



NORGES BANK

1|18

MARS

**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
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.

Regjeringen fastsatte 2. mars 2018 en ny forskrift for pengepolitikken. Hovedstyret drøftet den nye forskriften på sitt møte 28. februar 2018. På møtet 7. mars 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 14. mars 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.

Innhold

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	7
1 HOVEDBILDET	7
1.1 Utvikling og utsikter ute	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	10
<i>Forskrift av 2. mars 2018 om pengepolitikken</i>	13
<i>Brev av 28. februar 2018 fra Norges Bank til Finansdepartementet</i>	14
2 INTERNASJONAL ØKONOMI	16
2.1 Vekst, priser og renter	16
2.2 Land og regioner	18
3 NORSK ØKONOMI	22
3.1 Finansielle forhold	22
3.2 Produksjon og etterspørsel	23
3.3 Arbeidsmarked og kapasitetsutnyttning	28
3.4 Kostnader og priser	31
<i>Utdyping: Hvordan vil økte renter påvirke husholdningenes inntekter og forbruk?</i>	37
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	40
4.1 Mål og tilbakeblikk	40
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	41
4.3 Usikkerhet	44
<i>Mål og avveiiinger i pengepolitikken</i>	46
<i>Utdyping: Implikasjoner for pengepolitikken av nytt inflasjonsmål</i>	47
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	51
5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	51
5.1 Internasjonal utvikling	51
5.2 Kreditt	52
5.3 Eiendomspriser	54
5.4 Bankene	57
<i>Omlegging av boligprisstatistikken</i>	58
<i>Temperaturkart for overvåking av systemrisiko</i>	59
<i>Motsyklisk kapitalbuffer i andre land</i>	60
<i>Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer</i>	61
VEDLEGG	63
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	64
Tabeller og detaljerte anslag	65

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 i en kommende lavkonjunktur 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 etter sommeren i år.

Regjeringen fastsatte 2. mars en ny forskrift for pengepolitikken. Det operative målet for pengepolitikken er nå en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Norges Bank uttalte seg om forskriften i et brev til Finansdepartementet 28. februar. Hovedstyret mener at forskriften klargjør mandatet for pengepolitikken og underbygger den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyringen.

Den økonomiske oppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter, og rentene ute er på vei opp. Arbeidsmarkedene er i bedring, og investeringene har tatt seg opp. Utviklingen den siste tiden tyder på at den økonomiske veksten internasjonalt blir noe høyere i årene fremover enn tidligere anslått. Det er tegn til at lønnsveksten tiltar i noen land, men anslagene på handelspartnernes prisvekst er lite endret. Siden forrige rapport har både kortsiktige og langsiktige markedsrenter ute steget.

Veksten i norsk økonomi tok seg opp i fjor, og kapasitetsutnyttningen økte. Lave renter, bedret konkurranseevne og ekspansiv finanspolitikk har bidratt til oppgangen. Fastlandsøkonomien har vokst om lag som anslått i forrige rapport. Arbeidsmarkedet har utviklet seg noe sterkere enn ventet. Sysselsettingen har økt, og den registrerte arbeidsledigheten har avtatt. Terminprisene på olje er lite endret siden forrige rapport, og de indikerer at oljeprisen vil avta litt i årene som kommer.

Det er utsikter til at veksten i norsk økonomi blir høyere i år enn i fjor, og anslagene er oppjustert fra forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil trolig nå et normalt nivå noe tidligere enn lagt til grunn i desember. Oppgangen hos handelspartnere bidrar til økt eksport. Det er god vekst i foretaksinvesteringene og husholdningenes konsum, og oljeinvesteringene er ventet å øke i årene fremover. På den annen side har boliginvesteringene falt raskere enn ventet, og de vil trolig avta ytterligere.

Etter å ha falt markert frem mot høsten i fjor, har prisveksten økt noe. I februar var tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 1,4 prosent. Det var litt lavere enn anslått. Lønnsveksten tok seg opp i fjor. Siden forrige rapport har kronen styrket seg om lag som anslått.

Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. Høy vekst i boligprisene har bidratt til økningen i gjelden. Det siste året har boligprisene falt. Korreksjonen i boligmarkedet har redusert risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy, men over tid vil lavere boligprisvekst dempe gjeldsveksten.

Risikobildet synes samlet sett balansert. God vekst internasjonalt kan bidra til en raskere oppgang i eksporten og foretaksinvesteringene her hjemme enn lagt til grunn. På den annen side er det risiko for økt proteksjonisme som over tid vil kunne dempe veksten. Pris- og lønnsveksten kan forbli moderat selv om den økonomiske aktiviteten tar seg opp, slik tilfellet har vært i andre land de siste årene. Det er også usikkerhet om husholdningenes tilpasning fremover, blant annet i lys av den høye gjeldsbelastningen.

Den nye forskriften vil ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken. Norges Bank vil sette 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.

Lavere prisvekst over tid som følge av et lavere inflasjonsmål, vil gi tilsvarende lavere nominell rente. Inflasjonsstyringen er fleksibel med vekt på utviklingen i produksjon og sysselsetting. Et lavere måltall har i seg selv liten betydning for renteutsiktene den nærmeste tiden.

I drøftingen av pengepolitikken legger hovedstyret vekt på at den økonomiske oppgangen fortsetter både ute og hjemme. Veksten ser ut til å bli noe sterkere enn tidligere ventet, og kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi nærmer seg et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er lav, men høyere kapasitetsutnyttning vil trolig bidra til at veksten i priser og lønninger etter hvert øker.

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. Samlet sett taler endringene i utsiktene og risikobildet for en noe tidligere renteoppgang enn i forrige rapport.

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

Øystein Olsen
14. mars 2018

1 Hovedbildet

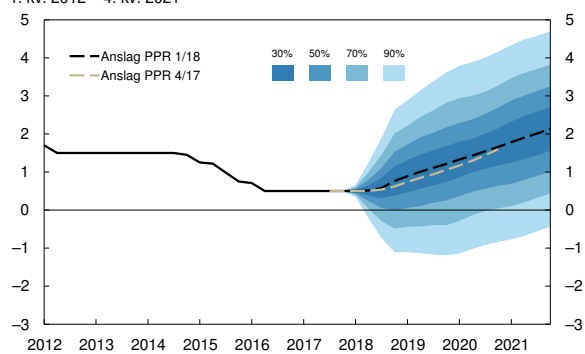
Veksten i norsk økonomi tok seg opp i fjor. Siden forrige rapport har sysselsettingen økt mer enn ventet, mens fastlandsøkonomien har vokst om lag som anslått. Den underliggende inflasjonen er lav og har tiltatt litt mindre enn ventet.

Ifølge prognosen vil styringsrenten bli satt opp etter sommeren i år. Deretter anslår vi at renten heves gradvis til om lag 2 prosent i 2021. Den nye rentebanen ligger noe høyere enn den forrige gjennom hele prognoseperioden.

Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil øke videre og nå et normalt nivå tidlig i 2019. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen litt høyere i år og litt lavere lenger ut i prognoseperioden. Den underliggende prisveksten anslås å stige til litt over 2 prosent i 2021. Anslagene for den underliggende prisveksten er noe lavere enn i forrige rapport.

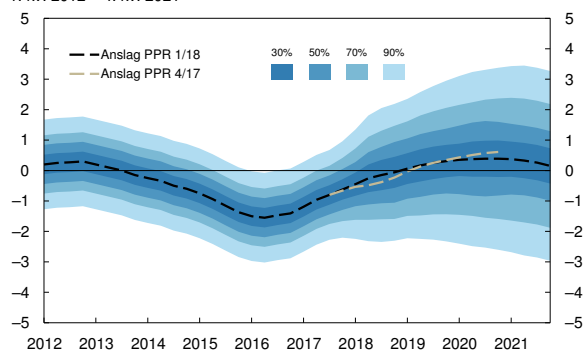
Ny forskrift for pengepolitikken ble fastsatt 2. mars i år. Inflasjonsmålet er nå 2 prosent, mot tidligere 2,5 prosent. Forskriften klargjør mandatet for pengepolitikken og underbygger den fleksible inflasjonsstyringen. Den vil ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken.

Figur 1.1a Styringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



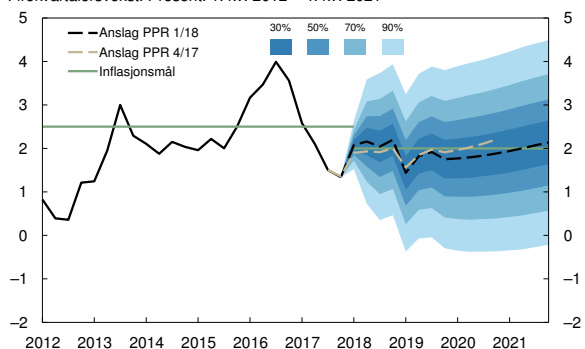
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



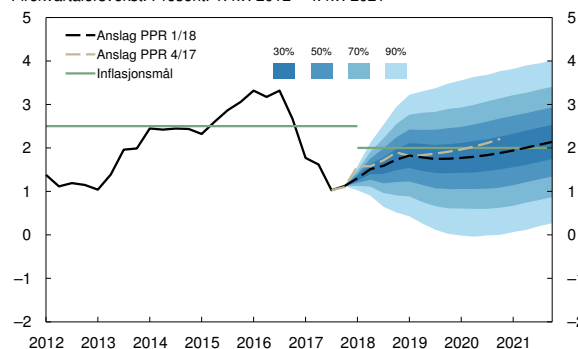
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



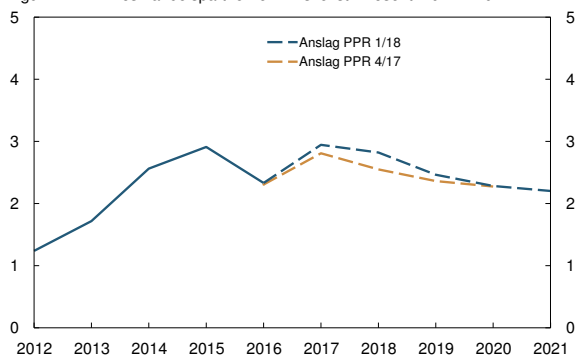
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



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 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

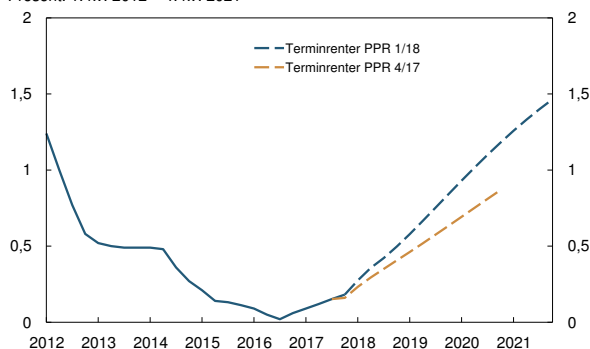
Figur 1.2 BNP hos handelsparterne.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021²⁾



1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere.
2) Anslag for 2017 – 2021.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelsparterne.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾

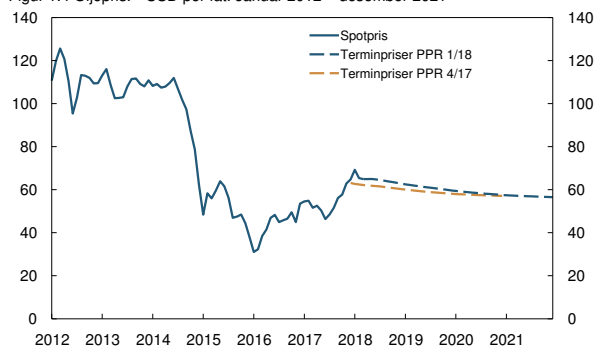


1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i *Norges Bank Memo 2/2015*.

2) Terminrenter beregnet per 8. desember 2017 (oransje) og per 9. mars 2018 (blå).

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Oljepris.¹⁾ USD per fat. Januar 2012 – desember 2021²⁾



1) Brent Blend.

2) For terminpriser vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 5. mars – 9. mars 2018 for PPR 1/18 og 4. desember – 8. desember 2017 for PPR 4/17.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

Høyere vekst enn ventet

Oppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter, og den økonomiske veksten har vært litt høyere enn vi anslo i Pengepolitisk rapport (PPR) 4/17, som ble publisert 14. desember i fjor.

Arbeidsmarkedene er i bedring, og tillitsindikatorer for husholdninger og bedrifter er på svært høye nivåer. Fremover venter vi at en gradvis strammere pengepolitikk vil dempe veksten. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnere vil være 2,8 prosent i år, før den gradvis avtar til 2,2 prosent i 2021, se figur 1.2. Anslagene for 2018 og 2019 er høyere enn i forrige rapport.

Til tross for høyere BNP-vekst har inflasjonen hos våre viktigste handelspartnere vært stabil og om lag som ventet. I noen land er det tegn til at lønnsveksten tiltar, og vi venter at pris- og lønnsveksten vil øke gradvis de neste årene i takt med høyere kapasitetsutnyttning. Samlet sett er inflasjonsanslagene for handelspartnere om lag som i forrige rapport.

Økte renter ute

Rentene internasjonalt har steget. Terminrentene hos våre viktigste handelspartnere er høyere enn ved forrige rapport, se figur 1.3.

Spotprisen på olje ligger nå rundt 65 dollar per fat, om lag som forutsatt i forrige rapport. Vi legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene fremover. De indikerer en oljepris på 57 dollar per fat i 2021, se figur 1.4. Terminprisene er lite endret siden forrige rapport.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Økt pengemarkedsrente den siste tiden

Styringsrenten har vært 0,5 prosent siden mars 2016. I 2017 falt likevel pengemarkedsrenten, på grunn av en nedgang i pengemarkedspåslaget. Den gjennomsnittlige renten på boliglån lå omkring 2,5 prosent i 2017. Utlånsrentene falt svakt gjennom høsten, men nedgangen i rentene til husholdningene var mindre enn nedgangen i pengemarkedsrenten. Renten på foretakslån fulgte utviklingen i pengemarkedsrenten. Den siste tiden har pengemarkedsrenten økt noe som

følge av høyere påslag i det amerikanske penge-markedet.

Kronekursen svekket seg markert mot slutten av fjor-året. Så langt i år har kronen styrket seg, og den har i gjennomsnitt vært om lag som vi anslo i forrige rapport.

Veksten tar seg opp

Veksten i fastlandsøkonomien tok seg opp i fjor, etter lav vekst i 2016, se figur 1.5. Økt vekst ute, lave renter, bedret konkurranseevne og ekspansiv finanspolitikk bidro til oppgangen. Samtidig avtok fallet i oljeinvesteringene. BNP for Fastlands-Norge vokste med 0,6 prosent i fjerde kvartal i 2017, i tråd med anslaget i forrige rapport.

Vi venter at veksten i fastlandsøkonomien tiltar litt fra andre halvår i fjor til første halvår i år. Anslagene er noe oppjustert fra forrige rapport og på linje med tilbakemeldingene fra vårt regionale nettverk.

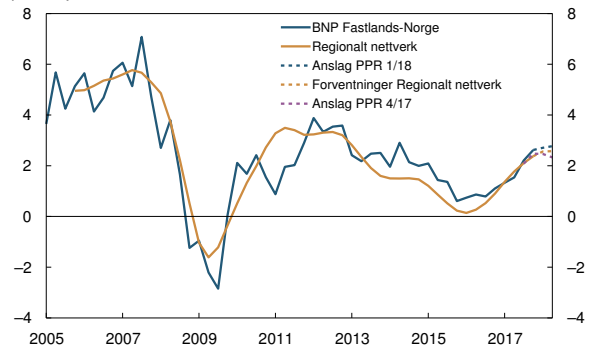
Bedringen i arbeidsmarkedet har fortsatt de siste månedene. Sysselsettingen har økt og den registrerte arbeidsledigheten har avtatt. Sysselsettingsveksten har vært litt høyere enn ventet, og vårt regionale nettverk indikerer at sysselsettingsveksten vil holde seg oppe den nærmeste tiden, se figur 1.6. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen har tatt seg opp de siste månedene og at den nærmer seg et normalt nivå.

Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. Høy vekst i boligprisene har bidratt til økningen i gjelden. Det siste året har boligprisene falt, se figur 1.7. Korreksjonen i boligmarkedet har redusert risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy, men over tid vil lavere boligprisvekst trolig bidra til å dempe gjeldsveksten.

Lavere inflasjon enn ventet

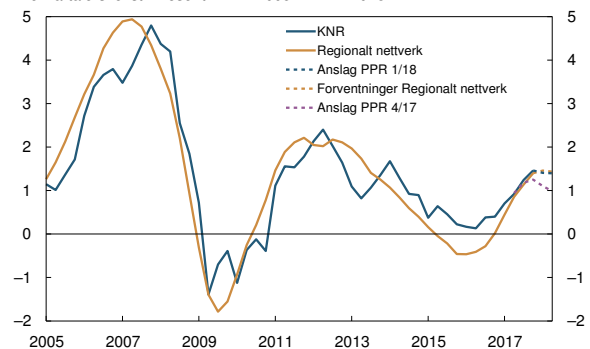
Inflasjonen avtok betydelig fra sommeren 2016 og frem til i fjor høst. De siste månedene har den økt noe igjen, se figur 1.1c-d. I februar var tolv måneders-veksten i konsumprisindeksen (KPI) 2,2 prosent. Det var om lag som anslått i forrige rapport. Avgifts- endringene fra 1. januar i år og høyere energipriser

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2018³⁾



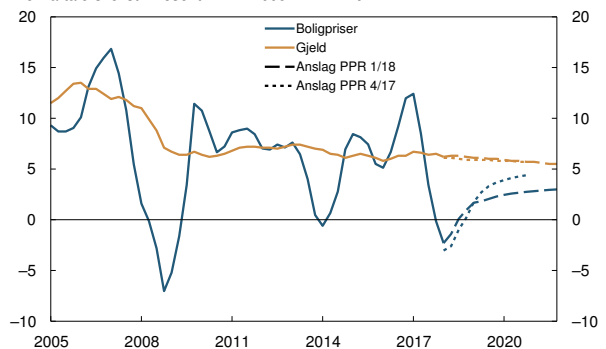
1) Sesongjustert.
2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvæking av tremånedersstall basert på når intervjuene er foretatt. For 1. kv. 2018 er forventet vekst i produksjon en sammenvæking av rapportert vekst siste tre måneder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

Figur 1.6 Sysselsettingsvekst ifølge KNR¹⁾ og Regionalt nettverk²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2018³⁾



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.
2) Rapportert sysselsettingsvekst siste tre måneder. Kvartalstall er beregnet som en sammenvæking av tremånedersstall basert på når intervjuene er foretatt. For 1. kv. 2018 er forventet vekst i sysselsetting en sammenvæking av rapportert vekst i siste tre måneder og forventet vekst neste tre måneder.
2. kv. 2018 er forventet vekst neste tre måneder målt i januar.
3) Anslag for 1. kv. 2018 – 2. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Boligpriser og husholdningenes gjeld¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2021²⁾



1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2.
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

PENGEPOLITIKKEN SIDEN FORRIGE RAPPORT

Analysene i Pengepolitisk rapport 4/17 tilsa at styringsrenten ville ligge på 0,5 prosent frem til høsten 2018, for deretter å øke gradvis til omkring 1,5 prosent i 2020. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å øke til litt over 2 prosent mot slutten av 2020. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn normalt. Prognosene innebar at kapasitetsutnyttningen ville øke gradvis til noe over et normalt nivå i 2020.

På rentemøtet 24. januar ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene fra Pengepolitisk rapport 4/17. Vekstutsiktene ute syntes å være litt bedre enn lagt til grunn, og handelspartnernes terminrenter hadde steget noe. Penge-markedspåslaget var om lag som lagt til grunn, mens kronkursen hadde styrket seg om lag som anslått. Oljeprisen hadde steget. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE hadde tatt seg opp om lag som ventet. Også arbeidsmarkedet hadde utviklet seg i tråd med anslagene. Ellers var det lite ny informasjon om veksten i norsk økonomi. Hovedstyrets vurdering i januar var at utsiktene og risikobildet for norsk økonomi ikke var vesentlig endret siden Pengepolitisk rapport 4/17. Hovedstyret vedtok derfor å holde renten uendret på 0,5 prosent.

bidro til å trekke prisveksten mer opp enn vi la til grunn. Veksten i konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,4 prosent i februar. Det var noe lavere enn ventet. Vi venter at veksten i KPI-JAE vil øke litt den nærmeste tiden, men noe mindre enn vi anslo i forrige rapport.

Årslønnsveksten i 2017 ble 2,3 prosent. Det var litt lavere enn anslått. Vi venter en årslønnsvekst i 2018 på 2,9 prosent. Anslaget er uendret fra forrige rapport og på linje med forventningene til partene i arbeidslivet, ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse.

1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Nytt inflasjonsmål

Regjeringen fastsatte 2. mars i år en ny forskrift for pengepolitikken, se side 13. Det operative målet for pengepolitikken er nå en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Det er 0,5 prosentenheter lavere enn det forrige måltallet. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Norges Bank uttalte seg om forskriften i et brev til Finansdepartementet 28. februar, se side 14. Forskriften klargjør mandatet for pengepolitikken og underbygger den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyringen. Den nye forskriften vil ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken.

Lavere prisvekst over tid som følge av et nytt inflasjonsmål, vil gi tilsvarende lavere nominell rente, slik at realrenten på lang sikt er uendret. På kort sikt tilsier et lavere måltall en litt mindre ekspansiv pengepolitikk fordi den faktiske prisveksten er noe nærmere målet. Fordi inflasjonsstyringen er fleksibel med vekt på utviklingen i produksjon og sysselsetting, vil effekten på renten den nærmeste tiden bli svært begrenset. Implikasjonene for pengepolitikken av et nytt inflasjonsmål er nærmere omtalt i en utdyping på side 47.

Noe tidligere renteøkning

Endringene i utsiktene og risikobildet taler for en noe tidligere renteoppgang enn i forrige rapport. Ifølge prognosen vil styringsrenten bli satt opp etter sommeren i år. Deretter anslår vi at renten heves gradvis til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021. Den nye

rentebanen ligger noe høyere enn den forrige gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.1a.

Oppjusteringen skyldes at det er utsikter til sterkere vekst og høyere renter ute og noe høyere etterpørsel i norsk økonomi. Lavere pris- og lønnsvekst enn ventet og utsikter til noe høyere pengemarkedspåslag trekker isolert sett i retning av en lavere rentebane. Endringen i inflasjonsmålet tilsier en litt høyere rente på kort sikt, og en noe lavere rente på lengre sikt.

Renteprognosen innebærer en økning i boliglånsrenten fra om lag 2,5 prosent i dag til om lag 4 prosent ved utgangen av 2021, se figur 1.8. Vi legger til grunn at bankenes utlånsmargin vil avta litt etter hvert som rentenivået øker.

Vi anslår at realrenten stiger gradvis gjennom prognoseperioden, slik at den blir svakt positiv ved utgangen av 2021, se figur 1.9. Fordi prisveksten øker blir oppgangen i realrenten mindre enn oppgangen i styringsrenten. Anslagene for realrenten er høyere enn i forrige rapport.

Utsikter til tiltakende inflasjon og høyere BNP-vekst

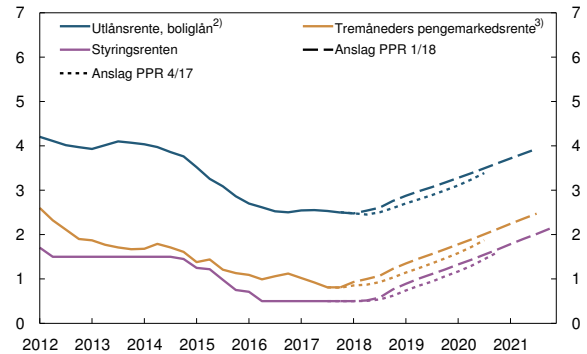
Vi venter at den underliggende inflasjonen vil ta seg gradvis opp i årene fremover. Ved utgangen av 2021 er prisveksten anslått til litt over 2 prosent. Anslagene er noe lavere enn i forrige rapport (figur 1.1c-d).

Kapasitetsutnyttningen ventes å øke videre de neste årene før den avtar litt i 2021. Ifølge anslagene vil kapasitetsutnyttningen være høyere enn et normalt nivå fra 2019. Mot slutten av prognoseperioden er den anslått igjen å nærme seg et normalt nivå. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn i forrige rapport i år og litt lavere mot slutten av prognoseperioden, se figur 1.1b.

Våre anslag bygger på at kronen styrker seg gradvis i årene fremover, samtidig som rentedifferansen mot utlandet anslås å øke, se figur 1.10. Sammenlignet med forrige rapport legger vi til grunn en noe sterkere krone gjennom hele prognoseperioden.

