden vært nær anslaget fra marsrapporten.

Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. De siste månedene har husholdningenes gjeldsvekst avtatt noe, men den er fortsatt høyere enn veksten i husholdningenes inntekter. Etter å ha falt gjennom fjoråret har boligprisene igjen steget. En økning i rentenivået kan bidra til å dempe veksten i boligpriser og gjeld.

I vurderingen av pengepolitikken legger hovedstyret vekt på at oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Kapasitetsutnyttingen synes nær et normalt nivå, og det er utsikter til at den vil tilta raskere enn tidligere ventet. Den underliggende prisveksten er lavere enn inflasjonsmålet, men høyere kapasitetsutnyttning tilsier at lønns- og prisveksten etter hvert vil øke.

I drøftingen av risikobildet var hovedstyret særlig opptatt av at veksten internasjonalt kan bli svakere enn lagt til grunn, blant annet i lys av økende proteksjonisme. Lønns- og prisveksten her hjemme kan forbli moderat selv om den økonomiske aktiviteten tar seg opp. På den annen side kan høy sysselsettingsvekst, økt oljepris og stigende boligpriser bidra til at den økonomiske oppgangen blir sterkere enn anslått i denne rapporten.

Pengepolitikken er ekspansiv. Utsiktene for norsk økonomi tilsier at det snart vil være riktig å heve styringsrenten. Usikkerhet om virkningene av en høyere rente taler for å gå varsomt frem. Som i mars tilsier utsiktene og risikobildet samlet sett en gradvis renteoppgang i årene fremover.

Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i september i år. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen  
20. juni 2018

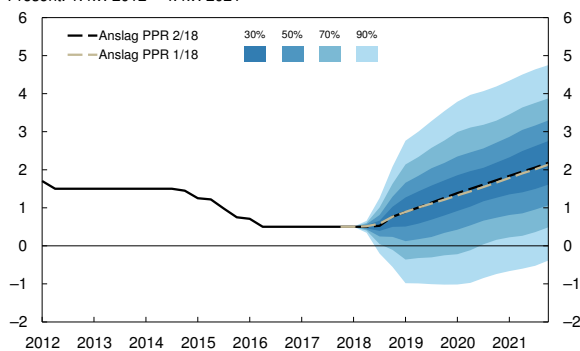
# 1 Hovedbildet

Det siste året har det vært god vekst i norsk økonomi. Så langt i år har veksten i fastlandsøkonomien vært om lag som vi anslo i forrige rapport, mens sysselsettingen har steget mer enn ventet. Kapasitetsutnyttningen fortsetter å øke og er nå nær et normalt nivå. Inflasjonen har tiltatt siden i fjor høst, men den underliggende prisveksten har vært lavere enn anslått.

Prognosen i denne rapporten innebærer at styringsrenten settes opp i tredje kvartal i år. Deretter heves styringsrenten gradvis, til noe over 2 prosent ved utgangen av 2021. Rentebanen er lite endret fra forrige rapport.

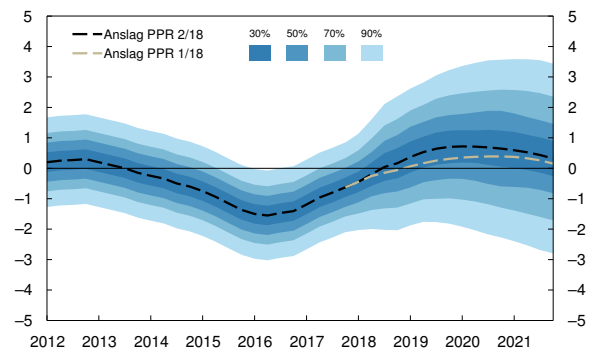
Vi venter at kapasitetsutnyttningen øker gjennom 2018 og 2019 før den avtar mot et normalt nivå. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er noe høyere enn i forrige rapport. Vi anslår at den underliggende inflasjonen øker fremover, men litt langsommere enn lagt til grunn sist. Ved utgangen av 2021 anslår vi at inflasjonen vil være om lag 2 prosent.

Figur 1.1a Styringsrenten med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>2)</sup>



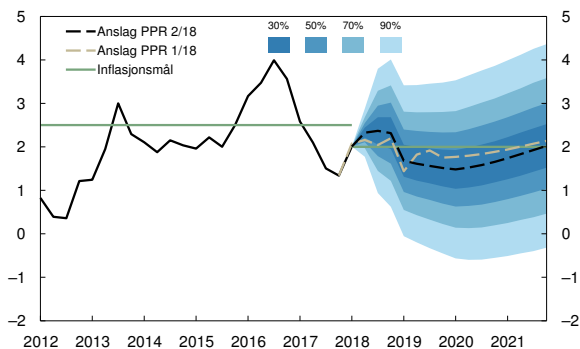
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.  
2) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



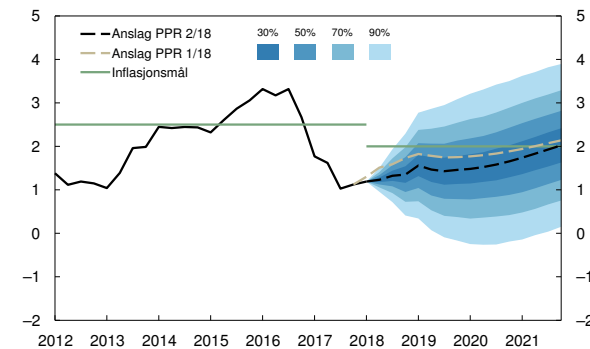
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>2)</sup>



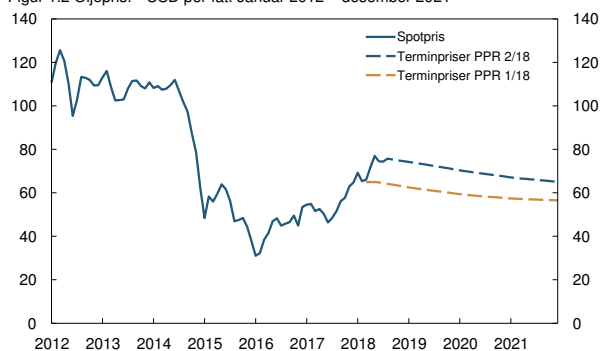
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
2) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d KPI-JAE<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
3) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 Oljepris. <sup>1)</sup> USD per fat. Januar 2012 – desember 2021 <sup>2)</sup>



1) Brent Blend.  
2) For terminpriser vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 5. mars – 9. mars 2018 for PPR 1/18 og 11. juni – 15. juni 2018 for PPR 2/18.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

## 1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

### Høyere oljepris

Oljeprisen er nå omkring 75 dollar per fat, mens prisene på leveringer frem i tid indikerer en oljepris i overkant av 65 dollar per fat i 2021, se figur 1.2. Både spot- og terminprisene har steget og er høyere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport (PPR) 1/18, som ble publisert 15. mars.

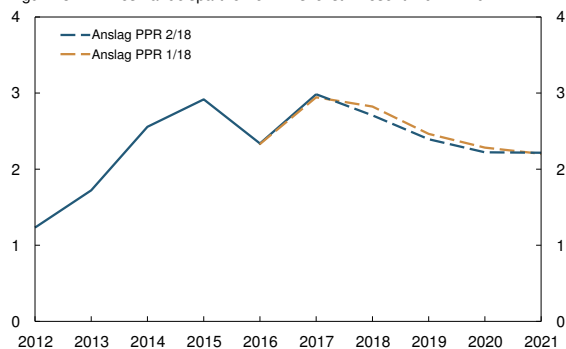
Vi venter at den økte oljeprisen vil bidra til en økning i globale petroleumsinvesteringer. Samtidig vil høyere oljepris trolig øke konsumprisene internasjonalt og dermed dempe konsumveksten ute.

### Nedjusterte vekstutsikter

Konjunkturoppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter. Det er god vekst i sysselsettingen, og ledigheten avtar. Så langt i år har den økonomiske veksten likevel vært litt lavere enn vi anslo i marsrapporten. Utviklingen den siste tiden tyder på at veksten også i tiden fremover blir noe svakere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Det er utsikter til at veksten i bruttonasjonalproduktet (BNP) hos handelspartnere blir litt lavere i år enn i fjor. For årene fremover venter vi at kapasitetsbegrensninger og strammere pengepolitikk vil bidra til en videre avdemping av veksten, se figur 1.3. Anslagene er litt lavere enn i forrige rapport.

Figur 1.3 BNP hos handelspartnere. <sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021 <sup>2)</sup>

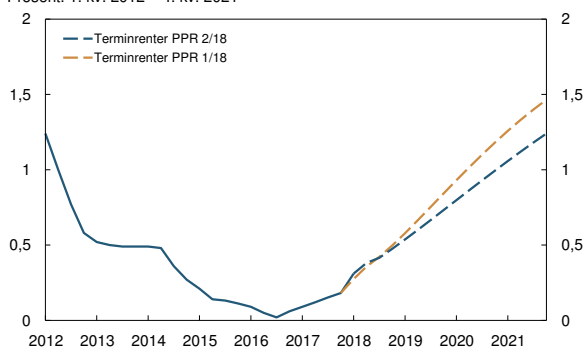


1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere.  
2) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Den underliggende prisveksten hos handelspartnere er lav, og utviklingen siden marsrapporten har vært om lag som ventet. Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere har tatt seg opp om lag som lagt til grunn. Vi anslår at pris- og lønnsveksten ute vil øke litt i årene fremover som følge av høyere kapasitetsutnyttning. Høyere oljepris gjør at inflasjonsanslagene for i år er litt høyere enn i marsrapporten, mens anslagene for årene fremover er lite endret.

Rentenivået internasjonalt er fortsatt lavt, men er ventet å stige. Terminrentene hos våre viktigste handelspartnere er lavere enn ved forrige rapport, se figur 1.4. Politisk usikkerhet har bidratt til svingninger i renteforventningene.

Figur 1.4 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnere. <sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021 <sup>2)</sup>



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.  
2) Terminrenter beregnet per 9. mars 2018 for PPR 1/18 og per 15. juni 2018 for PPR 2/18.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

## 1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

### Store variasjoner i pengemarkedspåslaget

Styrringsrenten har vært uendret på 0,5 prosent de siste to årene. Pengemarkedsrenten steg fra årsskiftet



og frem til april, men har siden falt noe. Utviklingen skyldes endringer i pengemarkedsplåslaget. Vi legger til grunn at plåslaget avtar noe videre, og at det fra neste år blir liggende på samme nivå som vi la til grunn i forrige rapport.

Kronekursen har styrket seg noe siden forrige rapport, men i gjennomsnitt har kursen vært litt svakere enn lagt til grunn i mars.

### Oppgangen fortsetter i norsk økonomi

Veksten i fastlandsøkonomien tok seg opp i fjor, se figur 1.5. Oppgangen var drevet blant annet av god vekst hos Norges handelspartnere, ekspansiv finanspolitikk og lave renter her hjemme. I første kvartal i år avtok veksten litt, men BNP for Fastlands-Norge var om lag på nivå med vårt anslag i marsrapporten. Vi venter at veksten holder seg oppe det neste halvåret, og at den blir litt høyere enn vi så for oss i mars. Oppjusteringen er i tråd med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk.

Bedringen i arbeidsmarkedet har fortsatt de siste månedene. Arbeidsledigheten har avtatt litt, om lag som ventet. Sysselsettingen økte markert i årets tre første måneder, se figur 1.6. Oppgangen var sterkere enn vi anslo i marsrapporten. Vårt regionale nettverk indikerer at sysselsettingsveksten vil holde seg høy i månedene fremover, og vi har oppjustert anslagene for veksten i sysselsettingen den nærmeste tiden.

Boligprisene har steget de siste månedene, etter et moderat fall gjennom deler av fjoråret. De er høyere enn vi anslo i marsrapporten.

### Underliggende inflasjon er lav

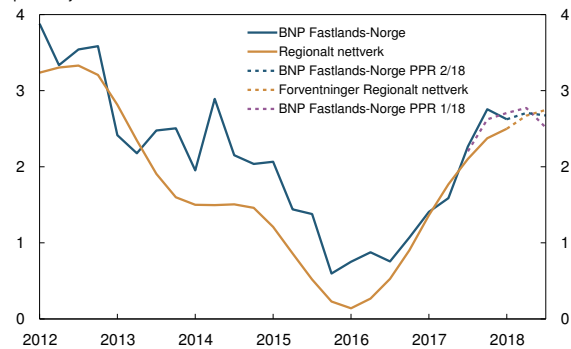
Inflasjonen har økt siden i fjor høst. I mai var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 2,3 prosent. Oppgangen skyldes hovedsakelig høy vekst i energiprisene og avgiftsøkninger. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,2 prosent i mai. Det var lavere enn ventet. Lønnsveksten tok seg opp i fjor. Vårens lønnsoppgjør tilsier at den vil øke videre i år, i tråd med anslaget i forrige rapport.

## 1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

### Renteøkning i tredje kvartal

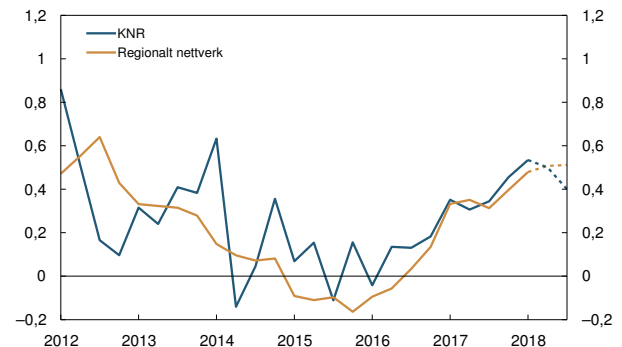
Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent.

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst<sup>2)</sup>. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2018<sup>3)</sup>



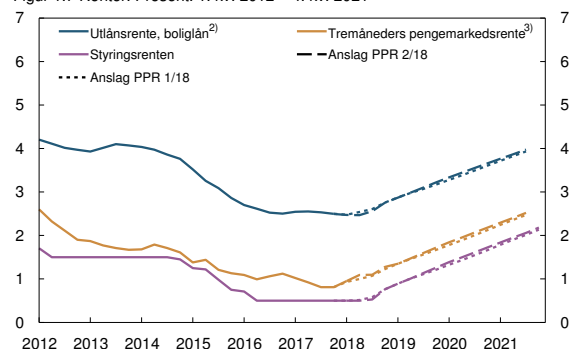
1) Sesongjustert.  
2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalsstall. Kvartalsstallene er beregnet som en sammenvekting av tremånedersstall basert på når intervjuene er foretatt. For 2. kv. 2018 er forventet vekst i produksjon en sammenvekting av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder. 3. kv. 2018 er forventet vekst neste seks måneder målt i mai.  
3) Anslag for 2. kv. 2018 – 3. kv. 2018.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6 Sysselsettingsvekst ifølge KNR<sup>1)</sup> og Regionalt nettverk<sup>2)</sup>. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2018<sup>3)</sup>



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.  
2) Rapportert sysselsettingsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalsstall. Kvartalsstallene er beregnet som en sammenvekting av tremånedersstall basert på når intervjuene er foretatt. For 2. kv. 2018 er forventet vekst i sysselsetting en sammenvekting av rapportert vekst i siste tre måneder og forventet vekst neste tre måneder. 3. kv. 2018 er forventet vekst neste tre måneder målt i mai.  
3) Anslag for 2. kv. 2018 – 3. kv. 2018 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Renter. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>1)</sup>



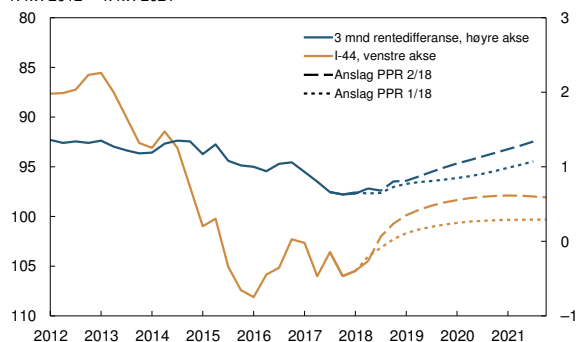
1) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
2) Boliglånsrente er gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger. Fra utvalget av banker og kreditforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk.  
3) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplåslaget.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

## PENGEPOLITIKKEN SIDEN MARS

Analysene i marsrapporten tilsa at styringsrenten ville bli satt opp etter sommeren i år og deretter bli hevet gradvis til om lag 2 prosent i 2021. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å stige til litt over 2 prosent i 2021. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å øke og komme opp til et normalt nivå i 2019.

På rentemøtet 2. mai ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene i marsrapporten. Tillitsindikatorer kunne tyde på at veksten hos Norges handelspartnere hadde vært litt svakere enn lagt til grunn i mars, og handelspartnernes terminrenter hadde falt litt. Påslaget i det norske pengemarkedet hadde steget og var høyere enn anslått. Kronekursen var litt svakere enn lagt til grunn. Varekonsumet hadde vært noe lavere enn ventet, mens boligprisene hadde stabilisert seg i tråd med anslagene. Oljeprisen hadde steget og var høyere enn lagt til grunn. Arbeidsmarkedet hadde utviklet seg om lag som anslått. I lønnsoppgjøret var LO og NHO blitt enige om en lønnsramme på 2,8 prosent for i år. Det var forenlig med lønnsvekstanslaget i marsrapporten. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var 1,2 prosent i mars. Det var lavere enn anslått. Hovedstyrets vurdering i mai var at utsiktene og risikobildet samlet sett ikke var vesentlig endret siden marsrapporten. Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent.

Figur 1.8 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere<sup>2)</sup>. Prosentenheter. Importveid valutakursindeks (I-44)<sup>3)</sup>. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>4)</sup>



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplasset.  
2) Terminrenter for handelspartnere beregnet per 9. mars 2018 for PPR 1/18 og per 15. juni 2018 for PPR 2/18. Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.  
3) Stigende kurve indikerer sterkere kronekurs.  
4) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Utsiktene og risikobildet tilsier samlet sett at styringsrenten blir satt opp i tredje kvartal i år og at den deretter heves gradvis, til noe over 2 prosent ved utgangen av 2021. En slik renteutvikling vil bidra til at inflasjonen kommer opp til målet, samtidig som arbeidsledigheten holder seg lav. Dersom styringsrenten ikke økes fremover, kan priser og lønninger skyte fart og prisveksten bli høyere enn målet.

Rentebanen er lite endret fra forrige rapport, se figur 1.1a. Økningen i oljeprisen og utsikter til høyere kapasitetsutnyttning tilsier isolert sett en høyere rentebane. At kronekursen har holdt seg relativt stabil til tross for oljeprisoppgangen, bidrar i samme retning. På den annen side trekker lavere underliggende prisvekst enn ventet og lavere vekst og renter ute i retning av en lavere rentebane.

Det er utsikter til at realrenten stiger gradvis fremover. Fordi anslagene for prisveksten er justert litt ned, er anslagene for realrenten høyere enn i forrige rapport.

Vi legger til grunn om lag samme utvikling i boliglansrenten som i styringsrenten. Renteprognosen innebærer en økning i boliglansrenten fra omkring 2,5 prosent i dag til om lag 4 prosent i 2021, se figur 1.7.

### Positivt produksjonsgap og inflasjon nær målet

Med en renteutvikling i tråd med prognosen er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen stiger videre og blir liggende noe over et normalt nivå i årene som kommer, se figur 1.1b. Vi anslår at produksjonsgapet øker frem til begynnelsen av 2020, før det gradvis avtar. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er noe høyere enn i marsrapporten gjennom hele prognoseperioden.

Vi venter at økende kapasitetsutnyttning bidrar til at den underliggende inflasjonen tar seg gradvis opp i årene fremover, se figur 1.1 c-d. Ved utgangen av 2021 er prisveksten anslått til om lag 2 prosent. Anslagene for inflasjonen er litt lavere enn i forrige rapport.

Våre anslag bygger på at kronen styrker seg i tiden fremover, og noe mer enn i forrige rapport, se figur 1.8. Styrkingen har sammenheng blant annet med at norske renter ventes å øke mer enn rentene ute.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 2,6 prosent i år, etter en årsvekst i underkant av 2 prosent i fjor, se figur 1.9. Vi venter at veksten avtar de neste årene, etter at kapasitetsutnyttningen har kommet over et normalt nivå. Vekstanslaget for i år er lite endret fra marsrapporten, mens anslaget for neste år er noe oppjustert. Vekstanslagene for 2020 og 2021 er justert litt ned.

Det er utsikter til en markert vridning i etterspørselsbildet fremover. Etter svak utvikling i 2016 og 2017 venter vi god vekst i eksporten fra Fastlands-Norge, blant annet som følge av oppgang i globale oljeinvesteringer. Også petroleumsinvesteringene på norsk sokkel ventes å øke de nærmeste årene, etter flere år med fall, se figur 1.10. På den annen side vil boliginvesteringene trolig falle i år og neste år, etter at de har økt markert i flere år. Mens finanspolitikken de

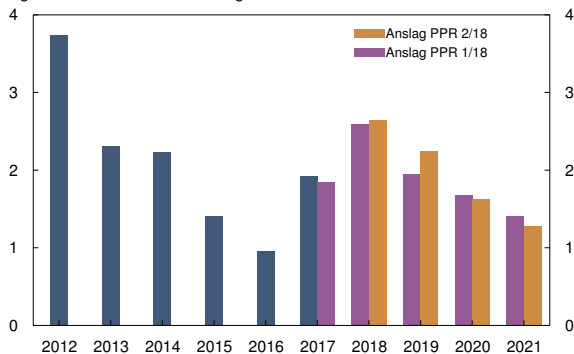
siste årene har bidratt betydelig til veksten i norsk økonomi, legger vi til grunn at vekstbidraget vil være beskjedent fra og med i år.

### Gradvis høyere lønnsvekst

Sysselsettingsveksten ventes å avta gradvis gjennom prognoseperioden, etter en markert økning i år. Vi legger til grunn at også arbeidsstyrken øker, men at arbeidsledigheten likevel avtar litt, se figur 1.11. Sammenlignet med marsrapporten anslår vi nå en sterkere sysselsettingsvekst i år og neste år og litt lavere vekst videre fremover. Anslagene for arbeidsledigheten de nærmeste to årene er litt lavere enn i forrige rapport.

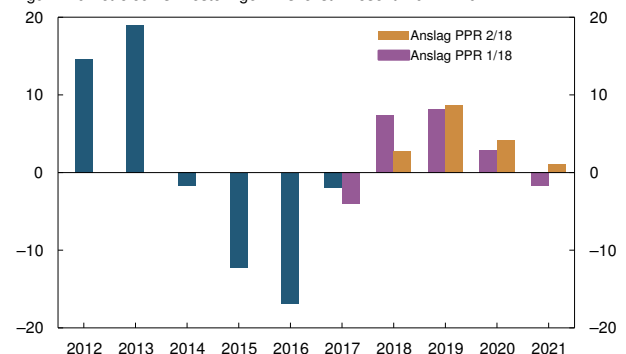
Vi venter at et gradvis strammere arbeidsmarked vil bidra til at lønnsveksten øker videre i årene fremover, se figur 1.12. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

Figur 1.9 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021<sup>1)</sup>



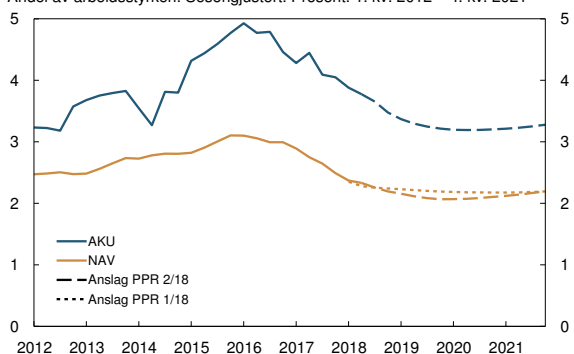
1) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10 Petroleumsinvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021<sup>1)</sup>



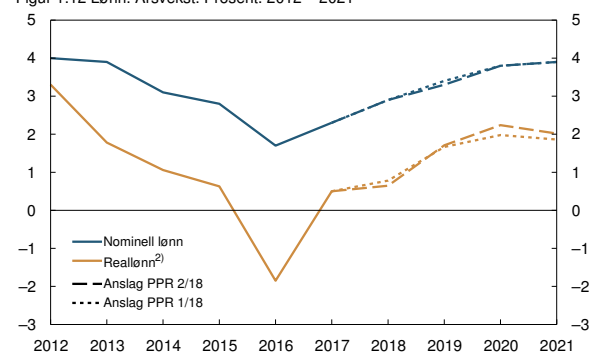
1) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11 Arbeidsledige ifølge AKU<sup>1)</sup> og NAV<sup>2)</sup>. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>3)</sup>



1) Arbeidskraftundersøkelsen. På grunn av revisjon av AKU er anslagene fra PPR 1/18 ikke direkte sammenlignbare med anslagene i denne rapporten. Anslagene fra forrige rapport er derfor ikke vist i figuren.  
2) Registrert arbeidsledighet.  
3) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.12 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021<sup>1)</sup>



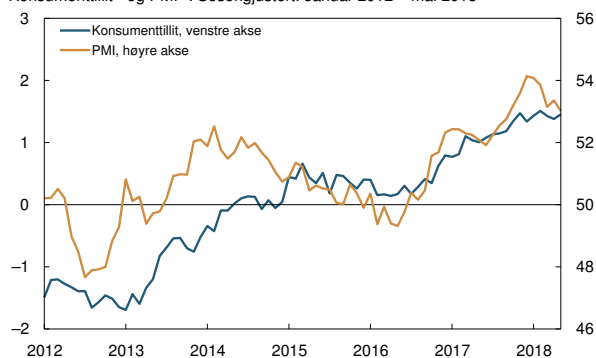
1) Anslag for 2018 – 2021.  
2) Nominell lønnsvekst deflatert med KPI.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) og Norges Bank

# 2 Internasjonal økonomi

Konjunkturoppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter, men veksten har så langt i år vært litt lavere enn ventet. Anslagene for BNP-veksten i industrilandene er nedjustert fra forrige rapport, mens de er lite endret for fremvoksende økonomier. Handelspartnernes konsumprisvekst har hittil i år vært om lag som ventet, men anslaget for i år er litt høyere enn i marsrapporten. Både spot- og terminprisene for olje har økt siden mars. Rentenivået internasjonalt er ventet å stige, men forventede pengemarkedsrenter hos handelspartnerne er lavere enn i forrige rapport. Langsiktige renter har falt noe.

Figur 2.1 Globale tillitsindikatorer.

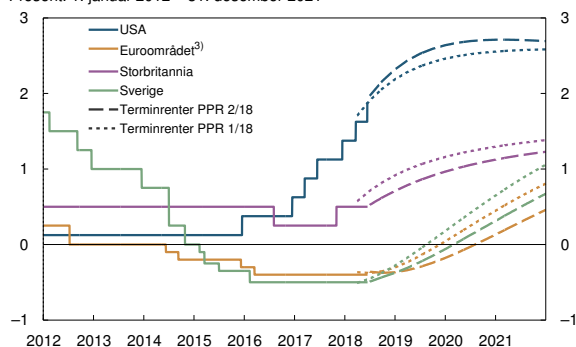
Konsumenttillit<sup>1)</sup> og PMI<sup>2)</sup>. Sesongjustert. Januar 2012 – mai 2018



1) BNP-vekter. Standardiserte konsumenttillitsindikatorer i utvalgte land.  
2) BNP-vekter. PMI for industrien i utvalgte land.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Styringsrenter og beregnede terminrenter<sup>1)</sup> i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2012 – 31. desember 2021<sup>2)</sup>



1) Terminrenter per 9. mars 2018 for PPR 1/18 og per 15. juni 2018 for PPR 2/18. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter.

2) Dagstall til og med 15. juni 2018. Kvartalstall fra 3. kv. 2018.

3) ESBIs innskuddsrente. Eonia fra 3. kv. 2018.