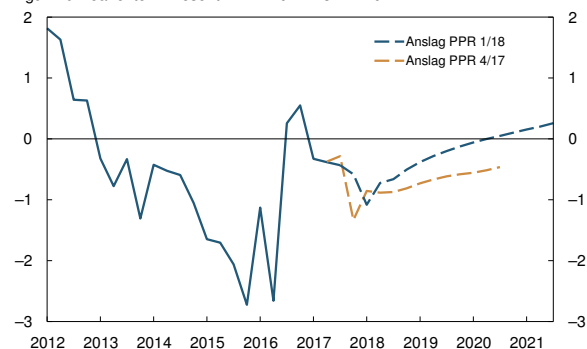
Veksten i BNP for Fastlands-Norge er ventet å stige til 2,6 prosent i år, etter en årsvekst i underkant av 2 prosent i fjor, se figur 1.11. Vi venter at veksten avtar

Figur 1.8 Renter. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021¹⁾



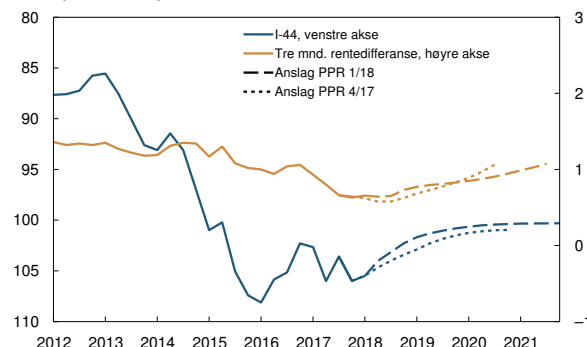
1) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
2) Boliglånsrente er gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger. Fra utvalget av banker og kreditforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk.
3) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene for pengemarkedsrenten er basert på et gjennomsnitt av prognosen for styringsrenten i to kvartal og anslaget på pengemarkedspåslaget.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Realrente¹⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2021²⁾



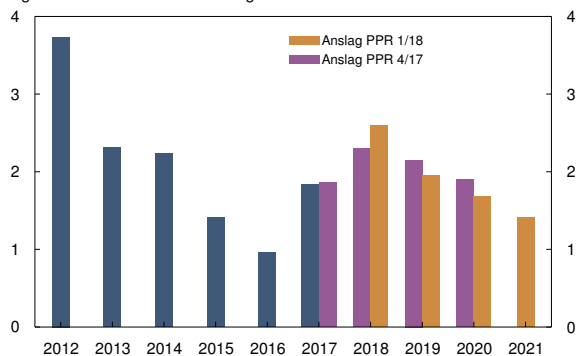
1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket inflasjon i neste kvartal, målt ved annualisert, sesongjustert kvartalsvekst i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 3. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere²⁾. Prosentenheter. Importveid valutakursindeks (I-44)³⁾. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021⁴⁾



1) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.
2) Terminrenter for handelspartnere beregnet per 9. mars 2018 og 8. desember 2017. Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
3) Stigende kurve indikerer sterkere kronkurs.
4) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.11 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾

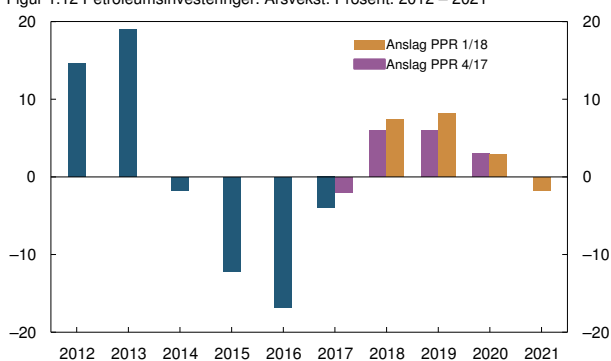


1) Anslag for 2018 – 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

gradvis de neste årene, som følge av lavere vekst ute, høyere renter og sterkere krone. Vekstanslaget for i år er oppjustert, mens anslagene lenger ut er litt lavere enn i forrige rapport.

Etter flere år med sterk vekst i boliginvesteringene, venter vi at de faller i år og neste år. På den annen side er det utsikter til vekst i oljeinvesteringene etter flere år med nedgang, se figur 1.12. Også eksportveksten ventes å ta seg opp. Veksten i husholdningenes konsum øker trolig i år, for så å avta noe i årene fremover. Vi legger til grunn at finanspolitikken vil være mindre ekspansiv fremover enn den har vært de siste årene.

Figur 1.12 Petroleumsinvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



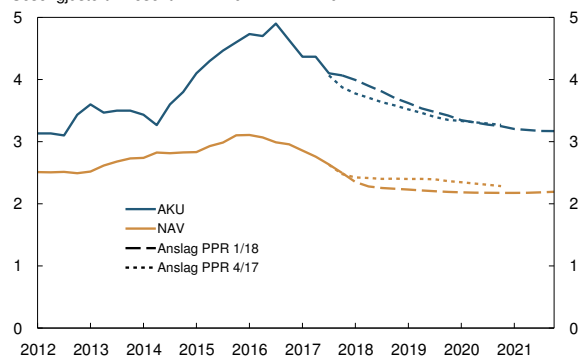
1) Anslag for 2018 – 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere sysselsetting

Sysselsettingen er ventet å vokse videre i årene fremover som følge av oppgang i norsk økonomi. Vi venter at sysselsettingen vil øke noe mer enn arbeidstilbudet, slik at ledigheten avtar videre. Anslaget for sysselsettingsveksten i år er noe høyere enn i forrige rapport, mens anslagene for årene fremover er litt lavere. Anslagene for den registrerte arbeidsledigheten er litt lavere enn i forrige rapport, se figur 1.13.

Vi venter at lønnsveksten vil ta seg videre opp de nærmeste årene blant annet som følge av høyere kapasitetsutnyttning. Anslagene for lønnsveksten er litt lavere enn i forrige rapport.

Figur 1.13 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV²⁾. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

FORSKRIFT AV 2. MARS 2018 OM PENGEPOLITIKKEN

- § 1 Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon.
- § 2 Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.
- § 3 Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 pst. 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.
- § 4 Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de avveiningene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.
- § 5 Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift av 29. mars 2001 nr. 278 om pengepolitikken.

BREV AV 28. FEBRUAR 2018 FRA NORGES BANK TIL FINANSDEPARTEMENTET

MODERNISERING AV FORSKRIFTEN FOR PENGEPOLITIKKEN

Norges Bank viser til brev fra Finansdepartementet 21. februar 2018 om retningslinjene for pengepolitikken, med utkast til ny forskrift som forelegges Norges Bank til uttalelse i samsvar med sentralbankloven § 2 tredje ledd.

Etter Norges Banks vurdering har rammeverket for pengepolitikken fungert godt.¹ Prisveksten har vært lav og stabil, og inflasjonsmålet har sørget for forankring av inflasjonsforventningene. I perioden med inflasjonsmål har norsk økonomi vært utsatt for store forstyrrelser. En fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe utslagene i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank mener at den nye forskriften klargjør mandatet for pengepolitikken og underbygger den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyringen. Slik Norges Bank vurderer det, vil den nye forskriften ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken.

I det følgende gjøres det nærmere rede for bankens forståelse av utformingen av forskriften.

I forskriften (§ 1) heter det:

«Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon.»

Forskriften klargjør med dette hva som er pengepolitikkenes hovedoppgave. Prisstabilitet er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til en god og stabil utvikling i økonomien over tid.

I forskriften (§ 3) heter det:

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

Det er ikke mulig å tallfeste presist hva som er et optimalt inflasjonsmål for norsk økonomi. Et måltall på 2 prosent er i samsvar med nivået på inflasjonsmålene hos de fleste av våre handelspartnere.

Det er vanskelig å finne tungtveiende argumenter for at Norge nå bør ha et annet mål for inflasjonen enn landene rundt oss. I 2001, da inflasjonsstyringen ble innført, var norsk økonomi i en situasjon der økte oljeinntekter gradvis skulle fases inn i økonomien. Det var en utbredt oppfatning at innfasingen ville tilsi en appresiering av realvalutakursen. Måltallet for inflasjonen ble den gang satt til 2,5 prosent. Det skulle gi grunnlag for at en ventet realappresiering delvis kunne skje i form av en økende forskjell i pris- og kostnadsnivået mellom Norge og handelspartnerne. Perioden med økt bruk av oljeinntekter synes nå i hovedsak over.

Lavere prisvekst over tid som følge av et lavere inflasjonsmål, vil gi tilsvarende lavere nominell rente. Internasjonale erfaringer har vist at handlingsrommet i pengepolitikken ikke er uttømt når styringsrenten er nær null. Slik Norges Bank vurderer det, vil handlingsrommet være tilstrekkelig med et inflasjonsmål på 2 prosent.

¹ I forbindelse med arbeidet med modernisering av forskriften for pengepolitikken ba Finansdepartementet Norges Bank om å vurdere erfaringene med pengepolitikken i Norge siden 2001. Notatet med bankens vurderinger ble oversendt Finansdepartementet 31. januar 2017 og er offentliggjort på Norges Banks nettsider.

I forskriften (§ 3) heter det videre:

«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.»

Formuleringen er i tråd med hvordan pengepolitikken er blitt utøvd. Horisonten for oppnåelse av inflasjonsmålet er over tid blitt utvidet. Pengepolitikken er blitt mer fleksibel.

Norges Bank vil sette 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.

Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan pengepolitikken bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. En fleksibel inflasjonsstyring kan motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige. Det kan redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå i etterkant av økonomiske tilbakeslag. Pengepolitikken kan likevel ikke ha et hovedansvar for høy produksjon og sysselsetting. Nivået på produksjon og sysselsetting over tid avhenger av den samlede økonomiske politikken, herunder skatte- og trygdesystemet, og av systemet for lønnsdannelse og arbeidsmarkedets virkemåte.

Regulering og tilsyn av finansinstitusjoner er de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet. Pengepolitikken kan i noen grad bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser og derved redusere risikoen for kraftige tilbakeslag i økonomien frem i tid. Hvor mye vekt dette hensynet vil få i gjennomføringen av pengepolitikken, vil være situasjonsavhengig og må baseres på en samlet vurdering av utsiktene for inflasjon, produksjon og sysselsetting.

Kronekursen har vesentlig betydning for utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting. Hvordan Norges Bank i pengepolitikken vil reagere på endringer i valutakursen, vil avhenge av hvordan kursbevegelsene påvirker utsiktene for økonomien.

I forskriften (§ 4) heter det:

«Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de avveingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.»

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

Med hilsen

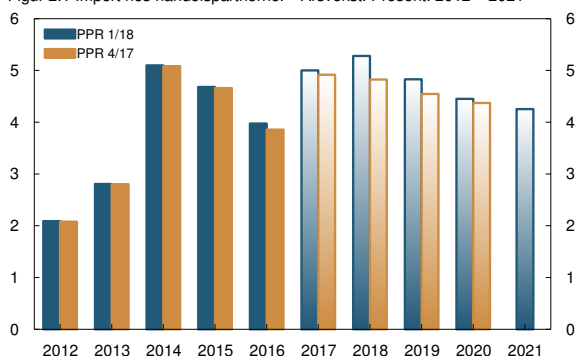
Øystein Olsen

Ida Wolden Bache

2 Internasjonal økonomi

Oppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter. Bedring i arbeidsmarkedene og optimisme hos husholdningene bidrar til fortsatt høy konsumvekst. Investeringsveksten tar seg ytterligere opp. Vi har oppjustert anslagene for BNP-veksten både i industriland og fremvoksende økonomier. Til tross for høyere økonomisk vekst, er anslagene for konsumprisveksten hos handelspartnere om lag uendret. Terminprisene for olje er lite endret. Rentenivået internasjonalt er på vei opp. Forventede pengemarkedsrenter og langsiktige renter hos handelspartnere er høyere enn i forrige rapport.

Figur 2.1 Import hos handelspartnere.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021²⁾



1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere.
2) Anslag for 2017 – 2021 (gradert).

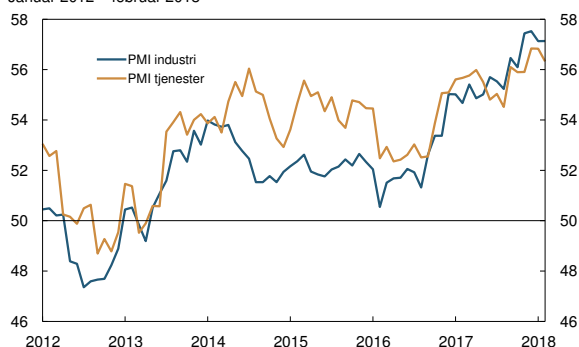
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

Høyere vekst hos handelspartnere i år

Den økonomiske veksten hos handelspartnere har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport, og utsiktene synes noe bedre. Vi venter at BNP-veksten hos handelspartnere vil bli 2,8 prosent i år, før veksten avtar gradvis i årene fremover til 2,2 prosent i 2021, se tabell 1 i vedlegget. Anslagene for 2018 og 2019 er høyere enn i forrige rapport og innebærer at kapasitetsutnyttningen hos handelspartnere samlet sett vil være over et normalt nivå fra i år. Mot slutten av prognoseperioden anslås veksten hos våre viktigste handelspartnere å være på linje med eller litt lavere enn den potensielle veksten i økonomiene. Anslagene for importveksten hos handelspartnere er også oppjusterte, se figur 2.1. Det bedrer utsiktene for norsk eksport.

Figur 2.2 PMI hos handelspartnere.¹⁾ Sesongjustert. Indeks.²⁾ Januar 2012 – februar 2018



1) Eksportvekter.
2) Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Tillitsindikatorer for husholdninger og bedrifter er fremdeles på høye nivåer, se figur 2.2. Sysselsettingsveksten holder seg oppe, og arbeidsledigheten fortsetter å falle. Det har bidratt til høy konsumvekst hos våre viktigste handelspartnere. Fremover anslår vi at konsumveksten blir noe høyere enn tidligere ventet. Investeringsveksten har steget, og vi venter at den vil holde seg høy det nærmeste året. Rentenivået internasjonalt er fortsatt lavt, men på vei opp. Forventninger om høyere vekst og inflasjon har bidratt til at markedsaktørenes styringsrenteforventninger har steget, se figur 2.3. Langsiktige renter har også økt, se figur 2.4. Etter lang tids oppgang falt aksje-

kursene i februar, se figur 2.5. Fallet kan ses i sammenheng med renteoppgangen. Samlet sett er de finansielle forholdene internasjonalt litt strammere enn ved forrige rapport.

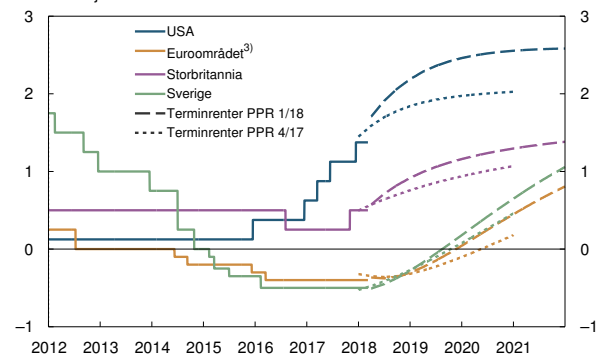
Inflasjonen som ventet

Til tross for høyere vekst ute har både konsumprisveksten og kjerneprisveksten hos våre viktigste handelspartnere vært relativt stabile, se figur 2.6. De siste årene har vi sett at sammenhengen mellom arbeidsledighet og lønns- og prisvekst har vært svakere enn forutsatt. Det er imidlertid tegn til at lønnsveksten tiltar, se figur 2.7. Vi venter at pris- og lønnsveksten vil øke gradvis de neste årene i takt med høyere kapasitetsutnyttning. Spotprisen på olje ligger nå rundt 65 dollar per fat, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Terminprisene for olje er også lite endret fra forrige rapport (figur 1.4). Oljeprisen er omtalt i egen ramme på side 21. Samlet sett er anslagene for konsumprisveksten hos handelspartnerne om lag som i forrige rapport, se tabell 2 i vedlegget.

Prisveksten på konsumvarene vi importerer 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. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

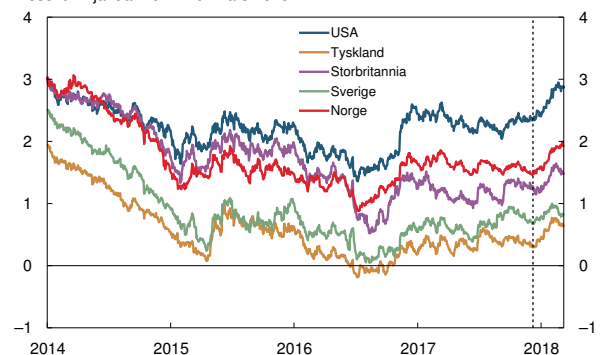
Det er usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. På den ene siden kan de høye nivåene på tillitsindikatorer både for husholdninger og bedrifter tilsi høyere vekst enn vi nå anslår. I så fall vil også prisveksten kunne ta seg raskere opp. På den annen side kan økt proteksjonisme og politiske spenninger internasjonalt 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 hvis de lave risikopremiene øker brått. Dersom vi under vurderer vekstevnen hos våre handelspartnere, kan lønns- og prisveksten holde seg lav lenger enn vi legger til grunn.

Figur 2.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter¹⁾ i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2012 – 31. desember 2021²⁾



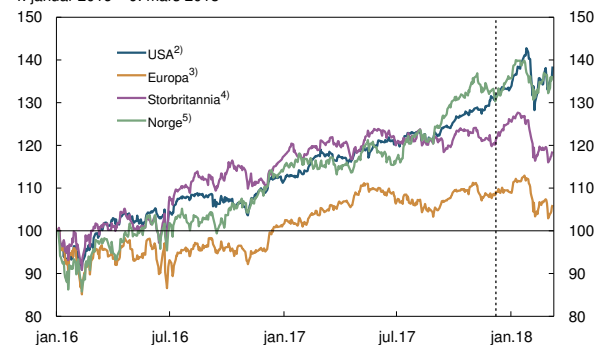
1) Terminrenter per 8. desember 2017 og per 9. mars 2018. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter.
2) Dagstall til og med 9. mars 2018. Kvartalstall fra 2. kv. 2018.
3) ESBies innskuddsrente. Eonia fra 2. kv. 2018.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.4 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2014 – 9. mars 2018¹⁾



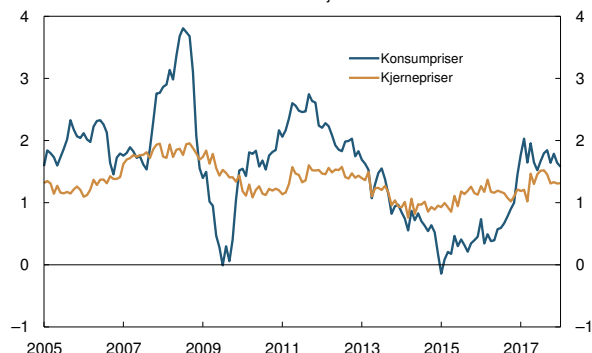
1) PPR 4/17 var basert på informasjon til og med 8. desember 2017 markert ved vertikal linje.
Kilde: Bloomberg

Figur 2.5 Aksjekursindekser i utvalgte land. 4. januar 2016 = 100. 4. januar 2016 – 9. mars 2018¹⁾



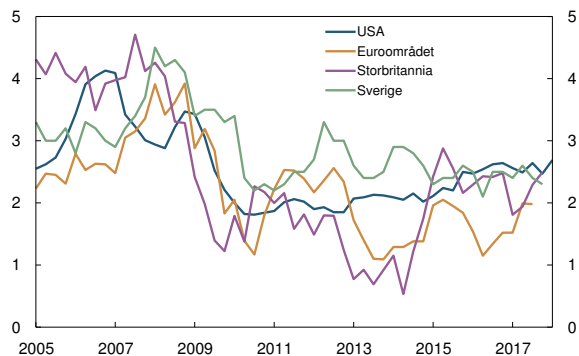
1) PPR 4/17 var basert på informasjon til og med 8. desember 2017 markert ved vertikal linje.
2) Standard and Poor's 500 Index.
3) Stoxx Europe 600 Index.
4) Financial Times Stock Exchange 100 Index.
5) Oslo Børs Benchmark Index.
Kilde: Bloomberg

Figur 2.6 Konsum- og kjernepriser hos viktige handelspartnere.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – januar 2018



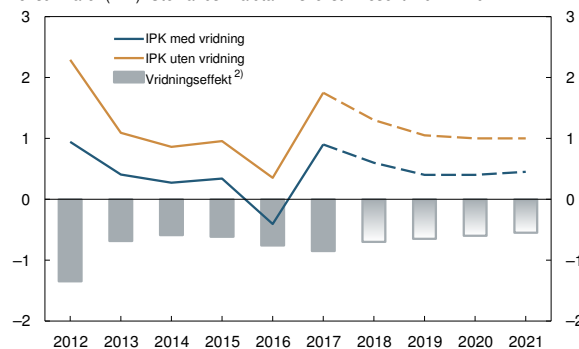
1) Importvekter. USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Lønn i utvalgte land. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2018¹⁾



1) Siste observasjon er 3. kv. 2017 for euroområdet, og 4. kv. 2017 for Storbritannia og Sverige.
For USA er 1. kv. 2018 kalkulert som gjennomsnitt av tolv månedersveksten for januar og februar.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK). Utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag fra 2018 – 2021 (stiplet og gradert).
2) Vridningseffekten fanger opp det negative bidraget til prisimpulsen når Norge øker sin importandel fra land med lavere kostnadsnivå.
Kilder: Statistisk Sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

2.2 LAND OG REGIONER

Ekspansiv finanspolitikk gir høyere vekst i USA

Oppgangen i USA har fått godt feste, og arbeidsledigheten er nå på det laveste nivået siden 2000. Isolert sett indikerer utviklingen i arbeidsledigheten at kapasitetsutnyttningen i USA er nær eller over et normalt nivå. Andre indikatorer tyder imidlertid på at det fremdeles er ledige ressurser i økonomien. Den innenlandske etterspørselen tok seg videre opp i fjerde kvartal, og veksten var sterk i både privat konsum og investeringer. Som ventet avtok BNP-veksten litt fra tredje til fjerde kvartal.

Skattereformen er ventet å gi en betydelig finanspolitisk stimulans de nærmeste årene. Reformen vil særlig påvirke foretakene, mens skattelettelsene for husholdningene er mer moderate. I tillegg har Kongressen vedtatt økte finansieringsrammer for de neste to årene, noe som kan innebære en betydelig økning i offentlige utgifter fremover.

Sentralbanken hevet renten med 0,25 prosentenheter i desember i fjor. Gode vekstutsikter, økte inflasjonsforventninger og utsikter til økt statlig opplåning fremover har bidratt til en markert oppgang i markedskjøperenes renteforventninger. Markedsprisingen indikerer om lag tre rentehevinger i år, i tråd med sentralbankens prognoser. Til tross for renteoppgangen er amerikanske dollar svakere enn ved forrige rapport.

Sammen med økt global etterspørsel venter vi at den ekspansive finanspolitikken vil bidra til å løfte både investeringer og konsum de nærmeste årene. Innføringen av handelsrestriksjoner øker imidlertid risikoen for en svakere oppgang enn vi nå anslår. Lønnsveksten har lenge vært moderat, men fortsatt høy etterspørsel etter arbeidskraft vil trolig gi høyere lønnsvekst. Samtidig venter vi at husholdningene vil øke spareraten noe etter at den har falt til et svært lavt nivå, se figur 2.9. Vi venter at veksten i privat konsum avtar noe i løpet av neste år.

Anslaget for BNP-veksten i år og neste år er oppjustert. Vi venter en BNP-vekst på 2,7 prosent i 2018, før den avtar gradvis til 1,9 prosent i 2021. Også anslagene for inflasjonen er litt oppjustert, som følge av bedrede vekstutsikter og svakere dollar. KPI-veksten anslås å øke fra 2,1 prosent i 2017 til 2,4 prosent i 2019.

Høy vekst i euroområdet

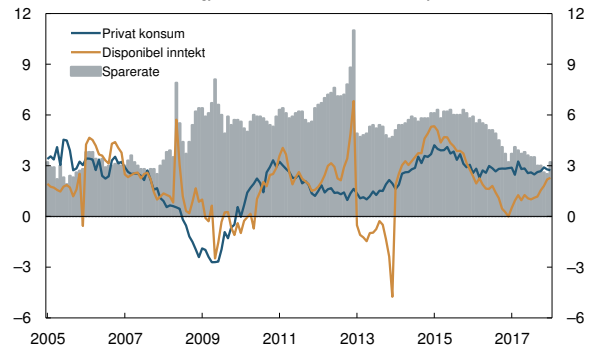
De siste årene har veksten i euroområdet tatt seg opp, og veksten i 2017 var den høyeste på ti år. Veksten er bredt basert på tvers av land og sektorer. Sysselsettingen har fortsatt å øke og er nå på et høyere nivå enn før finanskrisen, se figur 2.10. Det har bidratt til sterk konsumvekst. I tillegg nådde investeringsveksten i fjor sitt høyeste nivå siden 2007.¹ BNP-veksten har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport, og kapasitetsutnyttningen for euroområdet samlet nærmer seg nå et normalt nivå.

Den europeiske sentralbanken (ESB) har ikke endret pengepolitikken siden forrige rapport. Sentralbanken planlegger fortsatt å kjøpe verdipapirer frem til høsten 2018, eller lenger om nødvendig. ESB signaliserer også at renten vil holdes uendret en god stund etter at verdipapirkjøpene er avsluttet. Sterkere vekst har ført til at markedsaktørene likevel venter en noe mindre ekspansiv pengepolitikk fremover, og europeiske renter har steget. Markedsprisingen indikerer nå at sentralbanken hever innskuddsrenten med 0,25 prosentenheter i løpet av høsten 2019.

Historisk høye nivåer på tillitsindikatorer, videre vekst i sysselsettingen og litt høyere lønnsvekst vil trolig bidra til at konsumveksten holder seg godt oppe det nærmeste året. I tillegg venter vi at fortsatt lave renter og en mindre stram utlånspraksis i bankene fører til at veksten i investeringene fortsetter, noe som kan øke vekstpotensialet på lengre sikt. Situasjonen i banksektoren er bedret, men det er fortsatt utfordringer knyttet til høye andeler misligholdte lån. Anslagene for BNP-veksten er oppjustert gjennom hele anslagsperioden. Veksten ventes å bli 2,4 prosent i år. Etter hvert vil lavere vekst i arbeidsstyrken og strammere finans- og pengepolitikk trolig bidra til at veksten gradvis avtar til 1,5 prosent i 2021.

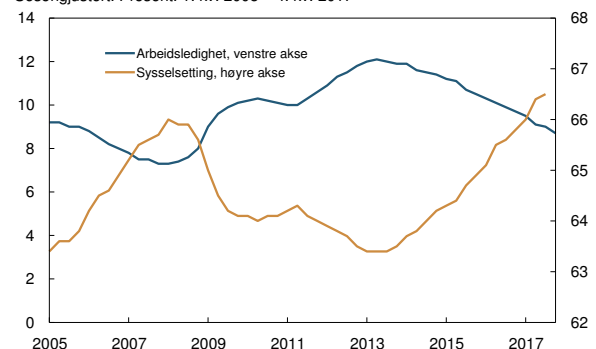
Selv om veksten er oppjustert, er inflasjonsanslagene om lag uendret fra forrige rapport. Det har blant annet sammenheng med at lønnsveksten i euroområdet har vært overraskende lav det siste året. Det er tegn til at lønnsveksten tar seg litt opp, men arbeidsledigheten varierer fremdeles betydelig mellom land, og det er fortsatt ledige ressurser som bidrar til å holde lønns- og prisveksten nede i flere land. Styrkingen av

Figur 2.9 USA. Sparerate,¹⁾ Prosent. Privat konsum og disponibel inntekt. Tolv månedersvekst. Sesongjustert. Prosent. Januar 2005 – januar 2018



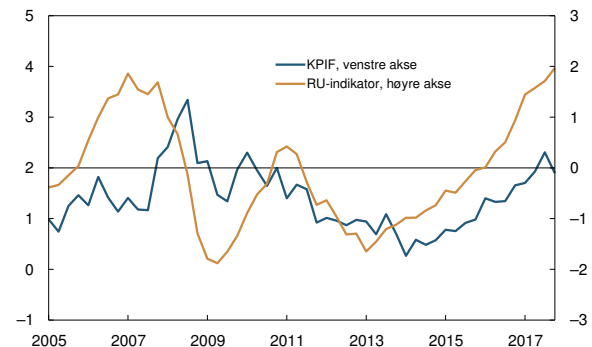
1) Andel av disponibel inntekt. Sesongjustert.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.10 Arbeidsledighet¹⁾ og sysselsetting²⁾ i euroområdet. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2017³⁾



1) Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken.
2) Sysselsatte som andel av befolkningen (15 – 64 år).
3) Siste observasjon for sysselsetting er 3. kv. 2017.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.11 Konsumpriser og kapasitetsutnyttning i Sverige. KPIF.¹⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. RU-indikator. Indeks.²⁾ 1. kv. 2005 – 4. kv. 2017



1) Konsumpriser med fast rente. Inflasjonsmålet i Sverige er 2 prosent målt med KPIF og er markert ved horisontal linje.
2) RU-indikatoren er et mål for ressursutnyttningen i økonomien. Den er normalisert slik at gjennomsnittet er 0 og standardavviket er 1.
Kilder: Riksbanken og Thomson Reuters

1 Ekskludert volatile data for Irland.

euroen siden våren 2017 vil også dempe prisveksten fremover.