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

## 2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

### Litt svakere vekstutsikter

Det har vært en bred oppgang i veksten hos handelspartnerne det siste året. Sysselsettingsveksten har vært god, og arbeidsledigheten har falt under det langsiktige gjennomsnittet i mange land. Tillitsindikatorer for husholdninger og bedrifter har vært på høye nivåer, men har nå falt for bedriftene, se figur 2.1. Hittil i år har BNP-veksten vært litt svakere enn ventet i marsrapporten. Noe av nedgangen er trolig knyttet til midlertidige forhold.

Rentenivået internasjonalt er fortsatt lavt, men er ventet å stige. Politisk usikkerhet har bidratt til svingninger i markedsaktørens renteforventninger. Siden forrige rapport har markedsaktørens styringsrenteforventninger falt, blant annet som følge av lavere vekst enn ventet, se figur 2.2. Langsiktige renter har også falt noe, se figur 2.3. Utviklingen i aksjemarkedene har vært blandet, se figur 2.4. Det har vært uro i finansmarkedene i flere fremvoksende økonomier, noe som blant annet må ses i sammenheng med tilstramningen i pengepolitikken i USA.

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen hos Norges handelspartnere vil være over et normalt nivå fra i år, og den ventes å øke gjennom hele prognoseperioden. Høyere oljepris og økt usikkerhet knyttet til pågående handelskonflikter vil dempe veksten. I tillegg vil kapasitetsbegrensninger og strammere pengepolitikk bidra til en gradvis avdemping av veksten i industrilandene

i årene som kommer. For fremvoksende økonomier venter vi at den økonomiske veksten holder seg godt oppe. Anslagene for BNP- og importveksten hos handelspartnerne er litt lavere enn i marsrapporten, se figur 2.5 og tabell 1 i vedlegget.

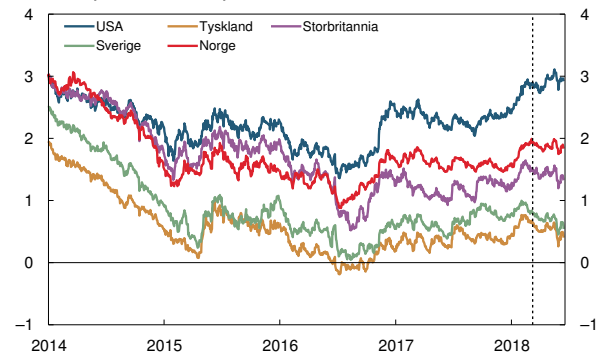
Det er usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. I anslagene legger vi til grunn at de handelspolitiske tiltakene som så langt er iverksatt vil ha begrensede effekter på veksten. Økt proteksjonisme kan dempe den globale veksten mer enn vi har lagt til grunn. De finansielle forholdene kan også stramme seg til mer enn vi nå ser for oss. På den annen side kan den økonomiske veksten holde seg høy lenger enn vi legger til grunn dersom det er mer ledig kapasitet enn vi nå anslår. Det kan også føre til at lønns- og prisveksten holder seg lav lenger enn anslått.

### Høyere oljepris

Siden forrige rapport har konsumprisveksten vært om lag som ventet. Kjerneprisveksten har vært nær uendret siden oktober i fjor, se figur 2.6. Oljeprisen har fortsatt å øke og ventes å trekke konsumprisveksten opp i år. Spotprisen på olje er rundt 75 dollar per fat. Både spot- og terminprisene frem til 2021 er om lag 10 dollar høyere enn lagt til grunn i mars (figur 1.2). Oljeprisen er omtalt i egen ramme på side 17. Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere har tatt seg opp om lag som ventet i marsrapporten. Vi anslår at både lønnsveksten og kjerneinflasjonen vil øke litt de neste årene i takt med høyere kapasitetsutnyttning, se figur 2.7 og tabell 2 i vedlegget.

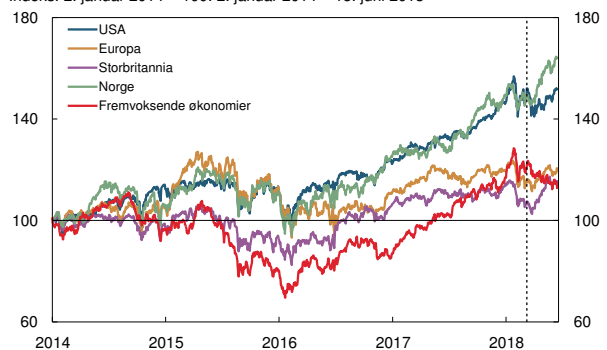
Prisveksten på importerte konsumvarer til Norge har over tid vært lavere enn konsumprisveksten hos våre handelspartnere. Det skyldes dels vridning av den norske importen mot lavkostnadsland som Kina og andre fremvoksende økonomier. Vi venter at slike vridningseffekter vil fortsette å dempe de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi i årene fremover, se figur 2.8. Anslaget for denne prisveksten i 2018 er litt oppjustert fra forrige rapport.

Figur 2.3 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 2. januar 2014 – 15. juni 2018<sup>1)</sup>



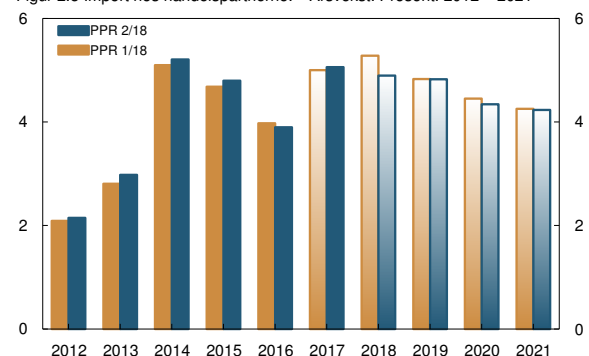
1) PPR 1/18 var basert på informasjon til og med 9. mars 2018 markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.4 Aksjekursindekser i utvalgte land.<sup>1)</sup> Indeks. 2. januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 15. juni 2018<sup>2)</sup>



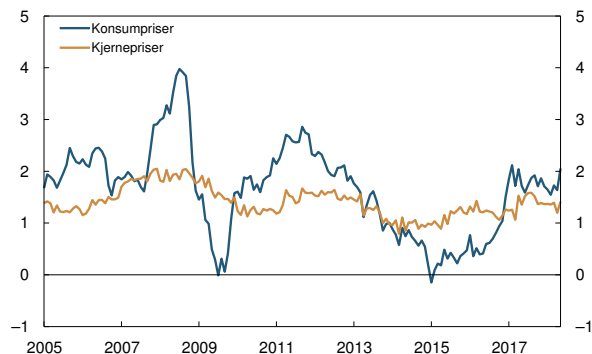
1) Standard and Poor's 500 Index (USA), Stoxx Europe 600 Index (Europa), Financial Times Stock Exchange 100 Index (Storbritannia), Oslo Bers Benchmark Index (Norge), MSCI Emerging Markets Index (fremvoksende økonomier).  
2) PPR 1/18 var basert på informasjon til og med 9. mars 2018 markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.5 Import hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021<sup>2)</sup>



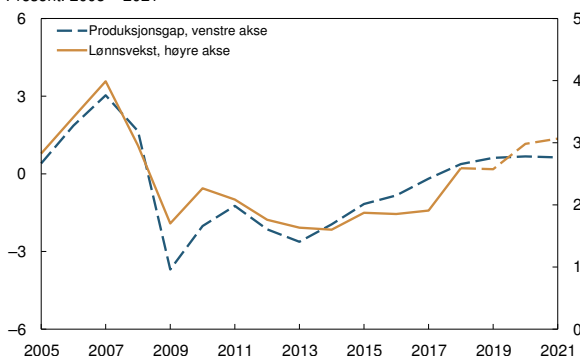
1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere.  
2) Anslag for 2018 – 2021 (gradert).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.6 Konsum- og kjernepriser i utvalgte land.<sup>1)</sup>  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – mai 2018



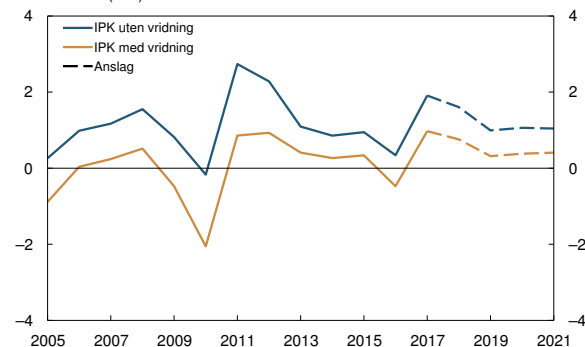
1) Importvekter, USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Lønnsvekst<sup>1)</sup> og anslag for produksjonsgap<sup>2)</sup> i utvalgte land.<sup>3)</sup>  
Prosent. 2005 – 2021<sup>4)</sup>



1) Årsvekst. Lønnskostnader per ansatt i hele økonomien.  
2) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP og anslått potensielt BNP.  
Anslag fra IMF for 2005 – 2015, deretter Norges Bank.  
3) Eksportvekter, USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige.  
4) Anslag for lønnsvekst 2018 – 2021 (stiplet gul linje).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte  
konsumvarer (IPK). Utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

## 2.2 LAND OG REGIONER

### Midlertidig avdemping i USA

Oppgangen i USA har nå vart i over åtte år. Det er god vekst i sysselsettingen, og arbeidsledigheten har falt ytterligere. Ledigheten er nå på det laveste nivået siden 2000. Veksten i første kvartal i år var svakere enn i de foregående kvartalene. Nedgangen var litt større enn anslått. Trolig skyldtes mye av avdempingen midlertidige forhold. Pris- og lønnsveksten har tiltatt moderat, om lag som ventet i marsrapporten.

Sentralbanken hevet styringsrenten med 0,25 prosentenheter på rentemøtene både i mars og juni. Siden forrige rapport har fremtidige pengemarkedsrenter steget noe, mens de langsiktige rentene er om lag uendrede. Markedsprisingen indikerer ytterligere en renteøkning i år. Amerikanske dollar svekket seg på begynnelsen av året, men har siden styrket seg, og den handelsvektede kursen er markert sterkere enn i mars.

Den økende oljeproduksjonen i USA det siste tiåret har bidratt til at effektene av oljeprisen på amerikansk økonomi er endret. Siden starten av 2017 har anleggsinvesteringer i oljesektoren stått for i underkant av en fjerdedel av veksten i private investeringer, se figur 2.9. Vi antar at de positive effektene økt oljepris har på private investeringer om lag oppveier de negative effektene oljeprisøkningen har på husholdningenes kjøpekraft.

De pågående handelskonfliktene vil trolig ha begrensete effekter på veksten de nærmeste årene. Vi legger til grunn at skattereformen og offentlige utgiftsøkninger vil bidra til litt høyere vekst i år og neste år enn anslått i marsrapporten. Veksten ventes å avta fremover etter hvert som penge- og finanspolitikken strammes til, og kapasitetsbegrensninger gjør seg gjeldende. Høyere kapasitetsutnyttning med noe økende lønnsvekst vil bidra til å trekke opp kjerneprisveksten gjennom prognoseperioden. Økningen i oljeprisen vil bidra til å øke samlet inflasjon i år, men en avtakende oljepris i tråd med terminprisene vil dempe konsumprisveksten fremover.

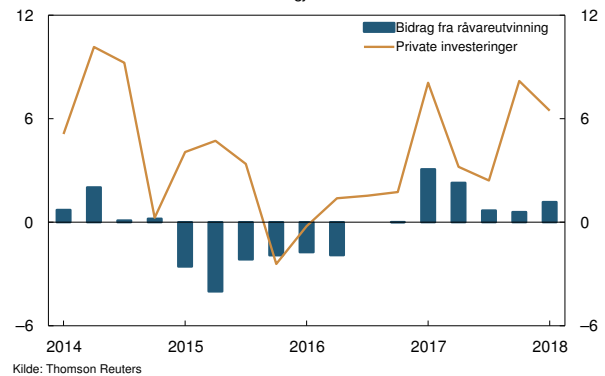
### Lavere vekst i euroområdet

Veksten i euroområdet var i 2017 den høyeste på ti år, og for første gang siden 2007 økte BNP i alle medlemslandene. Så langt i år har imidlertid veksten avtatt mer enn ventet i forrige rapport. Nedgangen har vært bred på tvers av land og sektorer. Noe av utviklingen kan forklares av midlertidige faktorer som kald vinter, skatte- og avgiftsøkninger og flere streiker. Det har vært en bred nedgang i tillitsindikatorer, og ordreinngangen i industrien har falt. Dette kan være tegn på at usikkerheten knyttet til en global handelskonflikt har gjort bedriftene mer forsiktige, noe som kan bidra til å dempe investeringer og handel. Økningen i oljeprisen den siste tiden ventes å dempe konsumveksten fremover.

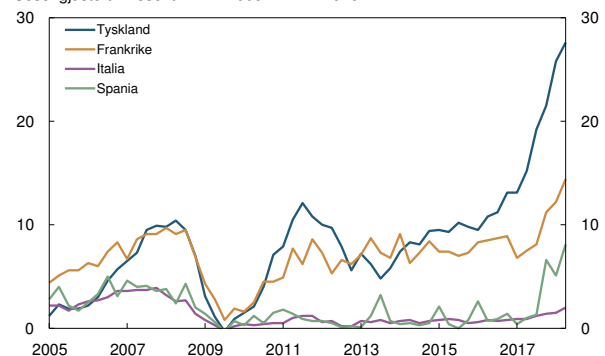
Den europeiske sentralbanken (ESB) har ikke endret pengepolitikken siden forrige rapport. Sentralbanken har annonsert at den vil redusere størrelsen på obligasjonskjøpene fra fjerde kvartal, og deretter avslutte kjøpsprogrammet dersom prisveksten utvikler seg som forventet. ESB indikerer at styringsrenten holdes uendret til over sommeren 2019. Markedsprisingen er konsistent med dette. Svakere realøkonomisk utvikling og politisk usikkerhet i Italia har ført til at pengemarkedsrentene og de langsiktige rentene i Tyskland og Frankrike har falt, mens langsiktige renter i Italia har steget. Målt ved den handelsvektede kursen har euroen svekket seg siden forrige rapport.

Kapasitetsutnyttingen i euroområdet nærmer seg et normalt nivå. Arbeidsledigheten er lavere enn gjennomsnittet de siste årene før finanskrisen, og stadig flere bedrifter rapporterer at mangel på arbeidskraft og produksjonsstyr begrenser veksten. Samtidig er det store variasjoner mellom landene, se figur 2.10. Vi legger til grunn at BNP-veksten vil avta fremover. Sammenlignet med marsrapporten er anslagene litt lavere de nærmeste årene. Veksten i konsumprisene ventes å holde seg rundt dagens nivå ut anslagsperioden. Vi venter en gradvis oppgang i underliggende inflasjon som følge av økt kapasitetsutnyttning og høyere lønnsvekst.

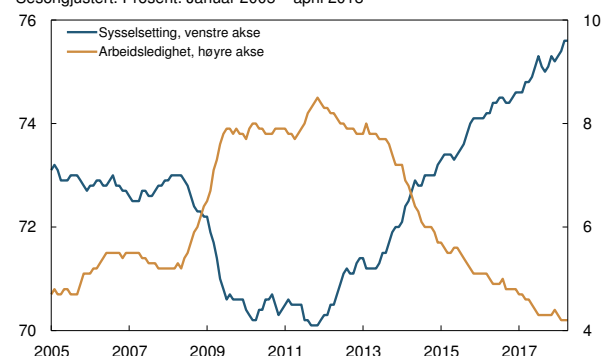
Figur 2.9 Private investeringer og bidrag fra anleggsinvesteringer i råvareutvinning i USA. Annualisert kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2014 – 1. kv. 2018



Figur 2.10 Mangel på arbeidskraft i utvalgte land i euroområdet.<sup>1)</sup> Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2018



Figur 2.11 Sysselsetting<sup>1)</sup> og arbeidsledighet<sup>2)</sup> i Storbritannia. Sesongjustert. Prosent. Januar 2005 – april 2018





### **Avdemping i Storbritannia**

I Storbritannia avtok BNP-veksten i første kvartal, og veksten var lavere enn vi ventet i forrige rapport. Noe av nedgangen skyldtes trolig den kalde vinteren. Det var svak utvikling i både tjenestesektoren og industrien. Samtidig er arbeidsledigheten på et historisk lavt nivå, og sysselsettingsraten er høy, se figur 2.11. Svakere økonomisk utvikling og lavere inflasjon har bidratt til at forventet tidspunkt for neste renteheving er skjøvet ut i tid, og markedsprisingen indikerer at den nå ventes i løpet av andre halvår.

Vi anslår en moderat BNP-vekst om lag som i år gjennom hele prognoseperioden. Anslagene er litt lavere enn i marsrapporten. Økningen i oljeprisen vil dempe reallønnsveksten, og investeringsveksten dempes i påvente av en nærmere avklaring om Storbritannias fremtidige forhold til EU. Anslaget for konsumprisveksten i år er litt nedjustert etter at prisveksten har vært noe lavere enn ventet hittil i år. Fremover venter vi at konsumprisveksten avtar ytterligere.

### **Høy vekst i Sverige**

De siste årene har veksten i Sverige vært sterk. Kapasitetsutnyttningen har vært høyere enn normalt, og prisveksten har tiltatt. Inflasjonen, målt ved konsumprisindeksen med faste rentekostnader (KPIF), har det siste året vært nær målet på 2 prosent. Pengepolitikken er fortsatt ekspansiv, og sentralbanken holdt styringsrenten uendret i april. Markedsaktørene har skjøvet forventet tidspunkt for renteheving ut i tid, til første kvartal 2019.

Veksten er litt nedjustert for andre halvår i fjor, men i første kvartal var den om lag som ventet i forrige rapport. BNP-veksten anslås å avta fra 2019. Anslagene er litt lavere enn i marsrapporten. Nedgang i boligprisene, lav lønnsvekst og høy sparing demper veksten. Inflasjonen anslås å være nær målet de nærmeste årene.

### **Høy vekst i Kina**

Den sterke veksten i Kina fortsatte i første kvartal i år og var høyere enn ventet i forrige rapport. Konsumet økte som andel av BNP, i tråd med myndighetenes mål om å rebalansere økonomien fra lånefinansierte investeringer til privat konsum. Rebalanseringen, strengere regulering av skyggebanksektoren og tiltak for å begrense forurensningen vil bidra til å dempe veksten i årene som kommer. I tillegg bidrar usikkerhet om konsekvensene av den handelspolitiske konflikten med USA isolert sett til litt lavere vekstutsikter for Kina. Vi anslår, som i marsrapporten, at BNP-veksten avtar fremover.

I en rekke fremvoksende økonomier har renteoppgangen i USA og styrkingen av amerikanske dollar ført til økte finansieringskostnader. I Argentina, Tyrkia og Brasil har valutakursene svekket seg betydelig. Til tross for uroen i finansmarkedene holder veksten i fremvoksende økonomier seg godt oppe, og i Russland og Brasil er det tegn til at aktiviteten tar seg opp etter en periode med svak vekst. Som følge av usikkerheten knyttet til pågående handelskonflikter er vekstutsiktene for fremvoksende økonomier utenom Kina litt nedjustert.



## UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Spotprisen for olje har økt fra 30 dollar per fat i januar 2016 til rundt 75 dollar. Oppgangen i prisen skyldes høy vekst i globalt oljeforbruk og kutt i oljeproduksjonen i OPEC og en del andre land. Gjennom 2017 og inn i 2018 har det vært en markert nedgang i oljelagrene i OECD-landene, se figur 2.12. Politiske spenninger internasjonalt har også bidratt til prisoppgangen. Den siste tiden har prisen steget selv om dollaren har styrket seg.

Siden forrige rapport har også terminprisene steget (figur 1.2). Det kan tolkes som at markedsaktørene ser for seg at en del av de forholdene som har bidratt til prisoppgangen kan vare ved. USAs gjeninnføring av sanksjoner mot Iran kan føre til mindre iransk oljeproduksjon fra 2019 og fremover. Oljeproduksjonen i Venezuela har falt mye siden 2016 og kan falle videre. Selv om oljeproduksjonen i USA har økt mye og ventes å øke videre fremover, kan veksten hemmes noe det neste året som følge av liten rørkapasitet fra de mest produktive områdene i Texas. Prisdifferansen for lokal produksjon har økt, se figur 2.13. Ny rørkapasitet ventes først i andre halvår 2019.

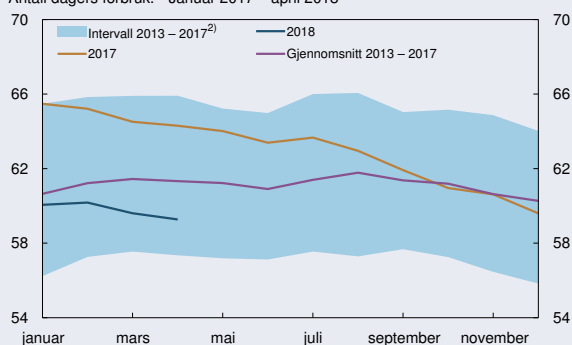
Veksten i globalt oljeforbruk har så langt holdt seg godt oppe til tross for oppgangen i oljeprisen. I tillegg vil nye miljøreguleringer fra 2020 ventelig øke etterspørselen etter mellomdestillater for å erstatte svovelholdig bunkerolje i skipstransport. Råolje av høy kvalitet er særlig egnet til fremstilling av disse destillatene. Dette vil kunne presse prisen ytterligere opp på slike råoljekvaliteter, herunder Brent, i de kommende årene.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.2). De indikerer at prisen vil avta fra rundt 75 dollar per fat til i overkant av 65 dollar i 2021. Det er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

OPEC avholder møte 22. juni. Der vil de gjeldende produksjonsbegrensningene vurderes. Økt produksjon fra OPEC kan bidra til å stabilisere oljelagrene og dermed presse prisen noe ned igjen. Relativt høy pris vil dessuten kunne føre til svakere vekst i oljeforbruket og sterkere vekst i oljeproduksjonen utenfor OPEC, slik som før oljeprisfallet i 2014. På den annen side vil politiske spenninger, blant annet i Midtøsten, fremdeles kunne trekke i retning av høyere oljepriser.

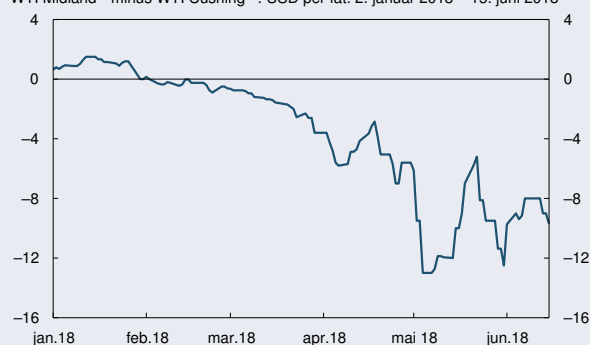
Prisen på europeisk gass har økt siden mars, i en periode de normalt sesongmessig avtar. Gassprisene er betydelig høyere enn de var på samme periode i fjor.

Figur 2.12 Samlede oljelagre i OECD-landene. Antall dagers forbruk.<sup>1)</sup> Januar 2017 – april 2018



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig forventet forbruk over de neste tre månedene.  
2) Intervall mellom høyeste og laveste nivå for gitt måned i perioden 2013 – 2017.  
Kilder: IEA og Norges Bank

Figur 2.13 Differanse mellom referansepriser for olje i USA. WTI Midland<sup>1)</sup> minus WTI Cushing<sup>2)</sup>. USD per fat. 2. januar 2018 – 15. juni 2018



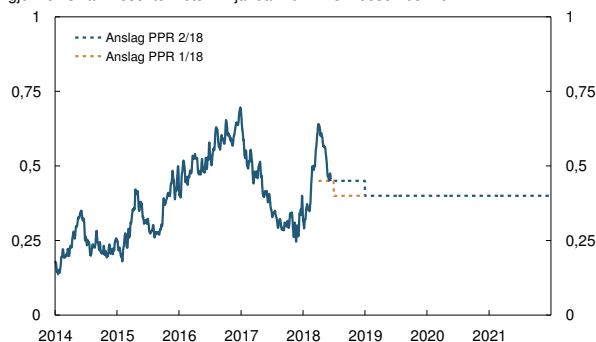
1) WTI Midland er referanseprisen for olje i Midland, Texas. Oljen kommer primært fra Permian-området.  
2) WTI Cushing er referanseprisen for olje i Cushing, Texas. Denne referanseprisen er den mest brukte for amerikansk råolje.  
Kilde: Thomson Reuters

# 3 Norsk økonomi

Etter flere år med svak utvikling, tok veksten i fastlandsøkonomien seg opp i fjor. Oppgangen var drevet blant annet av god vekst hos Norges handelspartnere, ekspansiv finanspolitikk og lave renter her hjemme. Veksten har fortsatt inn i 2018 og sysselsettingen har økt markert. Kapasitetsutnyttningen er nå nær et normalt nivå. Inflasjonen har steget siden i fjor høst, særlig som følge av økte energipriser. Den underliggende inflasjonen er fortsatt lavere enn målet på 2 prosent.

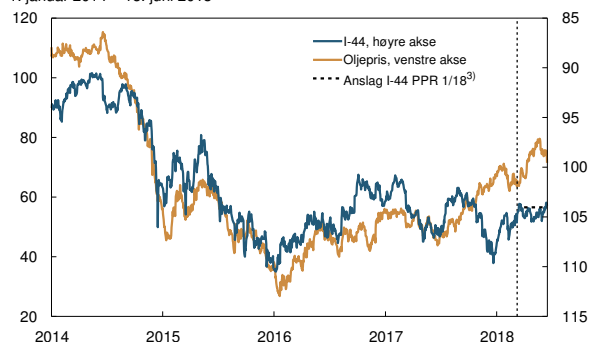
Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge blir høyere i år enn i fjor. I årene fremover venter vi at veksten avtar, etter at kapasitetsutnyttningen har kommet over et normalt nivå. Kapasitetsutnyttningen ventes å stige de neste to årene, før den avtar litt mot slutten av prognoseperioden. Vi venter at arbeidsledigheten faller litt, og at lønnsveksten gradvis tar seg opp. Inflasjonen anslås til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021.

Figur 3.1 Påslag i norsk tre måneders pengemarkedsrente.<sup>1)</sup> Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2014 – 31. desember 2021<sup>2)</sup>



1) Norges Banks anslag på differansen mellom tre måneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.  
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.2 Importveid valutakursindeks (I-44)<sup>1)</sup> og oljepris<sup>2)</sup>. 1. januar 2014 – 15. juni 2018



1) Stigende kurve betyr sterkere kurs.  
2) Brent Blend. USD per fat.  
3) PPR 1/18 var basert på informasjon til og med 9. mars 2018 markert ved vertikal linje.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

## 3.1 FINANSIELLE FORHOLD

### Store variasjoner i pengemarkedspåslaget

Styringsrenten har vært holdt uendret på 0,5 prosent de to siste årene. Pengemarkedsrenten steg fra årsskiftet og frem til april, men har siden falt noe. Utviklingen skyldes endringer i pengemarkedspåslaget, se figur 3.1, som igjen kan knyttes til forhold i det amerikanske pengemarkedet. Siden mars har pengemarkedspåslaget i gjennomsnitt vært noe høyere enn anslått i forrige rapport, mens det nå er om lag som vi anslå som et gjennomsnitt for andre kvartal.

Vi venter at pengemarkedspåslaget avtar noe videre, og at det deretter blir liggende rundt 0,4 prosentenheter de neste årene. Sammenlignet med marsrapporten er anslagene noe høyere for i år, men uendret for de neste årene. Anslagene innebærer at pengemarkedsrenten stiger etter hvert som styringsrenten øker (figur 1.7).

### Økte boliglånsrenter fremover

Oppgangen i pengemarkedsrenten på begynnelsen av året bidro til å øke bankenes finansieringskostnader. Risikopåslagene på bankenes obligasjonsfinansiering er lite endret så langt i år.