Moderat vekst i Storbritannia

I Storbritannia avtok BNP-veksten fra tredje til fjerde kvartal, og veksten var svakere enn ventet. Samlet var veksten i 2017 den laveste siden 2012. Arbeidsledigheten økte litt mot slutten av fjoråret, men er fortsatt på et historisk lavt nivå.

De finansielle forholdene har blitt litt strammere. Rentene har steget og aksjekursene er lavere enn ved årsskiftet. Den britiske sentralbanken har ikke endret styringsrenten siden desember, men har signalisert at det kan bli behov for en noe raskere og større renteoppgang enn tidligere antatt. Markedsprisingen indikerer nå en renteheving i mai.

Fremover venter vi at sterk vekst hos Storbritannias handelspartnere vil bidra til fortsatt god eksportvekst. Svekkelsen av pundet siden 2015 har bedret den kostnadsmessige konkurranseevnen. Reallønnsveksten har vært negativ det siste halvåret, og husholdningenes kjøpekraft er svekket. Etter hvert som effektene av den tidligere valutakursvekkelsen uttømmes, venter vi at lavere prisvekst og høyere lønnsvekst vil gi økt vekst i konsumet.

I anslagene legger vi til grunn at det oppnås enighet om utmeldingsbetingelsene fra EU og en overgangsperiode for 2019–2021, men at veksten i foretakenes investeringer dempes av usikkerheten om den endelige handelsavtalen mellom Storbritannia og EU.

Vi anslår en årlig BNP-vekst på 1,6 prosent gjennom prognoseperioden. Konsumprisveksten ventes å avta fra 2,6 prosent i år til 2,1 prosent i 2021. Anslagene er om lag som i forrige rapport.

Fortsatt høy vekst i Sverige

De siste årene har veksten i svensk økonomi vært sterk, og kapasitetsutnyttingen har vært høyere enn normalt det siste året. Etter overraskende lav vekst i tredje kvartal ble veksten i fjerde kvartal som ventet. Det var privat konsum og eksport som bidro mest til veksten.

Pengepolitikken er ekspansiv, og sentralbanken holdt styringsrenten uendret på -0,5 prosent i februar. Markedsaktørene venter at renten heves mot slutten av 2018. Vi venter at nedgangen i boligprisene vil bidra til lavere vekst i boliginvesteringene i årene som kommer, men at effektene på det private konsumet blir små. Samtidig vil økt aktivitet hos viktige handelspartnere trolig bidra til høyere eksportvekst. Vi venter derfor at BNP-veksten holder seg oppe i år. BNP-veksten anslås å bli 2,8 prosent i år, før den avtar til 2,1 prosent årlig fra 2019. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

I takt med den sterke konjunkturutviklingen har prisveksten tiltatt de siste årene, se figur 2.11. Lønnsveksten ser ut til å holde seg lavere enn tidligere ventet til tross for høy kapasitetsutnyttning. Vi venter litt lavere prisvekst i år og neste år enn i forrige rapport. Det innebærer at inflasjonen vil holde seg i underkant av målet på 2 prosent de nærmeste årene.

Høy vekst i fremvoksende økonomier

I 2017 økte BNP-veksten i Kina for første gang siden 2010, og den har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport. Sterk global etterspørsel har bidratt til at nettoeksporten igjen er positiv. Samtidig har vekstbidraget fra privat konsum fortsatt å øke i tråd med myndighetenes mål om å rebalansere økonomien fra lånefinansierte investeringer til privat konsum. Fremover venter vi at blant annet strengere regulering av skyggebanksektoren og tiltak for å begrense forurenningen vil bidra til å dempe veksten. Vi anslår at BNP-veksten avtar fra 6,4 prosent i år til 6 prosent neste år. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport.

Den høye økonomiske aktiviteten i andre fremvoksende økonomier ser ut til å fortsette inn i 2018. Høyere global etterspørsel og økte råvarepriser har ført til at Russland og Brasil bidrar positivt til global BNP-vekst etter to år med fallende aktivitetsnivå. I India er det tegn til at veksten igjen tar seg opp etter at en rekke reformer dempet BNP-veksten i fjor. Som i forrige rapport, anslår vi at veksten i fremvoksende økonomier utenom Kina blir om lag 4 prosent årlig gjennom prognoseperioden.

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Oljeprisen steg gjennom 2016 og 2017 (figur 1.4). Oppgangen i prisen må særlig ses i sammenheng med høy vekst i globalt oljeforbruk og kutt i oljeproduksjonen i OPEC og en del andre land. Gjennom 2017 var det en markert nedgang i oljelagrene i OECD-landene, se figur 2.12. Politiske spenninger internasjonalt og en svakere dollar har også tidvis understøttet prisoppgangen.

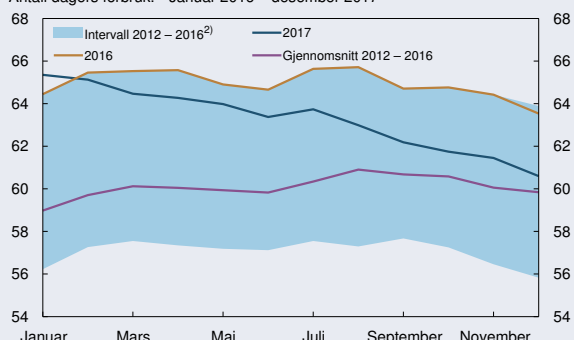
Oljeprisen økte til over 70 dollar per fat i begynnelsen av 2018, blant annet som følge av bedre utsikter for verdensøkonomien. Men prisen falt igjen i forbindelse med uroen i finansmarkedene i begynnelsen av februar. Samtidig kom ny informasjon om rekordhøy amerikansk oljeproduksjon og økning i antall aktive rigger. I tillegg ble anslagene for fremtidig produksjonsvekst på nytt oppjustert, se figur 2.13. Anslagene tyder på at veksten i oljeproduksjonen utenfor OPEC i 2018 kan bli høyere enn veksten i globalt oljeforbruk. Da vil oljelagrene i OECD-landene igjen kunne øke.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.4). De indikerer at prisen vil avta fra rundt 65 dollar per fat til 57 dollar i 2021. Det er om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Den sterke økningen i amerikansk oljeproduksjon kan redusere produksjonsdisiplinen i OPEC og de øvrige landene som har kuttet produksjonen. Det kan presse prisene ytterligere ned. På den annen side kan en fortsatt bedring i verdensøkonomien føre til videre oppgang i globalt oljeforbruk. Politiske spenninger, blant annet i Midtøsten og i Venezuela, kan også holde oljeprisen oppe.

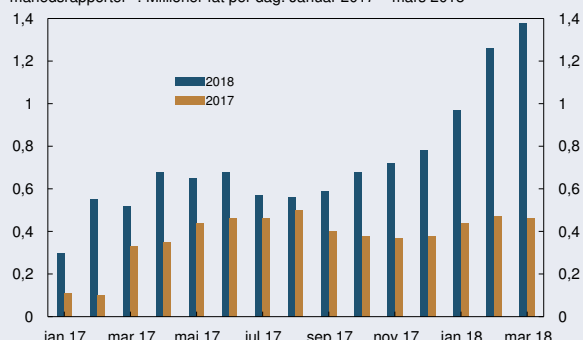
Eksportprisen på norsk gass har tatt seg opp fra et bunnivå i 2016, i likhet med gassprisene i Storbritannia og på kontinentet. Gassprisene i Europa steg blant annet som følge av oppgang i gasspriser i Asia og høyere kull- og oljepriser. Kaldt vær har i tillegg presset prisene opp i vintersesongen. Terminprisene for britisk gass indikerer at den norske gassprisen kan avta noe fremover.

Figur 2.12 Samlede oljelagre i OECD-landene. Antall dagers forbruk.¹⁾ Januar 2016 – desember 2017



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 2012 – 2016.
Kilder: IEA og Norges Bank

Figur 2.13 Anslag for årlig endring i råoljeproduksjon i USA fra EIAs månedsrapporter¹⁾. Millioner fat per dag. Januar 2017 – mars 2018



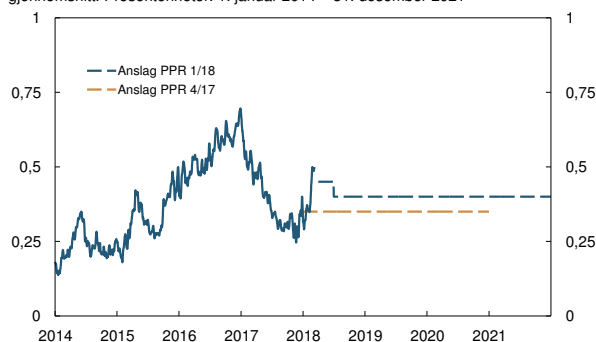
1) Short-Term Energy Outlook.
Kilder: EIA og Norges Bank

3 Norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi tok seg opp i fjor, drevet av tiltakende vekst ute, lave renter, bedret konkurransevne og ekspansiv finanspolitikk. Bedringen i arbeidsmarkedet fortsatte, og kapasitetsutnyttningen økte. Inflasjonen falt markert frem til høsten i fjor, men har siden steget noe igjen.

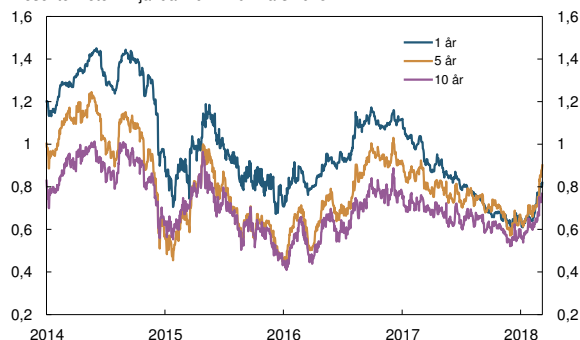
Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge øker videre i år. I årene fremover ventet vi at lavere vekst ute, høyere renter og sterkere krone vil bidra til at veksten i norsk økonomi avtar gradvis. Vi anslår at arbeidsledigheten faller videre, og at lønnsveksten gradvis tar seg opp. Kapasitetsutnyttningen ventes å stige de neste to årene, før den avtar litt mot slutten av prognoseperioden. Inflasjonen anslås å stige til litt over 2 prosent i 2021.

Figur 3.1 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.¹⁾ Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2014 – 31. desember 2021²⁾



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

Figur 3.2 Differanse mellom renter¹⁾ i Norge og hos handelspartnere²⁾. Prosentenheter. 1. januar 2014 – 9. mars 2018



1) Rentene er basert på swaprenter med løpetid på 1 år, 5 år og 10 år.
2) Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

3.1 FINANSIELLE FORHOLD

Økt pengemarkedspåslag

Styringsrenten er blitt holdt uendret på 0,5 prosent siden mars 2016. Endringer i pengemarkedspåslaget gjorde at pengemarkedsrenten likevel steg i 2016 før den falt i fjor, se figur 3.1. I den siste tiden har pengemarkedspåslaget økt igjen, og det er nå høyere enn anslått i forrige rapport. Oppgangen skyldes i hovedsak høyere påslag i det amerikanske pengemarkedet.

Bankenes finansieringskostnader avtok gjennom 2017 som følge av lavere pengemarkedsrente og lavere risikopåslag på bankenes obligasjonsfinansiering. I 2018 har risikopåslagene falt noe videre.

Bankenes renter på foretakslån har fulgt utviklingen i pengemarkedsrenten og avtok i fjor. Rentene på foretaksobligasjoner har også falt. Den innenlandske kredittveksten i foretakene økte gjennom 2017. Sammen med utviklingen i andre indikatorer tyder det på at foretakene har god tilgang på finansiering, se kapittel 5.

Renten på boliglån til husholdninger lå i overkant av 2,5 prosent i 2017, og den falt litt mot slutten av året (figur 1.8). Fordi pengemarkedsrenten falt mer enn utlånsrenten økte bankenes utlånsmargin på boliglån i fjor.

Høyere utlånsrenter fremover

Fremover ventet vi at pengemarkedsrenten først avtar litt fra dagens nivå, som følge av en reduksjon i pengemarkedspåslaget, for deretter å stige i takt med

styringsrenten de neste årene (figur 1.8). Påslaget i pengemarkedsrenten anslås å være om lag 0,40 prosentenheter de neste årene. Det er noe lavere enn dagens nivå, men litt høyere enn i forrige rapport. Oppjusteringen skyldes at vi venter at påslaget i det amerikanske pengemarkedet holder seg høyere fremover enn vi anslo i forrige rapport.

Vi venter at utlånsrentene til husholdninger og foretak stiger gradvis de neste årene, men litt mindre enn pengemarkedsrenten. Det innebærer at utlånsmarginene avtar noe. Et lavt nivå på styringsrenten har ofte gått sammen med et lavt nivå på innskuddsmarginene. Når styringsrenten øker, kan også innskuddsmarginene stige igjen. Det vil gi bankene rom til å redusere utlånsmarginene. Utsikter til at styringsrenten økes noe tidligere enn anslått i forrige rapport innebærer en noe raskere oppgang i utlånsrentene enn lagt til grunn i desember.

Kronekursen er om lag som anslått

Kronen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, svekket seg markert på slutten av fjoråret. Så langt i år har kronen styrket seg, og den har i gjennomsnitt vært om lag som vi anslo i forrige rapport.

Rentene både ute og hjemme har økt de siste månedene. Norske renter har steget noe mer enn handelspartnerens renter, se figur 3.2. Den økte rentedifferansen har trolig bidratt til kronestyrkingen.

Vi anslår at kronen styrker seg gradvis i årene fremover. Kursanslagene bygger på en antakelse om at rentedifferansen mot utlandet øker og at risikopremien i norske kroner faller. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en noe sterkere krone gjennom hele prognoseperioden (figur 1.10).

3.2 PRODUKSJON OG ETTERSPORSSEL

Veksten har tatt seg opp

Veksten i fastlandsøkonomien tok seg opp i fjor, etter lav vekst i 2016. Økt vekst ute, lave renter, bedret kostnadsmessig konkurranseevne og ekspansiv finanspolitikk bidro til oppgangen. Samtidig avtok nedgangen i oljeinvesteringene, etter at de hadde bidratt kraftig til å bremse veksten i fastlandsøkonomien de foregående årene.

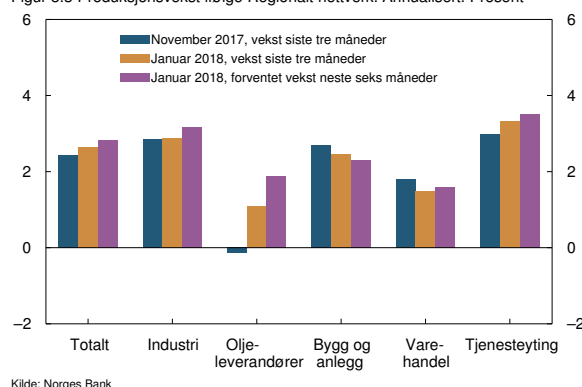
PENGEMARKEDSRENTER OG PÅSLAG

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 av markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og 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 eller endret pris på å veksle amerikanske dollar til kroner kan påvirke pengemarkedspåslaget. Det er fordi pengemarkedsrenten er konstruert som en valutabytterente. Bankene som fastsetter pengemarkedsrenten tar utgangspunkt i en dollarrente og justerer denne for prisen på å veksle dollar om til kroner i valutabyttemarkedet.

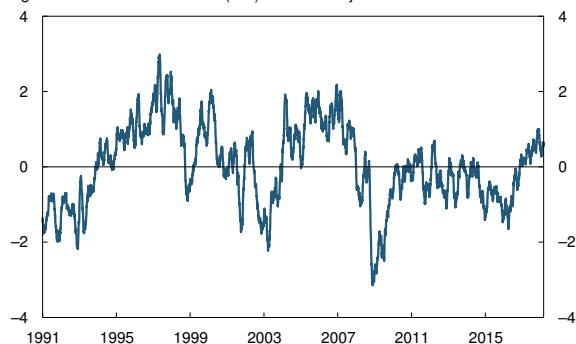
Mer langsiktig markedsfinansiering henter bankene vanligvis i obligasjonsmarkedet. Der må de betale et risikopåslag utover pengemarkedspåslaget. Påslagene for de enkelte obligasjonslånene varierer med bankenes kredittverdighet og med løpetiden på lånene. Også større ikke-finansielle foretak kan hente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

Figur 3.3 Produksjonsvekst ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



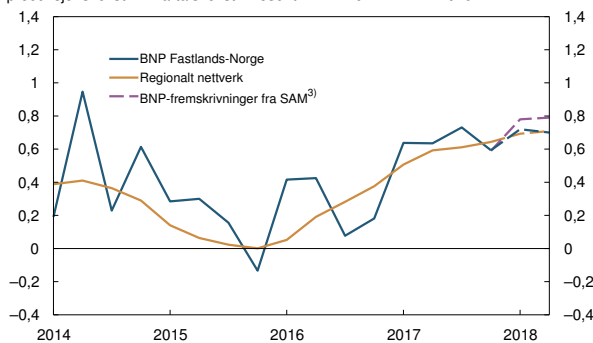
Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Financial News index (FNI).¹⁾ Indeks. 1. januar 1991 – 28. februar 2018



1) FNI måler aktiviteten i norsk økonomi basert på mediedekning av ulike nyhetsemner. Gjennomsnittsverdien for indeksen er null. Positive verdier indikerer en sterkere konjunktursituasjon enn normalt.
Kilde: FNI – Retriever/CAMP(B)

Figur 3.5 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst¹⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2018²⁾



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

REGIONALT NETTVERK

Norges Bank har et nettverk av bedriftsledere som vi har jevnlig 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.

BNP for Fastlands-Norge vokste med 0,6 prosent i fjerde kvartal i 2017, i tråd med anslaget i forrige rapport.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i januar at veksten de siste tre månedene hadde vært noe høyere enn i den foregående tremånedersperioden. Det var oppgang innenfor de fleste næringer, og for første gang siden 2014 meldte også oljeleverandørene om produksjonsvekst, se figur 3.3. Samlet ventet kontaktene at veksttaket ville tilta de neste seks månedene.

FNI-indeksen underbygger inntrykket av en oppgang i norsk økonomi, se figur 3.4. Indeksen, som måler aktiviteten i norsk økonomi basert på nyhetsartikler i norske aviser, har steget siden våren 2016. Siden slutten av 2016 har indeksen vært høyere enn sitt historiske gjennomsnitt.

Vi venter at veksten i BNP for Fastlands-Norge øker litt fra andre halvår i fjor til første halvår i år, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er på linje med forventningene i Regionalt nettverk og nær fremskrivningene fra vårt system for sammenveiting av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.5. Anslagene er noe høyere enn i forrige rapport.

Etter en årsvekst i underkant av 2 prosent i fjor, venter vi en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 2,6 prosent i år. Vi venter at veksten vil dempes gradvis i årene fremover, som følge av avtakende vekst ute, høyere renter og sterkere kronekurs. Vi legger til grunn at finanspolitikken vil være mindre ekspansiv fremover enn den har vært de siste årene. Finanspolitikken er omtalt i en ramme på side 35. På den annen side er det utsikter til at oljeinvesteringene vil øke fremover, etter å ha falt de siste årene (figur 1.12). Oljeinvesteringene er omtalt i en ramme på side 36.

Anslaget for veksten i fastlandsøkonomien i år er litt høyere enn i forrige rapport, mens vekstanslagene for 2019 og 2020 er litt lavere. Sammenlignet med sist bidrar oppjusterte anslag for veksten ute til å løfte vekstanslagene, mens en noe mindre ekspansiv pengepolitikk trekker ned.

Høyere konsumvekst i år

Veksten i husholdningenes konsum tok seg klart opp i fjor. Det var veksten i varekonsumet som økte, mens veksten i tjenestekonsumet var lite endret, se figur 3.6. Oppgangen gjenspeiler at veksten i husholdningenes disponible realinntekt tiltok som følge av økt sysselsettingsvekst og høyere reallønnsvekst. Konsumveksten i fjerde kvartal var høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Indikatorer tyder på at forbrukertilliten er høy, se figur 3.7. Forventningsbarometeret fra Kantar TNS steg fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år og ligger nå litt høyere enn sitt historiske gjennomsnitt. Opinions forbrukertillitsindeks har svingt en del de siste månedene, men er fortsatt på et høyt nivå.

Utsikter til høyere reallønnsvekst og fortsatt sysselsettingsvekst tilsier høyere vekst i forbruket fremover. På den annen side bidrar økte renter isolert sett til å dempe forbruksveksten. Høyere realrenter tilsier for det første at husholdningene vil ønske å spare mer. For det andre vil høyere renter redusere veksten i husholdningenes disponible realinntekt som følge av økte rentekostnader. Husholdningenes økte gjeldsbelastning innebærer at effekten på disponibel inntekt blir høyere enn tidligere. Hvordan økte renter påvirker løpende inntekt og forbruk er nærmere omtalt i en utdyping på side 37.

Vi anslår at konsumveksten blir høyere i år enn i fjor, og deretter litt lavere i årene fremover, se figur 3.8. Sammenlignet med forrige rapport er anslaget for konsumveksten litt oppjustert for i år, mens anslagene for 2019 og 2020 er justert ned. Anslagene innebærer at spareraten vil endres lite fremover, se figur 3.9.

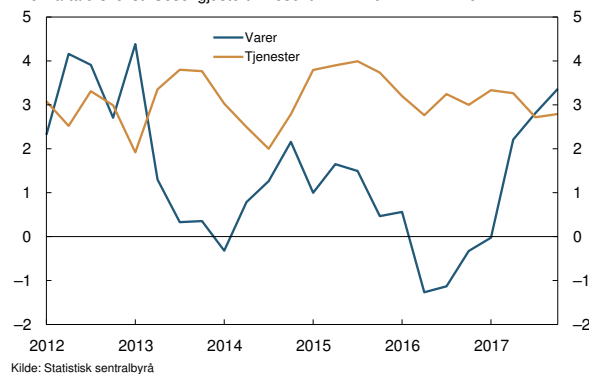
Vi er usikre på husholdningenes tilpasning når rentene øker, blant annet i lys av den høye gjeldsbelastningen.

Vekst i boligprisene fremover

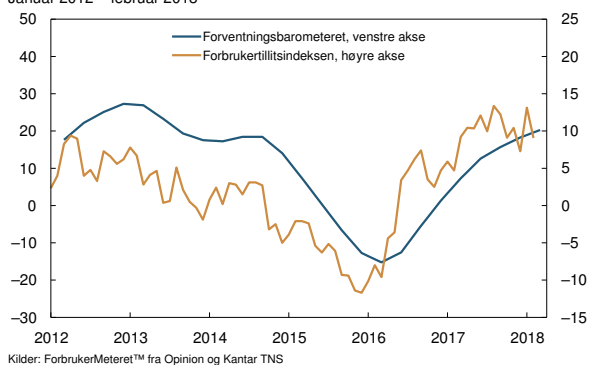
Boligprisene nådde en topp tidlig i 2017 og avtok gjennom året (figur 1.7). De siste månedene har boligprisene endret seg lite, og i februar var de 2,3 prosent lavere enn for ett år siden. Boligprisutviklingen har vært litt sterkere enn anslått i forrige rapport.

Vi anslår at boligprisene vil stige moderat fra andre kvartal i år. Bedring i arbeidsmarkedet og økt real-

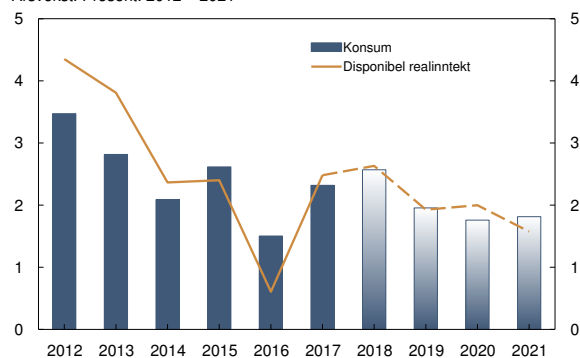
Figur 3.6 Husholdningenes konsum av varer og tjenester. Volum. Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2017



Figur 3.7 Forbrukertillit. Nettotall. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2018. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2012 – februar 2018

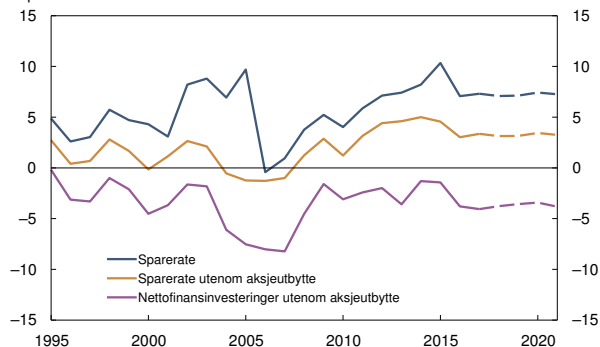


Figur 3.8 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021³⁾



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 3.9 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2021¹⁾

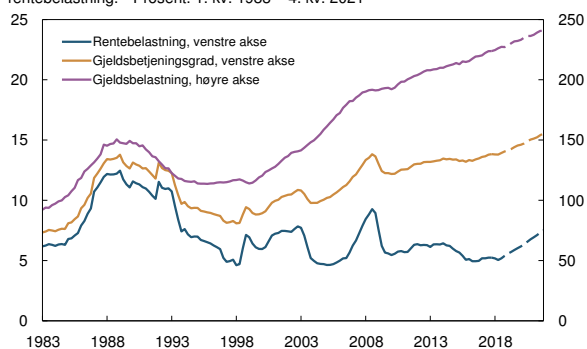


1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

lønnsvekst trekker i retning av høyere boligpriser, mens økte renter trekker ned. Sammenlignet med forrige rapport er boligprisanslagene litt oppjustert på kort sikt, men noe nedjustert i årene fremover.

Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet, se figur 3.10. Høy vekst i boligprisene frem til i fjor har bidratt til økningen i gjelden. Siden forrige rapport har husholdningenes gjeld fortsatt å øke raskere enn inntektene, og veksten har vært litt høyere enn anslått (figur 1.7). Vi venter at gjeldsveksten vil holdes oppe den nærmeste tiden fordi et stort antall solgte boliger er under bygging og skal betales ved ferdigstillelse. Nedgangen i boligprisene det siste året vil etter hvert bidra til lavere gjeldsvekst. Høyere renter og færre ferdigstilte boliger i årene fremover vil også bidra til dempe gjeldsveksten.

Figur 3.10 Husholdningenes gjeldsbelastning, gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2021²⁾



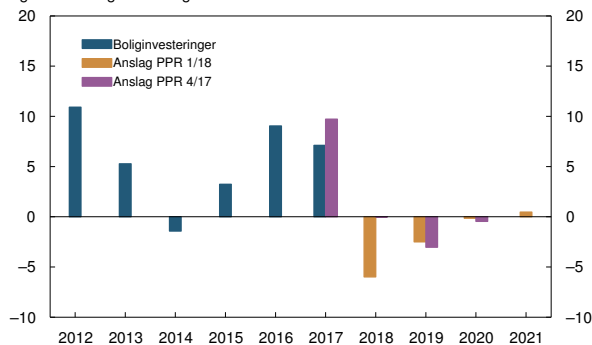
1) Gjeldsbelastning er lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Rentebelastning er beregnet som renteutgifter som andel av summen av disponibel inntekt og renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid. Disponibel inntekt er korrigert 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 – 3. kv. 2017 benyttes disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det er nå tegn til at boligprisene flater ut. Fallet i beholdningen av usolgte bruktboliger de siste månedene er forenlig med en slik utvikling. Sammen med lavere igangsetting av nye boliger og bedre vekstutsikter for økonomien reduserer det risikoen for et betydelig fall i boligprisene den nærmeste tiden. Samtidig har nedgangen i boligprisene det siste året gjort fallhøyden i boligmarkedet mindre. Det har redusert risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Det er fortsatt usikkerhet om boligmarkedet. Boligpriser og gjeld er også omtalt i kapittel 5.

Lavere boliginvesteringer

Boliginvesteringene økte markert gjennom 2015 og 2016, se figur 3.11. Gjennom fjoråret avtok veksten og i fjerde kvartal var det en nedgang i investeringene. I fjerde kvartal 2017 var investeringsnivået tilbake på samme nivå som i fjerde kvartal 2016. Det var lavere enn vi la til grunn i forrige rapport. Nedgangen i investeringene gjenspeiler at igangsettingen av nye boliger har falt. Salget av nye boliger falt markert gjennom 2017. Nedgangen i nyboligsalget tilsier en svak utvikling i igangsettingene gjennom 2018, og særlig i leilighetssegmentet, der igangsettingene økte mest de siste årene. Lavere igangsetting vil gi en nedgang i investeringene den nærmeste tiden. At det fortsatt er mange boliger under bygging, vil bidra til å dempe nedgangen i investeringene.

Figur 3.11 Boliginvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



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

I årene fremover venter vi at bedring i arbeidsmarkedet og økt reallønnsvekst isolert sett vil bidra til høyere

boliginvesteringer. Lavere befolkningsvekst og høyere renter trekker i motsatt retning. Samlet venter vi at boliginvesteringene vil avta i årene fremover. Anslagene innebærer at investeringsnivået er lavere gjennom hele prognoseperioden enn vi la til grunn i forrige rapport. Nedjusteringen skyldes dels at renteprog-nosen er oppjustert og dels at investeringsnivået har vært lavere enn ventet.

Økt vekst i foretaksinvesteringene

Foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge økte gjennom 2016 og 2017. Utviklingen har vært om lag som anslått i forrige rapport. Den siste tiden har veksten i kreditt til foretakene tatt seg opp. Det underbygger bildet av at investeringsaktiviteten er på vei opp.

Det er særlig investeringer i tjenestesektoren og innen kraftforsyning som har økt, se figur 3.12. Statistisk sentralbyrås investeringstelling tyder på at kraftinvesteringene vil øke markert også i år. Tellingene indikerer også en oppgang i industriinvesteringene i år. Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i januar at de planlegger en markert økning i investeringene de nærmeste tolv månedene, se figur 3.13.

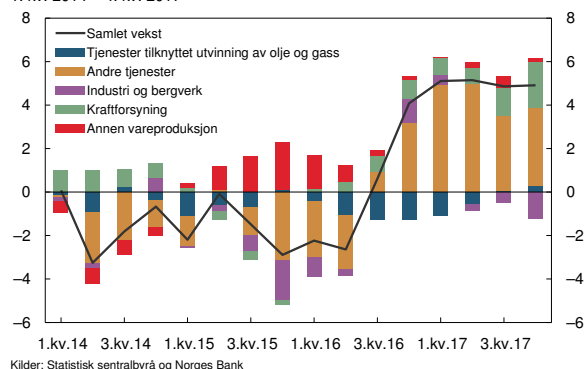
Foretaksinvesteringene svinger normalt med konjunktorene, se figur 3.14. Oppgangen i norsk økonomi og hos handelspartnerne tilsier at foretaksinvesteringene vil øke videre i årene fremover. Utsikter til høyere renter tilsier at investeringsveksten etter hvert vil dempes. Samlet er anslagene for foretaksinvesteringene lite endret fra forrige rapport.

Høyere fastlandseksport

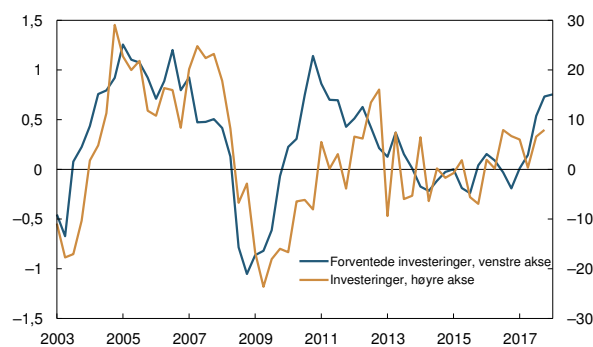
Eksporten fra Fastlands-Norge økte sterkt gjennom fjoråret etter å ha falt markert i 2016. Den var likevel litt lavere i fjerde kvartal 2017 enn vi la til grunn i forrige rapport.

Nedgangen i den globale petroleumsindustrien førte til at eksporten fra norske oljeleverandører avtok klart i 2016 og 2017, se figur 3.15. Tilbakemeldingene fra vårt regionale nettverk indikerer at denne eksporten nå har nådd bunnen, og at den vil øke det neste halve året. Vi venter at eksporten fra oljeleverandørene vil øke videre i årene fremover som følge av en oppgang i den globale petroleumsvirksomheten. Høy vekst ute vil gi god vekst i den øvrige fastlandseksporten det neste året. Eksporten vil i tillegg løftes av at råvarebasert

Figur 3.12 Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge etter sektor. Bidrag til firekvarteralsvekst. Firekvarterals gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2017

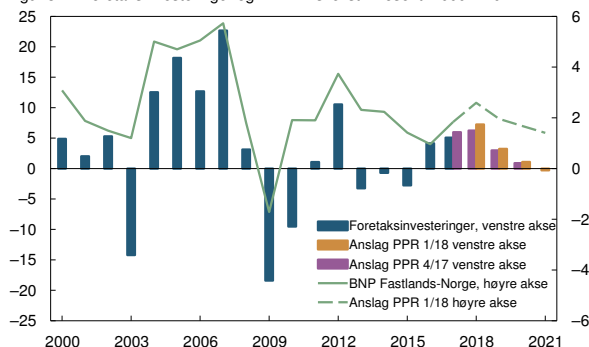


Figur 3.13 Forventede endringer i foretaksinvesteringer neste 12 måneder.¹⁾ Indeks. Foretaksinvesteringer. Firekvarteralsvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2018²⁾



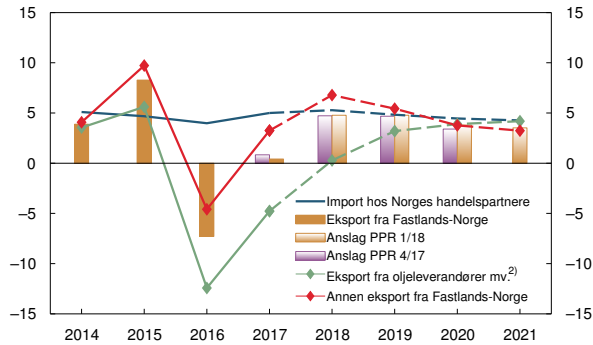
1) Regionalt nettverk. Vektet gjennomsnitt av industri, oljeleverandører, varehandel og tjenesteyting.
2) Siste observasjon for investeringer 4. kv. 2017.

Figur 3.14 Foretaksinvesteringer og BNP. Årsvekst. Prosent. 2000 – 2021¹⁾



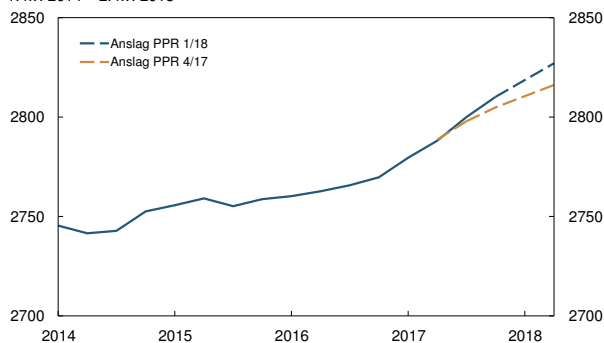
1) Anslag for 2018 – 2021.

Figur 3.15 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2021¹⁾



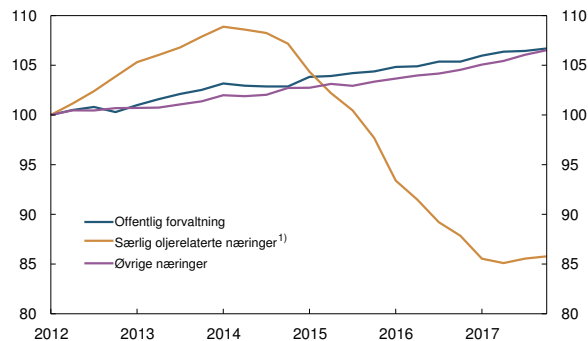
1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten. Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.16 Sysselsetting ifølge KNR¹⁾. Antall i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2018²⁾



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

Figur 3.17 Sysselsetting i ulike næringer. Indeks. 1. kv. 2012 = 100. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2017



1) Utvinning av råolje og naturgass, inkludert tjenester, produksjon av metallvarer, elektrisk utstyr og maskiner, verftsindustri og annen transportmiddelindustri og reparasjon og installasjon av maskiner og utstyr. I 1. kv. 2012 sysselsatte disse næringene 7 prosent av alle sysselsatte i Norge. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

industri har gjennomført store investeringer som har gitt økt produksjonskapasitet. Vi anslår at den samlede fastlandseksporten vil øke markert i år og neste år. Deretter venter vi at eksportveksten vil avta som følge av lavere vekst hos handelspartnerne og en gradvis styrking av kronkursen. Anslagene for eksportveksten er litt høyere enn i forrige rapport, hovedsakelig fordi veksten ute ser ut til å bli høyere enn vi anslo sist.

Oppgangen i norsk økonomi tilsier at importveksten vil øke fremover. Investeringer i petroleumsvirksomhet og øvrige foretaksinvesteringer har normalt en høy importandel. Utsikter til at disse investeringene vil øke mer enn annen etterspørsel trekker derfor i retning av at importveksten tiltar. Bedringen av den kostnadmessige konkurranseevnen frem til i fjor kan på den annen side tilsa at importandelen blir lavere enn den har vært historisk. I det siste har en større andel av oppdragene på norsk sokkel gått til norske leverandører. Vi anslår at årsveksten i importen vil øke i år for så å avta fra 2020.

God vekst internasjonalt kan bidra til en raskere oppgang i eksporten og foretaksinvesteringene her hjemme enn vi har lagt til grunn. På den annen side er det risiko for økt proteksjonisme som over tid vil kunne dempe veksten.

3.3 ARBEIDSMARKED OG KAPASITETSUTNYTTING

Sterkere vekst i sysselsettingen

Etter forsiktig oppgang i 2015 og 2016, økte sysselsettingen markert i 2017, ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR), se figur 3.16. I fjerde kvartal økte sysselsettingen med 0,4 prosent. Det var noe mer enn vi la til grunn i forrige rapport.

De siste par årene har sysselsettingen særlig tatt seg opp innen bygge- og anleggsvirksomhet, overnattings- og serveringsvirksomhet og forretningsmessig tjenesteyting. Sysselsettingen innenfor de mest oljerelaterte næringene økte litt mot slutten av 2017, etter et markert fall i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014, se figur 3.17.

Registerbasert sysselsettingsstatistikk viser at sysselsettingsfrekvensen, det vil si sysselsatte som andel av befolkningen, økte fra 2016 til 2017 i alle fylkene. Også Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) viser en vekst i sysselsettingen i 2017, men veksten er klart svakere

enn i KNR og registerbasert statistikk. AKU omfatter kun bosatte, og noe av forskjellen mellom AKU og andre statistikker kan forklares med en økning i antall lønnstakere på korttidsopphold. Samtidig er AKU en utvalgsundersøkelse som det er knyttet usikkerhet til.

Vårt regionale nettverk indikerte i januar at sysselsettingen vil vokse med om lag 0,4 prosent de neste tre månedene, se figur 3.18. Det er noe høyere enn vi anslo i forrige rapport. Også Norges Banks forventningsundersøkelse tyder på videre sysselsettingsvekst.

Etterspørselen etter arbeidskraft har tiltatt siden slutten av 2015, ifølge statistikk for beholdningen av ledige stillinger, se figur 3.19. Gjennom 2017 har det vært en økning innenfor de fleste næringer.

Arbeidsledigheten har avtatt

Den registrerte arbeidsledigheten falt gjennom 2016 og 2017, og nedgangen har fortsatt inn i 2018. I februar var ledigheten 2,4 prosent, justert for normale sesongvariasjoner, se figur 3.20. Det var i tråd med anslaget i forrige rapport. Summen av helt ledige og arbeidssøkere på tiltak (bruttoledigheten) falt gjennom 2017 og nedgangen har fortsatt inn i 2018. I februar var den sesongjusterte bruttoledigheten 3,0 prosent.

Det har vært store regionale forskjeller i arbeidsmarkedet. I kjølvannet av oljeprisfallet fra sommeren 2014 økte arbeidsledigheten særlig på Sør- og Vestlandet. Gjennom 2017 avtok ledigheten i alle deler av landet, og i alle fylker er den registrerte ledigheten nå lavere enn for ett år siden.

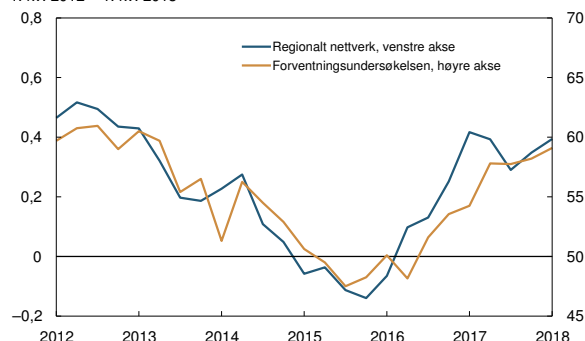
Tilstrømmingen av nye arbeidssøkere som registrerer seg hos NAV har avtatt de siste par årene, og er nå klart lavere enn i 2014. Den lave tilstrømmingen indikerer at arbeidsledigheten vil avta videre i tiden fremover. Samtidig vil omfanget av arbeidsmarkedstiltak trolig avta. Det kan bidra til å dempe nedgangen i ledigheten.

AKU-ledigheten har økt litt siden forrige rapport og var 4,1 prosent i desember. Det var høyere enn vi la til grunn.

Høyere sysselsetting og lavere ledighet fremover

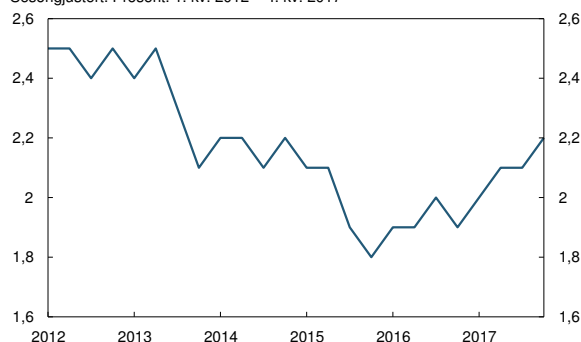
Veksten i arbeidsstyrken har avtatt markert de siste årene. Det skyldes dels at alderssammensetningen

Figur 3.18 Forventet sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Kvartalsvekst. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.²⁾ 1. kv. 2012 – 1. kv. 2018



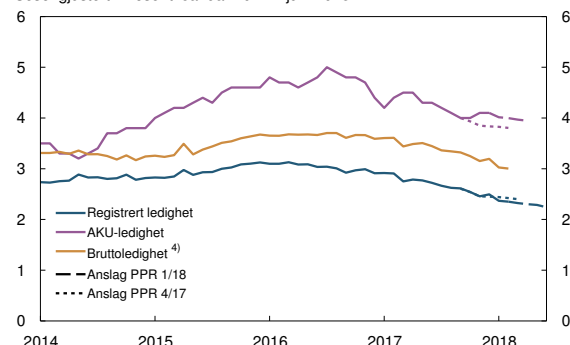
1) Forventet endring i sysselsetting neste tre måneder.
2) Andel av næringslivsledere som venter "flere ansatte" i egen bedrift neste tolv måneder + (1/2 * andel som venter "like mange ansatte").
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.19 Ledige stillinger. Alle næringer. Andel av totalt antall stillinger. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2017



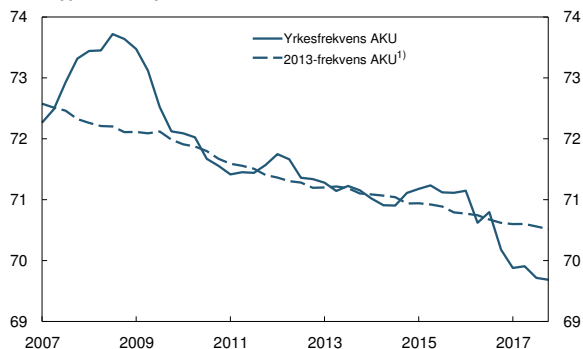
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.20 Arbeidsledige. Andel av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV²⁾. Sesongjustert. Prosent. Januar 2014 – juni 2018³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for mars 2018 – juni 2018 (registrert ledighet) og januar 2018 – april 2018 (AKU).
4) Registrerte ledige og arbeidssøkere på tiltak.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.21 Arbeidsstyrken. Andel av befolkningen (15 - 74 år). Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2017



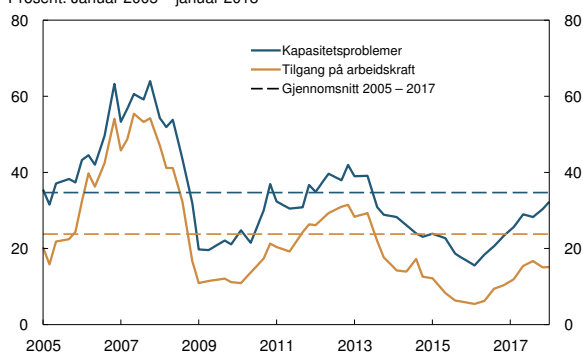
¹) Utvikling i yrkesfrekvensen dersom yrkesfrekvensene for hvert femårige aldersstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkningen. 2013 er valgt fordi vi vurderer at kapasitetsutnyttningen dette året var nær et normalnivå. I beregningene er det også tatt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

av befolkningen har endret seg. De store etterkrigs-kullene har gradvis gått ut av arbeidsstyrken og over på alderspensjon. De siste par årene har dessuten nettoinnvandringen gått betydelig ned.

I årene fremover vil aldringen av befolkningen bety mindre for utviklingen i arbeidsstyrken. Vi legger til grunn at arbeidsinnvandringen vil øke litt igjen etter hvert som etterspørselen etter arbeidskraft øker, men ikke like mye som ved konjunkturoppgangen midt på 2000-tallet. Anslagene for arbeidsinnvandringen er lite endret siden forrige rapport.

Yrkesfrekvensen, det vil si arbeidsstyrken som andel av befolkningen, har ifølge AKU avtatt den siste tiden, se figur 3.21. Selv om aldringen av befolkningen har bidratt til å trekke frekvensen ned, tilsier oppgangen i norsk økonomi at yrkesfrekvensen vil ta seg opp. Normalt vil flere melde seg på arbeidsmarkedet når utsiktene til å få arbeid bedres. Anslagene i denne rapporten innebærer at yrkesfrekvensen vil øke fremover.

Figur 3.22 Kapasitetsproblemer¹⁾ og tilgang på arbeidskraft²⁾ i Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – januar 2018



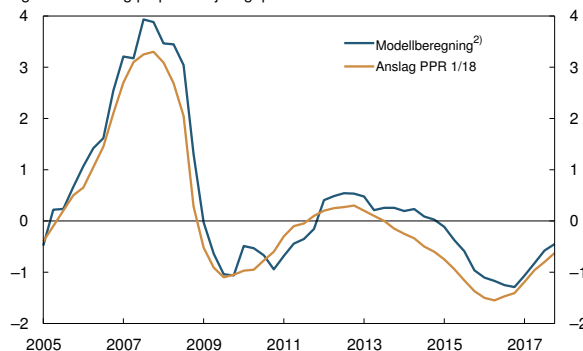
¹) Andel av kontaktdriftene som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen.
²) Andel av kontaktene som svarer at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen. Kilde: Norges Bank

Vi venter at sysselsettingen fortsetter å vokse i årene fremover som følge av videre oppgang i norsk økonomi. Sysselsettingsveksten anslås til 1,3 prosent i år før den avtar noe i årene fremover. Vi venter at sysselsettingen øker mer enn arbeidstilbudet, slik at ledigheten avtar videre. Anslaget for sysselsettingsveksten i år er noe høyere enn i forrige rapport, mens anslagene for årene fremover er litt lavere. Anslagene for den registrerte arbeidsledigheten er litt lavere enn i forrige rapport (figur 1.11).

Færre ledige ressurser

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har vært lavere enn et normalt nivå de siste årene, med høyere arbeidsledighet enn normalt. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen avtok frem til 2016, men at den siden har tiltatt.

Figur 3.23 Anslag på produksjonsgapet.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2017



¹) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
²) For en gjennomgang, se egen ramme på side 34 i Pengepolitisk rapport 4/17. Kilde: Norges Bank

Befolkningsutviklingen tilsier at den potensielle arbeidsstyrken vil vokse med omkring 0,5 prosent årlig fremover. Samtidig anslår vi en gjennomsnittlig produktivitsvekst på 1,1 prosent i årene fremover. Det er noe høyere enn produktivitsveksten de siste årene. Anslagene er lite endret fra forrige rapport og innebærer at produksjonspotensialet vil vokse med 1,6 prosent årlig i gjennomsnitt for årene 2018-2021.

Veksten i fastlandsøkonomien i fjor var høyere enn vårt anslag på veksten i den potensielle produksjonen. Nedgangen i arbeidsledigheten og økningen i sysselsettingen tilsier også at kapasitetsutnyttningen økte gjennom fjoråret og inn i 2018. Veksten i norsk økonomi ser ut til å bli noe høyere i første halvår enn vi anslo i forrige rapport.

Den registrerte ledigheten er nå så lav at den isolert sett tilsier at kapasitetsutnyttningen er høyere enn et normalt nivå. På den annen side ser lønnsveksten ut til å holde seg moderat, noe som tyder på at det fortsatt er ledige ressurser i arbeidsmarkedet. I Regionalt nettverk i januar var det en oppgang i andelen kontaktbedrifter som oppga at de ville ha problemer med å møte en økning i etterspørselen, se figur 3.22. Andelen bedrifter som oppga at tilgang på arbeidskraft begrenset produksjonen, var om lag uendret. Begge indikatorene er lavere enn de har vært i perioder når produksjonsgapet i norsk økonomi har vært anslått å være positivt.

Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen har økt de siste månedene og at den nærmer seg et normalt nivå. Det er i tråd med beregninger basert på et bredt sett av modeller og indikatorer, se figur 3.23. Kapasitetsutnyttningen i første halvår i år anslås å bli litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Vi venter at BNP-veksten i årene fremover vil være høyere enn veksten i den potensielle produksjonen, slik at kapasitetsutnyttningen tiltar gradvis og når et normalt nivå tidlig i neste år. Deretter øker den videre i 2019 og 2020, før den avtar noe i 2021. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn i forrige rapport i år og litt lavere lenger ut i prognoseperioden.

3.4 KOSTNADER OG PRISER

Underliggende inflasjon noe lavere enn ventet

Inflasjonen avtok betydelig fra sommeren 2016 og frem til i fjor høst. De siste månedene har prisveksten økt igjen. I februar var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 2,2 prosent. Det var om lag som anslått i forrige rapport, se tabell 3d i vedlegget. Avgiftsendringene fra 1. januar i år og høyere energipriser bidro til å trekke opp prisveksten mer enn vi la til grunn, mens underliggende inflasjon var noe lavere enn ventet. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgifts-

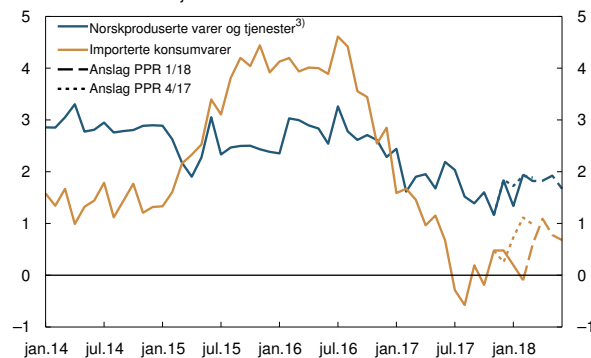
PRODUKSJONSGAP

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 produksjonsnivået som er forenlig med en stabil utvikling i priser og lønninger. Veksten i produksjonspotensialet bestemmes av veksten i arbeidstilbudet 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. Kapasitetsutnyttningen er dessuten 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 3.24 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektor. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – juni 2018 ²⁾



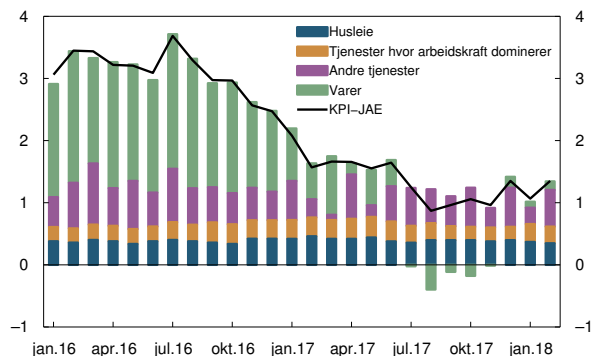
¹⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

²⁾ Anslag for mars 2018 – juni 2018.

³⁾ Norges Banks beregninger.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.25 KPI-JAE¹⁾ fordelt på varer og tjenester. Bidrag til tolv månedersvekst.²⁾ Prosentenheter. Januar 2016 – februar 2018

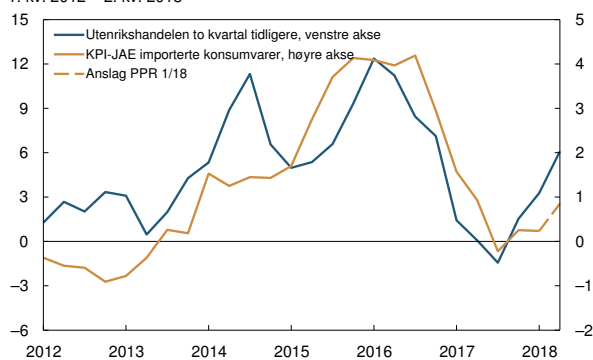


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Bidragene summerer ikke til tolv månedersveksten i KPI-JAE grunnet avrundning.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

endringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,4 prosent i februar. Prisveksten var som anslått i forrige rapport for norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE, mens den var lavere enn ventet for importerte konsumvarer, se figur 3.24. Se ramme på side 34 om utviklingen i andre indikatorer for underliggende inflasjon.

Tolv månedersveksten i KPI-JAE steg fra januar til februar. Det var tjenestepriene, spesielt flyprisene, som bidro til oppgangen, se figur 3.25. Vi ventet at tolv månedersveksten i KPI-JAE øker noe de neste månedene som følge av høyere prisvekst på importerte konsumvarer. Kronen svekket seg i fjor høst. Sammen med økte internasjonale prisimpulser i fjor (figur 2.8) har det trukket opp prisveksten for importerte konsumvarer slik de måles i utenrikshandelsstatistikken, se figur 3.26. Vi ventet at deler av denne prisoppgangen bidrar til høyere priser til konsumentene i tiden som kommer. Anslagene for KPI-JAE er litt lavere enn i forrige rapport, men høyere enn fremskrivningene fra SAM, se figur 3.27. For KPI er anslagene for de neste månedene høyere enn i forrige rapport. Det skyldes både at avgiftsendringene fra 1. januar i år hadde noe større effekt på KPI enn vi la til grunn og at energiprisene ser ut til å stige mer enn tidligere ventet.

Figur 3.26 Priser på importerte konsumvarer fra utenrikshandelsstatistikken og importerte konsumvarer i KPI-JAE¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 2. kv. 2018²⁾

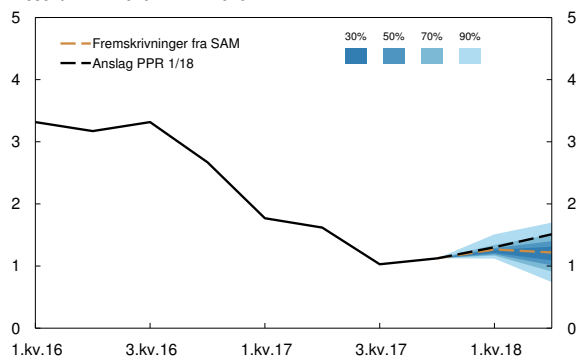


1) KPI justert for avgifter og uten energipriser.
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 2. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsikter til økt lønnsvekst

Lønnsveksten tok seg noe opp i fjor etter å ha falt i årene før. Lavere arbeidsledighet bidro trolig til oppgangen. I tillegg ble den samlede lønnsveksten i 2017 i mindre grad enn i 2016 trukket ned av nedbemanning i næringer med høyt lønnsnivå.

Figur 3.27 KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte fra SAM²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 2. kv. 2018³⁾



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

Årslønnsveksten i 2017 var 2,3 prosent, litt lavere enn vi anslo i forrige rapport. I år ventet vi at lønnsveksten øker til 2,9 prosent. Det er på linje med forventningene til partene i arbeidslivet, ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse, men litt høyere enn det kontaktene i vårt regionale nettverk ventet, se figur 3.28. Lønnsanslaget er uendret fra forrige rapport. Våre anslag for veksten i lønn og KPI innebærer en årsvekst i reallønnen på 0,8 prosent i år, opp fra 0,5 prosent i fjor.

Vi ventet at lønnsveksten tar seg opp fremover, som følge av økt kapasitetsutnyttning og høyere produktivtetsvekst enn i de foregående årene. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for den nominelle

lønnsveksten noe nedjustert i 2019 og 2020, mens anslaget for reallønnsveksten er litt lavere i år, se figur 3.29. Noe lavere anslag for inflasjonen fremover bidrar isolert sett til å trekke ned de nominelle lønnsanslagene. Lønnsandelen, som måler hvor stor andel av verdiskapingen som tilfaller lønnstakerne, er ventet å avta noe de neste årene, men vil fortsatt være over sitt historiske gjennomsnitt.¹

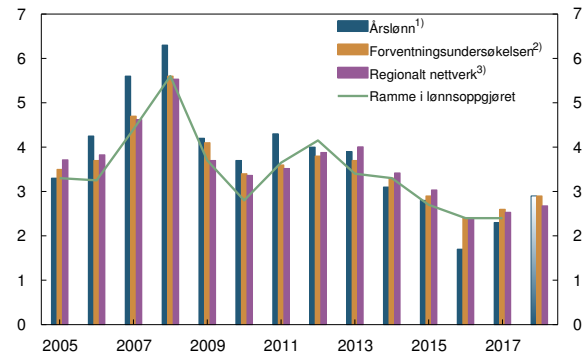
Noe høyere prisvekst fremover

Nedgangen i lønnsveksten i årene før 2017 har dempet inflasjonen, mens den tidligere svekkelsen av kronen har trukket prisveksten opp. I årene fremover venter vi at høyere lønnsvekst bidrar til å trekke prisveksten opp. Økt etterspørsel kan også gjøre at bedriftene velter noe mer av kostnadene over på konsumentene. På den annen side vil noe høyere produktivitetsvekst enn i de foregående årene og en noe sterkere krone trolig dempe oppgangen i prisveksten.

Inflasjonsanslagene for årene fremover er noe lavere enn i forrige rapport, se figur 3.30. Pris- og lønnsveksten har økt litt mindre enn ventet, og vi anslår en noe sterkere krone de neste årene enn vi gjorde i desember. Vi legger til grunn at lavere inflasjonsforventninger som følge av et lavere inflasjonsmål, vil dempe oppgangen i pris- og lønnsveksten, se utdyping på side 47. Vi anslår at firekvarteralsveksten i KPI-JAE stiger til litt over 2 prosent i løpet av 2021. På grunn av økte avgifter og høyere energipriser ventes årsveksten i KPI å bli 0,6 prosentenheter høyere enn årsveksten i KPI-JAE i år. I årene fremover ventes KPI å vokse i takt med KPI-JAE.

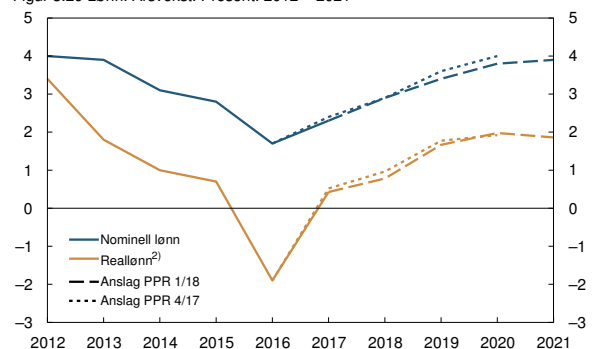
Inflasjonsanslagene er basert på at lønnsveksten tar seg videre opp de neste årene. Oppgangen i lønnsveksten kan bli svakere enn det vi anslår. Internasjonalt har pris- og lønnsveksten lenge vært svakere enn det utviklingen i kapasitetsutnyttningen isolert sett kunne tilsi. På den annen side kan høyere vekst i økonomien og bedring i arbeidsmarkedet gi en større oppgang i lønnsveksten enn vi har anslått. Vi er også usikre på hvordan et nytt inflasjonsmål påvirker aktørenes inflasjonsforventninger. Det har igjen betydning for hvor raskt et lavere måltall slår ut i lavere pris- og lønnsvekst.

Figur 3.28 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2018



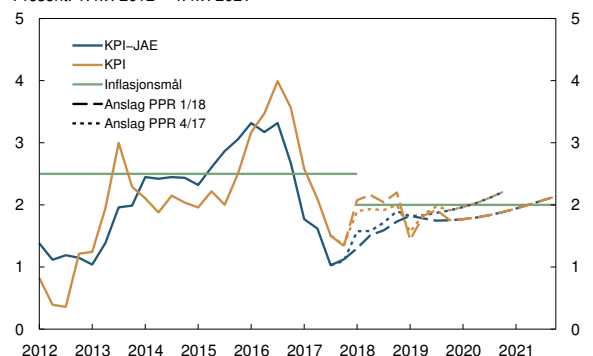
1) Historisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag 2018 (gradert).
2) Partene i arbeidslivet sine forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt ved Norges Banks forventningsundersøkelse i 1. kvartal hvert år.
3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt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

Figur 3.29 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021.
2) Nominell lønnsvekst deflateret med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.30 KPI-JAE¹⁾ og KPI. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



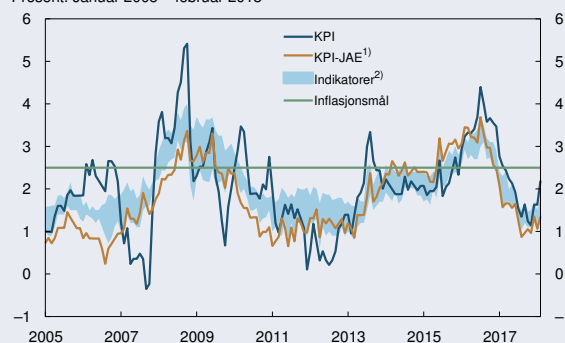
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 For en gjennomgang av den historiske utviklingen i lønnsandelen i Norge, se Hagelund, K., E. W. Nordbø og L. Sauvik (2017) «Lønnsandelen». *Aktuell kommentar 9/2017*. Norges Bank.

INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

Indikatorer for underliggende inflasjon, som KPI-JAE, kan være til hjelp for å se igjennom forbigående variasjoner i veksten i KPI. Måten slike indikatorer er konstruert på kan imidlertid føre til at også varige prisendringer blir oppfattet som forbigående, og omvendt. Som en kryssjekk følger vi derfor utviklingen i flere ulike indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE falt med nærmere 3 prosentenheter fra sommeren 2016 til høsten 2017. Deretter har veksten tatt seg noe opp igjen. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har vist en tilsvarende utvikling, se figur 3.31.

Figur 3.31 KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2005 – februar 2018



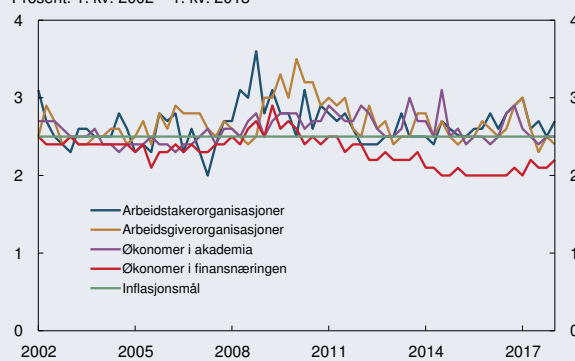
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Båndet viser høyeste og laveste verdi for KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, KPI-XV og KPI-felles. For en gjennomgang av indikatorene, se Husabe, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge» Staff Memo, 13/2017. Norges Bank.
Kilder: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

INFLASJONSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Forankrede inflasjonsforventninger 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 forankrede når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt responderer 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 holdt seg nær 2,5 prosent, se figur 3.32.¹ Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år var forventningene om lag uendret for både partene i arbeidslivet og økonomene i academia og i finansnæringen.

Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble senket fra 2,5 prosent til 2,0 prosent 2. mars i år, mens forventningsundersøkelsen for første kvartal ble gjennomført i perioden fra 31. januar til 14. februar. Forventningsundersøkelsen reflekterer derfor ennå ikke endringer i inflasjonsforventningene som følge av endringen av inflasjonsmålet.

Figur 3.32 Forventet tolvånedersvekst i konsumprisene om fem år. Prosent. 1. kv. 2002 – 1. kv. 2018



Kilder: Epinion, Opinion og TNS Gallup

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

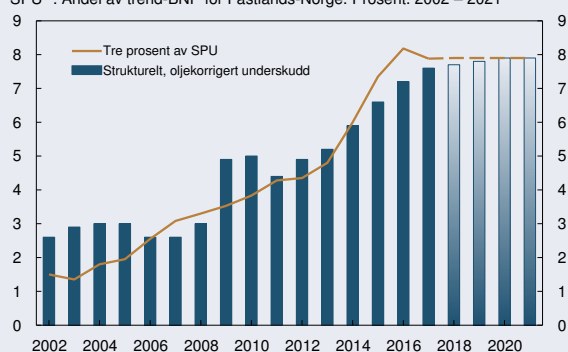
FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det vedtatte budsjettet for 2018. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å bli på 231 milliarder kroner i år. Det tilsvarer 7,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, en økning på 0,1 prosentenheter fra 2017. Som en beregnings-teknisk forutsetning legger vi til grunn tilsvarende økninger i 2019 og 2020, se figur 3.33. Anslagene er uendret fra forrige rapport.

Under forutsetning av at verdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) utvikler seg som lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2018, innebærer dette at bruken av oljepenger vil vokse noe raskere enn fondsverdien de neste par årene. I 2020 vil bruken tilsvare 3 prosent av fondet, og bruken antas å være lik den forventede realavkastningen deretter. I så fall vil det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet være uendret som andel av BNP fra 2020 til 2021.

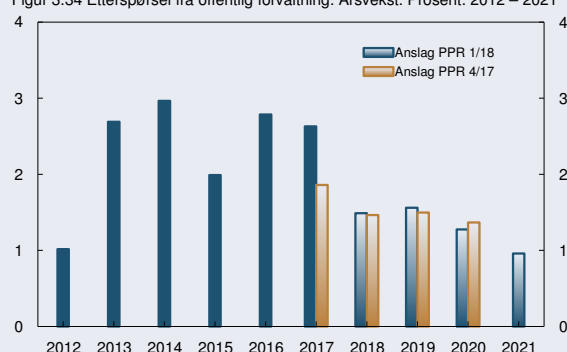
De senere årene har bruken av oljepenger vokst betydelig som andel av økonomien. Vekstimpulsene fra finanspolitikken antas å bli klart svakere fremover. Dette gjenspeiles i anslagene for etterspørselen fra offentlig forvaltning. De siste fem årene har denne etterspørselen i gjennomsnitt steget med 2,6 prosent på årsbasis. I år legger vi til grunn en vekst på 1,5 prosent, og veksttakten ventes å avta ytterligere mot slutten av prognoseperioden, se figur 3.34. Anslagene i denne rapporten er basert på at det ikke gis nye netto skattelettelser fremover.

Figur 3.33 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU¹⁾. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2002 – 2021²⁾



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

Figur 3.34 Etterspørsel fra offentlig forvaltning. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



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

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

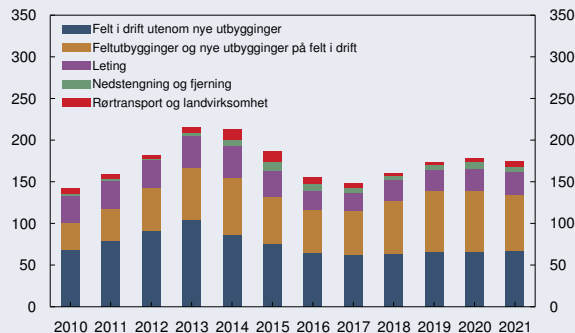
Investeringene på norsk sokkel har falt med over 30 prosent de siste årene, se figur 3.35. Nedgangen gjen-speiler at lønnsomheten i oljenæringen ble svak som følge av fallet i olje- og gassprisene i 2014 og 2015 og den høye kostnadsveksten i årene før. Den svake lønnsomheten førte til at oljeselskapene satte i verk flere tiltak for å redusere sine kostnader. Tiltakene 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 de neste årene.

Tall fra Statistisk sentralbyrå og Regionalt nettverk tyder på at investeringene nådde bunnen i fjerde kvartal i fjor. Vi anslår at investeringene vil øke med 7,4 prosent i år og med over 11 prosent fra 2018 til 2020. I 2021 venter vi at investeringene vil falle noe. Anslagene for investeringsnivået i 2018 til 2020 er litt høyere enn i forrige rapport. Vi legger til grunn at investeringsprisene i nasjonalregnskapet vil være uendret fra 2017 til 2018, i tråd med den målte prisutviklingen gjennom fjoråret og informasjon fra Regionalt nettverk.

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 satte i gang 10 utbygginger på nye og eldre felt i fjor, og vi venter at de vil sette i gang opp mot 15 utbygginger i løpet av inneværende og neste år. Disse utbyggingene vil bidra til at investeringene øker klart fra 2017 til 2020, se figur 3.36. Deretter vil de bidra til å trekke investeringene ned etter hvert som prosjektene fullføres. Samtidig er det utsikter til at oljeselskapene vil starte færre store utbygginger i 2020 og 2021 enn i de tre foregående årene. Det har sammenheng at selskapene har gjort få drivverdige funn de siste årene og at de har få større oppgraderingsprosjekter under vurdering. Vi venter derfor at utbyggingsinvesteringene vil falle mot slutten av prognoseperioden. Vi anslår at investeringene på felt i drift utenom nye utbygginger vil øke moderat og gradvis fra 2017 til 2021.

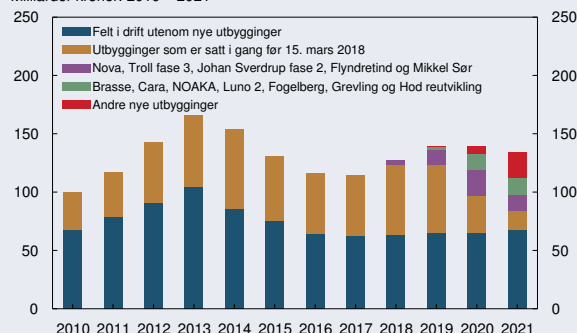
Utgiftene til *leting* er halvert siden 2013 og 2014, dels som følge av at leteaktiviteten har gått ned og dels som følge av at kostnadene ved å bore brønner har falt kraftig. Vi anslår at leteinvesteringene vil øke med nesten 30 prosent fra 2017 til 2021, drevet av nedgangen i borekostnadene og utsikter til at oljeprisen vil holde seg godt over 50 dollar. Oppgangen dempes av at letingen har gitt relativt svake resultater de siste årene.

Figur 3.35 Petroleumsinvesteringer. Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2021 ¹⁾



¹⁾ Anslag for 2018 – 2021. Tallene for 2010 – 2017 er hentet fra investeringstelingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å være uendret fra 2017 til 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.36 Investeringer innen feltutbygging og felt i drift. Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2021 ¹⁾



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

Hvordan vil økte renter påvirke husholdningenes inntekter og forbruk?

Etter flere år med lave renter er det utsikter til at rentene kan øke gradvis fremover som følge av bedre utsikter for norsk økonomi. Det var god vekst i husholdningenes forbruk i andre halvdel av 2017, og det er utsikter til høyere lønnsvekst og økt sysselsetting de kommende årene. I denne utdypingen belyses den direkte effekten av økte renter på husholdningenes inntekter og forbruk.¹

Høyere renter påvirker husholdningenes disponible inntekter og medfører en omfordeling av inntekt fra netto låntakere til netto sparere. Husholdningenes gjeld har økt betydelig de siste 15–20 årene, se figur 1. I fjor var gjelden mer enn 2½ gang så stor som bankinnskuddene. Det innebærer at en renteøkning vil redusere husholdningenes disponible inntekter mer enn tidligere.

I figur 2 vises en tidsserie for den beregnede effekten på husholdningenes samlede disponible inntekter av en økning i innskudds- og utlånsrentene på én prosent-

enhet.² I 2004 ville en slik renteøkning ha redusert husholdningenes disponible inntekt med 0,6 prosent. I dag vil den tilsvarende inntektsreduksjonen bli om lag 1 prosent.

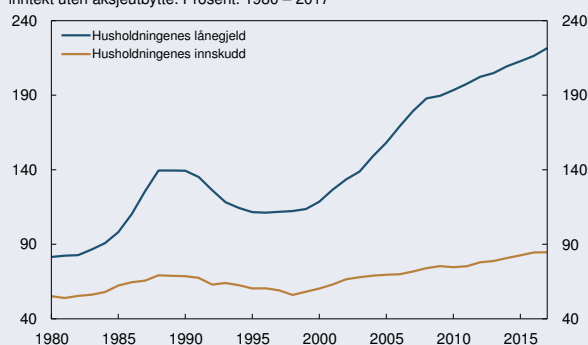
Utslagene for den enkelte husholdning vil avhenge av deres gjeld og formue. Yngre og middelaldrende husholdninger har høyest gjeld i forhold til inntekt, og lavest bankinnskudd som andel av inntekt, se figur 3.³ Det er i tråd med et livsløpsmønster der man gradvis kjøper seg opp i boligmarkedet, før man så nedbetaler gjelden og sparer til pensjonsalder og eventuelt arv. Figur 4 viser endringen i netto rente-

1 Analysene er nærmere omtalt i Torstensen, K. N. og K. Gerdrup (2018) «Hvordan vil økte renter påvirke husholdningenes inntekter og forbruk?». Staff memo 3/18. Norges Bank. (kommende).

2 Analysene i denne utdypingen viser effekten av en 1 prosentenhets økning i årlige utlåns- og innskuddsrenter på husholdningenes årlige disponible inntekt. Effekten er kun beregnet basert på husholdningenes lånegjeld og bankinnskudd. Analysen er statisk og tar ikke hensyn til økonomiske virkninger av renteøkningen på for eksempel arbeidsinntekt og prisen på andre formuesobjekter. Den beregnede effekten tar hensyn til skattefradrag på rentebetalinger og skattlegging av renteinntekter. For husholdninger med annuitetslån vil avdragsbetalingene falle når renten øker. Det vil dempe effekten av en renteendring på inntekter disponible for konsum, men er ikke hensyntatt i denne analysen. Det antas at en renteøkning slår umiddelbart ut i inntektene siden andelen med fastrentelån er lav. I tredje kvartal i 2017 var andelen fastrentelån med ett års løpetid eller mer 5 prosent.

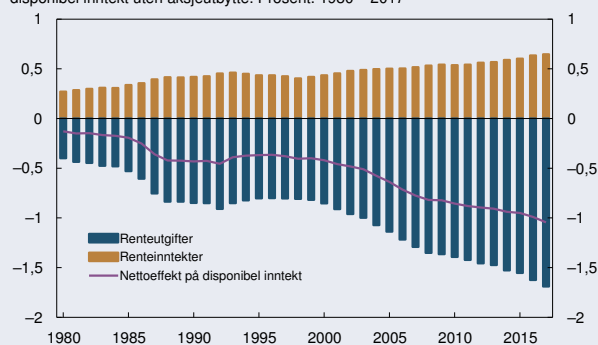
3 Data for husholdninger er fra inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger fra Statistisk sentralbyrå. Beholdningen av gjeld og innskudd er per 31.12 hvert år, og inntekt er samlet årsinntekt etter skatt. Analysene inkluderer alle husholdninger der hovedinntektstaker er mellom 20 og 90 år. For selvstendig næringsdrivende er det utfordrende å skille privat formue fra bedriftens. Husholdninger der minst én har næringsinntekt som overstiger lønnsinntekt er derfor utelatt fra analysen. Samlet gjeld omfatter gjeld til privatpersoner og utenlandske banker, samt gjeld til norske banker og kredittforetak og statlige låneinstitusjoner.

Figur 1 Husholdningenes bankinnskudd og lånegjeld. Andel av disponibel inntekt uten aksjeutbytte. Prosent. 1980 – 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Effekten av 1 prosentenhets økning i utlåns- og innskuddsrenten på disponibel inntekt uten aksjeutbytte. Prosent. 1980 – 2017



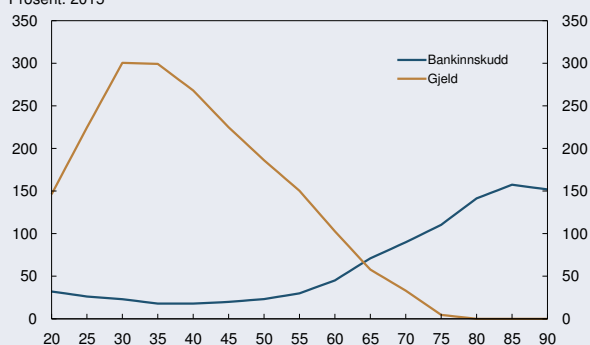
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

utgifter i prosent av disponibel inntekt ved en økning i innskudds- og utlånsrentene på én prosentenheter for ulike aldersgrupper.⁴ I tråd med livsløpsprofilen i figur 3, viser figur 4 at den direkte effekten på husholdningenes inntekter er størst for personer rundt 30–39 år.