Bankenes utlånsrenter på foretakslån er nært knyttet til pengemarkedsrenten og har derfor økt i år. Risikopåslagene på foretaksobligasjoner er om lag uendret så langt i år. Den innenlandske kredittveksten til ikke-finansielle foretak har steget videre, etter å ha økt markert gjennom fjoråret. Sammen med utviklingen

i andre indikatorer tyder det på at foretakene har god tilgang på finansiering, se kapittel 5.

Renten på boliglån til husholdninger var litt over 2,5 prosent i gjennomsnitt i fjor, og den var om lag uendret i første kvartal i år (figur 1.7). Siden pengemarkedsrenten har økt, har bankenes utlånsmargin på boliglån falt hittil i år. Fremover venter vi at utlånsrentene til husholdninger og foretak følger utviklingen i pengemarkedsrenten. Anslagene for utlånsrentene er lite endret fra forrige rapport.

### Utsikter til noe sterkere krone

Kronen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, styrket seg på begynnelsen av året etter en markert svekkelse gjennom høsten i fjor, se figur 3.2. Siden forrige rapport har kursen styrket seg noe, men i gjennomsnitt har den vært litt svakere enn lagt til grunn. En større nedgang i norske renter enn i handelspartnerens renter kan ha bidratt til lavere etterspørsel etter norske kroner, mens oppgangen i oljeprisen kan ha trukket i motsatt retning. Kronen er svakere enn det den historiske samvariasjonen med rentedifferansen mot handelspartnerne og oljeprisen skulle tilsi.

Vi anslår at kronen styrker seg videre i årene fremover. Anslaget må ses i sammenheng med utsikter til en gradvis økende rentedifferanse mot handelspartnerne (figur 1.8). Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en sterkere krone gjennom hele prognoseperioden.

## 3.2 PRODUKSJON OG ETTERSPORSSEL

### Veksten fortsetter i norsk økonomi

Etter flere år med svak utvikling, tok veksten i fastlandsøkonomien seg opp i 2017. Veksten var blant annet drevet av god vekst hos Norges handelspartnerne, ekspansiv finanspolitikk og lave renter her hjemme.

Veksten avtok litt i første kvartal i år og ble litt lavere enn vi anslo i forrige rapport. Samtidig ble BNP for Fastlands-Norge i fjerde kvartal revidert litt opp, slik at nivået i første kvartal var i tråd med vårt anslag.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i mai om god vekst de siste tre månedene, se figur 3.3. Veksten hadde likevel vært litt lavere enn i foregående tremånedersperiode. Mens bedriftene innenfor industri, bygg og anlegg og varehandel meldte at veksten

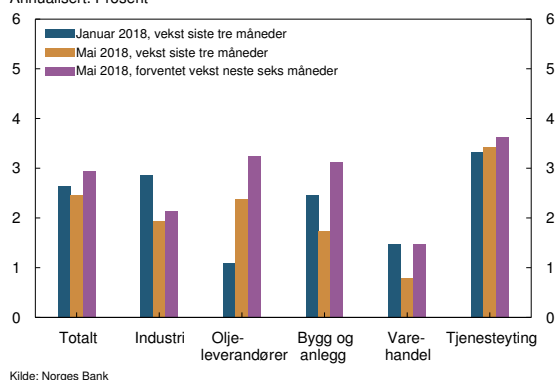
## PENGEMARKEDSRENTER OG RISIKOPÅSLAG

Endringer i styringsrenten slår vanligvis gjennom til andre norske renter, men sammenhengen er ikke nødvendigvis én-til-én.

En stor del av bankenes finansiering prises med utgangspunkt i tremåneders Nibor, som er pengemarkedsrenten med tre måneders løpetid. Denne renten bestemmes dels av markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og dels av et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget. Pengemarkedspåslaget avhenger av bankenes tilbud og etterspørsel etter likviditet i norske kroner. Også internasjonale forhold, som endret påslag i amerikanske dollarrenter, kan påvirke pengemarkedspåslaget. Det er fordi Nibor gjenspeiler prisene i de utenlandske pengemarkedene hvor Nibor-bankene kan låne og plassere. Bankene som fastsetter pengemarkedsrenten tar utgangspunkt i en dollarrente og justerer denne for prisen på å veksle dollar om til kroner i valutabyttemarkedet. Se også utdyping på side 43 om arbeid med alternative referanserenter i norske kroner.

Mer langsiktig markedsfinansiering henter bankene vanligvis i obligasjonsmarkedet. Der må de betale et risikopåslag utover pengemarkedspåslaget. Påslagene for de enkelte obligasjonslånene varierer med bankenes kredittverdighet og med løpetiden på lånene. Også større ikke-finansielle foretak kan hente finansiering i obligasjonsmarkedet.

Figur 3.3 Produksjonsvekst i ulike næringer ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent

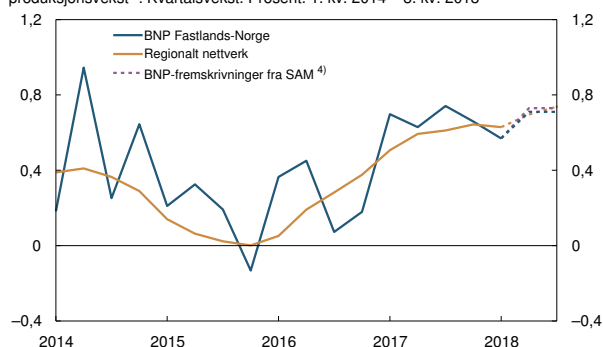


## REGIONALT NETTVERK

Norges Bank har et nettverk av bedriftsledere som vi har jevnlige samtaler med. Formålet er å hente inn informasjon om den økonomiske utviklingen i deres virksomheter og næringer. Nettverket består av rundt 1 500 bedrifter totalt, og hver av dem blir kontaktet om lag én gang per år. Vi gjennomfører samtaler under hvert kvartal, og i hver runde er det i overkant av 300 av kontaktene som deltar.

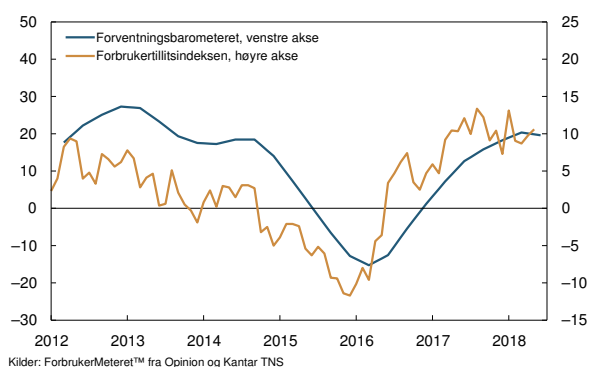
Kontaktene representerer virksomheter i norsk næringsliv samt i kommune- og sykehussektoren. Utvalget gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk.

Figur 3.4 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst<sup>2)</sup>. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2018<sup>3)</sup>



- 1) Sesongjustert.
  - 2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvekting av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 2. kv. 2018 er forventet vekst i produksjon en sammenvekting av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder.
  3. kv. 2018 er forventet vekst neste seks måneder målt i mai.
  - 3) Anslag for 2. kv. 2018 – 3. kv. 2018 (stiplet).
  - 4) System for sammenveiling av korttidsmodeller.
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Forbrukertillit. Netttotal. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene . 1. kv. 2012 – 2. kv. 2018. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2012 – mai 2018



Kilder: ForbrukerMeteret™ fra Opinion og Kantar TNS

hadde avtatt, meldte oljeleverandørene at veksten hadde tiltatt markert. Innen alle næringene var det forventninger om at veksttakten ville bli høyere de kommende seks månedene.

Vi venter at veksten i BNP for Fastlands-Norge blir litt høyere i andre og tredje kvartal enn den var i første kvartal i år, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er på linje med forventningene i Regionalt nettverk og fremskrivingene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.4. Anslagene innebærer at veksten holder seg oppe noe lenger enn vi anslo i marsrapporten.

Vi anslår en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 2,6 prosent i år. Videre fremover venter vi at veksten avtar, etter at kapasitetsutnyttningen har kommet over et normalt nivå. I 2021 anslår vi en vekst på 1,3 prosent, som er litt lavere enn det vi anslår som økonomiens trendvekst. Vi legger til grunn at finanspolitikken i beskjeden grad bidrar til vekst i etter-spørselen fremover, se ramme på side 30. Samtidig venter vi at oljeinvesteringene øker i årene som kommer, se ramme på side 31.

Vekstanslaget for i år er lite endret fra marsrapporten, mens anslaget for neste år er noe oppjustert. Vekstanslagene for 2020 og 2021 er justert litt ned. Sammenlignet med sist bidrar høyere boligpriser og oljepris til å løfte anslagene, mens en noe høyere realrente her hjemme og litt svakere vekst ute trekker anslagene ned.

### God inntektsvekst løfter konsumet

Etter å ha steget markert i 2017 var husholdningenes forbruk uendret i første kvartal i år, og lavere enn vi anslo i marsrapporten. Det reflekterer svak utvikling i varekonsumet i januar og februar. Siden har varekonsumet tatt seg opp. Samtidig er forbrukertilliten fortsatt høy, se figur 3.5. Vi legger grunn at forbruksveksten tar seg opp igjen i andre kvartal.

Vi venter at økt lønnsvekst og høyere sysselsetting vil bidra til at konsumet øker videre i årene fremover, se figur 3.6. Gradvis høyere renter vil bidra til å dempe oppgangen. Vi legger til grunn at den høye gjeldsbelastningen blant husholdningene gjør at en gitt renteøkning vil bidra mer enn tidligere til å dempe konsumet. Sammenlignet med forrige rapport er

anslaget for konsumveksten i år justert litt ned, mens anslagene for 2019 og 2020 er justert noe opp. Vekstanslaget for 2021 er lite endret.

Anslagene innebærer at sparingen vil holde seg om lag konstant som andel av disponibel inntekt, se figur 3.7.

### Moderat boligprisvekst fremover

Boligprisene har steget med 2,6 prosent sesongjustert så langt i 2018, etter et moderat fall gjennom deler av fjoråret. I mai var prisene om lag 1 prosent høyere enn tolv måneder tidligere. Boligprisene er høyere enn vi anslo i marsrapporten. Se også omtale av boligprisene i kapittel 5.

Antall nye boliger som legges ut for salg vil trolig holde seg høyt den nærmeste tiden, som følge av at mange nye boliger ferdigstilles. Det kan bidra til å dempe prisveksten det nærmeste året.

Vi venter at boligprisene stiger med mellom 2 og 3 prosent på årsbasis i årene fremover, se figur 3.8. Bedring i arbeidsmarkedet og høyere lønnsvekst trekker i retning av økte boligpriser, mens høyere renter og høy boligbygging i forhold til befolkningsveksten demper oppgangen. Sammenlignet med marsrapporten er anslagene for boligprisveksten oppjustert i 2018 og 2019 og deretter litt nedjustert.

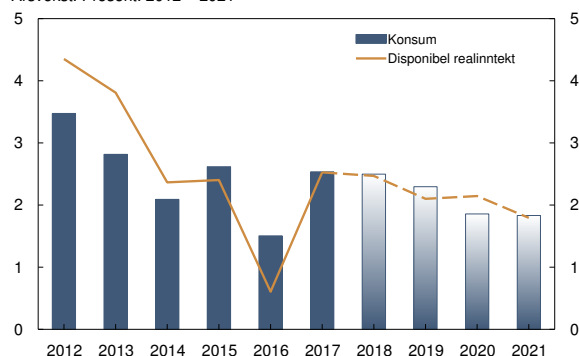
### Lavere boliginvesteringer

Boliginvesteringene, slik de måles i kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR), falt markert mot slutten av fjoråret, etter å ha økt kraftig gjennom 2016 og inn i 2017. Nedgangen fortsatte i første kvartal i år, og fallet var større enn vi hadde ventet. Nedgangen gjenspeiler at igangsettingen av nye boliger har avtatt, trolig som følge av at salget av nye boliger avtok kraftig gjennom fjoråret.

Salget av nye boliger har tatt seg litt opp de siste månedene. Sammen med økte boligpriser vil det trolig bidra til å dempe nedgangen i igangsettingen.

Vi venter at boliginvesteringene faller markert i år, og at de avtar litt inn i neste år, se figur 3.9. I 2020 og 2021 anslår vi at boliginvesteringene stiger moderat. Utsikter til lavere arbeidsledighet og høyere boligpriser vil bidra til å øke boliginvesteringene. Lav befolkningsvekst og høyere renter trekker i motsatt

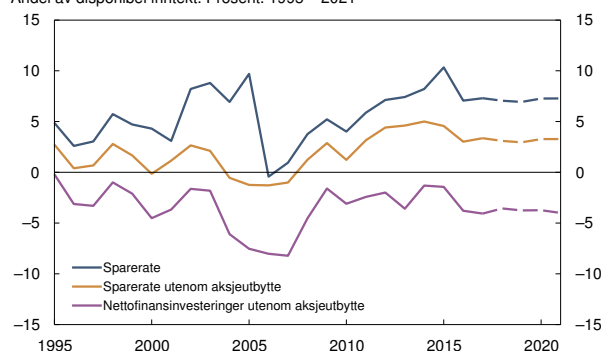
Figur 3.6 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponibel realinntekt<sup>2)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021<sup>3)</sup>



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner.  
3) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet og gradert).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

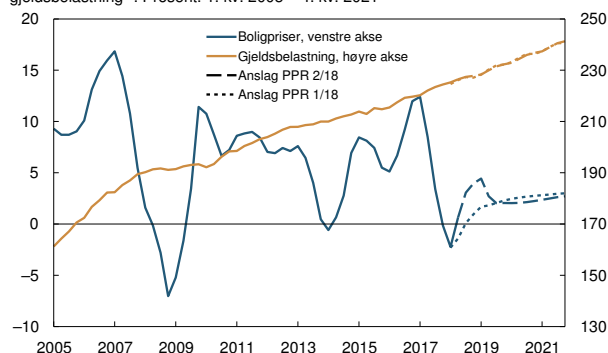
Figur 3.7 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2021<sup>2)</sup>

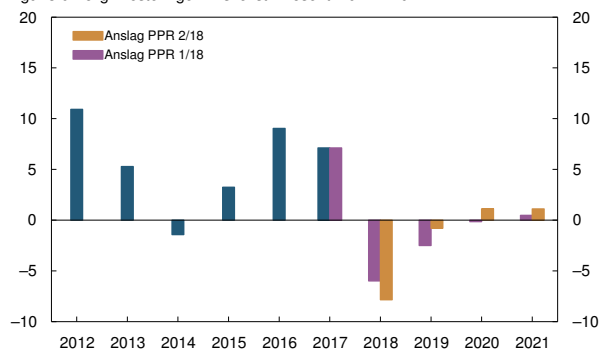


1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt.

2) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.

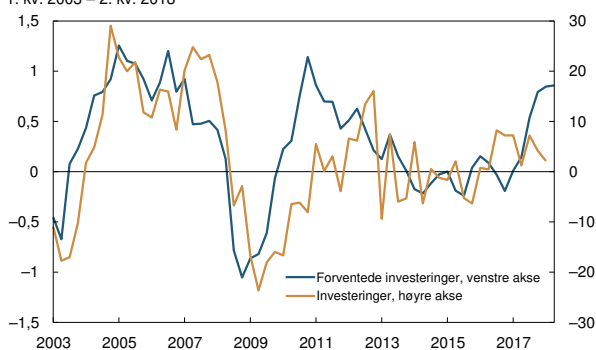
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Boliginvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021<sup>1)</sup>



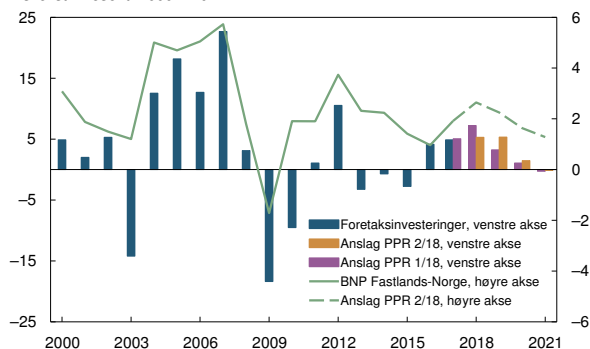
1) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Forventede endringer i foretaksinvesteringer neste 12 måneder.<sup>1)</sup> Indeks. Foretaksinvesteringer for Fastlands-Norge. Firekvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2018<sup>2)</sup>



1) Regionalt nettverk. Vektet gjennomsnitt av industri, oljeleverandører, varehandel og tjenesteyting.  
2) Siste observasjon for investeringer 1. kv. 2018.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.11 Foretaksinvesteringer for Fastlands-Norge og BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2000 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

retning. Vekstanslaget for i år er noe nedjustert sammenlignet med forrige rapport. For resten av prognoseperioden er vekstanslagene litt oppjustert.

### Vekst i foretaksinvesteringene fremover

Foretaksinvesteringene i fastlandsøkonomien falt i første kvartal, mens vi ventet en oppgang. Kontaktene i vårt regionale nettverk har over noe tid rapportert at de planlegger en markert økning i investeringene de neste tolv månedene, og vekstforventningene er gradvis blitt høyere, se figur 3.10. Innen oljeleverandørnæringen og øvrig industri er investeringsplanene klart oppjustert siden januar.

Høyere etterspørsel hjemme og ute tilsier at foretaksinvesteringene vil øke i årene fremover. Økte renter vil bidra til å dempe veksten. Vi anslår solid vekst i investeringene i år og neste år, før veksten avtar gradvis utover i prognoseperioden, se figur 3.11. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi nå en noe lavere investeringsvekst i år og noe høyere neste år. Deretter er anslagene lite endret, og investeringsnivået ved utgangen av prognoseperioden er om lag det samme som sist.

### Utsikter til økt eksport

Eksporten fra Fastlands-Norge har utviklet seg svakt de siste årene. Til tross for at konkurranseevnen er betydelig bedret, se figur 3.12, var eksporten på omlag samme nivå i 2017 som i 2014. Den svake utviklingen gjenspeiler i stor grad at globale offshoreinvesteringer har falt markert, slik at eksporten fra norske oljeleverandører har gått ned. I tillegg har eksporten av sjømat og industrielle råvarer vært begrenset av kapasiteten i norsk produksjon. Reisetrafikken har på den annen side økt betydelig i kjølvannet av konkurranseevneforbedringen.

I første kvartal i år avtok eksporten fra Fastlands-Norge. Utviklingen var litt svakere enn anslått i marsrapporten. Regionalt nettverk indikerer at eksporten fra oljeleverandørene og annen eksportrettet industri tar seg opp den nærmeste tiden.

Videre fremover venter vi at en oppgang i den globale petroleumsvirksomheten vil bidra til god vekst i petroleumsrelatert eksport, se figur 3.13. Den øvrige fastlandseksporten vil løftes av veksten internasjonalt. Særlig for deler av råvarebasert industri er det utsikter

til god eksportvekst, etter at det er gjennomført store investeringer som gir økt produksjonskapasitet. Sterkere kronkurs, slik vi anslår, trekker på den annen side i retning av lavere eksport. Vi anslår at veksten i den samlede fastlandseksporten blir markert høyere i år enn i fjor, og at den tiltar ytterligere i 2019. Deretter venter vi at veksten dempes noe som følge av lavere vekst hos våre handelspartnere og svekket kostnads-messig konkurransevne. Sammenlignet med mars-rapporten er eksportvekstanslaget for neste år litt oppjustert, mens anslagene for i år og 2020 og 2021 er noe nedjustert. Høyere oljepris har bidratt til oppjustering, mens sterkere krone og svakere vekst ute har trukket anslagene ned sammenlignet med sist.

Oppgangen i norsk økonomi tilsier at også importen øker. Investeringer i petroleumsvirksomhet og øvrige foretaksinvesteringer har normalt en høy importandel. Utsikter til at disse investeringene øker mer enn den øvrige etterspørselen, trekker derfor i retning av at importveksten øker. Bedringen i konkurransevnen frem til i fjor kan på den annen side trekke i retning av lavere importandel. Vi anslår at importveksten tiltar i år, for så å avta litt. Anslagene er oppjustert fra forrige rapport, hovedsakelig som følge av at vi nå anslår en noe sterkere krone.

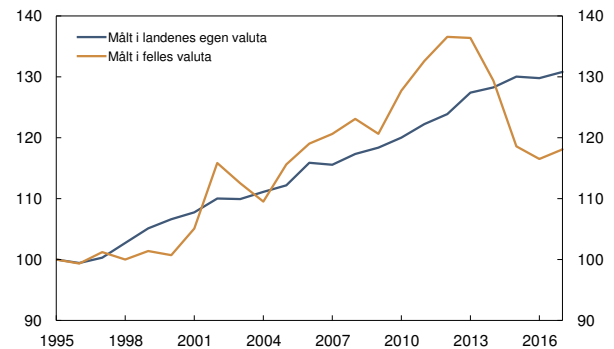
### Utviklingen er usikker

Det siste kvartalet har etterspørselen fra både husholdninger og bedrifter vært svakere enn ventet. I anslagene har vi lagt til grunn at dette i stor grad skyldes midlertidige forhold, og at veksten tar seg opp igjen. Vi kan likevel ikke se bort fra at utviklingen gjenspeiler mer varige forhold, og at veksten fremover blir svakere enn vi har lagt til grunn. Det er også en risiko for at eksportveksten blir lavere enn anslått som følge av økende proteksjonisme internasjonalt.

På den annen side kan veksten i norsk økonomi bli sterkere enn vi ser for oss. Høy sysselsettingsvekst, oppgang i oljeprisen og stigende boligpriser kan skape økt optimisme hos både husholdninger og bedrifter, slik at etterspørselsveksten forsterkes.

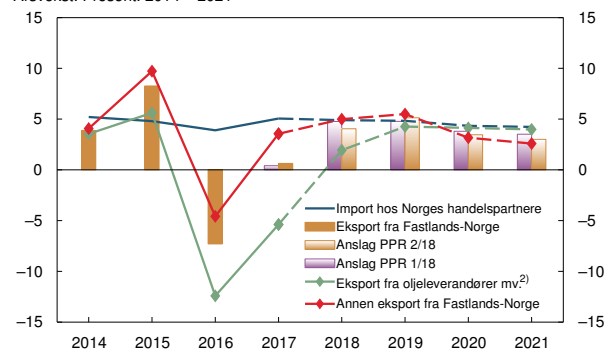
Det er usikkerhet om hvordan økningen i oljeprisen vil påvirke utviklingen. Oljenæringen utgjør nå en mindre andel av økonomien enn for få år siden, og det påvirker også ringvirkningene over til fastlands-økonomien. Hvor sterk effekt den økte oljeprisen vil

Figur 3.12 Norske lønnskostnader relativt til handelspartnernes lønnskostnader.<sup>1)</sup> Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2017



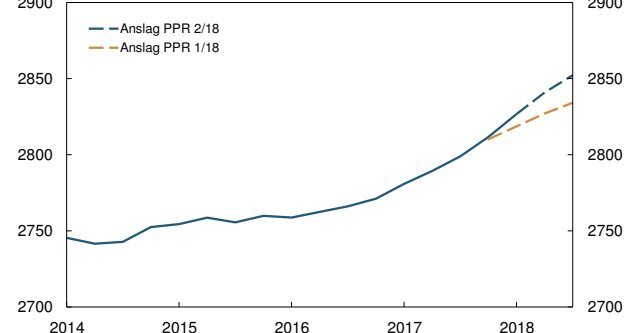
1) Timeleønnskostnader i industrien.  
Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet og gradert).  
2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

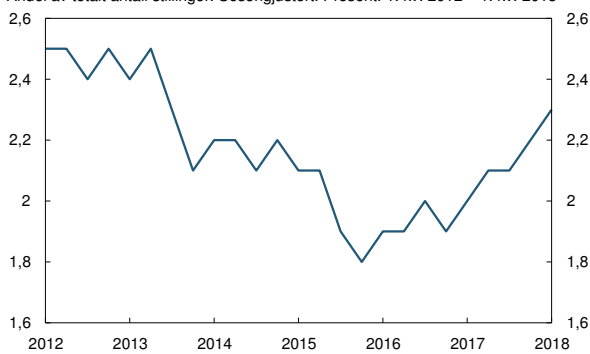
Figur 3.14 Sysselsetting.<sup>1)</sup> Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2018<sup>2)</sup>



1) Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap.  
2) Anslag for 2. kv. 2018 – 3. kv. 2018.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

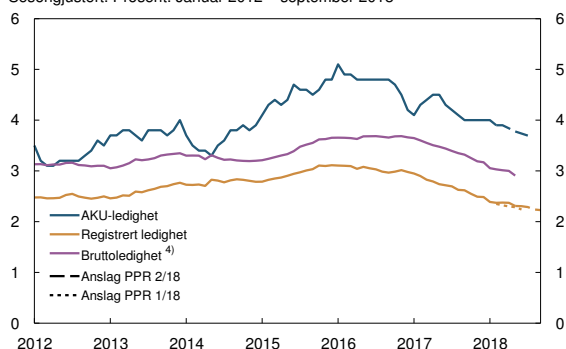


Figur 3.15 Ledige stillinger. Andel av totalt antall stillinger. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 1. kv. 2018



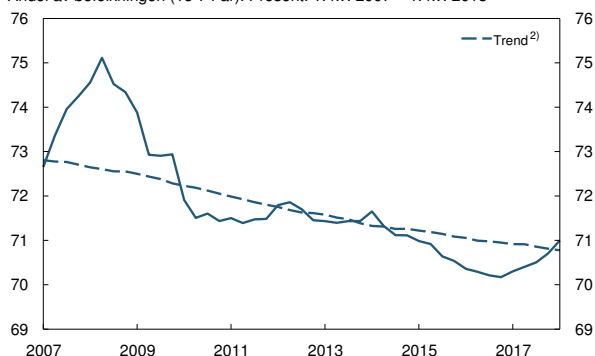
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.16 Arbeidsledige ifølge AKU <sup>1)</sup> og NAV <sup>2)</sup>, Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2012 – september 2018 <sup>3)</sup>



1) Arbeidskraftundersøkelsen. På grunn av revisjon av AKU er anslagene fra PPR 1/18 ikke direkte sammenlignbare med anslagene i denne rapporten. Anslagene fra forrige rapport er derfor ikke vist i figuren.  
2) Registrert arbeidsledighet.  
3) Anslag for juni 2018 – september 2018 (NAV) og april 2018 – juli 2018 (AKU).  
4) Registrerte ledige og arbeidssøkere på tiltak.  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Sysselsettingsfrekvensen.<sup>1)</sup> Andel av befolkningen (15-74 år). Prosent. 1. kv. 2007 – 1. kv. 2018



1) Sysselsettingsfrekvensen i kvartalsvis nasjonalregnskap.  
2) Utvikling i sysselsettingsfrekvensen dersom sysselsettingsfrekvensene for hvert femårige alderstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkningen. 2013 er valgt fordi vi vurderer at kapasitetsutnyttningen dette året var nær et normalnivå. I anslagene er det også tatt hensyn til at ikke-vestlige innvandrere har en noe lavere yrkesdeltakelse enn befolkningen for øvrig.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ha på norsk økonomi avhenger blant annet av i hvilken grad de økonomiske aktørene legger til grunn at prisoppgangen er varig.

### 3.3 ARBEIDSMARKED OG PRODUKSJONGAP

#### Høy sysselsettingsvekst

Sysselsettingen økte markert i 2017, og i første kvartal i år tiltok veksten, se figur 3.14. Ifølge KNR var det 41 000 flere sysselsatte i første kvartal i år enn ett år tidligere. Det er mer enn vi anslo i marsrapporten. Sysselsettingsveksten fortsatte innen bygg og anlegg og i offentlig forvaltning. På den annen side avtok sysselsettingen litt igjen i de mest oljerelaterte næringene, etter at de økte litt mot slutten av fjoråret.

Etterspørselen etter arbeidskraft fortsatte å øke i første kvartal, ifølge statistikk for beholdningen av ledige stillinger, se figur 3.15.