Figur 5 viser endringen i årlige netto renteutgifter i prosent av inntekt etter skatt når husholdningene grupperes i ti like store grupper, etter størrelsen på netto gjeld som andel av inntekt etter skatt. For seks av ti husholdninger øker renteutgiftene mer enn renteinntektene, mens tre av ti husholdninger får økte netto renteinntekter. For husholdninger med gjeld viser figuren hvor mye inntekter etter skatt må øke med for fullt ut å kompensere for økningen i netto renteutgifter. For gruppen av husholdninger med høyest netto gjeld må inntektene øke med 4,4 prosent for å kompensere for renteøkningen. For alle husholdningsgrupper med netto gjeld må inntektene øke mer enn i 2004 for å kompensere for økte renteutgifter. For gruppen av husholdninger med høyest netto fordringer, tilsvarer renteøkningen en økning i inntektene på 2,6 prosent i 2015, som er høyere enn i 2004.

4 I beregningen av endringen i netto renteutgifter i 2015 benyttes skattesatser for 2018.

Figur 3 Gjeld og bankinnskudd. Andel av disponibel inntekt. Etter aldersgrupper.¹⁾ Prosent. 2015



1) Median andel for hver aldersgruppe. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

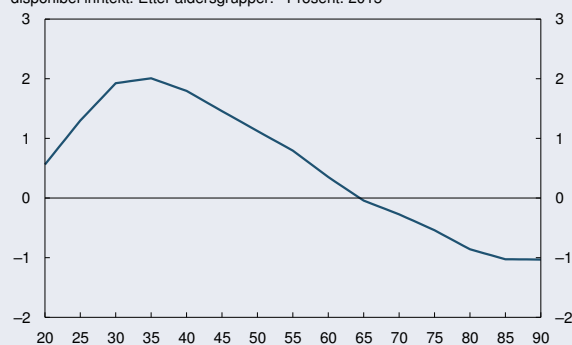
Selv om virkningen av en renteøkning på husholdningenes disponible inntekter samlet sett har økt over tid, vil husholdningene kunne jevne ut konsumet slik at virkningen på konsumet begrenses. Det gjelder både ved en økning og reduksjon i inntekten. Den direkte virkningen på samlet forbruk av en endring i disponibel inntekt kalles kontantstrømkanalen. Denne kanalen innebærer et fall i konsumet i den grad husholdningene samlet sett har netto gjeld eller dersom kontantstrømkanalen er sterkere for husholdninger med netto gjeld enn for husholdninger med netto bankinnskudd.⁵

Husholdninger med lite likvide midler, og som har begrensede muligheter til å ta opp nye lån, vil ikke ha mulighet til å jevne ut konsumet over tid. De vil trolig redusere konsumet mye når inntektene faller. Endringer i fordelingen av husholdningenes likvide eiendeler kan derfor ha betydning for kontantstrømkanalen.

Figur 6 viser endringen i årlige netto renteutgifter i prosent av husholdningenes bankinnskudd. Husholdningene er delt inn på samme måte som i figur 5, etter størrelsen på netto gjeld som andel av inntekt etter

5 Flodén, M., M. Kilström, J. Sigurdsson og R. Vestman (2017) «Household debt and monetary policy: Revealing the cash-flow channel», CEPR Discussion Papers 12270, C.E.P.R. Discussion Papers, finner at svenske husholdninger med mye gjeld reduserer konsumet sitt mer enn andre husholdninger ved en renteøkning.

Figur 4 Endring i netto renteutgifter ved 1 prosentenheter renteøkning. Andel av disponibel inntekt. Etter aldersgrupper.¹⁾ Prosent. 2015



1) Median andel for hver aldersgruppe. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

skatt. Figuren viser at en renteøkning vil kunne utgjøre en vesentlig andel av bankinnskuddene for husholdninger med høy netto gjeld. Det skyldes at husholdninger med høy netto gjeld ofte har lite likvide eiendeler. For gruppen med høyest netto gjeld som andel av inntekt etter skatt i 2015, utgjør økningen i årlige renteutgifter 32 prosent av bankinnskuddene. Husholdninger som må bruke en høy andel av bankinnskuddene for å betjene en renteøkning vil trolig stramme mer inn på konsumet enn andre siden de har lite ledige midler til å møte en ekstra utgiftsøkning.⁶ For netto låntakere med lavere netto gjeld og høyere bankinnskudd, vil virkningene på konsumet typisk være svakere. Netto sparere vil få økte inntekter. Siden denne typen husholdninger kan fordele en økning i inntekten over en lang periode slik at de oppnår et jevnt konsumforløp over tid, kan virkningen på deres konsum være liten.

Selv om kontantstrømkanalen kan være særlig sterk for grupper av husholdninger med høy netto gjeld og lite likvide eiendeler, viser figur 6 at økningen i rente-

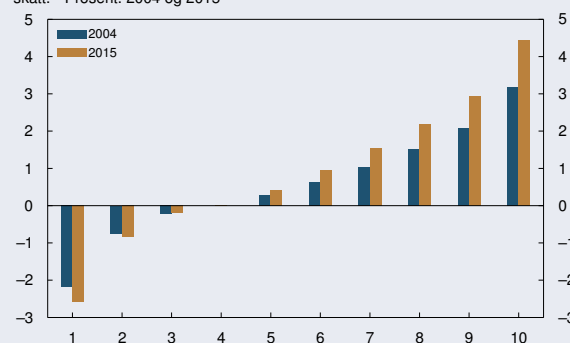
utgiftene utgjør en mindre andel av bankinnskuddene i 2015 enn i 2004.⁷ Det skyldes at gruppene med høyest netto gjeld har brukt deler av sine midler til å bygge opp beholdningen av likvide fordringer. Det kan tyde på at økningen i kontantstrømeffekten de senere årene er noe mindre enn den samlede økningen i netto renteutgifter isolert sett skulle tilsi.

Den samlede effekten på konsumet av en renteendring påvirkes av flere faktorer utover effekten på husholdningenes inntekt. For både netto låntakere og netto sparere vil en høyere rente innebære at det koster mer å konsumere nå relativt til i fremtiden (substitusjonskanalen), noe som trekker i retning av lavere konsum. For netto låntakere trekker dermed både kontantstrøm- og substitusjonskanalen i retning av lavere konsum. For netto sparere trekker de to effektene i forskjellige retninger. Økte renter vil også påvirke husholdningenes konsum via endringer i sysselsetting, lønn og formuespriser. Varigheten av en renteøkning har også betydning. Dersom husholdningene forventer vedvarende høyere renter, er det rimelig å anta at effekten blir sterkere enn om de antar at renteøkningen kun er midlertidig.

6 Se for eksempel Kaplan, G., G. L. Violante og J. Weidner (2014) «The Wealthy Hand-to-Mouth», Brookings Papers on Economic Activity. I en studie av norske husholdningers konsumrespons på lotterigevinster finner Fagereng, A., M. B. Holm og G. J. Natvik (2016) «MPC heterogeneity and household balance sheets», Discussion Papers 852, Statistics Norway, Research Department, at responsen er høyere for husholdninger med lite bankinnskudd.

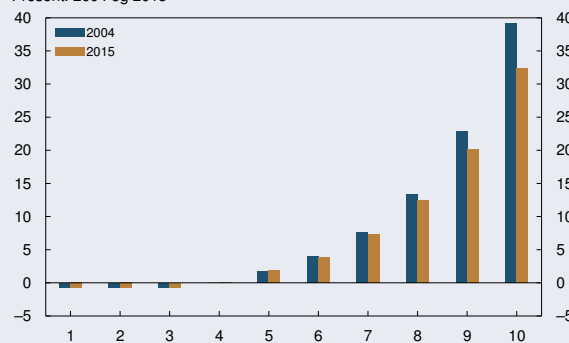
7 Andelen er lavere på tross av lavere skattefradrag. I 2004 var skattefradraget 28 prosent, og i beregningen for 2015 er det lagt til grunn dagens skattesats på 23 prosent.

Figur 5 Endring i netto renteutgifter ved 1 prosentenhet renteøkning. Andel av samlet inntekt etter skatt. Etter desiler for netto gjeld som andel av inntekt etter skatt.¹⁾ Prosent. 2004 og 2015



1) Netto gjeld er gjeld fratrukket bankinnskudd. Median andel i hver gruppe. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6 Endring i netto renteutgifter ved 1 prosentenhet renteøkning. Andel av bankinnskudd. Etter desiler for netto gjeld som andel av inntekt etter skatt.¹⁾ Prosent. 2004 og 2015

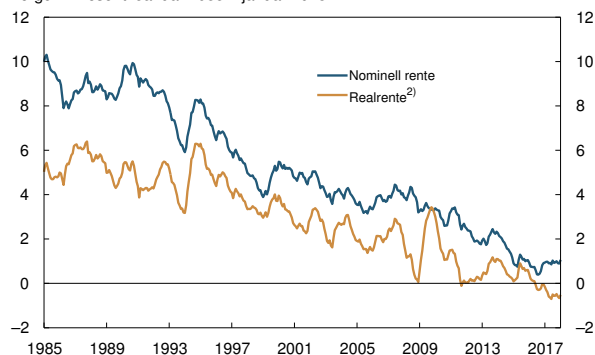


1) Netto gjeld er gjeld fratrukket bankinnskudd. Median andel i hver gruppe. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 Pengepolitisk analyse

Ifølge prognosen vil styringsrenten bli satt opp etter sommeren i år. Deretter anslår vi at renten heves gradvis til om lag 2 prosent i 2021. Rentebanen ligger noe høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Sterkere vekst og økte renter ute tilsier en høyere rentebane enn sist. Høyere innenlandsk etterspørsel bidrar i samme retning. På den annen side tilsier lavere pris- og lønnsvekst enn anslått og høyere pengemarkedspåslag en lavere rentebane. Endringen i inflasjonsmålet tilsier en litt høyere rente på kort sikt, og en noe lavere rente på lengre sikt.

Figur 4.1 Renter på tiårs statsobligasjoner. 14 OECD-land inkludert Norge.¹⁾ Prosent. Januar 1985 – januar 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

NØYTRAL REALRENTE

Realrente defineres som nominell rente fratrukket forventet inflasjon, mens den nøytrale realrenten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Norges Bank har over tid nedjustert sitt anslag på den nøytrale realrenten for Norge, i tråd med utviklingen internasjonalt, se utdyping i Pengepolitisk rapport 3/16.

4.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

Ny forskrift for pengepolitikken

Regjeringen fastsatte 2. mars i år en ny forskrift for pengepolitikken, se side 13. Det operative målet for pengepolitikken er nå en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Norges Bank uttalte seg om forskriften i et brev til Finansdepartementet 28. februar, se side 14. Hovedstyret mener at forskriften klargjør mandatet for pengepolitikken og underbygger den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyringen.

Den nye forskriften vil ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken. Norges Bank vil sette 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. Se rammen på side 46 for en nærmere beskrivelse av hensynene som veies mot hverandre i de pengepolitiske avveiningene.

Lavere prisvekst over tid som følge av et lavere inflasjonsmål, vil gi tilsvarende lavere nominell rente. Inflasjonsstyringen er fleksibel med vekt på utviklingen i produksjon og sysselsetting. Et lavere måltall har i seg selv liten betydning for renteutsiktene den nærmeste tiden. I utdypingen på side 47 diskuteres implikasjoner for pengepolitikken av nytt inflasjonsmål nærmere.

Ekspansiv pengepolitikk

Rentenivået har i de siste årene vært svært lavt, både internasjonalt og i Norge, se figur 4.1. Det skyldes både at nivået på den nøytrale realrenten har falt over tid og at det har vært behov for en ekspansiv pengepolitikk. Svak utvikling ute og nedgang i oljerelevante sektorer i etterkant av oljeprisfallet i 2014 bidro til å dempe veksten her hjemme. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi avtok. Etter en midlertidig økning som følge av en svakere krone, falt også prisveksten. Siden høsten 2016 har kapasitetsutnyttningen steget og den nærmer seg nå et normalt nivå. Prisveksten har også økt noe igjen, men den underliggende prisveksten er fortsatt under inflasjonsmålet.

Pengepolitikken er ekspansiv. Styringsrenten i Norge har siden mars 2016 vært 0,5 prosent. Realrenten er lavere enn det vi vurderer som en nøytral realrente.

4.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

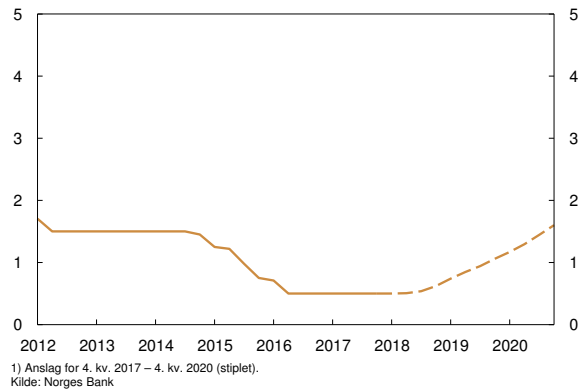
Modellteknisk analyse tilsier høyere rente

For å vurdere om utviklingen siden desember isolert sett tilsier å endre rentebanen gjør vi en modellteknisk analyse hvor vi forutsetter at rentebanen fra forrige rapport ligger fast, se figur 4.2a. Vi benytter Norges Banks makromodell NEMO¹ og legger til grunn oppdaterte anslag for inneværende og neste kvartal og nye anslag for hele prognoseperioden for størrelser som ikke bestemmes i modellen. I denne modelltekniske analysen ser vi også bort fra at inflasjonsmålet er endret.

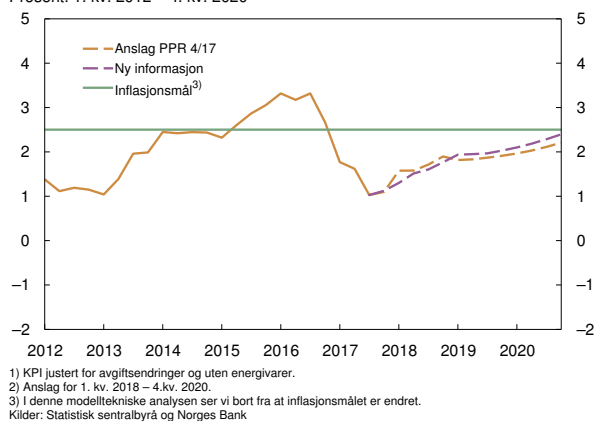
Sammenlignet med anslagene i forrige rapport tilsier den modelltekniske analysen at inflasjonen blir noe lavere i år, men noe høyere i 2019 og 2020, se figur 4.2b. Kapasitetsutnyttningen øker raskere og blir værende på et høyere nivå gjennom hele prognoseperioden, se figur 4.2c. I dette scenariet er kronen noe svakere enn anslått i forrige rapport.

Den modelltekniske analysen peker i retning av en litt høyere prognose for styringsrenten enn i forrige rapport, som følge av utsikter til høyere kapasitetsutnyttning, og etter hvert litt høyere prisvekst.

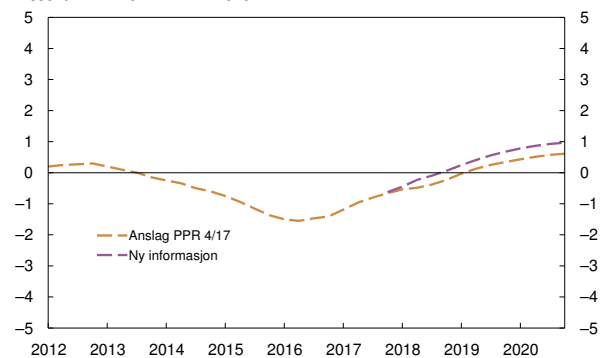
Figur 4.2a Styringsrenten. Anslag fra PPR 4/17. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2020¹⁾



Figur 4.2b KPI-JAE¹⁾. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 4/17. Firekvarteretsvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2020²⁾



Figur 4.2c Anslag på produksjonsgapet¹⁾. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 4/17. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2020



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.

Ny prognose indikerer noe tidligere renteøkning

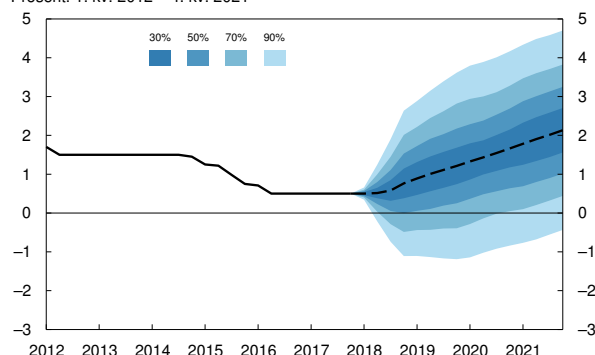
Oppgangen både ute og hjemme fortsetter og den økonomiske veksten ser ut til å bli sterkere enn tidligere ventet. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi nærmer seg et normalt nivå. Høyere kapasitetsutnyttning vil bidra til at veksten i priser og lønninger etter hvert øker, men den underliggende prisveksten vil trolig holde seg lavere enn inflasjonsmålet i noe tid.

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. Samlet taler endringene i utsiktene og risikobildet for en noe tidligere renteoppgang enn i forrige rapport.

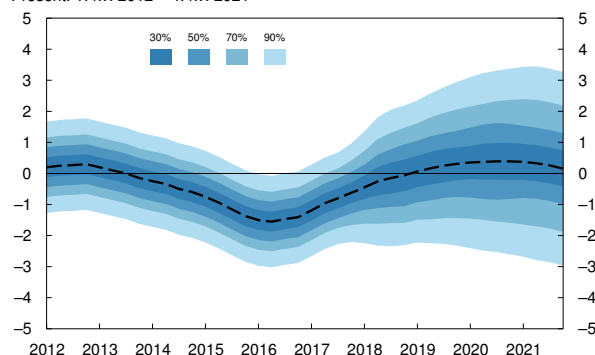
Ifølge prognosen vil styringsrenten bli satt opp etter sommeren i år, se figur 4.3a. Prognosen for styringsrenten indikerer deretter en gradvis økning av renten til om lag 2 prosent i 2021. Den nye rentebanen ligger noe høyere enn den forrige gjennom hele prognoseperioden, se figur 4.4.

Figur 4.3a Styringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



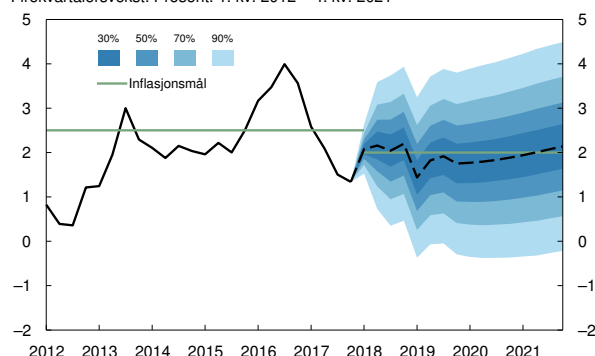
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



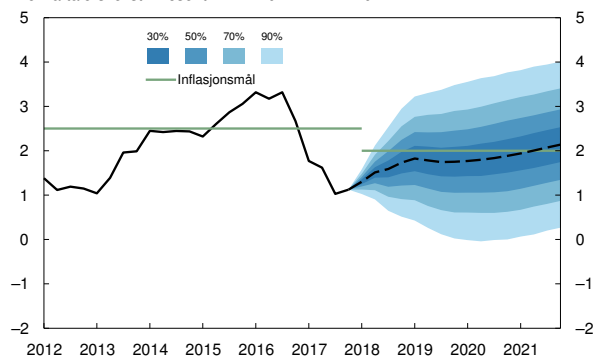
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3c KPI med usikkerhetsvifte¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



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

Figur 4.3d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



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 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten først vil avta litt fra dagens nivå, som følge av en reduksjon i pengemarkedspåslaget, og at den så vil stige i takt med styringsrenten (figur 1.8). Anslaget for pengemarkedsrenten er justert litt mer opp enn prognosen for styringsrenten fordi vi venter at pengemarkedspåslaget fremover holder seg litt høyere enn vi anslo i forrige rapport. Utlånsrentene til husholdningene anslås å øke med om lag 1,5 prosentenheter frem mot utgangen av 2021. Anslagene innebærer at utlånsmarginen avtar litt etter hvert som rentenivået blir høyere.

Vi anslår at realrenten stiger gradvis gjennom prognoseperioden, slik at den blir svakt positiv ved utgangen av 2021 (figur 1.9). Fordi prisveksten øker blir oppgangen i realrenten mindre enn oppgangen i styringsrenten. Anslagene for realrenten er høyere enn i forrige rapport.

Økt rente demper oppgangen

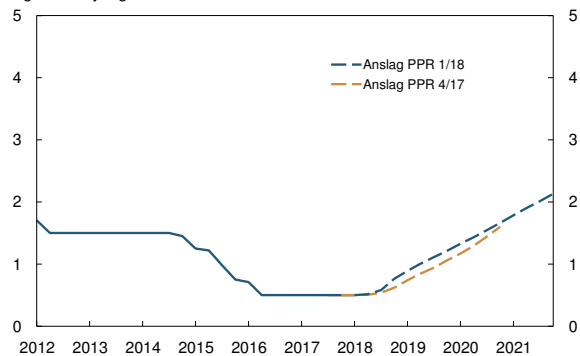
Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognosen i denne rapporten er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen når et normalt nivå i begynnelsen av neste år. Deretter øker den videre i 2019 og 2020, før den avtar noe i 2021, se figur 4.3b. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen noe høyere i år, men noe lavere lenger ut i prognoseperioden. En noe mindre ekspansiv pengepolitikk enn i forrige rapport bidrar isolert sett til å dempe oppgangen i kapasitetsutnyttningen.

Vi venter at den underliggende prisveksten stiger gradvis til litt over 2 prosent i 2021, se figur 4.3d. Anslagene er noe lavere enn i forrige rapport. Pris- og lønnsveksten har økt litt mindre enn ventet, og vi anslår en noe sterkere krone de neste årene enn vi gjorde i desember. Vi legger til grunn at lavere inflasjonsforventninger som følge av et lavere inflasjonsmål, vil dempe oppgangen i pris- og lønnsveksten.

Faktorer bak endringer i renteprognosen

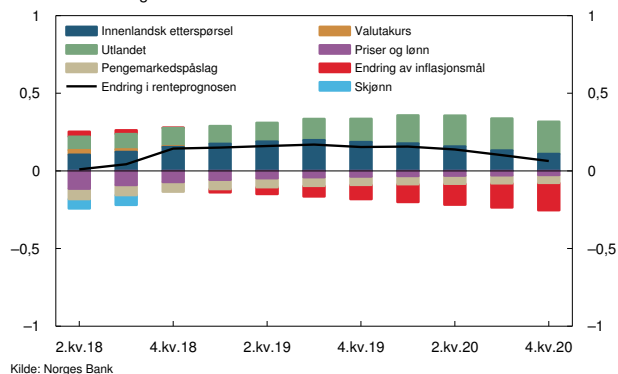
Prognosen for styringsrenten er basert på en avveining mellom ulike hensyn (se ramme på side 46), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme, og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Figur 4.5 illustrerer hvilke faktorer som har bidratt til endringen i renteprognosen. Den svarte linjen viser

Figur 4.4 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021¹⁾



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

Figur 4.5 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 4/17. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kv. 2018 – 4. kv. 2020



Kilde: Norges Bank

den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport. Vi bruker modellen 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 renteprognosen.

Veksten internasjonalt har vært høyere enn ventet, og vi har oppjustert våre anslag på BNP-veksten hos handelspartnerne. Det tilsier isolert sett høyere norsk eksport. Forventede styringsrenter hos handelspartnerne har også steget siden forrige rapport. En raskere renteoppgang ute bidrar, alt annet likt, til en svakere krone. En svakere krone trekker opp prisveksten på varene vi importerer og bidrar til økt eksport gjennom bedret konkurranseevne. Utsiktene for prisveksten ute er lite endret. Endringene i de økonomiske utsiktene internasjonalt trekker i retning av en høyere rentebane, se grønne søyler.

Ny informasjon, blant annet fra Regionalt nettverk, tyder på høyere vekst i norsk økonomi i første halvår i år enn vi anslo i desember. Boliginvesteringene har vært lavere enn ventet og vil trolig fortsette å avta, mens konsumet og foretaksinvesteringene ser ut til å vokse mer enn anslått. I tillegg har vi oppjustert anslagene for oljeinvesteringene for årene fremover. Sterkere etterspørsel i norsk økonomi bidrar til å trekke rentebanen opp, se mørkeblå søyler.

Den underliggende prisveksten har steget noe mindre enn anslått, og lønnsveksten i 2017 var litt lavere enn ventet. Til tross for utsikter til litt raskere økning i kapasitetsutnyttningen enn lagt til grunn i forrige rapport, har vi beholdt lønnsanslaget for 2018. Lavere pris- og lønnsvekst bidrar til å trekke rentebanen noe ned, se lilla søyler.

Siden forrige rapport er anslaget for pengemarkeds-påslaget justert noe opp gjennom hele prognoseperioden. Det trekker isolert sett rentebanen ned, se beige søyler.

Kronen har styrket seg om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Økningen i rentedifferansen mot utlandet kunne isolert sett tilsa at kronen hadde styrket seg mer. Utviklingen i kronekursen trekker dermed rentebanen litt opp, se oransje søyler.

På kort sikt tilsier et lavere inflasjonsmål en litt mindre ekspansiv pengepolitikk fordi den faktiske prisveksten er noe nærmere målet. Fordi inflasjonsstyringen er fleksibel med vekt på utviklingen i produksjon og sysselsetting, vil effekten på renten den nærmeste tiden bli svært begrenset. Lavere prisvekst over tid som følge av et nytt inflasjonsmål, vil gi tilsvarende lavere nominell rente, slik at realrenten på lang sikt er uendret. Endringene i rentebanen som følge av et lavere inflasjonsmål er illustrert i de røde søylene.

Siden forrige rapport tilsier ny informasjon samlet sett en oppjustering av rentebanen gjennom hele prognoseperioden. Usikkerhet om virkningene av en høyere rente taler for å gå varsomt frem. Den samlede skjønnsutøvelsen innebærer at rentebanen justeres noe mindre opp de nærmeste kvartalene enn ny informasjon isolert sett skulle tilsa. Denne skjønnsutøvelsen kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

Terminrentene har steget

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 steget siden forrige rapport. Oppgangen i disse er større enn oppjusteringen av vår renteprognose, og terminrentene har den siste tiden ligget nær vår nye prognose for pengemarkedsrenten, se figur 4.6.