#### Lav arbeidsledighet

Den registrerte arbeidsledigheten avtok i 2017, se figur 3.16. Nedgangen har fortsatt i 2018 og i mai var ledigheten 2,3 prosent, justert for normale sesongvariasjoner. Det var i tråd med anslaget i marsrapporten. Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) ligger ledigheten fortsatt på et forholdsvis høyt nivå, men har avtatt litt siden forrige rapport.

Arbeidsstyrken, som er summen av arbeidsledige og sysselsatte, svinger normalt med konjunktorene. Flere melder seg på arbeidsmarkedet når utsiktene til å få jobb bedres. Ifølge AKU har veksten i arbeidsstyrken tiltatt den siste tiden.

#### Flere sysselsatte og færre ledige fremover

Kontaktene i Regionalt nettverk rapporterte i mai at sysselsettingen hadde økt markert de siste tre månedene og at veksten vil fortsette i samme takt de kommende tre månedene (figur 1.6). Også Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at sysselsettingsveksten vil holde seg høy. Vi har derfor oppjustert anslagene for veksten i sysselsettingen i andre kvartal.

God vekst i norsk økonomi vil bidra til vekst i sysselsettingen også videre fremover. I første halvår i år ser det ut til at sysselsettingsveksten vil være nær BNP-veksten, slik at produktivitsveksten blir svært lav. Vi legger til grunn at produktivitsveksten vil ta seg



opp igjen fra andre halvår, slik at veksten i sysselsettingen blir svakere enn produksjonsveksten. Sammenlignet med marsrapporten anslår vi nå en sterkere sysselsettingsvekst i år og neste år og litt lavere vekst i 2020 og 2021. Sysselsettingsnivået ved utgangen av prognoseperioden er litt høyere enn i forrige rapport.

Vi venter god vekst i arbeidsstyrken fremover som følge av økt etterspørsel etter arbeidskraft. Samtidig venter vi at arbeidsledigheten avtar litt videre, se tabell 3b og 3c i vedlegget. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for registrert ledighet litt lavere de nærmeste årene, og lite endret ved utgangen av prognoseperioden (figur 1.11).

### Nær normal kapasitetsutnyttning

De siste årene har det vært mer ledige ressurser i økonomien enn normalt, og produksjonen av varer og tjenester har vært lavere enn potensialet har kunnet tilsi. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen avtok frem til 2016 og at den siden har tiltatt.

Den registrerte ledigheten har avtatt og er nå så lav at den isolert sett tilsier at kapasitetsutnyttningen er høyere enn normalt. Den siste tiden har sysselsettingsandelen økt. Aldringen av befolkningen tilsier at andelen som er sysselsatt, avtar over tid. Sysselsettingsandelen er nå nær det vi anslår som en langsiktig trend, se figur 3.17. Det tilsier at det er lite ledig kapasitet i arbeidsmarkedet. Regionalt nettverk indikerte i mai at kapasitetsutnyttningen nå nærmer seg et normalt nivå, se figur 3.18. Andelen bedrifter som meldte at de ville ha problemer med å møte en økning i etterspørselen, økte fra forrige måling og var nær sitt historiske gjennomsnitt. Det var også en liten økning i andelen virksomheter som meldte at tilgang på arbeidskraft begrenset produksjonen. Denne andelen var fortsatt noe lavere enn sitt historiske gjennomsnitt. Tiltakende lønnsvekst tilsier at kapasitetsutnyttningen øker. Beregninger basert på et bredt sett av modeller og indikatorer tyder på at kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå, se figur 3.19. Alt i alt vurderer vi at kapasitetsutnyttningen har økt de siste månedene, om lag som vi anslo i marsrapporten. Produksjonsgapet er dermed i ferd med å lukkes.

### Moderat vekst i produksjonspotensialet

Vi legger til grunn at økonomiens produksjonspotensial vil vokse med omkring 1,5 prosent fremover. Etter

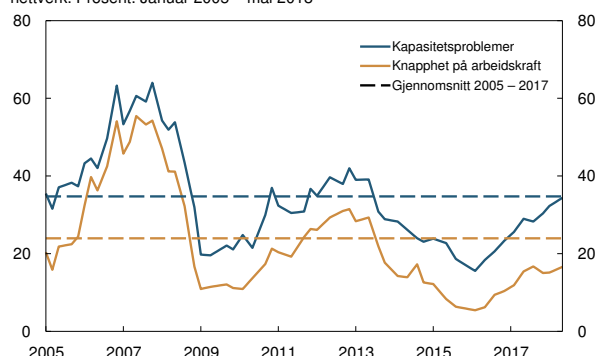
## PRODUKSJONSGAP

Produksjonsgapet, eller kapasitetsutnyttningen, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial er det høyest mulige produksjonsnivået som er forenlig med en stabil utvikling i priser og lønninger over tid. Dette nivået avhenger av hvor høy sysselsettingen kan være før lønnsveksten skyter fart. Det er arbeidsmarkedets virkemåte, skatte- og trygdesystemet og lønnsdannelse som bestemmer hvor høy sysselsettingen kan være. Over tid bestemmes veksten i produksjonspotensialet av befolkningsveksten og trendveksten i produktiviteten.

Kapasitetsutnyttningen er en sentral størrelse i pengepolitikken. I rentesettingen legger vi vekt på å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. For å oppfylle dette sikter vi mot å holde produksjonsgapet nær null. Det omtaler vi gjerne som normal kapasitetsutnyttning. Kapasitetsutnyttningen er også en viktig indikator for fremtidig inflasjon, og er dermed knyttet til Norges Banks mål om å sikre lav og stabil inflasjon.

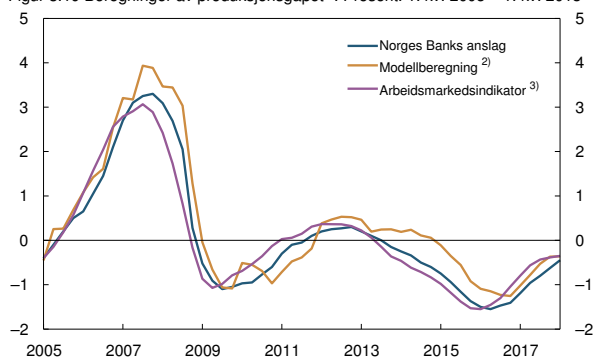
Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres, og må anslås. Våre anslag på produksjonsgapet er resultat av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. I vurderingen legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Figur 3.18 Kapasitetsproblemer<sup>1)</sup> og knapphet på arbeidskraft<sup>2)</sup> ifølge Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – mai 2018



1) Andel av kontaktene som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen.  
2) Andel av kontaktene som svarer at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen.  
Kilde: Norges Bank

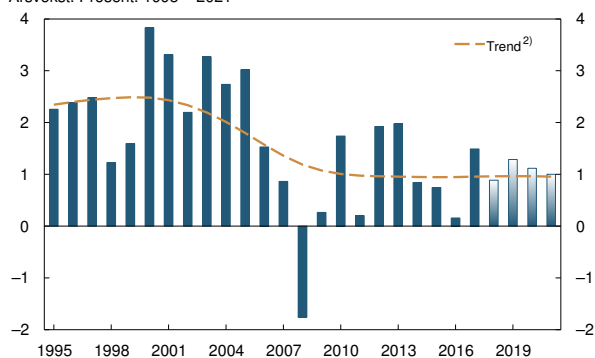
Figur 3.19 Beregninger av produksjonsgapet<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2018



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
 2) For en gjennomgang av modellberegningen, se egen ramme på side 34 i *Pengepolitisk rapport 4/17*.  
 3) Indikator for produksjonsgapet basert på arbeidsmarkedet. Nærmere utdyping er gitt i Hagelund, K., F. Hansen og Ø. Robstad (2018) «Modellberegninger av produksjonsgapet». Staff Memo 4/2018. Norges Bank.  
 Kilde: Norges Bank

noen år med betydelig vekst i arbeidsinnvandringen, var innvandringen fra Europa nær null i 2017. Vi anslår at arbeidsinnvandringen tar seg noe opp fremover, men at den vil være klart lavere enn i begynnelsen av dette tiåret. Endring i befolkningens alderssammensetning vil fortsatt bidra til å dempe trendveksten i arbeidsstyrken noe, som følge av at flere kommer opp i aldersgrupper der yrkesdeltakelsen normalt er lav. Vi legger til grunn at trenden i arbeidsstyrken vokser med 0,5 prosent årlig frem til 2021. Trendproduktiviteten anslås å stige med 1 prosent årlig. Det er litt høyere enn gjennomsnittet for de siste ti årene og i tråd med hva en trendberegning indikerer, se figur 3.20. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

Figur 3.20 Produktivitet. BNP Fastlands-Norge per timeverk. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021 (gradert).  
 2) Trenden er beregnet ved hjelp av et HP-filter med lambda = 100. Datasettet er utvidet med anslag for årene 2018 – 2021.  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at BNP-veksten vil være høyere enn veksten i produksjonspotensialet i år og neste år, slik at kapasitetsutnyttningen fortsetter å øke. Gjennom 2020 og 2021 anslår vi at kapasitetsutnyttningen igjen vil avta og nærme seg et normalt nivå. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn i forrige rapport.

Det er usikkerhet om veksten i økonomiens produksjonspotensial. Dersom bedriftenes investeringer øker mer enn vi legger til grunn, kan også veksten i trendproduktiviteten bli høyere. Den sterke sysselsettingsveksten den siste tiden kan gjenspeile at potensialet i arbeidsstyrken er større enn vi har lagt til grunn. På den annen side har yrkesdeltakelsen for aldersgruppen 25–54 år avtatt over tid, og kan reflektere at det er en avtakende trend i sysselsettingen utover det som følger av befolkningsendringene.

### 3.4 KOSTNADER OG PRISER

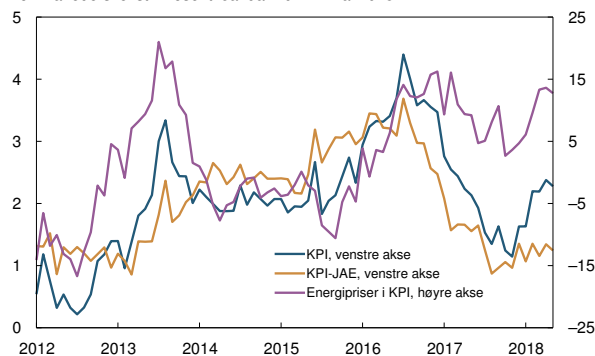
#### Økte energipriser har gitt høyere prisvekst

Inflasjonen har økt det siste halvåret. I mai var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 2,3 prosent, om lag én prosentenheter høyere enn i høst, se figur 3.21. Oppgangen skyldes hovedsakelig høy vekst i energiprisene og avgiftsøkninger. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,2 prosent i mai. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har steget noe mer enn KPI-JAE det siste halvåret, se ramme på side 29.

#### Underliggende prisvekst har vært lavere enn ventet

Siden forrige rapport har veksten i KPI vært litt høyere enn anslått, mens veksten i KPI-JAE har vært lavere

Figur 3.21 KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og energipriser i KPI<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – mai 2018



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
 2) Drivstoff, smøremidler, elektrisitet og brensel.  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enn ventet, se tabell 3d i vedlegget. Prisveksten har vært noe lavere enn anslått både for norskproduserte varer og tjenester og for importerte konsumvarer i KPI-JAE, se figur 3.22. Gjennomslaget fra valutakursvekkelsen i fjor til konsumprisene ser ut til å ha vært mindre enn tidligere lagt til grunn. Energiprisene har på den annen side steget mer enn ventet.

### Tiltakende lønnsvekst

Lønnsveksten tok seg opp i fjor, og vi venter at den øker videre i år, til en årslønnsvekst på 2,9 prosent. Anslaget er uendret fra forrige rapport og det er i tråd med vårens lønnsoppgjør og med tilbakemeldingene fra regionalt nettverk og Norges Banks forventningsundersøkelse, se figur 3.23.

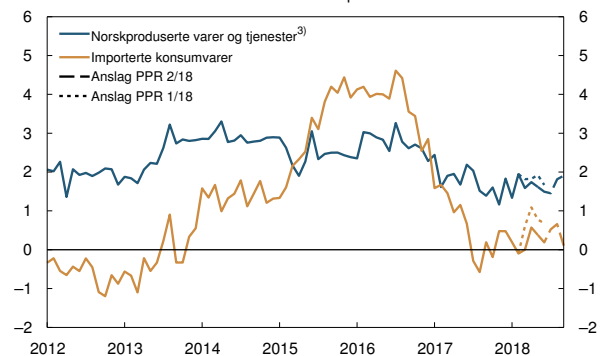
Vi venter at økende kapasitetsutnyttning og et strammere arbeidsmarked gir videre oppgang i lønnsveksten i årene fremover. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for den nominelle lønnsveksten litt lavere for neste år og uendret for 2020 og 2021 (figur 1.12). Anslagene for reallønnsveksten er litt lavere for i år, men noe høyere i 2020 og 2021. Oppjusteringen av anslagene for reallønnsveksten utover i prognoseperioden skyldes utsikter til noe høyere kapasitetsutnyttning og at økt lønnsomhet i bedriftene som følge av oppgangen i oljeprisen kan gi rom for noe høyere lønninger.

Bedringen i bytteforholdet tilsier noe høyere lønnsvekst i Norge enn hos våre viktigste handelspartnere i årene som kommer, se figur 3.24. Sammenlignet med tidligere oppgangskonjunkturer er anslagene for lønnsveksten likevel moderate. Det må ses i lys av utsikter til fortsatt svak produktivitetsvekst. Lønnsandelen, som måler hvor stor andel av verdiskapingen som tilfaller lønnstakerne, er anslått å avta litt utover i prognoseperioden, se figur 3.25.

### Underliggende inflasjon ventes å øke

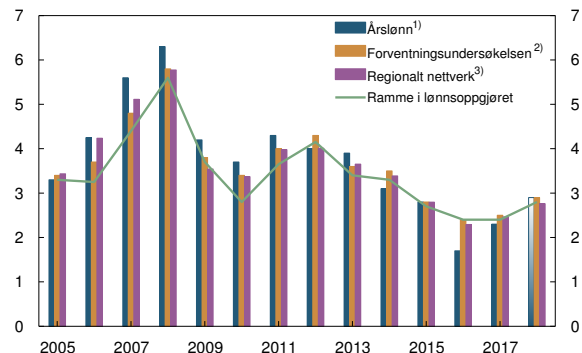
Vi legger til grunn at oppgangen i lønnsveksten bidrar til at den underliggende prisveksten øker litt den nærmeste tiden. På den annen side ser prisveksten på importerte konsumvarer ut til å bli lavere enn tidligere ventet. Samlet sett er anslagene på prisveksten målt ved KPI-JAE noe lavere den nærmeste tiden enn i forrige rapport. Anslagene er nær fremskrivingene fra SAM for inneværende og neste kvartal, se figur 3.26.

Figur 3.22 KPI-JAE<sup>1)</sup> fordelt etter leveringssektor. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – september 2018<sup>2)</sup>



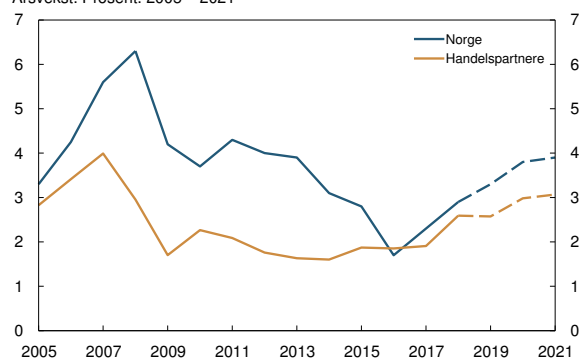
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Anslag for juni 2018 – september 2018.  
3) Norges Banks beregninger.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2018



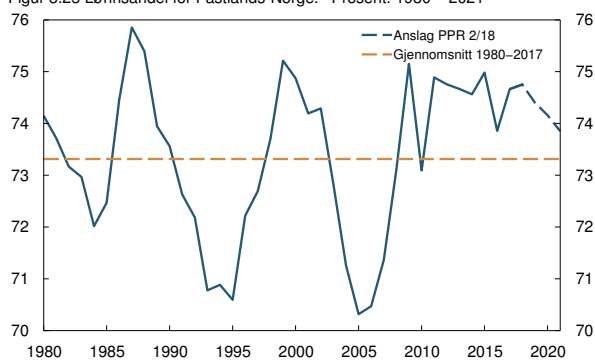
1) Faktisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2018 (gradert).  
2) Partene i arbeidslivet sine forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt ved Norges Banks forventningsundersøkelse i 2. kvartal hvert år.  
3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i 2. kvartal hvert år.  
Kilder: Epinion, Kantar TNS, Opinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.24 Lønnsvekst i Norge og hos viktige handelspartnere<sup>1)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2021<sup>2)</sup>



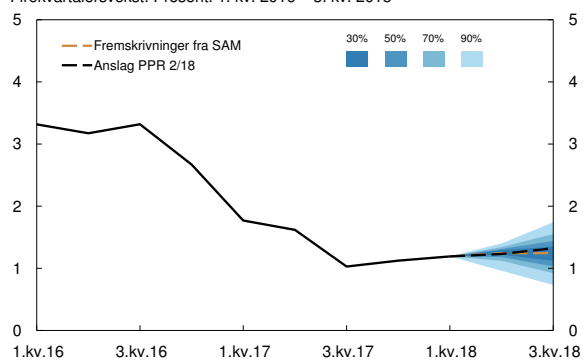
1) Aggregert for lønnsvekst for handelspartnere er basert på lønnskostnadsvekst i euroområdet, USA, Storbritannia og Sverige.  
2) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).  
Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.25 Lønnsandel for Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Prosent. 1980 – 2021<sup>2)</sup>



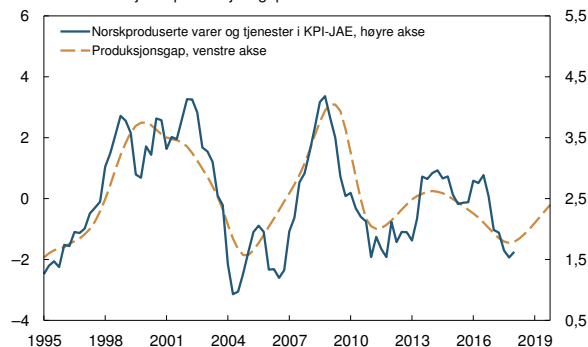
1) Lønnskostnader som andel av lønnskostnader og driftsresultat.  
2) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 KPI-JAE<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte fra SAM<sup>2)</sup>.  
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 3. kv. 2018<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) System for sammenvæving av korttidsmodeller.  
3) Anslag for 2. kv. 2018 – 3. kv. 2018.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.27 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent. Tidsforskjøvet produksjonsgap.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1995 – 4. kv. 2019



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. Gapet er her et femkvartalers glidende gjennomsnitt forskjøvet frem fire kvartaler.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

For årene fremover ventet vi at høyere kapasitetsutnyttning og økt lønnsvekst vil bidra til høyere prisvekst, se figur 3.27. En sterkere krone anslås imidlertid å virke i motsatt retning. I tillegg ventet vi at internasjonale prisimpulser målt i utenlandsk valuta avtar fra i fjor (figur 2.8). Samlet sett anslår vi at firekvartalersveksten i KPI-JAE stiger noe de neste kvartalene (figur 1.1d), slik at årsveksten i KPI-JAE blir 1,3 prosent i år. Deretter er inflasjonen ventet å flate ut, før den tiltar igjen mot slutten av prognoseperioden til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021. Anslagene for veksten i KPI-JAE de neste årene er litt nedjustert sammenlignet med marsrapporten. Endringene i anslagene skyldes hovedsakelig at vi anslår en sterkere krone gjennom hele prognoseperioden enn vi gjorde i mars.

Vi ventet at årsveksten i KPI blir 2,3 prosent i år. Det er klart høyere enn anslaget for årsveksten i KPI-JAE. Forskjellen skyldes økte avgifter og høy vekst i energiprisene. I årene fremover ventet KPI å vokse i takt med KPI-JAE. Sammenlignet med marsrapporten er anslagene for KPI-veksten litt høyere for i år og noe lavere de neste tre årene (figur 1.1c). Det er utsikter til høyere energiprisvekst det nærmeste året enn vi la til grunn i mars.

### Anslagene er usikre

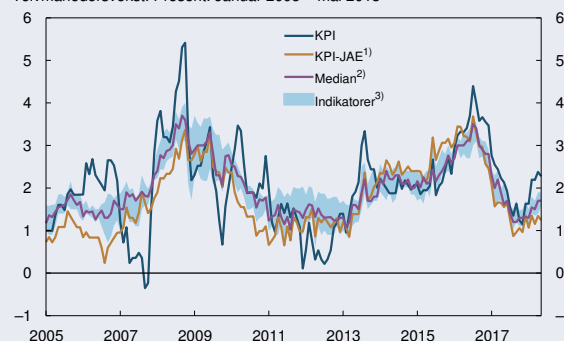
Det er usikkerhet rundt pris- og lønnsutviklingen fremover. Pris- og lønnsveksten her hjemme kan forbli moderat selv om den økonomiske aktiviteten tar seg opp. På den annen side kan oppgangskonjunkturen og tilstrømmingen i arbeidsmarkedet bli sterkere enn vi anslår, og dermed bidra til høyere pris- og lønnsvekst fremover. Det er også usikkerhet knyttet til hvordan endringen av inflasjonsmålet i mars i år vil påvirke aktørenes inflasjonsforventninger fremover, se ramme på side 29 om inflasjonsforventninger.

## INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere årsveksten i konsumprisindeksen (KPI) på mellomlang sikt. På kort sikt kan forbigående forhold føre til betydelige svingninger i veksten i KPI. Indikatorer for underliggende inflasjon kan være til hjelp for å se igjennom slike svingninger.<sup>1</sup>

Den viktigste indikatoren for underliggende inflasjon i Norges Banks analyser er KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). De siste to årene har prisveksten i KPI-JAE vært lavere enn prisveksten i KPI. Det skyldes i første rekke høy energiprisvekst, men også, særlig for i år, avgiftsøkninger. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har i denne perioden vist noe høyere prisvekst enn KPI-JAE, men lavere enn KPI, se figur 3.28. Siden i fjor sommer har tolv månedersveksten i KPI-JAE og medianen av de andre indikatorene for underliggende inflasjon steget med henholdsvis 0,4 og 0,6 prosentenheter. Utviklingen er i tråd med at lønnsveksten er på vei opp.

Figur 3.28 KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – mai 2018



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Median av KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, KPI-XV og KPI-felles. For en gjennomgang av indikatorene, se Husabø, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge». Staff Memo 13/2017. Norges Bank.  
3) Båndet viser høyeste og laveste verdi for KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, KPI-XV og KPI-felles.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

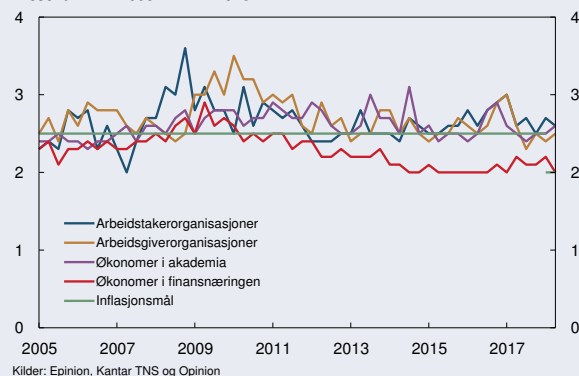
<sup>1</sup> For en nærmere gjennomgang av de ulike indikatorene, se Husabø, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge» Staff Memo 13/2017, Norges Bank.

## INFLASJONSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Inflasjonsforventninger som er forankret kan gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Inflasjonsforventningene omtales ofte som forankret når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt reagerer lite på ny informasjon og ligger stabilt nær inflasjonsmålet. De siste årene har forventningene til prisveksten på lengre sikt, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, samlet sett vært nær 2,5 prosent, se figur 3.29.<sup>1</sup>

Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble senket fra 2,5 prosent til 2 prosent i mars i år. Forventningsundersøkelsen for andre kvartal ble gjennomført etter endringen, i perioden fra 1. til 18. mai. For økonomer i finansnæringen falt forventningene til inflasjonen om fem år fra 2,2 prosent i første kvartal til 2,0 prosent i andre kvartal. De langsiktige inflasjonsforventningene til økonomer i akademien og til partene i arbeidslivet endret seg lite og lå fortsatt nær 2,5 prosent. I forrige rapport la vi til grunn at det ville ta noe tid før inflasjonsforventningene tilpasser seg det nye målet. Vi har ikke endret våre antakelser i lys av svarene fra siste forventningsundersøkelse.

Figur 3.29 Forventet tolv månedersvekst i konsumprisene om fem år. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2018



Kilder: Epinion, Kantar TNS og Opinion

<sup>1</sup> For en nærmere gjennomgang, se Erlandsen, S. K. og P. B. Ulvedal (2017) «Er inflasjonsforventningene i Norge forankret?». Staff Memo 12/2017. Norges Bank.

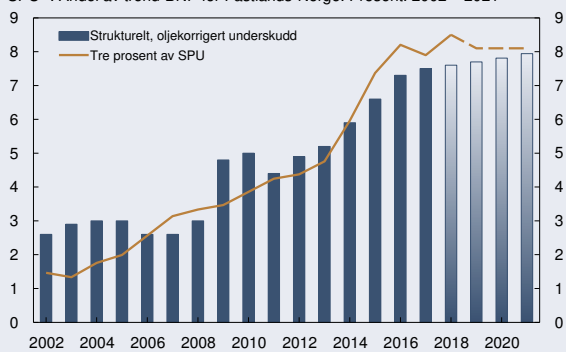
## FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2018. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å bli på 226 milliarder kroner i år. Det tilsvarer 7,6 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, en økning på 0,1 prosentenheter fra 2017.

Underskuddet anslås å utgjøre 2,7 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland i år. Vi legger til grunn at oljepengebruken vil stige noe raskere enn fondsverdien de kommende årene. Det innebærer at oljepengebruken også vil vokse som andel av økonomien. Som en beregningsteknisk forutsetning antar vi at det strukturelle underskuddet øker med 0,1 prosentenheter som andel av BNP hvert år ut prognoseperioden. I så fall vil vekstimpulsene fra finanspolitikken i de kommende årene være om lag de samme som de ligger an til å bli i år. Samtidig er det utsikter til at underskuddet vil ligge noe under 3-prosentbanen også ved utgangen av prognoseperioden, se figur 3.30.

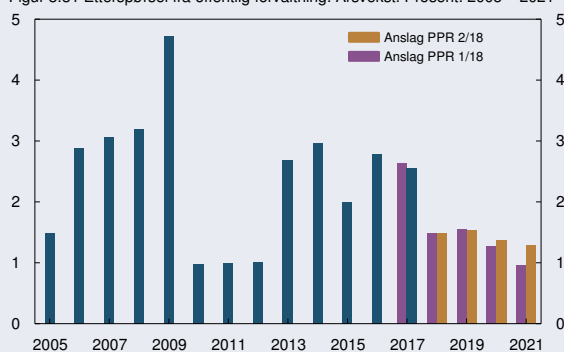
Etterspørselen fra offentlig forvaltning har vokst betydelig de senere årene, se figur 3.31. I snitt har veksten vært på 2,6 prosent årlig de siste fem årene. Vi legger til grunn at veksten avtar til 1,5 prosent i år, og at den går ytterligere ned i 2020 og 2021. Vekstanslagene mot slutten av prognoseperioden er likevel noe høyere enn sist. Det har sammenheng med at verdien av fondet ser ut til å bli noe høyere enn tidligere forutsatt.

Figur 3.30 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU<sup>1)</sup>. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2002 – 2021<sup>2)</sup>



1) Statens pensjonsfond utland.  
2) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet og gradert).  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.31 Etterspørsel fra offentlig forvaltning. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

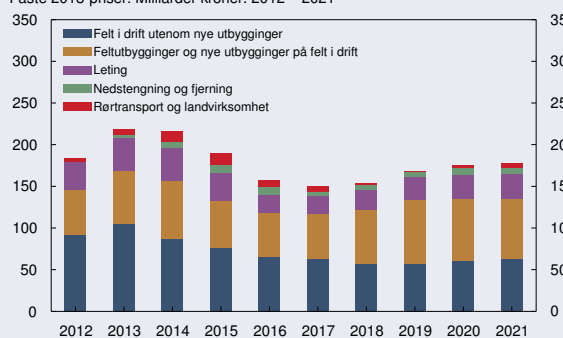
Etter at investeringene i petroleumsvirksomheten har falt over flere år, er det nå utsikter til at de vil øke, se figur 3.32. Oljeselskapene har de siste årene satt i verk flere tiltak for å redusere kostnadene sine. Det har ført til at balanseprisene i nye utbygginger har falt markert, til mellom 10 og 40 dollar per fat. Oljeselskapene vil derfor gjennomføre en rekke utbyggingsprosjekter fremover dersom oljeprisen utvikler seg som forutsatt (figur 1.2).

Vi anslår nå at petroleumsinvesteringene vil øke med nær 3 prosent i volum fra 2017 til 2018 og med nesten 15 prosent fra 2018 til 2021. Anslagene for investeringsnivået i 2018 til 2020 er lavere enn i forrige rapport, mens anslaget for investeringene i 2021 er høyere enn i marsrapporten. Vi har nedjustert anslagene for investeringer på felt i drift og i pågående feltutbygginger i lys av investeringstillingen for andre kvartal. Samtidig har vi økt anslagene for leteinvesteringer som følge av økningen i oljeprisen og at leteanslagene i tellingen var høyere enn ventet. Vi anslår at økningen i oljeprisen siden midten av mars vil føre til at investeringene i nye utbygginger vil bli litt høyere enn anslått i forrige rapport. Denne prisøkningen vil trolig ha begrenset effekt på utbyggingsinvesteringene i perioden 2018 til 2021 siden spot- og terminprisene for olje i midten av mars trolig var klart høyere enn balanseprisene i de fleste utbyggingsprosjekter som er under vurdering av oljeselskapene.

Investeringene innen *feltutbygging* og *felt i drift* har samlet sett falt med nesten en tredel siden 2013. Nedgangen er blitt dempet av at Johan Sverdrup-utbyggingen har gitt betydelige investeringer siden oppstarten i 2015. Oljeselskapene har satt i gang flere feltutbygginger og nye utbygginger på felt i drift i løpet av det siste året. Vi venter at de vil sette i gang ytterligere tre utbygginger i andre halvår i år og omkring tyve utbyggingsprosjekter i perioden 2019 til 2021. Det vil bidra til at investeringene øker klart fremover, se figur 3.33, men oppgangen dempes av at investeringene i de pågående utbyggingene går ned. Vi anslår at investeringene på felt i drift utenom nye utbygginger vil fortsette å falle i år, i tråd med anslagene fra investeringstillingen. Deretter venter vi at disse investeringene vil øke som følge av bedret lønnsomhet i petroleumsnæringen.

Utgiftene til *leting* er nesten halvert siden 2014. Vi anslår at leteinvesteringene vil ta seg godt opp igjen fra 2017 til 2021, drevet av nedgangen i borekostnadene de siste årene og utsikter til at oljeprisen vil ligge på 60–70 dollar fremover.

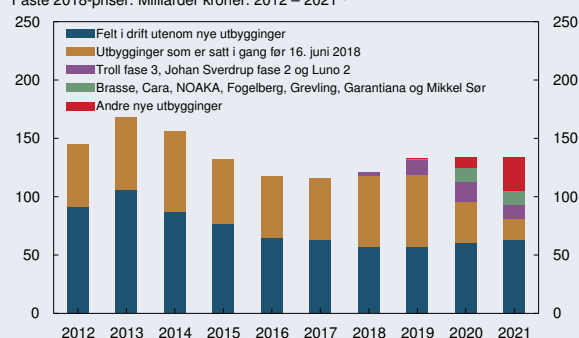
Figur 3.32 Petroleumsinvesteringer.  
Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2012 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021. Tallene for 2010 – 2017 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 1 prosent fra 2017 til 2018.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.33 Investeringer innen feltutbygging og felt i drift.  
Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2012 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2018 – 2021. Tallene for 2010 – 2017 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og er deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingsprosjekter.

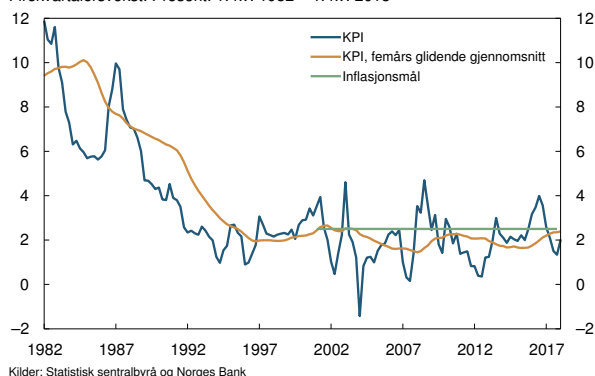
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



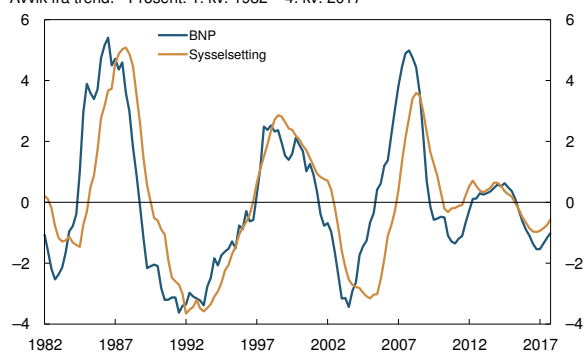
# 4 Pengepolitisk analyse

Prognosen i denne rapporten innebærer at styringsrenten settes opp i tredje kvartal i år. Deretter heves styringsrenten gradvis, til noe over 2 prosent ved utgangen av 2021. Rentebanen er lite endret fra forrige rapport. Økningen i oljeprisen og utsikter til høyere kapasitetsutnyttning tilsier isolert sett en høyere rentebane. At kronkursen har holdt seg relativt stabil til tross for oljeprisoppgangen, bidrar i samme retning. På den annen side trekker lavere underliggende prisvekst enn ventet og lavere vekst og renter ute i retning av en lavere rentebane.

Figur 4.1 Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1982 – 1. kv. 2018



Figur 4.2 BNP for Fastlands-Norge og sysselsetting. Avvik fra trend.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1982 – 4. kv. 2017



1) Trenden for begge seriene er beregnet med et HP-filter med  $\lambda = 40\,000$ . Beregningene er basert på data fra 1. kv. 1978 – 1. kv. 2018. Avviket fra trend er glattet tre kvartaler.

## 4.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

### Lav og stabil inflasjon

Pengepolitikkenes hovedmål er lav og stabil inflasjon. Fra 2001 var det operative målet for pengepolitikken en årsvekst i konsumprisene som over tid var nær 2,5 prosent. I mars i år ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden 2001, se figur 4.1.

I den nye forskriften for pengepolitikken presiseres det at inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. De siste årene har variasjonen i produksjon og sysselsetting vært relativt begrenset til tross for at økonomien har vært utsatt for store forstyrrelser, se figur 4.2. En fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe utslagene i realøkonomien.

Mål og avveieringer i pengepolitikken er nærmere beskrevet på side 37. I utdypingen på side 38 drøfter vi hvordan pengepolitikken kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

### Ekspansiv pengepolitikk

Rentenivået har i de siste årene vært svært lavt, både internasjonalt og i Norge. Det skyldes dels at nivået på den nøytrale realrenten har falt over tid og dels at det har vært behov for en ekspansiv pengepolitikk.

Den nøytrale renten, som er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien, er ikke observerbar. Vi anslår at den nøytrale realrenten



i Norge ligger i intervallet 0 til 1 prosent, men usikkerheten er stor, se utdyping på side 40 om våre anslag på den nøytrale realrenten. Styringsrenten i Norge er 0,5 prosent, mens pengemarkedsrenten er om lag 1 prosent. Realrenten er lavere enn vårt anslag på den nøytrale realrenten, se figur 4.3.

Analysen i forrige rapport tilsa at det snart ville være riktig å heve styringsrenten. Ifølge prognosen i mars ville styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp etter sommeren i år og deretter heves gradvis til om lag 2 prosent i 2021. Vi anslo at realrenten ville være svakt positiv ved utgangen av 2021.

## 4.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

### Økt kapasitetsutnyttning, men lavere inflasjon

For å vurdere hvordan utsiktene for inflasjon og produksjonsgap påvirkes av ny informasjon gjør vi en modellteknisk øvelse der rentebanen fra forrige rapport ligger fast. Vi benytter Norges Banks makromodell NEMO<sup>1</sup> og legger til grunn oppdaterte anslag for inneværende og neste kvartal. For størrelser som ikke bestemmes i modellen, legger vi til grunn oppdaterte anslag for hele prognoseperioden.

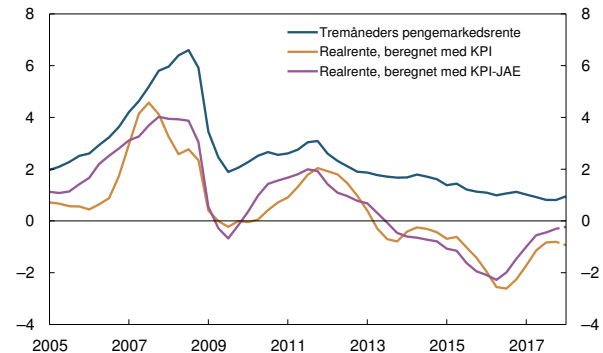
Sammenlignet med anslagene i marsrapporten tilsier den modelltekniske analysen at inflasjonen målt ved KPI-JAE blir noe lavere de nærmeste årene, se figur 4.4a. Kapasitetsutnyttningen øker litt raskere enn lagt til grunn i mars og blir værende på et noe høyere nivå gjennom hele prognoseperioden, se figur 4.4b. Høyere kapasitetsutnyttning bidrar til at inflasjonen etter hvert tiltar. Ved utgangen av prognoseperioden er inflasjonen litt over 2 prosent, om lag som anslått i marsrapporten. Analysen tilsier at rentebanen endres lite i lys av ny informasjon.

### Ny prognose indikerer gradvis renteoppgang

Oppgangen i norsk økonomi forsetter. Kapasitetsutnyttningen synes nær et normalt nivå, og det er utsikter til at den vil tilta raskere enn tidligere ventet. Den underliggende prisveksten er lavere enn inflasjonsmålet, men høyere kapasitetsutnyttning tilsier at lønns- og prisveksten etter hvert vil øke.

Figur 4.3 Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter<sup>1)</sup>.

Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2018<sup>2)</sup>

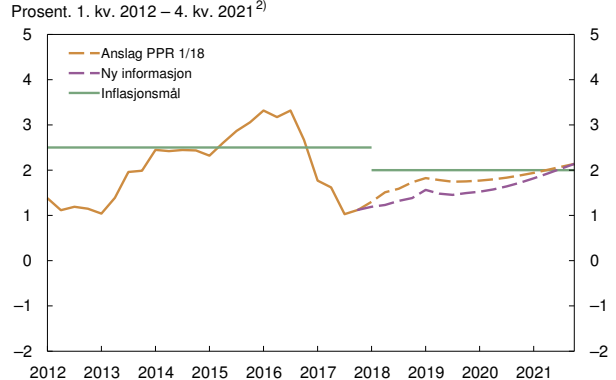


1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket et trekvartalers sentrert glidende gjennomsnitt av inflasjon, målt ved firekvartalersvekst i KPI og KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).

2) Anslag for 1. kv. 2018 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4a KPI-JAE<sup>1)</sup>. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/18. Firekvartalersvekst.

Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>2)</sup>



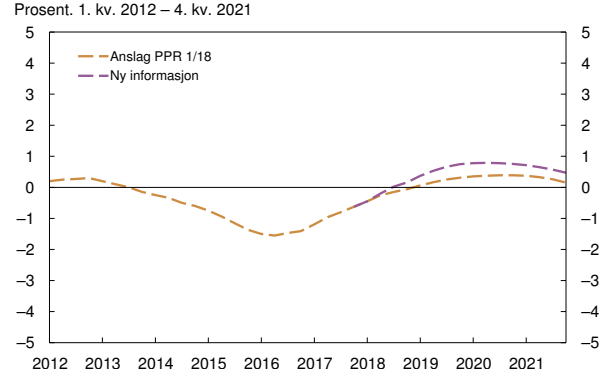
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup>. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/18.

Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

Kilde: Norges Bank

1 NEMO er beskrevet i Gerdrup, K.R., E.M. Kravik, K.S. Paulsen og Ø. Robstad (2017) «Documentation of NEMO – Norges Bank's core model for monetary policy analysis and forecasting». Staff Memo 8/2017. Norges Bank.

Utsiktene for norsk økonomi tilsier at det snart vil være riktig å heve styringsrenten. Usikkerhet om virkningene av en høyere rente taler for å gå varsomt frem. Som i mars tilsier utsiktene og risikobildet samlet sett en gradvis renteoppgang i årene fremover. Det vil bidra til at inflasjonen kommer opp til målet, samtidig som arbeidsledigheten holder seg lav. Dersom styringsrenten ikke økes fremover, kan priser og lønninger skyte fart og prisveksten bli høyere enn målet.

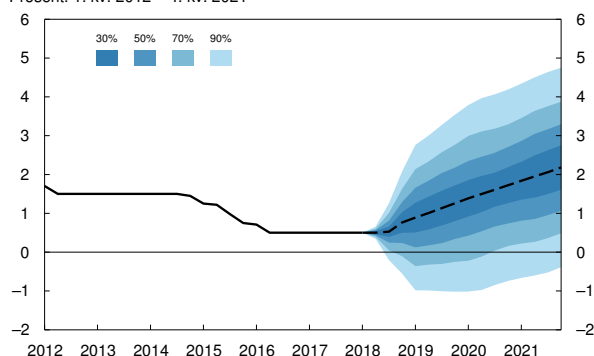
Også hensynet til å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser kan tilsa en gradvis renteoppgang. Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. De siste månedene har husholdningenes

gjeldsvekst avtatt noe, men den er fortsatt høyere enn veksten i husholdningenes inntekter. Etter å ha falt gjennom fjoråret har boligprisene igjen steget. En økning i rentenivået kan dempe veksten i boligpriser og gjeld.

Prognosen innebærer at styringsrenten blir satt opp med 0,25 prosentenheter i tredje kvartal i år og at den deretter heves gradvis, til noe over 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 4.5a. Rentebanen er lite endret fra forrige rapport, se figur 4.6.

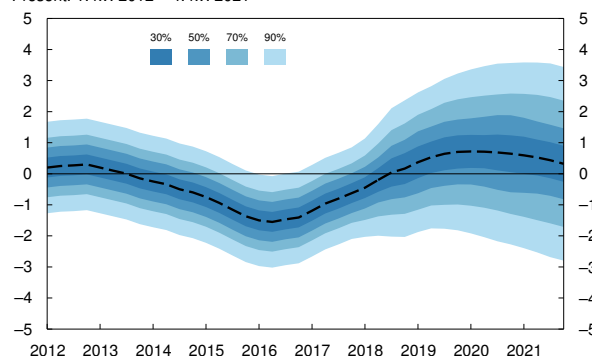
I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten vil stige etter hvert som styringsrenten øker (figur 1.7). Vi ventet at bankenes utlånsmarginer holder seg

Figur 4.5a Styringsrenten med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>2)</sup>



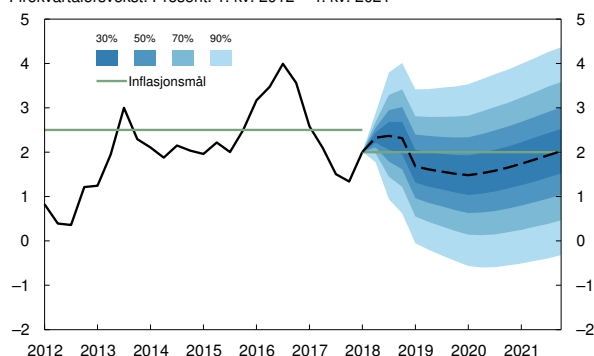
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.  
2) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

Figur 4.5b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



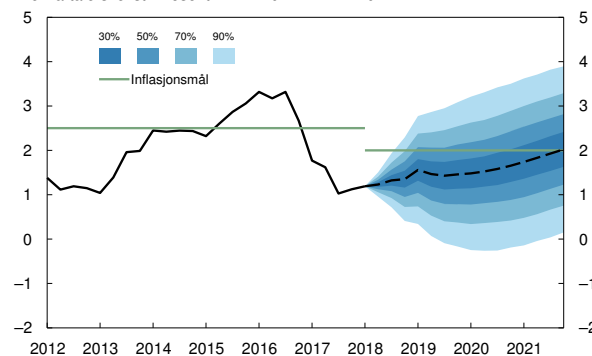
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
Kilde: Norges Bank

Figur 4.5c KPI med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>2)</sup>



1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
2) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5d KPI-JAE<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
3) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

nær dagens nivå gjennom prognoseperioden. Utlånsrentene til husholdningene anslås å øke med om lag 1,5 prosentenheter frem mot utgangen av 2021.

Vi anslår at realrenten stiger gradvis fremover, se figur 4.7. Fordi prisveksten øker, blir oppgangen i realrenten mindre enn oppgangen i styringsrenten. Anslagene for realrenten er høyere enn i forrige rapport for hele prognoseperioden.

### Positivt produksjonsgap og inflasjon nær målet

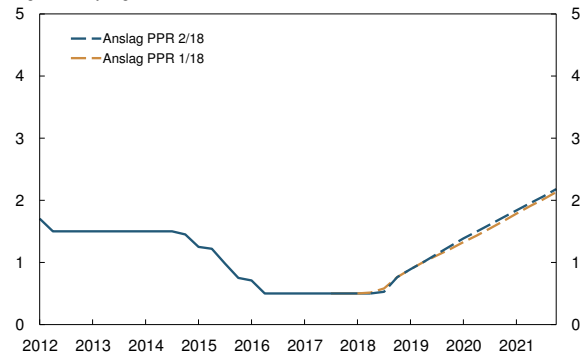
Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognosen i denne rapporten er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen stiger videre og blir liggende noe over et normalt nivå i årene som kommer. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen når en topp ved begynnelsen av 2020, før den avtar gradvis, se figur 4.5b. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen noe høyere gjennom hele prognoseperioden. Høyere oljepris og bedre vekstutsikter for fastlandsøkonomien den nærmeste tiden bidrar til et mer positivt produksjonsgap, mens en litt høyere realrente virker dempende.

Vi venter at tiltakende lønnsvekst vil bidra til å trekke opp den underliggende inflasjonen gjennom prognoseperioden, men at oppgangen vil dempes av en sterkere krone. Vi anslår at inflasjonen, målt både ved KPI og KPI-JAE, er om lag 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 4.5c og d. Med unntak av anslaget for KPI for i år, er prisanslagene noe lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Nedjusteringen fremover skyldes hovedsakelig at vi nå legger til grunn en sterkere kronekurs enn i marsrapporten.

### Faktorer bak endringer i rentebanen

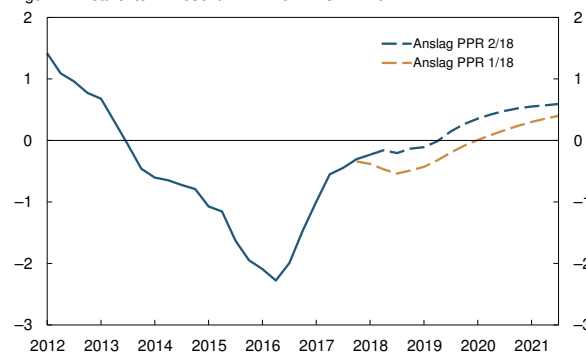
Prognosen for styringsrenten er basert på en avveining mellom ulike hensyn (se ramme på side 37), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme, og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Figur 4.8 illustrerer hvilke faktorer som har bidratt til endringen i renteprognosen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i rentebanen fra forrige rapport. Vi bruker makromodellen NEMO som et hjelpemiddel for å identifisere drivkreftene i økonomien, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen.

Figur 4.6 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>1)</sup>



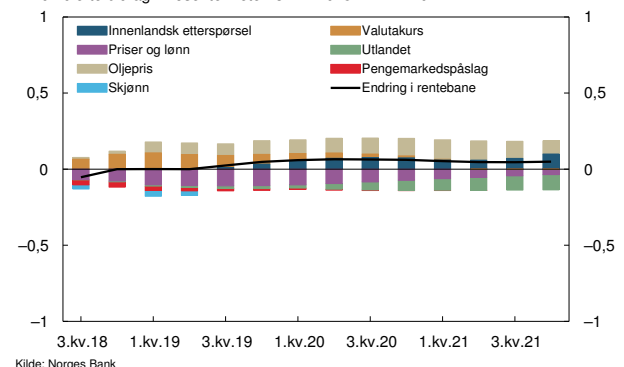
1) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Realrente.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2021<sup>2)</sup>



1) Tre måneders pengemarkedsrente fratrukket et trekvartalers sentrert gjennomsnitt av inflasjon, målt ved firekvartalersvekst i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).  
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 3. kv. 2021.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.8 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 1/18. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021

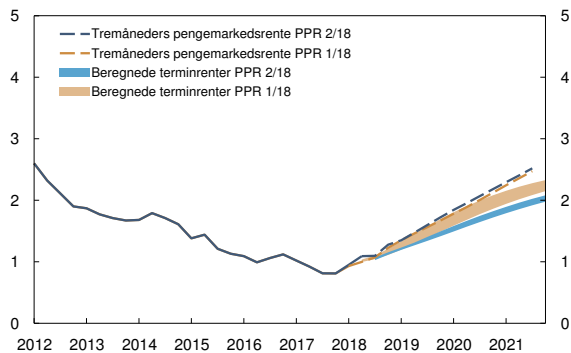


Kilde: Norges Bank

Veksten hos handelspartnerne har vært litt lavere enn ventet, og utviklingen den siste tiden tyder på at vekstutsiktene internasjonalt er litt svakere enn tidligere lagt til grunn. Det tilsier isolert sett lavere norsk eksport. Forventede styringsrenter ute har også falt siden mars, særlig utover i prognoseperioden. En mer gradvis renteoppgang ute bidrar, alt annet likt, til en sterkere krone. En sterkere krone demper prisveksten på varene Norge importerer og bidrar til redusert eksport gjennom svekket konkurranseevne. Endringene i utsiktene internasjonalt trekker i retning av en lavere rentebane utover i prognoseperioden, se grønne søyler.

For di terminprisene har steget, legger vi til grunn at oljeprisen vil forbli på et høyere nivå enn forutsatt i marsrapporten. En vedvarende høyere oljepris bidrar til høyere oljerelatert eksport og høyere oljeinvesteringer. Det kan også bidra til høyere konsum og investeringer gjennom økt optimisme blant husholdninger og foretak. På den annen side dempes det positive bidraget fra en høyere oljepris av at annen ny informasjon tilsier lavere petroleumsinvesteringer de nærmeste årene enn lagt til grunn i forrige rapport. At en høyere oljepris kan gi en sterkere krone og noe svakere vekst hos handelspartnerne trekker også i retning av en lavere rentebane. Samlet sett trekker økningen i oljeprisen rentebanen opp gjennom hele prognoseperioden, se beige søyler.

Figur 4.9 Tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021<sup>3)</sup>



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplåslaget.  
 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 26. februar – 9. mars i 2018 for PPR 1/18 og 4. juni – 15. juni i 2018 for PPR 2/18.  
 3) Anslag for 2. kv. 2018 – 4. kv. 2021.  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Oppgangen i norsk økonomi forsetter, og kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå. Høyere boligpriser og noe oppjusterte anslag for offentlig etterspørsel bidrar til høyere innenlandsk etterspørsel, som trekker rentebanen opp, se mørkeblå søyler.

Prisveksten målt ved KPI-JAE har steget noe mindre enn anslått, og vi har justert ned anslaget for den underliggende prisveksten den nærmeste tiden. Utviklingen i prisveksten bidrar til å trekke rentebanen noe ned, se lilla søyler.

Kronen har i gjennomsnitt vært litt svakere enn anslått i forrige rapport til tross for at oljeprisen har økt. En svakere kurs enn utviklingen for øvrig skulle tilsa bidrar isolert sett til å løfte rentebanen, se oransje søyler.

Siden forrige rapport har pengemarkedsplåslaget i gjennomsnitt vært noe høyere enn anslått. Vi har justert opp anslaget for plåslaget litt for inneværende år. Dette bidrar isolert sett til en lavere rentebane, se røde søyler.

Faktorene beskrevet ovenfor tilsier samlet sett at rentebanen endres lite, men at den justeres litt opp fra og med neste år. Usikkerhet om virkninger av en høyere rente kan tale for å se an virkningene av den første renteøkningen før renten heves videre. Rentebanen er derfor litt lavere i starten av prognoseperioden enn ny informasjon isolert sett skulle tilsa, se lyseblå søyler.

### Norske terminrenter har falt

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på om pengepolitikken er i tråd med tidligere kommunikasjon og handlingsmønster. Erfaringene tilsier at det tidvis vil være avvik mellom våre prognoser for pengemarkedsrenten og terminrentene. Beregnede terminrenter har falt siden forrige rapport, og terminrentene ligger lavere enn vår prognose for pengemarkedsrenten, se figur 4.9.

## 4.3 USIKKERHET

### Renteprognozen er usikker

Prognosene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Prognosene er usikre. Dersom de økonomiske utsiktene endres, eller

dersom vår vurdering av sammenhengen mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien endrer seg, kan renteprognosen justeres.

Veksten internasjonalt kan bli svakere enn lagt til grunn, blant annet i lys av økende proteksjonisme. Lavere vekst og renter ute tilsier normalt svakere norsk eksport og en sterkere krone. Det er også mulig

at lønnsveksten her hjemme øker mindre enn lagt til grunn selv om den økonomiske aktiviteten tar seg opp. Da vil trolig også prisveksten bli lavere enn anslått. På den annen side kan høy sysselsettingsvekst, økt oljepris og stigende boligpriser bidra til at den økonomiske oppgangen blir sterkere enn anslått i denne rapporten. Da kan også lønns- og prisveksten ta seg raskere opp enn ventet.

## MÅL OG AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. De ulike hensynene i pengepolitikken veies mot hverandre.

Styringsrenten settes med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten avhenger av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de påvirker utsiktene for inflasjonen og produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken skal bidra til at produksjon og sysselsetting stabiliseres rundt det høyest mulige nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Dette nivået bestemmes av strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken.

Når forstyrrelser inntreffer, kan det oppstå en konflikt på kort sikt mellom å nå inflasjonsmålet og hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken skal gi en rimelig avveining mellom disse hensynene.

En fleksibel inflasjonsstyring, der det legges tilstrekkelig vekt på realøkonomien, kan motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige. Det kan redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå etter et økonomisk tilbakeslag.

Dersom det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, kan hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting i noen situasjoner tilsi at renten holdes noe høyere enn den ellers ville vært. Det kan i noen grad bidra til å redusere risikoen for kraftige tilbakeslag i økonomien frem i tid. Regulering og tilsyn av finansinstitusjoner er likevel de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet.

I gjennomføringen av pengepolitikken tas det hensyn til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Det kan redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller dersom det ikke lenger er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan det i noen tilfeller være riktig å reagere kraftigere i rentesettingen enn normalt.