4.3 USIKKERHET

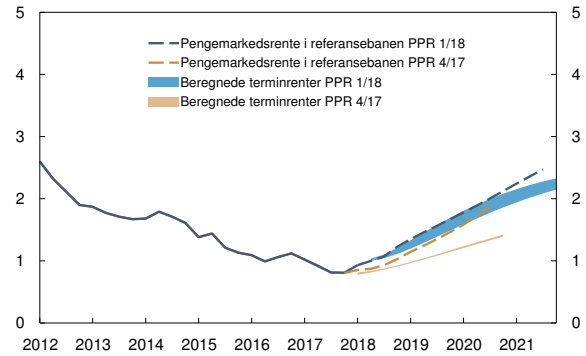
Renteprognosen er usikker

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.

Risikobildet synes samlet sett balansert. På den ene siden kan oppgangen i norsk økonomi bli sterkere enn vi ser for oss. God vekst ute kan bidra til en raskere oppgang i eksporten og foretaksinvesteringene her hjemme enn vi nå legger til grunn. På den annen side er det risiko for økt proteksjonisme i inter-

nasjonal handel som over tid vil kunne dempe veksten både ute og hjemme. Pris- og lønnsveksten kan også ta seg mindre opp enn vi venter. Kostnadsveksten har til nå vært lavere enn anslått, og hos flere av våre handelspartnere har lønnsveksten de siste årene vært lavere enn historiske sammenhenger mellom lønn og ledighet skulle tilsi. Det er også usikkerhet om husholdningenes tilpasning fremover, blant annet i lys av den høye gjeldsbelastningen.

Figur 4.6 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



1) Styrringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styrringsrenten prises inn i pengemarkedet.
 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 27. november – 8. desember i 2017 og 26. februar – 9. mars i 2018.
 3) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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.

1. Pengepolitikken skal bringe inflasjonen til målet:

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.

2. Pengepolitikken skal bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting:

Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for produksjon og sysselsetting. Så lenge det er tillit til at inflasjonen holder seg lav og stabil, kan pengepolitikken bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. En fleksibel inflasjonsstyring kan motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige og redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå etter et økonomisk tilbakeslag. Pengepolitikken kan likevel ikke ha et hovedansvar for høy produksjon og sysselsetting.

Regulering og tilsyn av finansinstitusjoner er de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet. Pengepolitikken kan i noen grad bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser og derved redusere risikoen for kraftige tilbakeslag i økonomien frem i tid. Dersom det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, kan hensynet til økonomisk stabilitet over tid i noen situasjoner tilsi at renten holdes noe høyere enn den ellers ville vært.

3. Pengepolitikken skal ta hensyn til usikkerhet:

Rentebanen bør ta hensyn til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Det vil kunne redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger.

I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller der tilliten til det nominelle ankeret er i fare, kan det i noen tilfeller være riktig å føre en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

Implikasjoner for pengepolitikken av nytt inflasjonsmål

Implikasjonene for pengepolitikken av en endring av inflasjonsmålet avhenger av flere forhold. Størst betydning har trolig hvordan et nytt måltall påvirker inflasjonsforventningene til aktørene i økonomien, som igjen kan ha betydning for blant annet lønns- og prisveksten. Blant de industrialiserte landene er det få eksempler på land som har endret inflasjonsmålene sine.¹ Erfaringsgrunnlaget for å anslå slike virkninger presist er derfor begrenset. I denne utdypingen diskuterer vi nærmere effekten endret måltall kan ha for pengepolitikken.

Når kapital flyter fritt mellom land, er realrenten i Norge på lang sikt i hovedsak bestemt av den globale realrenten. Et lavere inflasjonsmål vil da gi en tilsvarende lavere nominell rente på lang sikt.

På kort sikt tilsier en senkning av inflasjonsmålet normalt en viss innstramming i pengepolitikken. Det gjelder i prinsippet uavhengig av den aktuelle økonomiske situasjonen. Dersom inflasjonen er under målet, vil pengepolitikken normalt være ekspansiv for å bringe inflasjonen gradvis mot målet. Med et lavere måltall vil avstanden til målet være mindre, og det vil ikke være behov for en fullt så ekspansiv pengepolitikk for å bringe inflasjonen mot målet.

Den pengepolitiske responsen avhenger av hvor fremoverskuende aktørene er i sin forventningsdannelse som igjen har betydning for hvor raskt et lavere måltall slår ut i lavere pris- og lønnsvekst. Betydningen av forventningsdannelsen kan illustreres ved hjelp av en enkel teoretisk modell, se boksen på side 50 for en nærmere omtale av modellen. Med fullt

ut rasjonelle og fremoverskuende aktører, vil pris- og lønnsveksten umiddelbart tilpasse seg det nye målet. Da vil tilpasningen kunne skje uten at det er behov for en innstramming i pengepolitikken. De blå linjene i figur 1 bygger på en slik antakelse. Inflasjonen og den nominelle renten faller her umiddelbart med 0,5 prosentenheter, mens realrenten og kapasitetsutnyttelsen er uendret.

At pris- og lønnsveksten umiddelbart tilpasser seg det nye målet, er en sterk antakelse som neppe er realistisk. Dersom aktørene ikke er fullt ut fremoverskuende, eller dersom det ikke er full troverdighet om det nye målet, vil pengepolitikken måtte strammes noe til for å bringe inflasjonen til det nye målet.

Hva en pengepolitisk innstramming betyr i praksis avhenger av hvordan pengepolitikken påvirker samlet etterspørsel. I faglitteraturen er det oftest *realrenten*² som antas å være den viktigste kanalen som pengepolitikken påvirker etterspørselen gjennom.³ En pengepolitisk innstramming tilsier da en økning i realrenten på kort sikt. Realrenten kan øke enten ved at den nominelle renten øker eller ved at aktørenes forventninger om prisveksten den nærmeste tiden faller. Hvis inflasjonsforventningene faller en del, men er litt bakoverskuende, slik at de ikke fullt ut gjenspeiler et lavere måltall, kan den nominelle renten måtte settes noe ned for å unngå at realrenten øker mer enn sentralbanken ønsker. Dette er illustrert ved de oransje heltrukne linjene i figur 1.

1 For en analyse av implikasjonene av endringer i inflasjonsmål for New Zealand, se Lewis, M. og C. J. McDermott. «New Zealand's Experience with Changing its Inflation Target and the Impact on Inflation Expectations». Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series 2016/07.

2 Realrenten er definert som nominell rente fratrukket forventet prisvekst.

3 I praksis vil trolig også den *nominelle* renten ha betydning for etterspørselen på kort sikt, blant annet fordi mange husholdninger har høy gjeldsgrad. En økning i den nominelle renten, for gitt realrente, vil redusere disse husholdningenes disponible inntekter og dermed trolig deres etterspørsel.

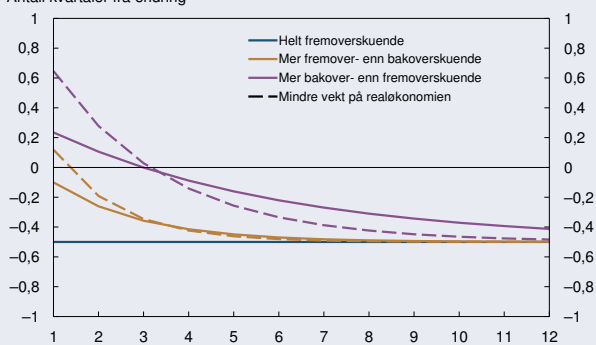
Hvis inflasjonsforventningene er mest bakoverskuende, og dermed faller lite, kan den nominelle renten måtte økes for å få opp realrenten så mye som de pengepolitiske avveiningene tilsier. Det er illustrert ved de lilla heltrukne linjene i figuren. Den enkle teoretiske modellen illustrerer at implikasjonene for den nominelle renten på kort sikt av et lavere måltall for inflasjonen ikke er entydige.

Hvor mye pengepolitikken bør strammes til, avhenger, i tillegg til forventningsdannelsen, av hvor stor vekt

en i pengepolitikken legger på en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Dersom sentralbanken legger mindre vekt på produksjon og sysselsetting, og mer vekt på å nå det nye inflasjonsmålet raskt, vil den pengepolitiske innstramningen bli sterkere. Dette er illustrert ved de stiplede linjene i figuren.

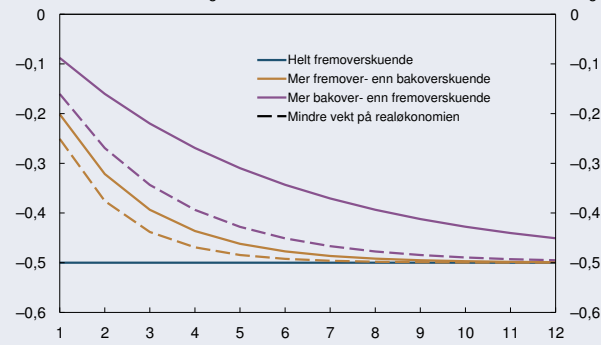
For å belyse mulige implikasjoner av et lavere inflasjonsmål innenfor en mer realistisk modell som er tallfestet for norsk økonomi, har vi utført noen modelltekniske beregninger i Norges Banks hoved-

Figur 1a Endring i den nominelle renten etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Ulike scenarier for forventningsdannelsen. Prosentenheter. Antall kvartaler fra endring



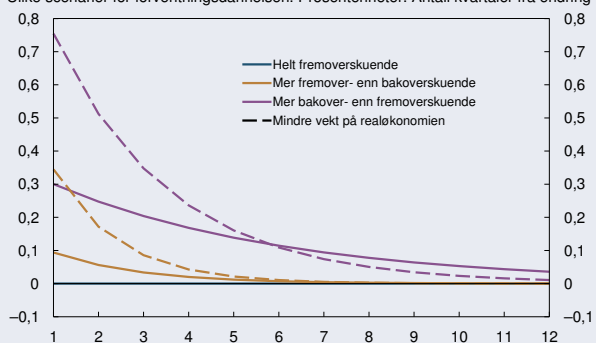
Kilde: Norges Bank

Figur 1b Endring i inflasjonen etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Ulike scenarier for forventningsdannelsen. Prosentenheter. Antall kvartaler fra endring



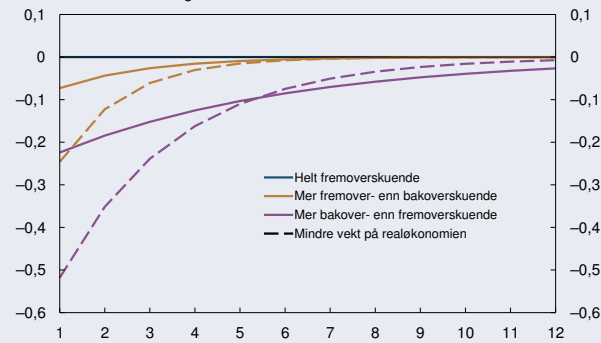
Kilde: Norges Bank

Figur 1c Endring i realrenten etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Ulike scenarier for forventningsdannelsen. Prosentenheter. Antall kvartaler fra endring



Kilde: Norges Bank

Figur 1d Endring i produksjonsgapet etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Ulike scenarier for forventningsdannelsen. Prosentenheter. Antall kvartaler fra endring



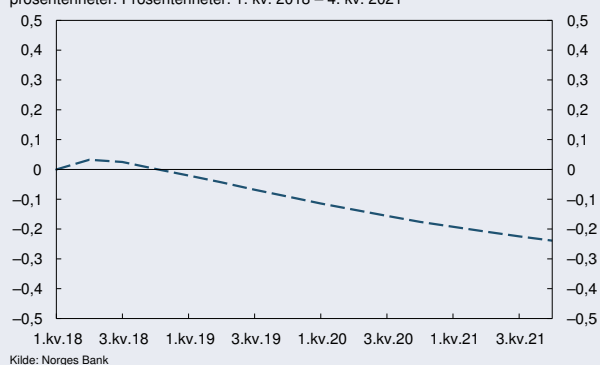
Kilde: Norges Bank

modell NEMO. Også her må vi gjøre antakelser om hvordan aktørene i økonomien tar hensyn til at måltallet er nedjustert. Vi har lagt til grunn at det er en viss treghet i forventningsdannelsen, slik at det tar noe tid før det nye inflasjonsmålet får fullt gjennomslag i lønns- og prisfastsettelsen. Virkningsberegningene er usikre, blant annet fordi det er usikkerhet om forventningsdannelsen til aktørene i økonomien.

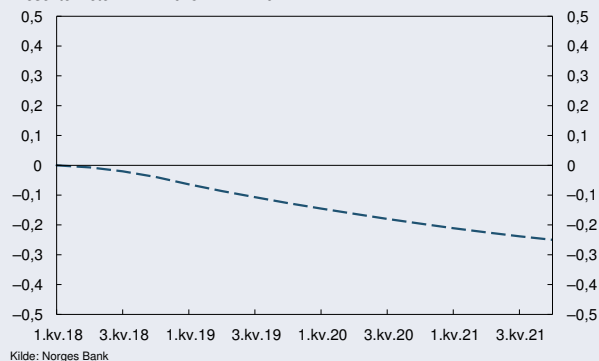
Virkningene av å senke måltallet med en halv prosent-enhet er illustrert i figur 2. Det er her antatt at økono-

mien i utgangspunktet er i likevekt med en inflasjonsrate lik det gamle målet, men implikasjonene er i prinsippet om lag de samme uavhengig av utgangssituasjonen. Som følge av antakelsen om gradvis gjennomslag av det nye inflasjonsmålet i pris- og lønnsdannelsen, vil ikke inflasjonsforventningene falle så mye på kort sikt. For å bringe inflasjonen ned mot det nye målet, må styringsrenten derfor øke noe. Den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyring tilsier at den pengepolitiske innstramningen vil være liten.

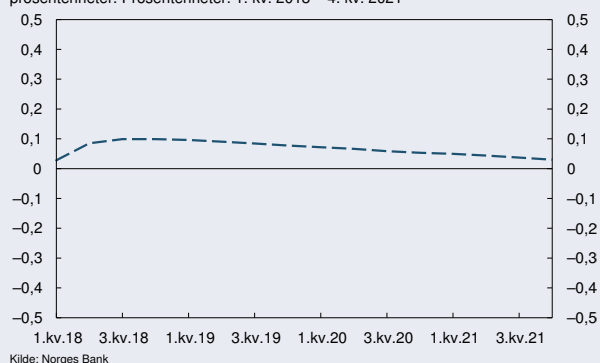
Figur 2a Endring i styringsrenten etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Prosentenheter. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021



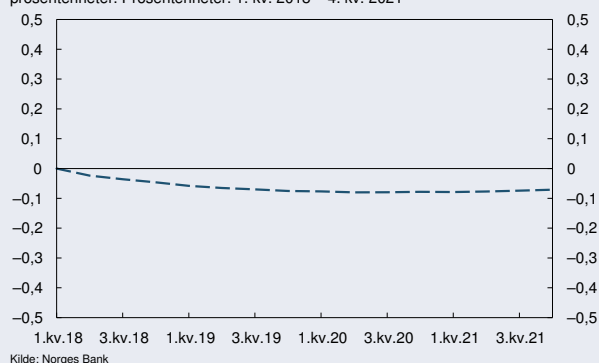
Figur 2b Endring i inflasjonen etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Prosentenheter. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021



Figur 2c Endring i realrenten etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Prosentenheter. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021



Figur 2d Endring i produksjonsgapet etter senking av inflasjonsmålet med 0,5 prosentenheter. Prosentenheter. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2021



Kronekursen antas å styrke seg noe som følge av den moderate innstramningen i pengepolitikken.⁴ En noe høyere realrente og sterkere kronekurs fører til at inflasjonen faller litt på kort sikt. En pengepolitikk som er innrettet mot et noe lavere inflasjonsmål, vil dempe inflasjonsforventningene og bidra til at prisveksten etter hvert kommer ned mot det nye målet. Den nominelle renten vil etter en tid måtte settes ned for

å unngå at realrenten blir for høy. På lang sikt vil inflasjonen og den nominelle renten falle med en halv prosentenheter. Vi legger til grunn at inflasjonsmålet ikke påvirker den nøytrale realrenten.

⁴ Det antas at aktørene i valutamarkedet i stor grad er fremoverskuende. Forventninger om noe høyere realrenter gjør at valutakursen styrker seg umiddelbart etter annonsering av nytt og lavere inflasjonsmål.

MODELL

Modellen består av følgende tre ligninger:

$$(i) \quad y_t = \alpha E_t y_{t+1} - \sigma(i_t - \pi_{t+1}^e)$$

$$(ii) \quad \pi_t = \pi_{t+1}^e + \kappa y_t$$

$$(iii) \quad \pi_{t+1}^e = \beta E_t \pi_{t+1} + \delta \pi_{t-1} + (1 - \beta - \delta) \pi_t^*$$

y_t er produksjonsgapet, i_t er nominell rente, π_t er inflasjonen og π_{t+1}^e er inflasjonsforventningene. Inflasjonsforventningene antas å være et veiet gjennomsnitt av en rasjonell, fremoverskuende komponent, $E_t \pi_{t+1}$, inflasjonen forrige periode, π_{t-1} , og inflasjonsmålet, π_t^* . Phillipskurven (ii) er spesifisert slik at den generaliserer både en standard teoretisk ny-keynesiansk Phillipskurve ($\delta = \pi_t^* = 0$) og en tradisjonell Phillipskurve ($\beta = 0, \delta = 1$). Etterspørselskurven (i) fanger opp den konvensjonelle, neo-klassiske IS-likningen som et spesialtilfelle ($\alpha = 1$).

Det er antatt at sentralbanken minimerer en standard tapsfunksjon: $L_t = (\pi_t - \pi_t^*)^2 + \lambda y_t^2$. I de heltrukne linjene er $\lambda = 1$, mens i de stiplede linjene er $\lambda = 0,2$.

Parameterverdier for de ulike tilfellene:

Blå linjer: $\alpha = 1, \beta = 0,99, \delta = 0$

Oransje linjer: $\alpha = 0,6, \beta = 0,99 * 0,6, \delta = 0,4$

Lilla linjer: $\alpha = 0,4, \beta = 0,99 * 0,4, \delta = 0,6$

5 Vurdering av finansiell stabilitet

- beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

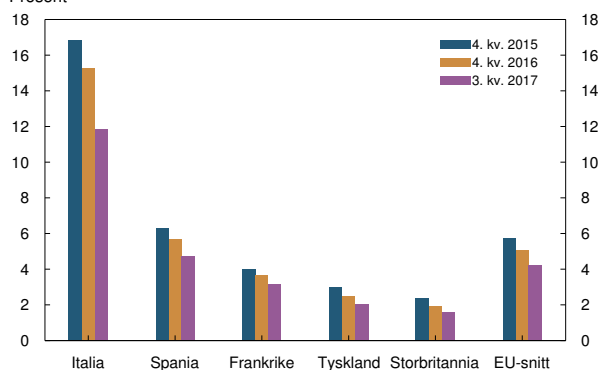
Boligprisene har falt moderat siden omslaget i fjor vår. Korreksjonen i boligmarkedet har redusert risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Samtidig er veksten i husholdningenes gjeld fortsatt høy. Over tid vil lavere boligprisvekst dempe gjeldsveksten og dermed bidra til å redusere sårbarheten i husholdningene. Foretakene har god tilgang på kreditt, og kredittveksten har tatt seg opp. Lønnsomheten i de største norske bankene økte i fjor og alle bankene oppfylte sine kapitalmål ved utgangen av året.

5.1 INTERNASJONAL UTVIKLING

Aksjemarkedene var preget av nokså store kurssvingninger i begynnelsen av februar, se figur 2.5. Uroen blir sett i sammenheng med en markert økning i lang-siktige renter og forsterkede forventninger om fortsatt økning. Risikopåslagene i obligasjonsmarkedene økte noe i begynnelsen av februar, men er fortsatt på svært lave nivåer. For låntakere i obligasjonsmarkedene har sårbarheten overfor renteøkning blitt noe redusert de siste årene fordi gjennomsnittlig rentebindingstid på utestående lån har økt. Høyt gjeldsnivå globalt gjør likevel mange låntakere utsatt ved en markert økning i renter. En brå økning i risikopremier utgjør derfor fortsatt en vesentlig trussel mot finansiell stabilitet internasjonalt.

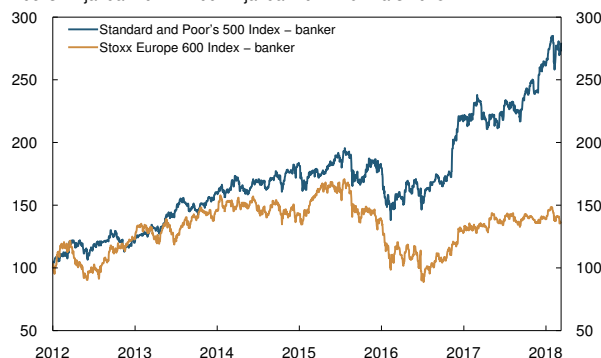
Både kapitaldekningen og lønnsomheten i europeiske banker økte ytterligere i tredje kvartal i fjor. Andelen misligholdte lån har falt i flere land, se figur 5.1. Den økonomiske oppgangen i euroområdet kan bedre situasjonen i bankene ytterligere. En normalisering av rentenivået kan øke bankenes rentemargin som har vært under press fordi bankene i liten grad har operert med negative innskuddsrenter. Bankenes låntakere vil i tillegg bli bedre rustet til å møte en eventuell økning i utlånsrentene. Til tross for tegn til bedring av situasjonen i europeiske banker, har utviklingen i europeiske bankaksjer vært svak i forhold til amerikanske bankaksjer, se figur 5.2.

Figur 5.1 Misligholdte lån som andel av totale utlån i banker i utvalgte EU-land. Prosent



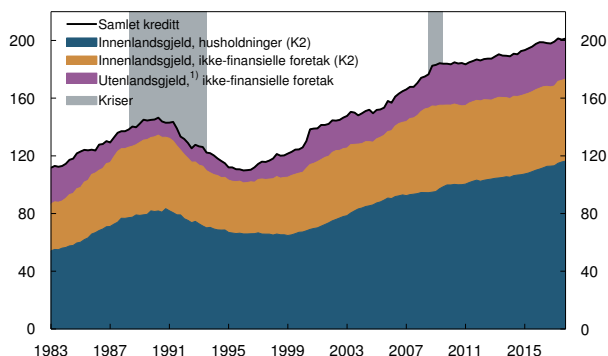
Kilde: European Banking Authority (EBA), Risk Dashboard 3. kv. 2017

Figur 5.2 Aksjekursindekser for amerikanske og europeiske bankaksjer. Indeks. 1. januar 2012 = 100. 1. januar 2012 – 9. mars 2018



Kilde: Thomson Reuters

Figur 5.3 Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2017



1) Foreløpige tall for utenlandsgjelden for 4. kv. 2017.
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

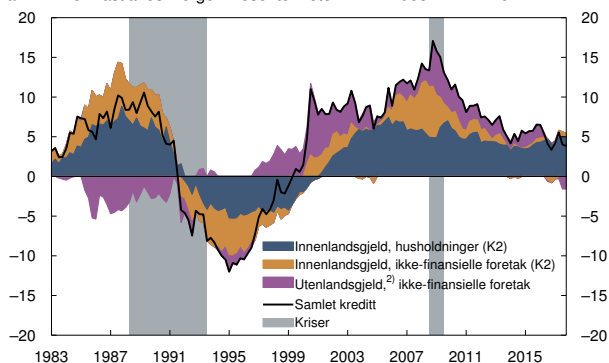
5.2 KREDITT

Kreditten har lenge steget raskere enn verdiskapingen i den norske fastlandsøkonomien, se kredittindikatoren i figur 5.3. Kredittindikatoren økte fra tredje til fjerde kvartal i fjor. Kredittgapet, avviket mellom kredittindikatoren og en beregnet trend, falt litt, se figur 5.4. Gjeldsveksten tiltok både i husholdningene og foretakene mot slutten av fjoråret, med unntak av foretakenes utenlandsgjeld som fortsatte å falle.

Gjeldsveksten i husholdningene holder seg høy

Den høye gjelden i husholdningene er en alvorlig sårbarhet i det norske finansielle systemet, se Norges Banks *Finansiell stabilitet 2017*. Gjeldsveksten i husholdningene avtok litt gjennom 2017, men tiltok igjen mot slutten av året, se figur 5.5. Det er særlig nedbetalingslån med pant i bolig som bidro til oppgangen.

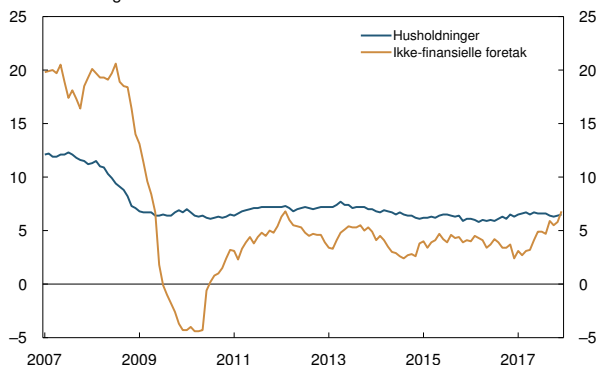
Figur 5.4 Dekomponert kredittgap¹⁾. Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2017



1) Avvik fra trend ved utvidet Hodrick-Prescott (HP) filter. Ensidig HP-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
2) Foreløpige tall for utenlandsgjelden for 4. kv. 2017.
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeld har steget raskere enn inntektene i mange år, og gjeldsbelastningen økte ytterligere gjennom fjoråret, se figur 5.6. Til tross for at rentenivået er lavt, har høy og økende gjeld i husholdningene ført til at gjeldsbetjeningsgraden, andelen av inntekt som betjener renter og normale avdrag, har nådd nivåene fra bankkrisen på slutten av 1980-tallet. Gjeldsbetjeningsgraden økte gjennom 2017 og signaliserer høy risiko i temperaturkartet, se figur 5.24 på side 59.

Figur 5.5 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2007 – desember 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Vurderingen av finansielle ubalanser er utgangspunktet for Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se ramme på side 61 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.