# Hvordan kan pengepolitikken bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting?

I den nye forskriften for pengepolitikken fra 2. mars i år står det blant annet at «inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.» Sammenlignet med den forrige forskriften, er ordet «høy» nytt, og formuleringen samsvarer med tilsvarende formulering i sentralbanklovutvalgets forslag til formålsbestemmelse for Norges Bank. Selv om formuleringen i den nye forskriften er en litt annen enn tidligere, er den i tråd med hvordan pengepolitikken har blitt utøvd. Pengepolitikken har gradvis blitt mer fleksibel, i betydningen at utviklingen i produksjon og sysselsetting har blitt tillagt mer vekt, siden inflasjonsstyring ble innført i 2001.

Også enkelte andre land har lignende målformuleringer. Den amerikanske sentralbankloven sier at sentralbanken skal «promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates».<sup>1</sup> Sentralbanken har tolket «maximum employment» som «maximum sustainable employment» for å presisere at pengepolitikken ikke bør forsøke å øke sysselsettingen utover det nivået som er forenlig med prisstabilitet på sikt. Sentralbanken i New Zealand har nylig fått et nytt mandat som ligner på mandatet til den amerikanske sentralbanken.<sup>2</sup> Mandatet sier at sentralbanken skal «contribute to supporting maximum sustainable employment within the economy».

I utøvelsen av pengepolitikken må ordet «høy» gis en operasjonell tolking der det tas hensyn til hva pengepolitikken kan og ikke kan påvirke. Det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi for å oppnå høy produksjon og sysselsetting, er å opprettholde pengenes verdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det er bred faglig enighet om at pengepolitikken ikke på varig basis kan øke nivået på sysselsettingen. Pengepolitikken kan likevel bidra til å stabilisere sysselsettingen rundt det høyeste nivået som er forenlig

med prisstabilitet over tid. Dette nivået bestemmes av strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken. Å forsøke å øke sysselsettingen utover dette nivået gjennom systematisk ekspansiv pengepolitikk, vil over tid kun føre til at lønns- og prisveksten skyter fart.

Noe forenklet kan de pengepolitiske avveiningene under fleksibel inflasjonsstyring illustreres ved hjelp av følgende «tapsfunksjon»:

$$(1) L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y^*)^2,$$

der  $L_t$  måler «tapet» som følge av avvik fra målene.  $\pi_t$  er inflasjonen,  $\pi^*$  er inflasjonsmålet og  $y_t$  er produksjon, som vi her antar er proporsjonal med sysselsettingen.  $y^*$  representerer det høyeste nivået på produksjonen som er forenlig med prisstabilitet over tid.<sup>3</sup>  $(y_t - y^*)$  kan dermed tolkes som «produksjonsgapet».  $\lambda$  representerer vekten sentralbanken i sine avveininger legger på å stabilisere produksjon og sysselsetting relativt til å stabilisere inflasjonen på kort sikt.

Det gjennomsnittlige tapet,  $EL_t$ , kan skrives som

$$(2) EL_t = \text{var}(\pi_t) + (E\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda[\text{var}(y_t) + (Ey_t - y^*)^2],$$

der  $E$  betegner (den ubetingede) forventningsverdien. Det gjennomsnittlige tapet avhenger både av variasjonen i inflasjonen og produksjonen (og dermed sysselsettingen), representert ved variansleddene i ligningen, og av gjennomsnittlig inflasjon,  $E\pi_t$ , og gjennomsnittlig produksjon,  $Ey_t$ . Pengepolitikken har ansvaret for inflasjonen på lang sikt, og pengepolitikken vil kunne sørge for at  $E\pi_t$  er lik  $\pi^*$ . Pengepolitikken kan derimot ikke i samme grad bestemme gjennomsnittlig produksjon og sysselsetting.

1 Se Federal Reserve Act of 1913.

2 Se Reserve Bank of New Zealand (2018). *Policy Targets Agreement*. Reserve Bank of New Zealand, 26. mars 2018.

3  $y^*$  vil variere over tid som følge av utviklingen i produktiviteten og arbeidsstyrken, men vi ser for enkelhets skyld bort fra at den til en viss grad er stokastisk.

I de fleste økonomiske modeller der sammenhengene mellom de økonomiske variablene er antatt å være lineære, vil ikke pengepolitikken kunne påvirke gjennomsnittlig produksjon,  $Ey_t$ . I virkeligheten er det grunn til å tro at mange økonomiske sammenhenger ikke er lineære. Da kan i prinsippet pengepolitikken påvirke  $Ey_t$  (selv om den ikke kan påvirke  $y^*$ ).

Et eksempel på en slik ikke-linearitet er såkalt hysteresi i arbeidsmarkedet: Det kan være vanskeligere å få arbeidsledigheten ned igjen etter at den har ligget høyt en stund, enn det er å få den opp når den har blitt lavere enn det som er forenlig med stabil lønns- og prisvekst.<sup>4</sup> Dersom pengepolitikken bidrar til å motvirke at ledigheten fester seg på et høyt nivå etter et tilbakeslag, vil gjennomsnittlig produksjon og sysselsetting,  $Ey_t$ , kunne bli høyere og komme nærmere  $y^*$ .

Når det er hysteresi i arbeidsmarkedet, kan det ha betydning for pengepolitikken hvordan vi måler kapasitetsutnyttningen (produksjonsgapet). Etter et økonomisk tilbakeslag kan kortsiktig NAIRU, dvs. det nivået på ledigheten som gir stabil lønns- og prisvekst, øke selv om langsiktig NAIRU ikke nødvendigvis påvirkes.<sup>5</sup> Dersom sentralbanken søker å stabilisere ledigheten rundt kortsiktig NAIRU, vil den føre en mindre ekspansiv pengepolitikk enn hvis den i anslaget på kapasitetsutnyttningen tar utgangspunkt i langsiktig NAIRU. Et produksjonsgap basert på langsiktig NAIRU innebærer at sentralbanken aksepterer at inflasjonen midlertidig kommer litt over målet mens forholdene på arbeidsmarkedet normaliseres. Gevinsten er en noe høyere gjennomsnittlig sysselsetting enn med en mindre fleksibel inflasjonsstyring. Både vekten sentralbanken legger på produksjon og sysselsetting ( $\lambda$  i tapsfunksjonen) og hvordan den vurderer kapasitetsutnyttningen, har derfor betydning for hvordan pengepolitikken kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

4 At ledigheten fester seg på et høyt nivå kan skyldes «insider-outsider»-mekanismer i lønnsdannelsen, tap av kompetanse og redusert motivasjon til å søke jobb.

5 Vi ser her bort fra «full hysteresi», der NAIRU øker både på kort og på lang sikt.

I praksis er det imidlertid ofte vanskelig å avgjøre om endringer i NAIRU er midlertidige eller permanente. Hvis sentralbanken antar at en økning i NAIRU er midlertidig, mens den viser seg å være permanent, kan lønns- og prisveksten bli liggende vedvarende for høyt. Det kan da bli mer kostbart å bringe inflasjonen ned igjen.

Et annet eksempel på en ikke-linearitet er kraftige tilbakeslag som er utløst eller forsterket av finansielle ubalanser. Slike relativt sjeldne, men kraftige, tilbakeslag, som ved finanskriser, gjør at gjennomsnittlig produksjon og sysselsetting kan bli noe lavere enn det de ellers ville vært. Grunnen til det er at finanskriser ikke blir utlignet av tilsvarende kraftige, positive forstyrrelser, slik at  $Ey_t < y^*$ . En pengepolitikk som i noen grad bidrar til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser, kan redusere risikoen for slike kraftige tilbakeslag.<sup>6</sup> I den grad kraftige tilbakeslag kan unngås eller dempes, vil både  $var(y_t)$  kunne gå ned og  $Ey_t$  kunne øke og komme nærmere  $y^*$ .

Pengepolitikken primære oppgave er å sørge for lav og stabil inflasjon, illustrert ved at leddene  $var(\pi_t)$  og  $(E\pi_t - \pi^*)^2$  i ligning (2) skal ha tilstrekkelig lave verdier.<sup>7</sup> I tillegg kan pengepolitikken bidra til å dempe konjunktursvingningene, det vil si redusere  $var(y_t)$ . Som vi har beskrevet, kan pengepolitikken også i noen grad bidra til å bringe gjennomsnittlig produksjon og sysselsetting,  $Ey_t$ , nærmere  $y^*$  gjennom å motvirke at ledigheten fester seg på et høyt nivå og ved å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Nivået på produksjonen og sysselsettingen over tid er likevel i hovedsak bestemt av andre faktorer enn pengepolitikken. Bidraget pengepolitikken kan gi over tid vil derfor være begrenset.

6 Se utdyping i Pengepolitisk rapport 3/16 for en nærmere diskusjon og illustrasjon

7  $(E\pi_t - \pi^*)^2$  bør være nær null.



# Anslag på den nøytrale realrenten

Vår siste vurdering av den nøytrale realrenten ble publisert i Pengepolitisk rapport 3/16. Anslagene den gang indikerte en nøytral realrente for norsk økonomi i intervallet fra 0 til 1 prosent. Vi har nå oppdatert anslagene basert på et utvidet sett av analysemodeller. De nye estimatene er i tråd med anslagene fra sist.

Den nøytrale realrenten er et sentralt begrep for å kunne vurdere *stramheten* i pengepolitikken.<sup>1</sup> Vi kan ikke observere den nøytrale realrenten, og beregningene er usikre. Avviket mellom den faktiske realrenten og den nøytrale realrenten sier noe om hvorvidt pengepolitikken er ekspansiv eller kontraktiv. En realrente lavere enn det nøytrale nivået stimulerer den økonomiske aktiviteten, mens en realrente høyere enn det nøytrale nivået virker dempende. Det betyr at vi kan tenke på realrenten som den nøytrale realrenten pluss bidraget fra pengepolitikken.

Vi definerer den nøytrale realrenten som renten som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt, når virkningene av kortsiktige

forstyrrelser er uttømt (normalt innen fem til ti år).<sup>2</sup> Med balansert utvikling i økonomien mener vi at produksjonen er i tråd med produksjonspotensialet og inflasjonen er på inflasjonsmålet. Den nøytrale realrenten er ifølge denne definisjonen i hovedsak bestemt av strukturelle forhold. I en liten åpen økonomi som den norske påvirkes de underliggende forholdene i stor grad av internasjonale utviklings-trekk. Det betyr at den nøytrale realrenten her hjemme over tid trolig vil ligge nær den globale nøytrale realrenten.

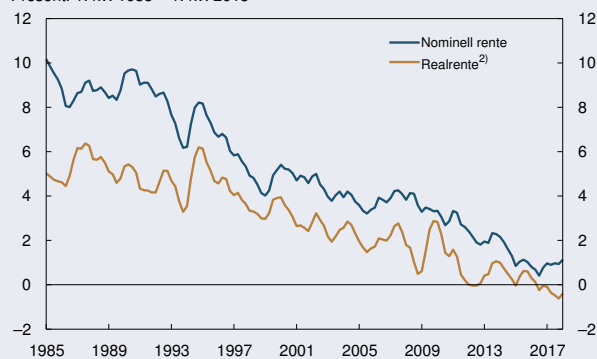
Langsiktige globale renter har vist en klart fallende trend siden midten av 1980-tallet, se figur 1. Fallet i første del av perioden må ses i lys av lavere faktisk og forventet inflasjon. De siste tiårene skyldes trolig det meste av nedgangen i nominelle renter lavere realrenter. Pengepolitikken kan ikke påvirke realrenten over tid, og utviklingen må derfor i hovedsak tolkes som et fall i den nøytrale realrenten.

Norges Bank benytter ulike metoder for å anslå den nøytrale realrenten. I tillegg til rene markedsbaserte mål baserer vi oss nå også på anslag fra økonomiske

1 I litteraturen benyttes også vekselvis begreper som *normalrente*, *likevektsrente* og *naturlig rente*. Begrepet ble først lansert i Wicksell, K. (1898) «Interest and Prices». London: Macmillan (oversatt av R. F. Kahn i 1936), og ble definert som den realrenten som var forenlig med en stabil utvikling i råvareprisene. Senere ble konseptet formalisert og videreutviklet i Woodford, M. (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

2 Ulike definisjoner av den nøytrale realrenten skiller seg i hovedsak gjennom varigheten i forstyrrelsene som inkluderes. Det er gode grunner til å se bort fra forhold som vurderes som kortvarige i en definisjon av den nøytrale renten. Forbigående forstyrrelser er krevende å identifisere i realtid, og et mål på den nøytrale realrenten som svinger mye fra ett kvartal til neste, er lite egnet som referansepunkt for pengepolitikken.

Figur 1 Renter på tiårs statsobligasjoner i 14 OECD-land inkludert Norge.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1985 – 1. kv. 2018



1) De øvrige landene er Belgia, Canada, Danmark, Frankrike, Italia, Japan, Nederland, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, USA og Østerrike. Uvektet gjennomsnitt.  
2) Realrente er beregnet ved nominell rente fratrukket gjennomsnittlig inflasjon det siste året.  
Kilder: OECD og Norges Bank



modeller. Langsiktige markedsrenter gir en indikasjon på markedsaktørenes forventninger til rentene frem i tid. Virkningene av midlertidige økonomiske forstyrrelser som vi har bak oss, kan antas å være uttømt om fem til ti år. Vi kan derfor legge til grunn at de i begrenset grad påvirker de langsiktige renteforventningene. Justert for forventet inflasjon kan implisitte langsiktige renteforventninger uttrykke markedets anslag på den nøytrale realrenten. Figur 2 viser implisitte femårsrenter om fem år basert på swaprenter for Norge og fire utvalgte handelspartnere.<sup>3</sup> Det siste året har disse rentene, i gjennomsnitt, ligget i intervallet fra 1,5 til 2,5 prosent i nominelle termer. Hvis vi legger til grunn langsiktige inflasjonsforventninger på rundt 2 prosent, kan det indikere nøytrale reelle penge-markedsrenter i intervallet fra -0,5 til 0,5 prosent.<sup>4</sup>

Modellestimatene er basert på to ulike empiriske modelltyper, en vektorautoregressiv modell (VAR) og

en «state-space»-modell (SS).<sup>5</sup> Modellene skiller seg i hovedsak fra hverandre gjennom graden av teoretisk forankring.

VAR-modellen er en rent statistisk modell med tidsvarierende parametere.<sup>6</sup> Modellen tar utgangspunkt i at produksjonen, inflasjonen og realrenten påvirker hverandre, men at sammenhengene kan variere over tid. Den nøytrale realrenten er definert som modellens løpende anslag på den faktiske realrenten fem år frem i tid.

SS-modellen støtter seg i større grad på økonomisk teori.<sup>7</sup> Modellen bygger på at det er en direkte sammenheng mellom kapasitetsutnyttningen i økonomien og avviket mellom den faktiske og nøytrale realrenten (IS-kurve). Kapasitetsutnyttningen påvirker i sin tur prisveksten (Phillipskurve).<sup>8</sup> Den nøytrale realrenten avhenger både av produksjonspotensialet i økono-

3 En swaprente er en rentebytteavtale hvor to parter avtaler å bytte flytende rente (for eksempel 6 måneders LIBOR) mot en fast rente for en bestemt periode. Den ene parten mottar fast rente, swaprenten, og betaler flytende rente, mens den andre parten betaler fast rente og mottar flytende rente. Swaprenten brukes som en indikasjon på markedets renteforventninger for den bestemte perioden.

4 I dette enkle regnestykket ser vi bort fra eventuelle terminpremier, som kan gi avvik mellom lange renter og forventet utvikling i korte renter. Det er flere grunner til at dagens lave nivåer på langsiktige implisitte terminrenter ikke nødvendigvis speiler markedets forventninger til den nøytrale realrenten. Sentralbankers omfattende kjøp av verdipapirer har bidratt til å trekke renten på statsobligasjoner markert ned. Det har smittet over på swaprentene.

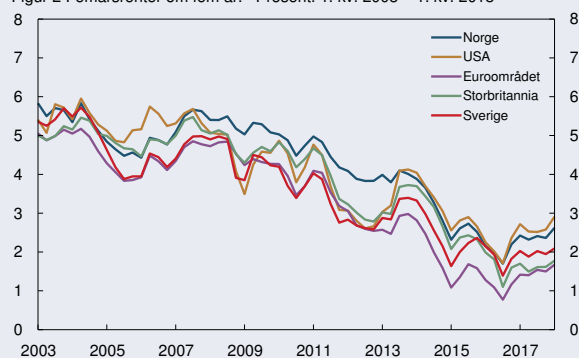
5 Se Brubakk, L., J. Ellingsen og Ø. Robstad (2018) «Estimates of the neutral real interest rate». *Staff Memo*. Norges Bank. (Kommende).

6 For en beskrivelse av metoden, se Lubik, T. A. og C. Matthes (2015) «Calculating the natural rate of interest: A comparison of two alternative approaches». *Richmond Fed Economic Brief October 2015*. Federal Reserve Bank of Richmond.

7 Modellen er inspirert av Holston, K., T. Laubach og J. C. Williams (2017) «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants». *Journal of International Economics*, 108, januar, side 59-75.

8 Vi bruker tall for prisveksten på innenlandsk produserte varer og tjenester som historisk har vært høyere korrelert med den innenlandske kapasitetsutnyttningen enn konsumprisveksten samlet. Vi estimerer også en versjon av modellen der vi i stedet for prisvekst benytter lønnsvekst som observert størrelse.

Figur 2 Femårsrenter om fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2018



1) Implisitte femårs terminrenter om fem år basert på swaprenter med 5- og 10-års løpetid. Kilde: Bloomberg

mien og andre uspesifiserte faktorer som påvirker spare- og investeringsbeslutningene. Basert på data og de sammenhengene vi legger til grunn, kan vi bruke statistiske metoder til å anslå det mest sannsynlige historiske forløpet for den nøytrale realrenten.<sup>9</sup>

Figur 3 viser anslag på den nøytrale realrenten fra de ulike metodene beskrevet over. Alle estimatene antyder en nedadgående trend de siste 15 årene. I noen perioder, ikke minst rundt finanskrisen, avviker de ulike estimatene nokså mye. I tillegg er det betydelig usikkerhet knyttet til anslagene fra de enkelte modellene. Mot slutten av perioden ligger estimatene i intervallet fra -0,1 til 0,7 prosent. Estimatene er i tråd med våre tidligere anslag.<sup>10</sup>

Vi anslår at den nøytrale realrenten ligger i intervallet 0 til 1 prosent. Etter hvert som inflasjonsforventningene i Norge justerer seg til det nye inflasjonsmålet på 2 prosent, innebærer det en nøytral nominell pengemarkedsrente mellom 2 og 3 prosent. For styringsrenten er det nøytrale nivået noe lavere som følge av at pengemarkedsrenten er lik forventet styringsrente

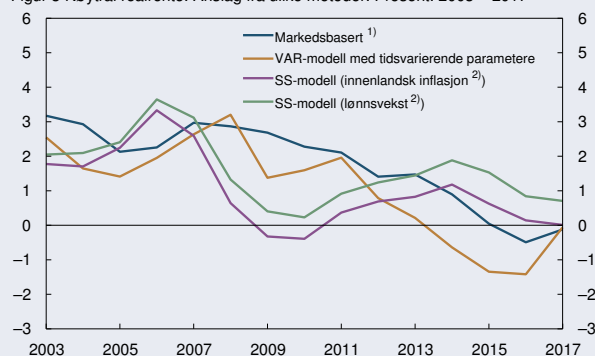
pluss et påslag.<sup>11</sup> Vi legger til grunn at pengemarkedsrenten vil ligge 0,4 prosentenheter høyere enn forventet styringsrente i årene fremover.

Usikkerheten om den nøytrale realrenten er stor, både om nivået nå og om utviklingen i årene fremover. I perioden siden finanskrisen har produktivitetsveksten vært historisk svak, både i Norge og i andre land. Vi legger til grunn at den underliggende produktivitetsveksten vil holde seg lav de nærmeste årene. Dersom den underliggende veksten i produktiviteten tiltar raskere fremover enn vi har lagt til grunn, vil også den nøytrale realrenten kunne bli høyere enn vi anslår. Underliggende demografiske forhold kan bidra til å redusere tilbudet av sparekapital globalt, noe som isolert sett også tilsier en noe høyere nøytral rente på sikt. Samtidig kan vi ikke utelukke nye forstyrrelser som trekker de nøytrale realrentene ytterligere ned.

9 Vi bruker det såkalte *Kalman-filteret*, se for eksempel Hamilton, J. D. (1994). *Time Series Analysis*. Princeton University Press.  
10 Se Pengepolitisk rapport 3/16.

11 Differansen mellom pengemarkedsrenten og forventet styringsrente (Nibor-påslaget) kan variere over tid. Påslaget i tremåneders pengemarkedsrente i Norge drøftes nærmere i Lund, K., K. Tafjord og M. Øwre-Johnsen (2016) «Hva driver Nibor-påslaget», Aktuell kommentar 10/2016, Norges Bank.

Figur 3 Nøytral realrente. Anslag fra ulike metoder. Prosent. 2003 – 2017



1) Implisitte femårs terminrenter om fem år basert på swaprenter med 5- og 10-års løpetid for Norge.  
2) Variabelen som benyttes i Phillipskurven.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

## Arbeidsgruppe for alternative referanserenter

Norges Bank har tatt initiativ til å opprette en arbeidsgruppe for alternative referanserenter i norske kroner. En referanserente er en standardisert rente som brukes som referanse ved prising av lån og andre finansielle instrumenter.<sup>1</sup> Referanserenter spiller en viktig rolle i det globale finansielle systemet. De viktigste referanserentene i dag er basert på usikrede lån mellom banker.<sup>2</sup>

Arbeidsgruppen består av deltakere fra norske banker og utenlandske filialer med god kjennskap til det norske rentemarkedet og bruken av norske referanserenter. Arbeidsgruppen skal utarbeide en offentlig rapport med anbefalinger om alternativer til dagens norske referanserenter. Det tas sikte på å publisere rapporten innen utgangen av første kvartal 2019.<sup>3</sup>

De siste årene har tilsvarende arbeidsgrupper blitt opprettet i en rekke land. Bakgrunnen er blant annet at aktiviteten i det usikrede interbankmarkedet falt markert i etterkant av finanskrisen.<sup>4</sup> Samtidig ble det avslørt forsøk på manipulasjon av internasjonale referanserenter.

Som en respons tok G20-landene, gjennom Financial Stability Board (FSB), initiativ til å reformere referanserentene. I 2014 anbefalte FSB blant annet å finne alternative nær risikofrie referanserenter. Ifølge FSB vil risikofrie renter i mange tilfeller være bedre egnet som referanserenter, spesielt i transaksjoner med rentederivater.

Flere av arbeidsgruppene internasjonalt har offentliggjort sine anbefalinger, og arbeidet har nå gått over i en ny fase hvor man planlegger hvordan de foreslåtte referanserentene kan tas i bruk. Felles for alle de nye referanserentene som hittil har blitt foreslått er at de kun har én dags løpetid. Bakgrunnen for dette er blant annet at det kun er i denne delen av pengemarkedet at aktiviteten blir ansett som robust nok til at renten kan tilfredsstille de internasjonale standarder og regulatoriske krav som en referanserente bør oppfylle.

1 For eksempel er en rentebytteavtale et instrument der betalinger basert på avtalte fastrenter blir byttet mot betalinger basert på en variabel referanserente. Referanserenter er også utbredt for å bestemme flytende rentebetalinger i lån og obligasjoner.

2 De viktigste referanserentene er de såkalte ibor-rentene (interbank offered rate), som for eksempel Nibor og Libor. Nibor skal gjenspeile usikrede interbanklån i norske kroner og kvoteres på fem løpetider. Libor gir en indikasjon på renten på kortsiktig usikret bankfinansiering på ulike løpetider. Libor finnes for fem forskjellige valutaer.

3 Se <https://www.norges-bank.no/Bank-og-marked/arbeidsgruppe-arr/> for mer informasjon.

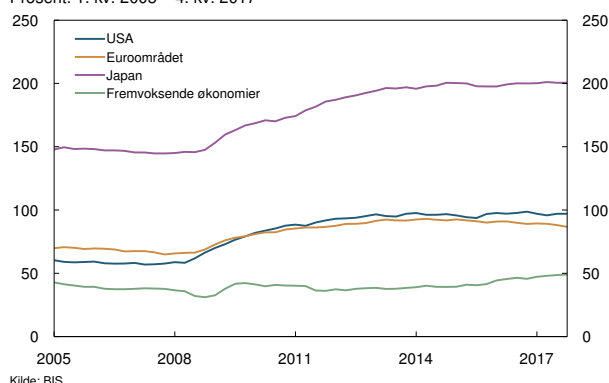
4 I hovedsak er det kun i overnattenmarkedet at usikret interbankhandel fortsatt finner sted.

# 5 Vurdering av finansiell stabilitet

## – beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

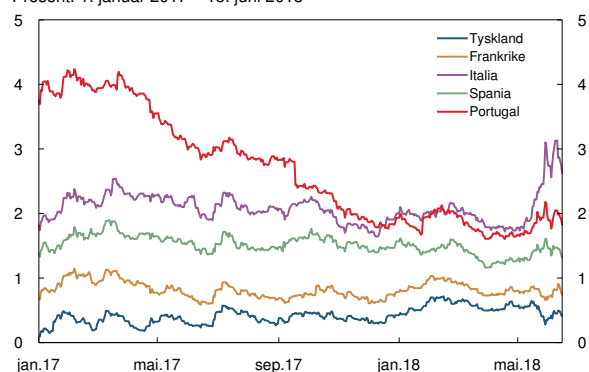
Gjelden i husholdningene har lenge vokst raskere enn inntektene. De siste månedene har husholdningens gjeldsvekst avtatt litt. Boligprisene har steget igjen etter nedgangen i fjor, og prisveksten har vært sterk de to siste månedene. Oppsvinget i norsk økonomi og fortsatt lave renter gir en risiko for høy boligprisvekst fremover. Det kan føre til at gjeldsveksten og sårbarheten i husholdningssektoren igjen tiltar. På den annen side vil en økning i rentenivået bidra til å dempe gjeldsveksten. I markedet for næringsseidom har den høye prisveksten de siste årene økt risikoen for et markert verdifall lenger frem. Foretakenes kredittvekst tiltok gjennom fjoråret, men er ikke spesielt høy sammenlignet med tidligere perioder. De største norske bankene har god lønnsomhet, lave tap og oppfyller det samlede kravet til ren kjernekapitaldekning.

Figur 5.1 Gjeld i offentlig sektor som andel av BNP i utvalgte land. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2017



Kilde: BIS

Figur 5.2 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land i euroområdet. Prosent. 1. januar 2017 – 15. juni 2018



Kilde: Thomson Reuters

### 5.1 INTERNASJONAL UTVIKLING

God økonomisk vekst, til tross for en avdemping tidlig i 2018, bidrar til bedre utsikter for finansiell stabilitet internasjonalt på kort sikt. På den annen side kan fortsatt lave renter stimulere til økt gjeldsopptak. Det kan øke sårbarheten på litt lengre sikt. Gjeldsnivåene er allerede svært høye i mange land. Særlig i offentlig sektor har gjelden økt mye etter finanskrisen, se figur 5.1. Det høye gjeldsnivået gjør at brå økninger i renter og risikopremier er blant de viktigste risikofaktorene for finansiell stabilitet internasjonalt.

Politisk usikkerhet knyttet til valget i Italia skapte uro i finansmarkedene i slutten av mai. Renten på italienske statsobligasjoner økte markert, se figur 5.2. Uroen smittet også over på rentene i enkelte andre sør-europeiske land, mens obligasjonsrentene i Tyskland og Frankrike falt. Etter at ny regjering kom på plass i Italia tidlig i juni, ble bevegelsene i noen grad reversert.

Tilstrammingen av pengepolitikken i USA og styrkingen av amerikanske dollar har gitt økt bekymring for gjeldsbetjeningsevnen i fremvoksende økonomier, der mye av gjeldsopptaket de siste årene har vært i dollar. I mai oppsto det tvil blant investorene om Argentinas gjeldsbetjeningsevne og landets valuta har svekket seg kraftig. Til tross for at myndighetene har inngått avtale om låneprogram med IMF, satt opp styringsrenten og intervenert i valutamarkedet, har svekkelsen av valutaen fortsatt. Uroen spredte seg i noen grad til andre fremvoksende økonomier.

Temperaturkartet signaliserer middels risiko for utviklingen i den globale finansielle sykkelen, se figur 5.23 på side 52.

## 5.2 KREDITT

Kreditten har lenge steget raskere enn verdiskapingen i den norske fastlandsøkonomien, se kredittindikatoren i figur 5.3. Kredittindikatoren gikk litt ned fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Kredittgapet, avviket mellom kredittindikatoren og en beregnet trend, avtok, se figur 5.4. Nedgangen er drevet av en reduksjon i foretakenes utenlandsgjeld og må ses sammenheng med at foretakenes konserninterne gjeld overfor utlandet har falt. Veksten i foretakenes innenlandsgjeld tiltok gjennom fjoråret og har holdt seg oppe hittil i år. Gjeldsveksten i husholdningene har avtatt litt de siste månedene, se figur 5.5, men vokser fortsatt raskere enn verdiskapingen.

### Noe lavere gjeldsvekst i husholdningene

Den høye gjelden i husholdningene er en viktig sårbarhet i det norske finansielle systemet, se Norges Banks *Finansiell stabilitet 2017*. Gjelden i husholdningene har lenge vokst raskere enn inntektene og bidratt til oppbygging av finansielle ubalanser, se figur

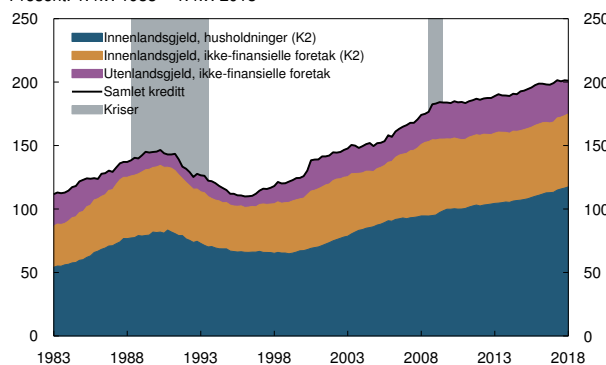
### MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Den motsykliske kapitalbufferen er et tilleggskrav til kapital i bankene. Formålet med bufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien.

Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

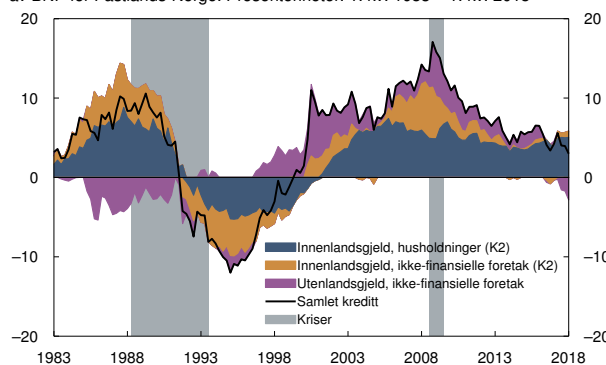
Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Vurderingen av finansielle ubalanser er utgangspunktet for Norges Banks råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se ramme på side 54 og brev til Finansdepartementet på Norges Banks hjemmesider. I vurderingen av finansielle ubalanser tar Norges Bank utgangspunkt i utviklingen i kreditt, eiendomspriser og bankenes finansiering. Bufferkravet er fastsatt til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

Figur 5.3 Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2018



Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

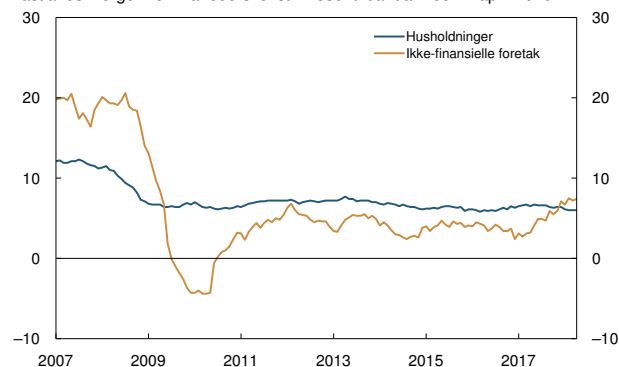
Figur 5.4 Dekomponert kredittgap.<sup>1)</sup> Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2018



1) Beregnet som avvik fra trend. Trenden er anslått ved ensidig, utvidet HP-fitter med lambda = 400 000. HP-fitteret er beregnet på data utvidet med en enkel prognose.

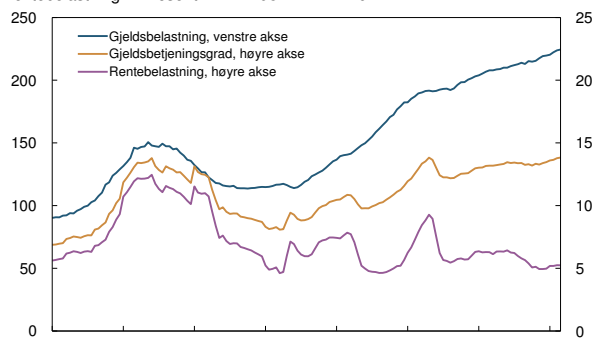
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.5 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2007 – april 2018



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.6 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup>, gjeldsbetjeningsgrad<sup>2)</sup> og rentebelastning<sup>3)</sup>. Prosent. 1. kv. 1982 – 4. kv. 2017

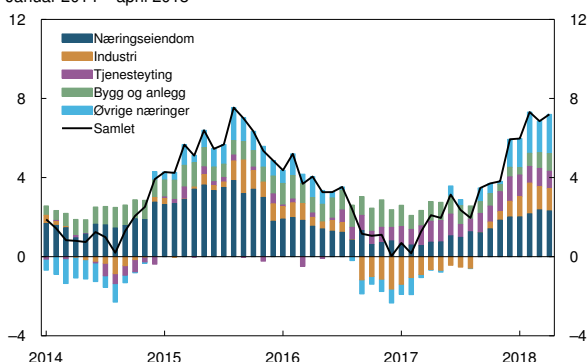


1) Gjeldsbelastning er lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 4. kv. 2017 benyttes disponibel inntekt uten aksjeutbytte.  
2) Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid.  
3) Rentebelastning er renteutgifter som andel av summen av disponibel inntekt og renteutgifter.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

5.6. De siste månedene har gjeldsveksten avtatt litt. Både gjeldsbelastningen og gjeldsbetjeningsgraden, andelen av inntekt som betjener renter og normale avdrag, signaliserer høy risiko i temperaturkartet, se figur 5.23 på side 52.

Ifølge bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse var husholdningenes samlede etterspørsel etter boliglån uendret i første kvartal 2018, men er ventet å øke litt i andre kvartal. Etterspørselen etter fastrentelån økte i første kvartal, og bankene venter ytterligere økning i andre kvartal. Det har trolig sammenheng med den varslede renteoppgangen. Bankenes kredittpraksis har vært uendret siden innstramningen av boliglånforskriften i begynnelsen av 2017, og det ventes ingen endringer fremover.

Figur 5.7 Banker og kredittforetaks utlån til norske ikke-finansielle foretak. Bidrag til tolv månedersvekst i beholdning fra ulike næringer. Prosent. Januar 2014 – april 2018

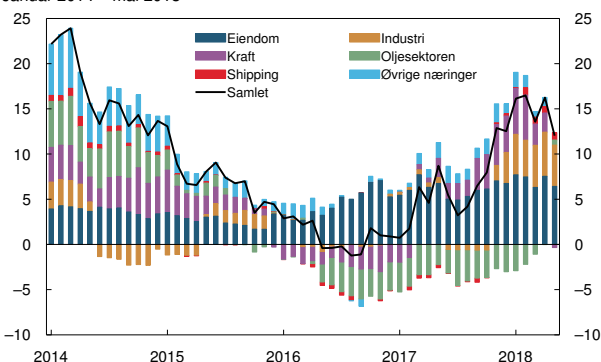


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsikter til en gradvis økning i rentene fremover gjør at en større del av husholdningenes inntekter vil gå med til å betjene gjeld. Analyser i *Finansiell stabilitet* 2017 viser at de fleste husholdningene har god evne til å betjene noe høyere renter på gjelden sin.<sup>1</sup> Kredittrisikoen på lån til husholdningene vil likevel øke noe, særlig blant førstegangskjøpere i boligmarkedet.

Noe høyere renter vil bidra til å dempe kredittveksten fremover. Kravene i boliglånforskriften kan begrense videre oppbygging av sårbarhet i utsatte husholdninger. Finansdepartementet har nylig besluttet å videreføre boliglånforskriften frem til utgangen av 2019.<sup>2</sup> Kravet til maksimal gjeld som andel av inntekt (gjeldsgrad) som ble innført i 2017, synes å ha hatt effekt. Foreløpige analyser viser at gjeldsveksten i 2017 var lavere i kommuner som hadde en høy andel boligkjøpere med høy gjeldsgrad enn i andre kommuner.<sup>3</sup>

Figur 5.8 Utlån til norske ikke-finansielle foretak i det norske obligasjonsmarkedet. Bidrag til tolv månedersvekst i beholdning fra ulike næringer. Prosent. Januar 2014 – mai 2018



Kilder: Stamdata og Norges Bank

### Kredittveksten i foretakene holder seg oppe

Foretakene har god tilgang på kreditt. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt tiltok gjennom fjoråret og har holdt seg oppe hittil i år, se figur 5.5. Veksten har tiltatt både fra banker og obligasjonsmarkedet, og har økt i flere næringer, se figur 5.7 og 5.8. Utviklingen i innenlandsgjelden er i tråd med et oppsving

1 Se også ramme på side 37 i *Pengepolitisk rapport 1/18* og Gerdrup, K. og K. N. Torstensen (2018) «Virkningen av økt rente på husholdningenes disponible inntekter og konsum – en statisk analyse av kontantstrømkanelen». *Staff Memo 3/2018*. Norges Bank.

2 Se pressemelding fra Finansdepartementet av 19. juni 2018 «Regjeringen viderefører boliglånforskriften».

3 Se Borchgrevink, H. og K. N. Torstensen (2018) «Analyser av effekter av boliglånforskriften». *Aktuell kommentar 1/2018*. Norges Bank.

i investeringene og veksten er ikke spesielt høy sammenlignet med tidligere perioder.

Risikopåslagene i det norske obligasjonsmarkedet avtok gjennom fjoråret, både i høy- og lavrisikosegmentet. Hittil i år har påslagene holdt seg på et lavt nivå. Lave risikopåslag har bidratt til å gjøre obligasjonsfinansiering mer attraktivt. Etter høy emisjonsaktivitet gjennom fjerde kvartal i fjor og januar i år har emisjonsvolumene avtatt litt de siste månedene. Volumene er likevel om lag på nivå med tilsvarende periode i fjor.

Næringseiendom bidrar mest til utlånsveksten både i bankene og i obligasjonsmarkedet. Utstedelsene i obligasjonsmarkedet er i hovedsak fra store eiendomsforetak innen lavrisikosegmentet, men også flere mindre foretak har vært aktive.

Etter svak kredittvekst innen industrien de siste par årene har veksten tatt seg markert opp siden i fjor høst. Utlån til oljerelaterte næringer har også snudd fra å trekke ned kredittveksten i foretakene, til å bidra positivt, både fra banker og obligasjonsmarkedet.

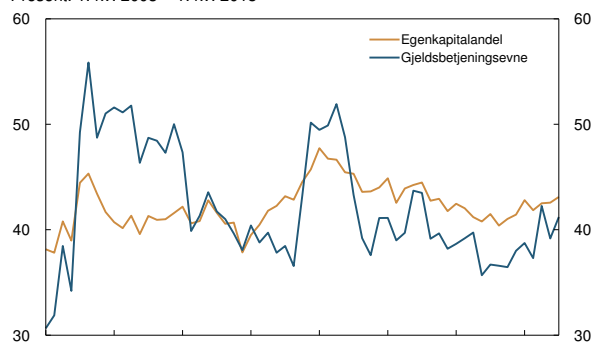
Gjeldsbetjeningsevnen i børsnoterte foretak har tatt seg gradvis opp de siste par årene, i hovedsak drevet av økt inntjening, se figur 5.9. Egenkapitalandelen har også økt noe i samme periode. Innen oljeservice er både gjeldsbetjeningsevnen og egenkapitalandelen fortsatt på et betydelig lavere nivå enn før oljeprisfallet.

Ifølge estimerte konkurssansynligheter er kreditt risikoen i foretakssektoren samlet sett uendret i år sammenlignet med i fjor, se figur 5.10.<sup>4</sup> Kreditt risikoen har falt litt innen industri og bergverksdrift og fiske og akvakultur. I øvrige næringer er det kun marginale endringer. Det ventes lite endringer i kreditt risikoen neste år.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om uendret etterspørsel etter lån og uendret kreditt praksis overfor foretak i første kvartal 2018. De venter ingen endringer i etterspørselen og om lag uendret kreditt praksis fremover.

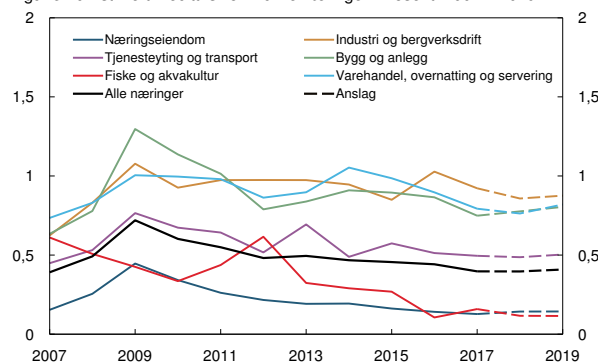
Alle foretaksindikatorene viser lav risiko i temperaturkartet, se figur 5.23 på side 52.

Figur 5.9 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> og egenkapitalandel i børsnoterte foretak<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2018



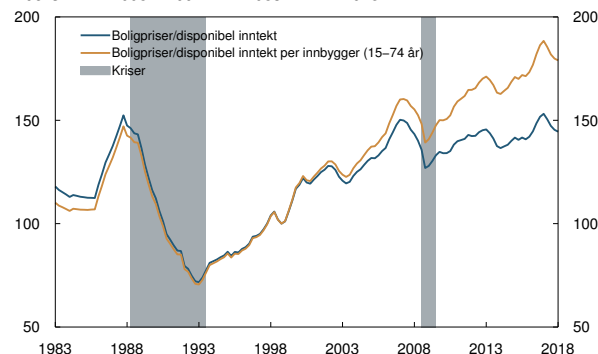
1) Driftsresultat for driftsmessige av- og nedskrivninger (EBITDA) siste fire kvartaler i prosent av netto rentebærende gjeld.  
2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert t.o.m. 3. kv. 2007.  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 5.10 Estimert kreditt risiko<sup>1)</sup> i ulike næringer. Prosent. 2007 – 2019<sup>2)</sup>



1) Estimert konkursutsatt bankgjeld som andel av total bankgjeld i hver næring.  
2) Anslag for 2018 – 2019.  
Kilde: Norges Bank

Figur 5.11 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt.<sup>1)</sup> Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2018

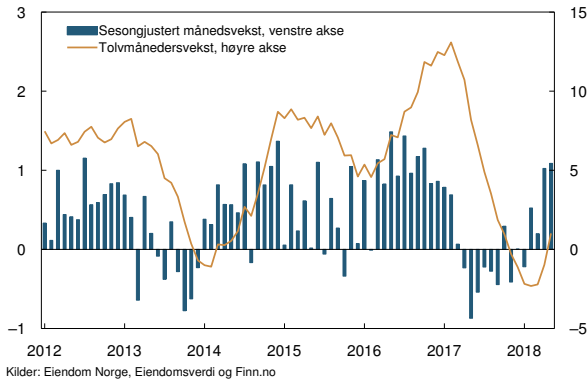


1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 1. kv. 2018 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.  
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>4</sup> Konkurssansynligheterne er estimert ved Norges Banks konkurssansynlighetsmodell. Modellen er dokumentert i Hjelseth, I. N. og A. Raknerud (2016) «A model of credit risk in the corporate sector based on bankruptcy prediction». Staff Memo 20/2016. Norges Bank.



Figur 5.12 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst. Prosent. Januar 2012 – mai 2018



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

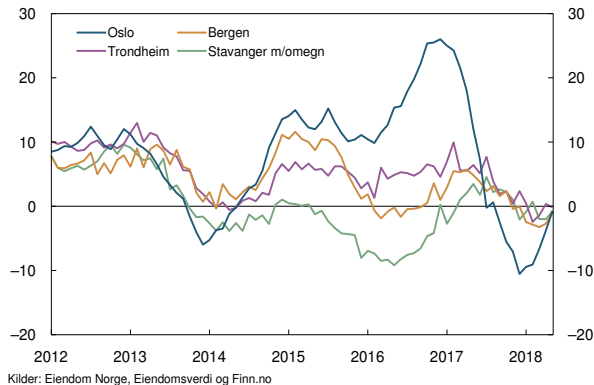
### 5.3 EIENDOMSPRISER

Bolig- og næringsseiendomspriser har steget kraftig over en lengre periode, se figur 5.11 og 5.17. I fjor var det et omslag i boligmarkedet og prisene falt moderat. De siste månedene har boligprisene steget igjen. Innen næringsseiendom har beregnede salgspriker på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo fortsatt å stige i første kvartal i år. Temperaturkartet signaliserer middels risiko i boligmarkedet og høy risiko innen næringsseiendom, se figur 5.23 på side 52.

#### Boligprisene stiger igjen

Etter nedgangen i fjor har boligprisene steget igjen i 2018, se figur 5.12. Prisveksten har vært sterk de to siste månedene. Boligprisene har tatt seg markert opp i Oslo, hvor prisene falt mest etter svært sterk vekst i 2016, se figur 5.13. For landet samlet sett er prisene nå på nivå med toppen i fjor vår, mens i Oslo er prisene 4,5 prosent lavere enn toppen.

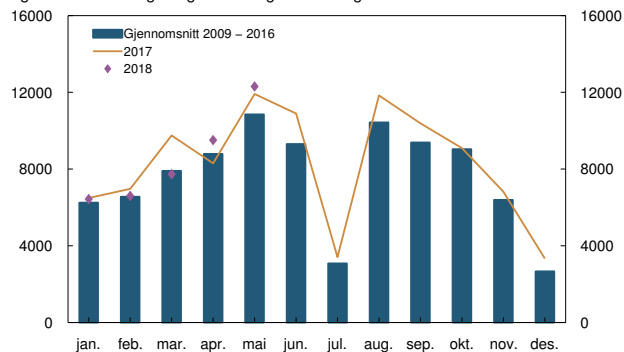
Figur 5.13 Boligpriser i store norske byer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – mai 2018



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Antall bruktboliger lagt ut for salg var høyt i mai sammenlignet med gjennomsnittet siden 2009, se figur 5.14. Selv om omsetningen også var høyere enn snittet, førte den høye tilførselen av boliger til en økning i usolgte bruktboliger, se figur 5.15. Det var særlig på Vestlandet og i Midt-Norge at antall enheter lagt ut for salg tiltok. I Oslo er det hittil i år lagt ut færre enheter for salg enn normalt, og beholdningen av usolgte bruktboliger var i mai lavere enn gjennomsnittet siden 2009. Ferdigstilling av nye boliger er ventet å øke de neste kvartalene. Gitt at mange av kjøperne av de nye boligene skal selge sin eksisterende bolig, kan ferdigstillingen føre til at antallet boliger lagt ut for salg holder seg høyt også fremover. Det er ventet å dempe prisveksten i andre halvår.

Figur 5.14 Bruktboliger lagt ut for salg. Antall boliger. Januar 2009 – mai 2018



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Salget av nye boliger var lavere i 2017 enn i 2016, men nær gjennomsnittet for årene 2013 til 2015, se figur 5.16. Hittil i 2018 har salget tatt seg opp og tilfanget av nyboliger til salgs har avtatt noe. Det har bidratt til at beholdningen av usolgte nye boliger har falt litt.

Boligprisene ventes å stige med mellom 2 og 3 prosent per år de neste årene, se figur 3.8. Høy boligbygging, lavere befolkningsvekst og gradvis økning i renten tilsier moderat prisvekst fremover. På den annen side gir oppsvinget i norsk økonomi og fortsatt lavt rentenivå en risiko for at prisveksten i boligmarkedet holder seg høy. Høy boligprisvekst kan gi

økt gjeldsvekst i husholdningene og videre oppbygging av finansielle ubalanser.

### Høy vekst i næringseiendomspriser

Utviklingen i næringseiendomsmarkedet er viktig for bankene, da de har betydelige utlån til næringseiendomsforetak. Erfaring viser at priser på næringseiendom ofte har steget kraftig i forkant av finansielle kriser.

Beregnete salgspriser for de mest attraktive kontorlokale i Oslo økte kraftig gjennom fjoråret, se næringseiendomsindikatoren i figur 5.17. Indikatoren vokste videre i første kvartal i år. Verdivurderinger viser at verdien på kontoreiendom har økt for alle områder i Oslo gjennom flere år, se figur 5.18.<sup>5</sup> I 2017 har verdiveksten tiltatt i alle områder unntatt for kontorer med den mest attraktive beliggenheten. I Bergen og Trondheim steg verdiene svakt i 2017, mens de falt i Stavanger.<sup>6</sup>

Prisene på næringseiendom avhenger blant annet av netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Kontorleieprisene økte i de fleste områder i Oslo i fjor. Leieprisene økte også i Trondheim, mens de var stabile i Bergen. I Stavanger har leieprisene fortsatt å falle i områder med høy eksponering mot oljevirksomhet. Markedsaktører venter at leieprisene i Oslo vil fortsette å stige i år som følge av sterkere etterspørsel etter kontorbygg og lav tilførsel av nybygg. Samtidig venter aktørene at byggeaktiviteten kommer til å stige noe de neste årene. Høyere byggeaktivitet kan bidra til lavere leieprisvekst.

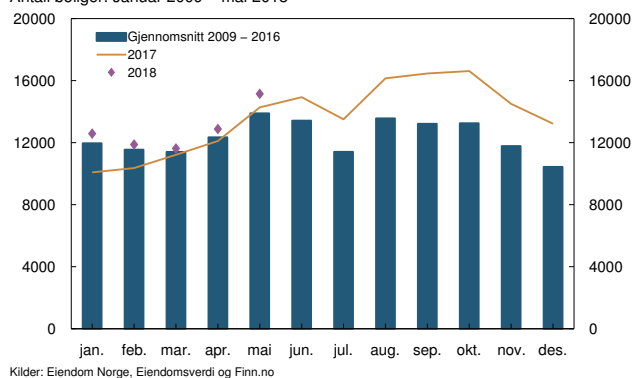
Anslått avkastningskrav for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo har vært stabilt siden slutten av 2016, men falt litt mot slutten av fjoråret.<sup>7</sup> Hittil i år har avkastningskravet holdt seg stabilt. Avkastningskravet på normale kontoreiendommer i Oslo har falt over en lengre periode og fortsatte å falle i fjor. Siden årsskiftet har langsiktige, risikofrie renter kommet litt opp. En videre oppgang i lange renter kan føre til at avkastningskravet øker. Det kan bidra til å dempe veksten i salgsprisene på næringseiendom de nærmeste årene.

5 Basert på tall fra Investment Property Databank (IPD). IPD beregner verdier på næringseiendom basert på verdivurderinger av eiendommene til eiendomsforetak.

6 Det knyttes større usikkerhet til tallene for verdiveksten i Stavanger da statistikken er basert på få verdivurderinger.

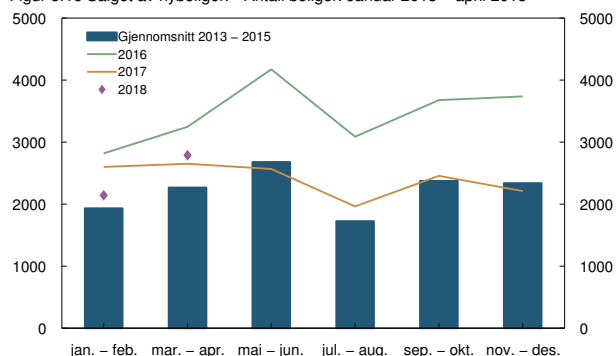
7 Basert på tall fra CBRE. CBRE er en av verdens største rådgivere innenfor næringseiendom.

Figur 5.15 Beholdning av usolgte bruktboliger ved utgangen av måneden. Antall boliger. Januar 2009 – mai 2018



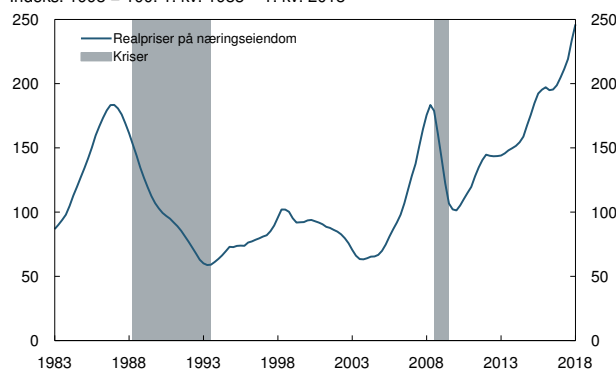
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.16 Salget av nyboliger.<sup>1)</sup> Antall boliger. Januar 2013 – april 2018



1) Statistikk for Norge f.o.m. oktober 2013. Tidligere tall for 2013 er skjøtet bakover med veksten på Østlandet. Statistikken inkluderer kun solgte boliger i prosjekter med mer enn 15 enheter. Statistikken dekker hoveddelen av markedet på Østlandet og en noe lavere andel i de andre regionene.  
Kilde: Samfunnsøkonomisk analyse

Figur 5.17 Realpriser på næringseiendom.<sup>1)</sup> Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2018



1) Beregnede reelle salgspriser per kvadratmeter på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig salgspris siste fire kvartaler.  
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

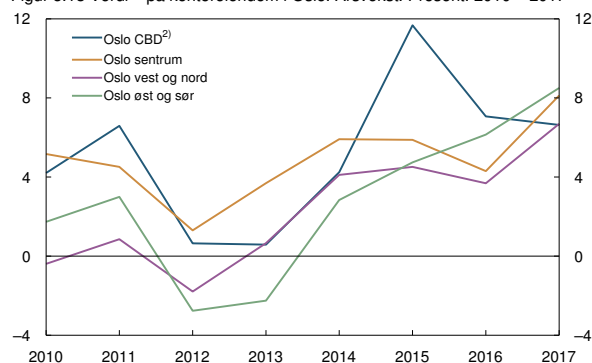
Den høye prisveksten på næringseiendom i Oslo de siste årene har økt risikoen for et brått og markert verdifall lenger frem. En brå og kraftig økning i langsiktige renter eller et betydelig fall i leieprisene kan potensielt utløse en slik korreksjon i næringseiendomsprisene.

## 5.4 BANKENE

Egenkapitalavkastningen til de store norske bankene avtok i første kvartal i år etter å ha steget gjennom 2017. Lønnsomheten var likevel høyere enn på samme tid i fjor, se figur 5.19. Bankene rapporterer om litt svakere resultat i første kvartal enn i fjerde kvartal i fjor, i hovedsak som følge av svakere verdiutvikling på finansielle eiendeler og instrumenter. Lavere inntekter i første kvartal ble delvis motvirket av reduserte kostnader og lavere tap. Bedrede utsikter innen oljerelaterte næringer bidro til lavere tap.

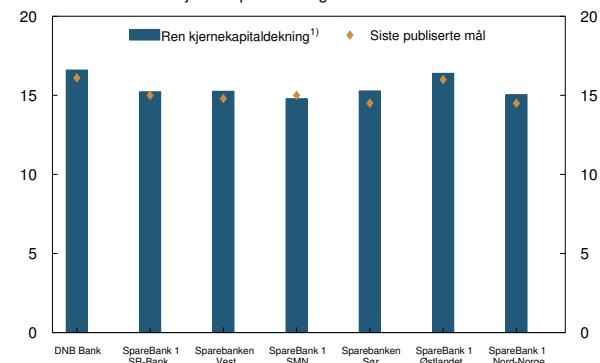
De store norske bankene oppfyller det samlede kravet (pilar 1 og pilar 2) til ren kjernekapitaldekning. Kapitaldekningen er også i tråd med bankenes langsiktige mål, som ligger høyere enn det samlede kravet, se

Figur 5.18 Verdi<sup>1)</sup> på kontoreiendom i Oslo. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2017



1) Beregnede verdier basert på verdilvurderinger av eiendommene til eiendomsforetak.  
2) CBD står for "Central business district".  
Kilde: MSCI (IPD)

Figur 5.20 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker per 1. kv. 2018 og bankenes mål for ren kjernekapitaldekning. Prosent



1) Inkludert hele kvartalsresultatet for 1. kv. 2018.  
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

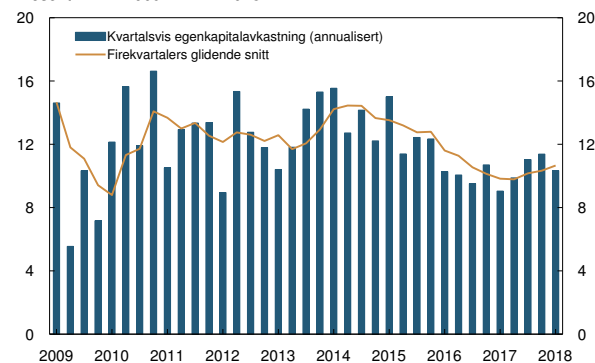
figur 5.20. Alle de norske bankene oppfyller kravet til uvektet kjernekapital.

Filialer av utenlandske banker har hatt sterkest utlånsvekst til foretak i det siste. Filialene står for litt over en tredjedel av utlånene til foretakene, men har bidratt til over halvparten av utlånsveksten, se figur 5.21. Bankenes utlån til personmarkedet har hatt en tolv månedersvekst på rundt 7 prosent siden slutten av 2016. De norske bankene har bidratt mest til veksten.

Bankene har god tilgang på markedsfinansiering både i valuta og norske kroner. Risikopåslagene på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har økt litt de siste månedene. Hittil i år har norske banker hentet noe mindre markedsfinansiering enn tilsvarende periode i 2017, men bankenes markedsfinansieringsandel har vært nokså stabil.

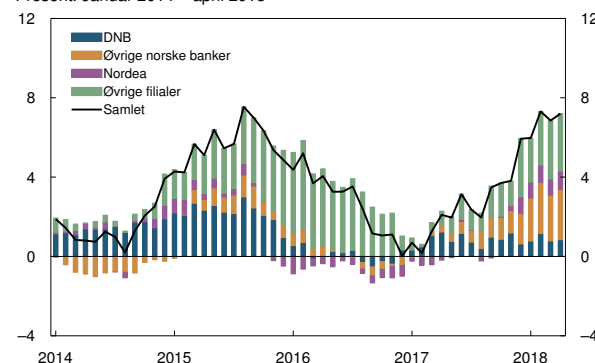
I temperaturkartet signaliserer bankindikatorene lav eller middels risiko, se figur 5.23 på side 52.

Figur 5.19 Egenkapitalavkastning i store norske banker.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2009 – 1. kv. 2018



1) For 2017 og 2018 inngår: DNB Bank, SpareBank 1 SR-bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør, SpareBank 1 Østlandet og SpareBank 1 Nord-Norge.  
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.21 Banker og kredittforetaks utlån til norske ikke-finansielle foretak. Bidrag til tolv månedersvekst i beholdning fra ulike banker og kredittforetak. Prosent. Januar 2014 – april 2018



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## EFFEKTER AV OMLEGGING AV KREDITTSTATISTIKKEN (K2)

Internasjonale forpliktelser på statistikkområdet<sup>1</sup> og nye internasjonale regnskapsregler (IFRS 9)<sup>2</sup> har medført et brudd i kredittindikatoren K2 (innenlandsk gjeld til publikum) i januar 2018. Transaksjoner og vekstrater er bruddjustert av Statistisk sentralbyrå, men beholdningsseriene justeres ikke og vil være påvirket av bruddet. Bruddet skyldes endret behandling av følgende fem elementer i utlånsporteføljene:

- *Individuelle tapsnedskrivninger* skal ikke lenger trekkes fra finansforetakenes brutto utlån.
- *Påløpte, ikke-forfalte renter* skal legges til utlånsbeholdningen.
- Enkelte utlån fra finansforetak skal føres til *virkelig verdi*.
- Utsteders *egenbeholdning* av et verdipapirlån skal trekkes fra utestående beholdning av det samme verdipapirlånet.
- Justeringer i metoden for å beregne *valutakursomvurderinger*.

Samlet effekt av bruddet på beholdningen av kreditt til husholdninger og foretak er en økning på 0,2 prosent, se figur 5.22. Bruddet har ulik effekt på K2 husholdninger og K2 ikke-finansielle foretak. For husholdninger trekker bruddet kreditten opp med 0,4 prosent, mens kreditt til ikke-finansielle foretak trekkes ned med 0,3 prosent.

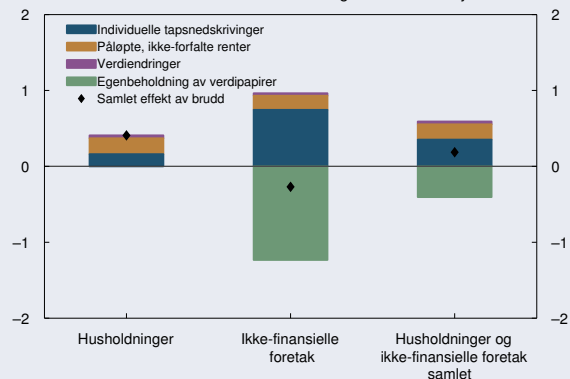
Nøkkelindikatoren for samlet kreditt er basert på beholdningsserier og blir ikke bruddjustert. Bruddet påvirker indikatoren i liten grad. Kreditt som andel av verdiskapingen falt med 0,2 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, se figur 5.3. En bruddjustering ville gitt en nedgang på 0,3 prosent. Kredittgapet, avviket mellom kredittindikatoren og en beregnet trend, var 3 prosentenheter i første kvartal, se figur 5.4. Et bruddjustert gap ville vært 2,75 prosentenheter. Referanseverdien for den motsykliske kapitalbufferen ville vært uendret på 0,25 prosent etter en bruddjustering.<sup>3</sup>

1 Se IMF *Monetary and Financial Statistics Manual*.

2 IFRS = International Financial Reporting Standards. Se nyhet fra Finansdepartementet av 18. desember 2017 «Gjennomføring av IFRS 9 i norsk rett».

3 Se Norges Banks hjemmesider «Indikatorer for finansielle ubalanser» for en oversikt over referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen.

Figur 5.22 Effekter av brudd i innenlandsk kreditt til husholdninger og foretak som andel av samlet kreditt i hver sektor. Beholdningstall. Prosent. Gjennomsnitt 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

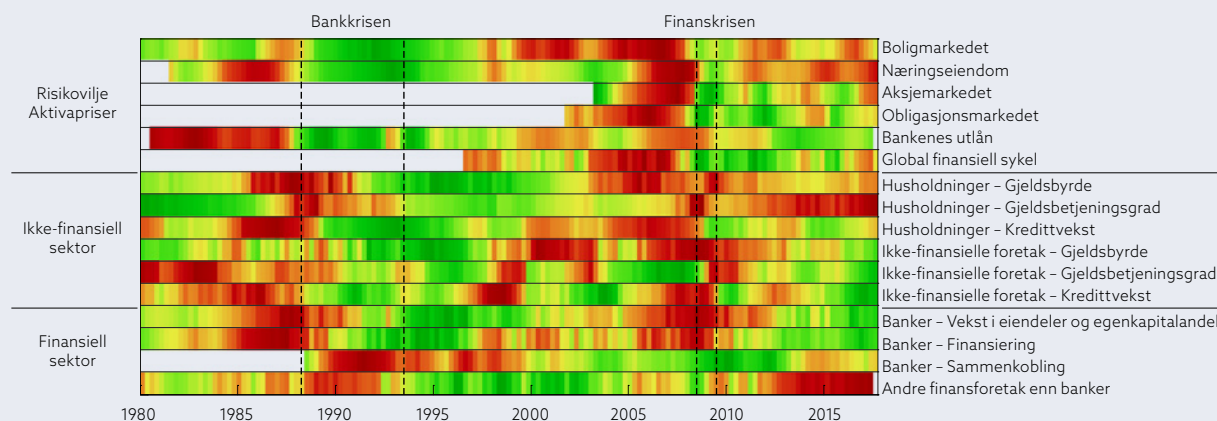
## TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

Norges Banks temperaturkart er et hjelpemiddel for å vurdere systemrisikoen i det norske finansielle systemet. Temperaturkartet følger utviklingen i et bredt sett av indikatorer innenfor tre hovedområder: risikovilje og aktivpriser, sårbarheter i ikke-finansiell sektor (husholdninger og foretak) og sårbarheter i finansiell sektor.<sup>1</sup>

Utviklingen i hver enkelt indikator vises med en fargekode hvor grønn (rød) farge innebærer lave (høye) nivåer av sårbarhet. Slik gir temperaturkartet et visuelt bilde av sårbarheter i det norske finansielle systemet i dag sammenlignet med historiske episoder. Sammensatte indikatorer er laget ved å ta et gjennomsnitt av individuelle indikatorer.

<sup>1</sup> For en detaljert beskrivelse av temperaturkartet og de enkelte indikatorene, se Arbatli, E. C. og R. M. Johansen (2017) «A Heatmap for Monitoring Systemic Risk in Norway». Staff Memo 10/2017. Norges Bank. Se også ramme på side 54 i *Pengepolitisk rapport 4/17*.

Figur 5.23 Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 1. kv. 2018



Kilder: BIS, Bloomberg, CBRE, Dagens Næringsliv, DNB Markets, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), OECD, OPAK, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal dempe systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Ifølge EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) skal bufferkrav anerkjennes over landegrenser, såkalt resiprositet.<sup>1</sup> Det betyr at banker med grensekryssende virksomhet skal følge bufferkravet som gjelder i låntakers hjemland.

Det norske regelverket om anerkjennelse av motsyklisk kapitalbuffer i andre land trådte i kraft 1. oktober 2016. For engasjementer i EU-land skal bufferkravet i det enkelte landet anerkjennes.<sup>2</sup> I utgangspunktet skal også krav til motsyklisk kapitalbuffer i land utenfor EU anerkjennes. For engasjementer i land som ikke har fastsatt eget krav, gjelder det norske bufferkravet. Finansdepartementet kan fastsette andre krav for engasjementer i land utenfor EU, og Norges Bank skal gi råd om slike krav.

Det samlede kravet til motsyklisk kapitalbuffer for norske banker vil avhenge av i hvilke land de har eksponeringer. De fleste land norske banker har nokså store eksponeringer i, har satt kravet til 0 prosent, se tabell 1.

**TABELL 1** Krav til motsyklisk kapitalbuffer i land der norske banker har størst eksponeringer

Land	Gjeldende bufferkrav	Norske bankers eksponering <sup>1</sup>
Sverige	2 prosent	8,5 prosent
USA	0 prosent	4,1 prosent
Danmark	0 prosent	3,1 prosent
Storbritannia	0 prosent	2,5 prosent
Finland	0 prosent	2,1 prosent
Litauen	0 prosent	1,9 prosent
Polen	0 prosent	1,7 prosent
Latvia	0 prosent	1,1 prosent
Marshalløyene	-	1,1 prosent
Tyskland	0 prosent	1,0 prosent

1 Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 2. kv. 2016 til 1. kv. 2018. Omfatter banker som i CRD IV-rapporteringen har levert skjema C09.01 og C09.02, med unntak av Nordea som ikke lenger er norsk bank fra 1. januar 2017.

Kilder: Bank for International Settlement (BIS), Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), Finanstilsynet og Norges Bank

1 Bufferkrav opp til 2,5 prosent skal automatisk anerkjennes mellom land i EU. Grensen er lavere enn 2,5 prosent i en innfasingsperiode fra 2016 til 2019. ESRB anbefaler generelt at høyere krav også anerkjennes, se ESRB (2014) «*Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates*».

2 En oversikt over gjeldende krav til motsyklisk kapitalbuffer i EU-land finnes på ESRBs hjemmeside, under «*National policy – countercyclical capital buffer*». En lignende oversikt for landene som er medlem i Basel-komiteen, finnes på BIS sine hjemmesider, under «*Countercyclical capital buffer*».

## KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER<sup>1</sup>

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

- 1. Bankene bør bli mer robuste i gode tider**
- 2. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene**
- 3. Tilbakeslag i det finansielle systemet bør lindres**

Kravet til den motsykliske kapitalbufferen bør økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Det vil gjøre bankene mer solide og motvirke at deres kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. En motsyklisk kapitalbuffer vil dessuten kunne bidra til å dempe høy kredittvekst og redusere risikoen for at finansielle ubalanser utløser et tilbakeslag.

Erfaringer fra tidligere finansielle kriser i Norge og andre land viser at både bankene og låntakerne ofte tar stor risiko i perioder med sterk kredittvekst. I en høykonjunktur kan kreditt som stiger raskere enn verdiskapingen, gi signaler om oppbygging av ubalanser. Stigende eiendomspriser går gjerne sammen med tiltakende gjeldsvekst. Når banker vokser raskt og finansierer nye utlån direkte i finansmarkedet, kan systemrisikoen øke.

Råd fra Norges Bank om å øke det motsykliske bufferkravet vil som en hovedregel ta utgangspunkt i fire nøkkelindikatorer: i) Samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak for Fastlands-Norge) som andel av BNP for Fastlands-Norge, ii) boligpriser i forhold til husholdningenes disponible inntekt, iii) realpriser på næringseiendom og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner. De fire indikatorene har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet. Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenligne nåsituasjonen med historiske trender.<sup>2</sup>

Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra ESRB<sup>3</sup> og Norges Banks råd om den motsykliske bufferen. Rådet vil bygge på bankens faglige skjønn, hvor også andre forhold vil trekkes inn i vurderingen. Øvrige krav til bankene vil være en del av vurderingen, særlig når nye krav introduseres.

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et virkemiddel for å finstyre økonomien. Bufferkravet bør ikke uten videre trappes ned, selv om det er tegn til at finansielle ubalanser avtar. I lange perioder med lave utlånstap og vekst i formuespriser og kreditt vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

Ved tilbakeslag i økonomien og store utlånstap i bankene kan bufferkravet settes ned. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene stramme mindre inn på sine utlån i nedgangstider enn de ellers ville gjort. Det vil kunne motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker tilbakeslaget. Bufferkravet skal ikke reduseres for å avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

Nøkkelindikatorerne er lite egnet til å gi signaler om når bufferkravet skal senkes. Annen informasjon, som uro i markedene og utsikter til store utlånstap i bankene og vesentlig innstramming i kreditttilbudet, vil da være mer relevant.

<sup>1</sup> Se også Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer». *Norges Bank Memo* 1/2013.

<sup>2</sup> Se Norges Banks hjemmesider «Indikatorer for finansielle ubalanser». Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av indikatorer videreutvikles.

<sup>3</sup> Se ESRB (2014) «Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates».



# Vedlegg

---

**Oversikt over rentemøter i Norges Bank**

**Tabeller og detaljerte anslag**

---

## Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato <sup>1</sup>	Styringsrente <sup>2</sup>	Endring
19. september 2018		
15. august 2018		
<b>20. juni 2018</b>	<b>0,50</b>	<b>0</b>
2. mai 2018	0,50	0
14. mars 2018	0,50	0
24. januar 2018	0,50	0
13. desember 2017	0,50	0
25. oktober 2017	0,50	0
20. september 2017	0,50	0
21. juni 2017	0,50	0
3. mai 2017	0,50	0
14. mars 2017 <sup>3</sup>	0,50	0
14. desember 2016	0,50	0
26. oktober 2016	0,50	0
21. september 2016	0,50	0
22. juni 2016	0,50	0
11. mai 2016	0,50	0
16. mars 2016	0,50	-0,25
16. desember 2015	0,75	0
4. november 2015	0,75	0
23. september 2015	0,75	-0,25
17. juni 2015	1,00	-0,25
6. mai 2015	1,25	0
18. mars 2015	1,25	0
10. desember 2014	1,25	-0,25
22. oktober 2014	1,50	0
17. september 2014	1,50	0
18. juni 2014	1,50	0
7. mai 2014	1,50	0
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	1,50	0
31. oktober 2012	1,50	0
29. august 2012	1,50	0

1 Fra og med rentemøtet 13. mars 2013 har rentebeslutningen blitt publisert dagen etter rentemøtet.

2 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Styringsrenten danner et gulv for rentene i pengemarkedet. Ved å styre bankenes tilgang til likviditet sørger sentralbanken for at rentene i den kortsiktige delen av pengemarkedet normalt ligger like over styringsrenten.

3 Pengepolitisk rapport 1/17 ble publisert 16. mars 2017, to dager etter rentemøtet.

**Tabell 1** Anslag på BNP-vekst i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 1/18 i parentes	Andel av verdens BNP <sup>1</sup>			Prosentvis endring fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere <sup>4</sup>	2017	2018	2019	2020	2021
USA	15	24	9	2,3 (0)	2,8 (0,1)	2,5 (0,1)	2 (0)	1,9 (0)
Euroområdet	12	16	32	2,5 (0,1)	2,2 (-0,2)	1,8 (-0,1)	1,6 (-0,1)	1,5 (0)
Storbritannia	2	4	10	1,8 (0,1)	1,4 (-0,2)	1,5 (-0,1)	1,5 (-0,1)	1,5 (-0,1)
Sverige	0,4	0,7	11	2,5 (0)	2,7 (-0,1)	2 (-0,1)	2 (-0,1)	2,1 (0)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	7	10	19	2,5 (0,1)	2,2 (-0,1)	2,1 (0)	1,9 (0)	2 (0)
Kina	18	14	7	6,9 (0)	6,4 (0)	6 (0)	5,8 (0)	5,8 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	19	11	12	3,8 (0,1)	3,8 (-0,1)	3,9 (-0,1)	3,9 (-0,1)	4 (0)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	73	79	100	3 (0,1)	2,7 (-0,1)	2,4 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,2 (0)
Verden (PPP) <sup>5</sup>	100	100		3,8 (0,1)	3,8 (-0,1)	3,8 (0)	3,7 (0)	3,7 (0)
Verden (markedskurser) <sup>5</sup>				3,2 (0)	3,3 (0)	3,1 (0)	2,9 (0)	3 (0,1)

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta. Gjennomsnitt 2014–2016.

2 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Sveits, Japan, Sør-Korea og Singapore. Eksportvekter.

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. Aggregatet er sammensatt med BNP-vekter (markedskurser), for å reflektere landenes betydning for global vekst.

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere.

5 BNP-vekter, tre års glidende gjennomsnitt. Norges Banks vekstanslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

**Tabell 2** Anslag på konsumpriser i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 1/18 i parentes	Handels- partnere <sup>4</sup>	Handels- partnere i rente- aggregatet <sup>5</sup>	Prosentvis endring fra foregående år				
			2017	2018	2019	2020	2021
USA	7	20	2,1 (0)	2,4 (0,1)	2,4 (0)	2,3 (-0,1)	2,3 (0)
Euroområdet	34	54	1,5 (0)	1,7 (0,2)	1,6 (0,1)	1,6 (0)	1,7 (0)
Storbritannia	7	5	2,6 (0)	2,4 (-0,2)	2,3 (0)	2,1 (0)	2 (-0,1)
Sverige <sup>1</sup>	14	12	2 (0)	1,9 (0,2)	2 (0,1)	2 (0)	2 (0)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	15		1,1 (-0,1)	1,3 (0)	1,7 (0)	1,7 (0)	1,7 (0)
Kina	12		1,6 (0)	2,5 (0,1)	2,5 (0,1)	2,7 (0)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	10		4 (0)	4,4 (0,1)	4,6 (0,2)	4,4 (0)	4,4 (0)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	100		1,9 (0)	2,1 (0,1)	2,1 (0)	2,1 (0)	2,2 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet <sup>5</sup>			1,7 (0)	1,9 (0,1)	1,9 (0,1)	1,8 (-0,1)	1,9 (0)
Kjerneprisvekst <sup>6</sup>			1,4	1,5	1,8	1,9	1,9
Lønnsvekst <sup>7</sup>			1,9	2,6	2,6	3,0	3,1

1 Konsumpriser med fast rente (KPIF).

2 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Sveits, Japan, Sør-Korea og Singapore. Importvekter.

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. BNP-vekter (markedskurser).

4 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

5 I Norges Banks aggregat for handelspartnernes renter inngår: Canada, Euroområdet, Japan, Polen, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.

Se Norges Bank Memo 2/2015: «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter» for mer informasjon.

6 I aggregatet for kjerneprisvekst inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.

7 Anslag på arbeidskraftskostnad per sysselsatt. I aggregatet inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Eksportvekter.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

**Tabell 3a** BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent

	2017 4. kv.	1.kv.	2018 2.kv.	3.kv.
Faktisk	0,7	0,6		
Anslag i PPR 1/18		0,7	0,7	
Anslag i PPR 2/18			0,7	0,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 3b** Registert ledighet (rate). Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert

	mars	april	mai	2018 juni	juli	aug	sept
Faktisk	2,4	2,4	2,3				
Anslag i PPR 1/18	2,3	2,3	2,3	2,2			
Anslag i PPR 2/18				2,3	2,3	2,2	2,2

Kilder: NAV og Norges Bank

**Tabell 3c** AKU-ledighet (rate). Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert

	jan	feb	mars	2018 april	mai	juni	juli
Faktisk	4,0	3,9	3,9				
Anslag i PPR 2/18 <sup>1</sup>				3,8	3,8	3,7	3,7

<sup>1</sup> På grunn av revisjon av AKU er anslagene fra PPR 1/18 ikke direkte sammenlignbare med anslagene i denne rapporten. Anslagene fra forrige rapport er derfor ikke med i tabellen.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 3d** Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	mars	april	mai	2018 juni	juli	aug	sept
<b>Konsumprisindeksen (KPI)</b>							
Faktisk	2,2	2,4	2,3				
Anslag i PPR 1/18	2,4	2,4	2,1	1,9			
Anslag i PPR 2/18				2,3	2,3	2,5	2,3
<b>KPI-JAE<sup>1</sup></b>							
Faktisk	1,2	1,3	1,2				
Anslag i PPR 1/18	1,5	1,6	1,6	1,4			
Anslag i PPR 2/18				1,1	1,2	1,5	1,3
<b>Importerte varer i KPI-JAE<sup>1</sup></b>							
Faktisk	0,0	0,6	0,4				
Anslag i PPR 1/18	0,6	1,1	0,8	0,7			
Anslag i PPR 2/18				0,2	0,5	0,7	0,1
<b>Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE<sup>1,2</sup></b>							
Faktisk	1,6	1,7	1,6				
Anslag i PPR 1/18	1,8	1,8	1,9	1,7			
Anslag i PPR 2/18				1,5	1,5	1,8	1,9

<sup>1</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

<sup>2</sup> Aggregatet «norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE» er beregnet av Norges Bank.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 4** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 1/18 i parentes	Milliarder kroner 2017	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) Anslag				
		2017	2018	2019	2020	2021
<b>Priser og lønninger</b>						
Konsumprisindeksen (KPI)		1,8 (0)	2,3 (0,2)	1,6 (-0,1)	1,6 (-0,2)	1,9 (-0,1)
KPI-JAE <sup>1</sup>		1,4 (0)	1,3 (-0,2)	1,5 (-0,3)	1,6 (-0,2)	1,9 (-0,1)
Årslønn <sup>2</sup>		2,3 (0)	2,9 (0)	3,3 (-0,1)	3,8 (0)	3,9 (0)
<b>Realøkonomi</b>						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3299	1,9 (0,1)	2,0 (0,1)	1,6 (0,2)	2,2 (-0,1)	1,8 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge	2802	1,9 (0,1)	2,6 (0)	2,3 (0,3)	1,6 (-0,1)	1,3 (-0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		-0,9 (0)	-0,1 (0,1)	0,6 (0,4)	0,7 (0,3)	0,5 (0,2)
Sysselsetting, personer, KNR		1,1 (-0,2)	1,8 (0,5)	1,0 (0,1)	0,5 (-0,2)	0,3 (-0,1)
Arbeidsstyrke, AKU <sup>4,5</sup>		-0,2	1,4	1,2	0,8	0,5
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,2	3,7	3,3	3,2	3,2
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,7 (0)	2,3 (0)	2,1 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,2 (0)
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>6</sup>	2904	3,1 (0,1)	1,7 (-0,3)	2,1 (0,4)	1,6 (0,2)	1,4 (0,1)
– Husholdningenes konsum <sup>7</sup>	1477	2,5 (0,2)	2,5 (-0,1)	2,3 (0,3)	1,9 (0,1)	1,8 (0)
– Foretaksinvesteringer	255	4,9 (-0,2)	5,3 (-1,9)	5,3 (2,1)	1,5 (0,4)	-0,1 (0,2)
– Boliginvesteringer	203	7,1 (0)	-7,8 (-1,8)	-0,8 (1,7)	1,1 (1,2)	1,1 (0,6)
– Offentlig etterspørsel <sup>8</sup>	969	2,6 (-0,1)	1,5 (0)	1,5 (-0,1)	1,4 (0,1)	1,3 (0,3)
Petroleumsinvesteringer <sup>9</sup>	153	-2,0 (2,1)	2,8 (-4,6)	8,7 (0,5)	4,2 (1,3)	1,1 (2,8)
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>10</sup>	608	0,6 (0,2)	4,1 (-0,7)	5,1 (0,3)	3,5 (-0,3)	3,0 (-0,5)
Import	1090	2,8 (-0,5)	3,6 (0,3)	3,3 (0)	3,0 (0,6)	2,7 (0,9)
<b>Boligpriser og gjeld</b>						
Boligpriser		5,9 (0)	1,3 (2,0)	2,8 (0,8)	2,1 (-0,5)	2,5 (-0,4)
Kreditt til husholdningene (K2) <sup>11</sup>		6,4 (-0,1)	5,9 (-0,3)	5,8 (-0,2)	5,8 (0,1)	5,7 (0,2)
<b>Rente og valutakurs (nivå)</b>						
Styringsrente <sup>12</sup>		0,5 (0)	0,6 (0)	1,1 (0)	1,6 (0,1)	2,0 (0)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>13</sup>		104,5 (0)	103,2 (-0,5)	99,2 (-2,0)	98,1 (-2,4)	98,0 (-2,3)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>14</sup>		0,1 (0)	0,4 (0)	0,6 (-0,1)	0,9 (-0,2)	1,1 (-0,2)
<b>Oljepris</b>						
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>15</sup>		54 (0)	73 (8)	72 (11)	69 (11)	66 (9)

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Tall for 2017 er fra kvartalsvis nasjonalregnskap.

3 Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

4 Arbeidskraftundersøkelsen. På grunn av revisjon av AKU er anslagene fra PPR 1/18 ikke direkte sammenlignbare med anslagene i denne rapporten. Anslagene fra forrige rapport er derfor ikke med i tabellen.

5 Anslagene gjenspeiler at vi legger til grunn en sterkere vekst i AKU-sysselsettingen enn i KNR-sysselsettingen.

6 Husholdningenes konsum og private brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge og offentlig etterspørsel.

7 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

8 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

9 Utvinning og rørtransport.

10 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleumstjenester og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge.

11 Kredittveksten er beregnet som firekvartalsveksten ved utgangen av året.

12 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

13 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Høyere verdi betyr svakere valutakurs.

14 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

15 Spotpris for 2017, mens 2018 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året. Terminpriser for 2019–2021. Terminprisene er beregnet som gjennomsnittet for perioden 11.–15. juni 2018.

NORGES BANK  
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 2|18 – juni