Analyser i *Finansiell stabilitet 2017* viser at de fleste husholdningene har god evne til å betjene noe høyere renter på gjelden sin. En økning i utlånsrenten på 1 prosentenheter vil likevel øke kredittrisikoen på lån til husholdningene noe, særlig blant førstegangskjøpere i boligmarkedet. I *Finansiell stabilitet 2017* ble det også gjort analyser av andelen husholdninger som ved forstyrrelser brått kan stramme inn på konsumet. Resultatet i analysene viser at andelen husholdninger i liten grad påvirkes av en økning i renten på 1 prosentenheter. Høyere renter vil imidlertid bidra til å dempe veksten i husholdningenes konsum, se kapittel 3 og utdyping side 37.

I fjerde kvartal 2017 rapporterte bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse om lite endret etterspørsel etter lån med pant i bolig. I første kvartal i år venter bankene en mindre nedgang i etterspørselen. Kredittpraktisen overfor husholdningene var ifølge bankene uendret i andre halvår i fjor, etter noe innstramning i første halvår som følge av endringene i boliglånsforskriften. Fremover venter bankene uendret kredittpraktis.

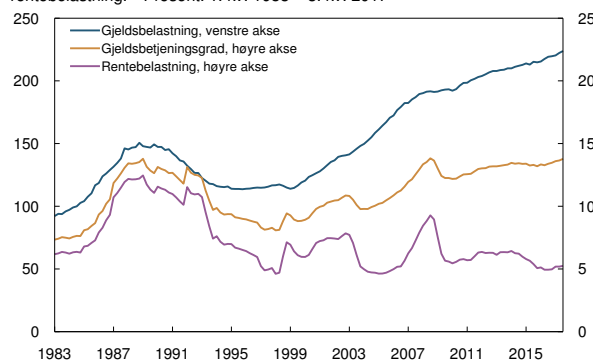
Innstramningen i kredittpraktis kan bidra til at sårbarheten i utsatte husholdninger ikke bygger seg opp i samme grad som tidligere. Finanstilsynets boliglånsundersøkelse for 2017 viste at det ble innvilget færre nye lån med gjeldsgrad over fem eller belåningsgrad over 85 prosent. Nedgangen er størst blant yngre låntakere, som er en gruppe med høy belåningsgrad og høy gjeldsgrad. Over tid vil lavere boligprisvekst dempe gjeldsveksten og dermed bidra til å redusere sårbarheten i husholdningene.

Høyere kredittvekst i foretakene

Foretakene har god tilgang på kreditt. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt har tatt seg opp i løpet av 2017, etter å ha vært moderat de seneste årene, se figur 5.5. Veksten har tiltatt både fra banker og i obligasjonsmarkedet, og har økt i flere næringer, se figur 5.7 og 5.8. Foretakenes utenlandsgjeld har fortsatt å falle. Kreditteveksten i foretakene er fortsatt lav i forhold til tidligere perioder, og signaliserer lav risiko i temperaturkartet, se figur 5.24 på side 59.

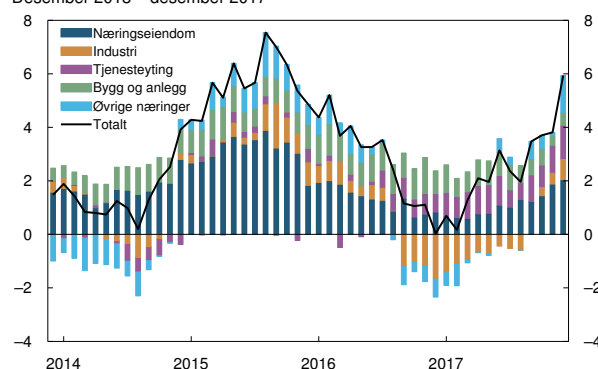
Risikopåslagene i det norske obligasjonsmarkedet avtok gjennom 2017, både i høy- og lavrisikosegmentet.

Figur 5.6 Husholdningenes gjeldsbelastning, gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



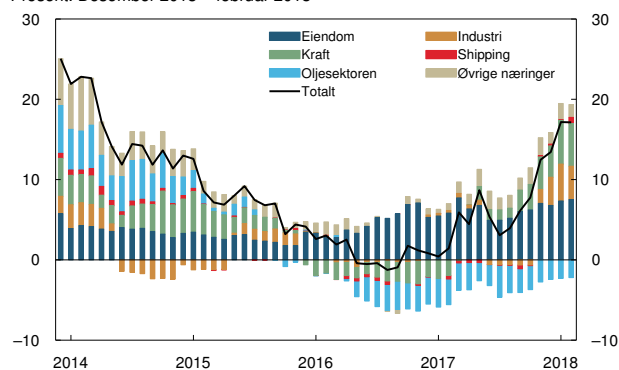
¹⁾ Gjeldsbelastning er lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Rentebelastning er beregnet som renteutgifter som andel av summen av disponibel inntekt og renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingsstid. Disponibel inntekt er korrigert 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 – 3. kv. 2017 benyttes disponibel inntekt uten aksjeutbytte. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.7 Banker og kreditforetaks utlån til ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst i beholdning. Bidrag fra ulike næringer. Prosent. Desember 2013 – desember 2017



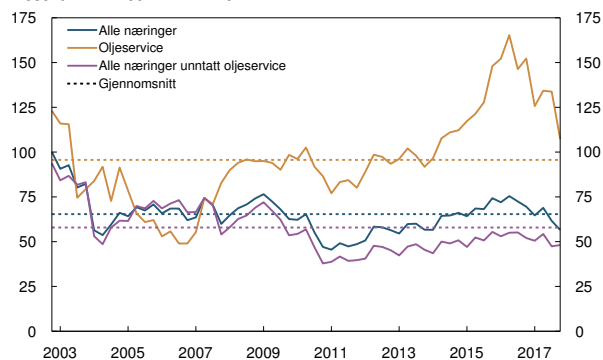
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.8 Utlån til norske ikke-finansielle foretak i det norske obligasjonsmarkedet. Bidrag fra ulike næringer. Tolv månedersvekst i beholdning. Prosent. Desember 2013 – februar 2018



Kilder: Stamdata og Norges Bank

Figur 5.9 Netto gjeldsgrad.¹⁾ Børsnoterte foretak.²⁾
Prosent. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2017



1) Netto rentebærende gjeld som andel av egenkapital.
2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskl. foretak innen utvinning av olje og gass.
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Lave risikopåslag har bidratt til å gjøre obligasjonsfinansiering mer attraktivt. I 2017 ble det utstedt foretaksobligasjoner for nær 90 milliarder kroner fra norske foretak. Det er nesten dobbelt så mye som i 2015 og 2016. Starten av 2018 har også vært preget av nokså høye emisjonsvolum.

Næringseiendom bidrar mest til utlånsveksten både i bankene og i obligasjonsmarkedet. Veksten tiltok gjennom fjoråret. I obligasjonsmarkedet har ikke bare volumet, men også antall utstedelser økt markert det siste året. Det kan tyde på at det er flere eiendomsforetak som benytter obligasjonsmarkedet nå enn tidligere.

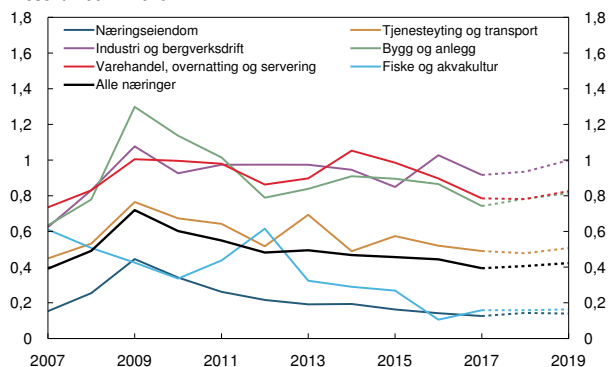
Utlånsveksten til industrien har vært svak de siste par årene, men mot slutten av fjoråret tok veksten seg opp. I obligasjonsmarkedet bidro store emisjoner fra Norsk Hydro og Yara til høye emisjonsvolum innen industri rundt årsskiftet.

Til tross for økt kredittvekst i foretakene, har gjeldsgraden i børsnoterte foretak hatt en nedadgående trend siden andre kvartal 2016, se figur 5.9. For næringer utenom oljeservice, har egenkapitalen økt relativt mer enn gjelden. I oljeserviceforetakene har netto rentebærende gjeld falt. Det har gitt et markert fall i gjeldsgraden siden andre kvartal 2015. Likevel er gjeldsgraden høy og gjeldsbetjeningsevnen lav i disse foretakene sammenlignet med perioden forut for oljeprisfallet.

Ifølge estimerte konkurssansynligheter er kredittrisikoen i foretakssektoren om lag uendret i år sammenlignet med i fjor, se figur 5.10.¹ Kredittrisikoen er høyest innen industri og bergverksdrift, etterfulgt av varehandel, overnatting og servering og bygg og anlegg. Disse næringene står for om lag 30 prosent av bankgjelden i estimeringsutvalget.

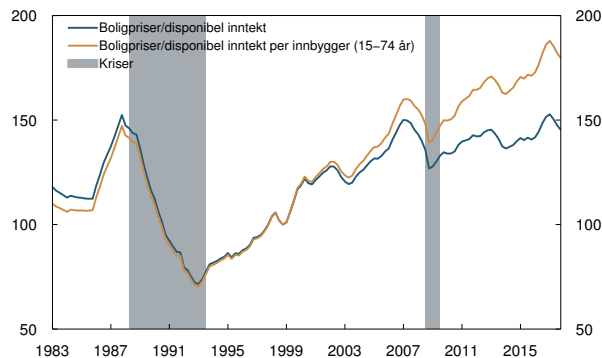
Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om lite endret etterspørsel etter lån og uendret kredittpraksis overfor foretak i fjerde kvartal 2017. De venter ingen endringer i etterspørsel eller kredittpraksis fremover.

Figur 5.10 Estimert kredittrisiko¹⁾ per næring.
Prosent. 2007 – 2019²⁾



1) Estimert konkurssultsatt bankgjeld som andel av total bankgjeld i hver næring.
2) Stiplede linjer er anslag.
Kilde: Norges Bank

Figur 5.11 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt.¹⁾
Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2017



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 – 4. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1) Konkurssansynlighetene 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.

5.3 EIENDOMSPRISER

Bolig- og næringseiendomspriser har steget kraftig over en lengre periode. De siste kvartalene har boligpriser i forhold til disponibel inntekt avtatt som følge av nedgangen i boligprisene, se figur 5.11. Korrek-sjonen i boligmarkedet har redusert risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Innen næringseiendom fortsatte beregnede salgspriser på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo å stige gjennom fjoråret, se figur 5.16.

Moderat fall i boligprisene

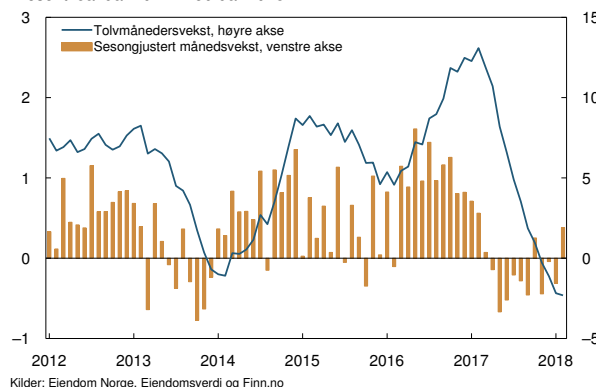
Etter kraftig oppgang i 2016 var det et markert omslag i boligmarkedet i 2017. Boligprisene har falt de fleste månedene siden toppen i fjor vår, men i februar var det positiv vekst, se figur 5.12.² Fra toppen har prisene falt med 3 prosent samlet for Norge. Det var særlig Oslo som hadde svært sterk boligprisvekst i 2016, og det er også her veksten har falt mest, se figur 5.13.

Endringene i boliglånsforskriften har trolig bidratt til omslaget i boligmarkedet, men prisfallet må også ses i sammenheng med den kraftige prisveksten i 2016 og økt tilbud av boliger. Norges Bank har nylig anbefalt at kravene i boliglånsforskriften videreføres, med unntak av særreglene for Oslo.³

Omsetningen av bruktboliger har holdt seg oppe gjennom 2017. Høyt tilbud av boliger førte likevel til at beholdningen av usolgte bruktboliger økte frem til høsten 2017, se figur 5.14. Tilbudet var særlig høyt i Oslo. De siste månedene har antall usolgte boliger falt. Det må ses i sammenheng med at mange boliger trolig har falt ut av statistikken fordi de har vært usolgt mer enn seks måneder, se også ramme side 58. Hittil i år har antallet omsatte boliger vært likt antallet boliger lagt ut for salg for landet samlet sett. I Oslo har det blitt omsatt flere boliger enn det som har blitt lagt ut for salg. Det har bidratt til å redusere beholdningen av usolgte boliger i Oslo så langt i år.

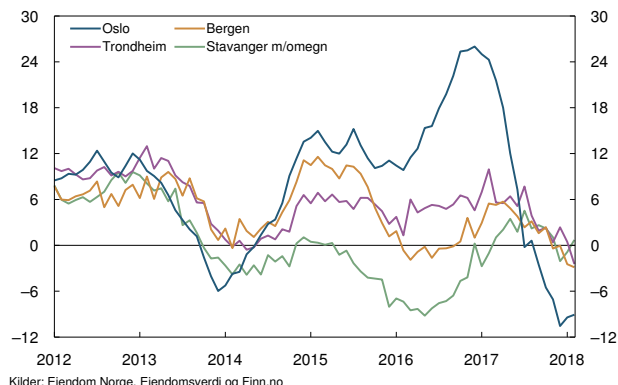
Salget av nye boliger var lavere i 2017 enn i 2016, men nær gjennomsnittet for årene 2013 til 2015, se figur 5.15. De siste tallene tyder på at nyboligsalget er i ferd med å stabilisere seg. I januar og februar i år var salget

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



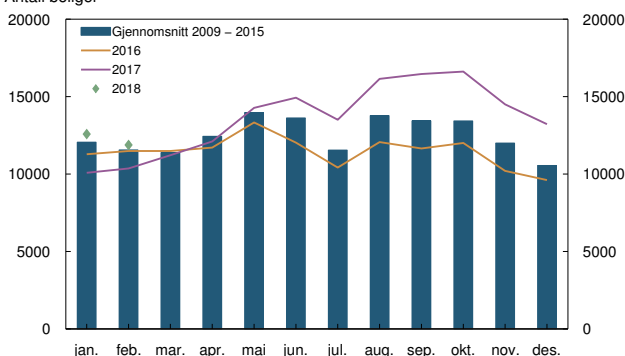
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

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



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.14 Beholdning av usolgte bruktboliger ved utgangen av måneden. Antall boliger

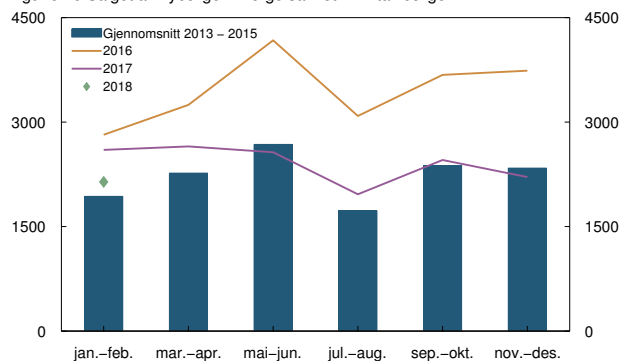


Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

² Boligprisstatistikken ble lagt om i januar i år, se ramme på side 58.

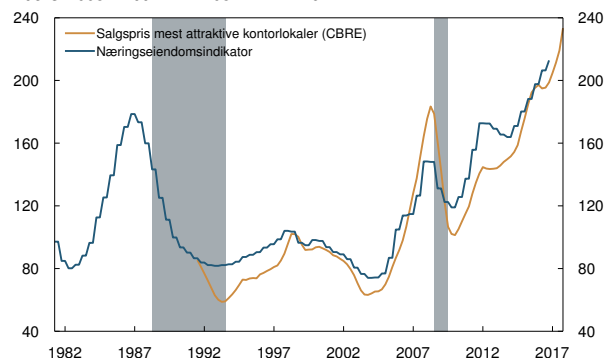
³ Se Norges Banks brev av 9. februar 2018 til Finanstilsynet om vurdering av boliglånsforskriften.

Figur 5.15 Salget av nyboliger i Norge samlet.¹⁾ Antall boliger



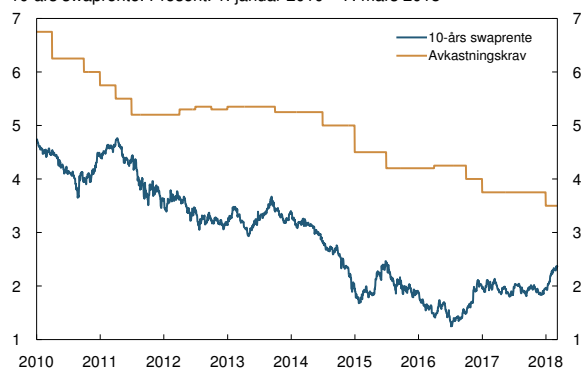
1) Statistikk for Norge f.o.m. 2013. Tidligere tall for 2013 er skjålet bakover med veksten på Østlandet. Statistikken inkluderer kun solgte boliger i prosjekter med mer enn 15 enheter. Decker hoveddelen av markedet på Østlandet og en noe lavere andel i de andre regionene.
Kilde: Samfunnsøkonomisk analyse

Figur 5.16 Næringseiendomsindikator¹⁾ og salgspris på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo²⁾. Deflatert med BNP-deflatoren. Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 4. kv. 2017



1) Siste tall for næringseiendomsindikatoren er fra 4. kv. 2016.
2) Beregnet ved gjennomsnittlig salgspris siste fire kvartaler. Kun årlige tall fra 1991 til 1994. Kvartalsvise tall er konstruert ved lineær interpolering.
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.17 Avkastningskrav¹⁾ for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo og 10-års swaprente. Prosent. 1. januar 2010 – 7. mars 2018



1) Avkastningskravet er basert på tall fra CBRE. Kvartalsvise observasjoner.
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv og Thomson Reuters

om lag uendret fra november og desember i fjor, og på Østlandet økte salget noe. Tilfanget av nye boliger for salg har avtatt i de fleste regioner, og spesielt Oslo. Beholdningen av usolgte nye boliger har vært om lag uendret de siste månedene.

Det er nå tegn til at boligprisene flater ut. Sammen med lavere igangsetting av nye boliger og bedre vekstutsikter for økonomien reduserer det risikoen for et betydelig fall i boligprisene den nærmeste tiden. Samtidig har nedgangen i boligprisene det siste året gjort fallhøyden i boligmarkedet mindre. Det har redusert risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Det er likevel fortsatt usikkerhet om utviklingen, blant annet som følge av høy boligbygging de siste årene og lavere befolkningsvekst.

Høyere næringseiendomspriser

Utviklingen i næringseiendomsmarkedet er viktig for bankene, da de har betydelige utlån til næringseiendomsforetak.

Salgsprisene for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo økte markert gjennom fjoråret, se figur 5.16.⁴ Prisene på næringseiendom avhenger blant annet av netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Kontorleieprisene økte i de fleste områder i Oslo i fjor. Leieprisene steg også i Trondheim, mens de var stabile i Bergen. I Stavanger har prisene fortsatt å falle i områder med høy eksponering mot oljevirksomhet.

Ifølge Entras konsensusrapport falt kontorledigheten i Oslo og Bærum i 2017, og markedsaktørene venter noe nedgang i ledigheten også i år. Det kan bidra til å presse leieprisene og dermed salgsprisene videre opp. På den andre siden er det ventet at byggeaktiviteten tar seg litt opp fremover. Det kan på litt lengre sikt bidra til å holde leieprisene nede.

Anslått avkastningskrav for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo har vært stabilt siden slutten av 2016, men falt litt mot slutten av fjoråret, se figur 5.17. Avkastningskravet på normale kontoreiendommer i Oslo har falt over en lengre periode og fortsatte å falle i fjor. Siden årsskiftet har langsiktige, risikofrie renter økt. Dersom oppgangen i lange renter fortsetter,

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

kan det føre til at avkastningskravet øker. Det kan bidra til å trekke salgsprisene på næringseiendom ned.

5.4 BANKENE

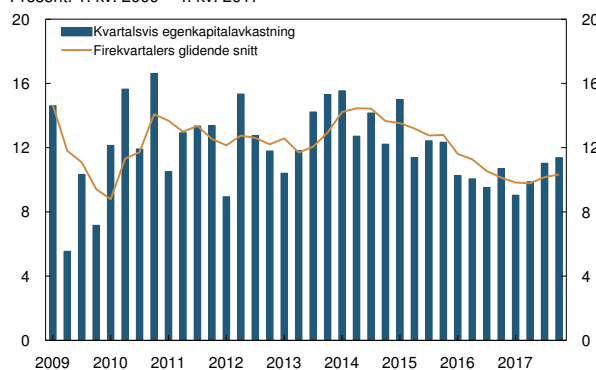
Egenkapitalavkastningen til de store norske bankene steg gjennom 2017, se figur 5.18. Sterkere utlånsvekst, økte marginer og lavere tap bidro til høyere lønnsomhet i fjor sammenlignet med året før. Utlånstapene økte noe fra første til andre halvår i fjor, men sammenlignet med 2016 var nivået i 2017 betydelig lavere, se figur 5.19. Det var fortsatt oljerelaterte næringer som bidro mest til tapene.

De store norske bankene oppfyller det samlede kravet (pilar 1 og pilar 2) til ren kjernekapitaldekning ved utgangen av 2017. Tallene for fjerde kvartal viser at ren kjernekapitaldekning hensyntatt foreslått utbytte er i tråd med bankenes langsiktige kapitalmål, se figur 5.20. Bankenes mål for ren kjernekapitaldekning er høyere enn det samlede kravet. Flere av de store norske bankene foreslår å utbetale en høyere andel av overskuddet i utbytte for 2017 enn i 2016. Bankene melder om at gode resultater samtidig som kapitalkravene er nådd, gir rom for høyere utdelingsgrad. Alle de norske bankene oppfyller kravet til uvektet kjernekapital.

Tolv månedersveksten i bankenes utlån til næringsmarkedet har vist en stigende trend i 2017. Utlånsveksten fra både norske banker og filialene tiltok noe gjennom fjoråret. Norske banker bidro i fjor til mer enn halvparten av bankenes utlånsvekst til næringsmarkedet.

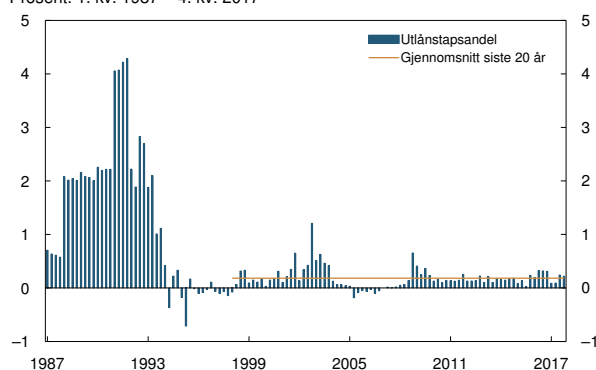
Bankene har god tilgang på markedsfinansiering. I 2017 hentet norske banker om lag like mye ny markedsfinansiering som i 2016. Risikopåslagene på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har falt noe siden forrige Pengepolitiske rapport. Bankenes markedsfinansieringsandel har vært stabil over lengre tid, men har avtatt noe de siste par årene.

Figur 5.18 Egenkapitalavkastning i store norske banker.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2009 – 4. kv. 2017



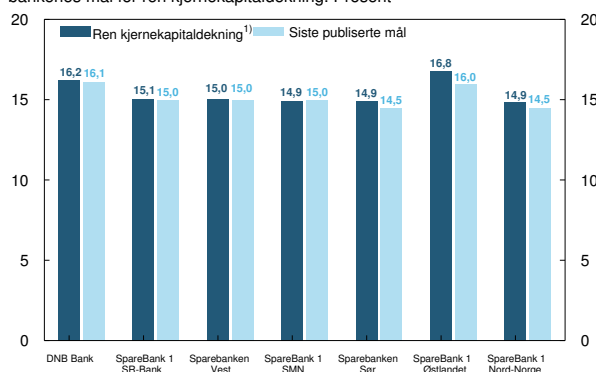
¹⁾ I 2017 inngår: DNB bank, Sparebank 1 SR-bank, Sparebanken Vest, Sparebank 1 SMN, Sparebanken Sør, Sparebank 1 Nord-Norge og Sparebanken Østlandet.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.19 Utlånstap i bankene som andel av brutto utlån til kunder. Kvartalsvis annualisert. Alle banker og kredittforetak i Norge. Prosent. 1. kv. 1987 – 4. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

Figur 5.20 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker per 4. kv. 2017 og bankenes mål for ren kjernekapitaldekning. Prosent



¹⁾ Bankenes rapporterte tall for 4. kv. 2017 som tar hensyn til deres foreslåtte utbytte.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

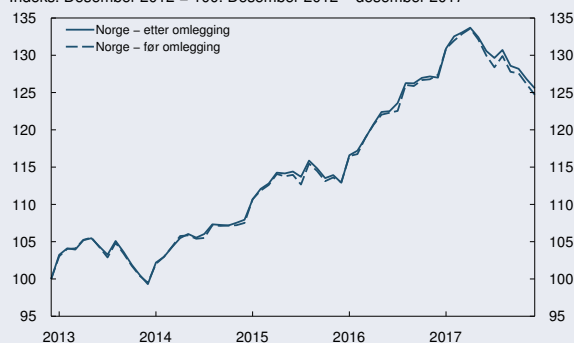
OMLEGGING AV BOLIGPRISSTATISTIKKEN

Metoden for beregning av Eiendom Norges boligprisindekser ble endret fra og med januar i år. Historikken ble oppdatert i tråd med den nye metoden. Omleggingen har medført marginale endringer i den nasjonale boligprisindeksen, se figur 5.21. Den nasjonale indeksen er nå en aggregering av syv regionale indekser som til sammen dekker hele landet. Tidligere ble det beregnet en separat nasjonal indeks basert på alle omsatte boliger i hele landet.

I den nye statistikken foretas det noe mindre glatting av regionale prisindekser, og de vil derfor svinge mer fra måned til måned enn tidligere. Den nye indeksen for Oslo viser noe sterkere prisvekst i 2016 og at prisene begynte å falle tidligere i 2017, se figur 5.22. I Trondheim og Bergen viser de nye indeksene noe svakere prisvekst i 2016, men sterkere prisvekst i begynnelsen av 2017. Samlet prisfall fra topp til bunn det siste året i de tre byene er nokså likt før og etter omleggingen.

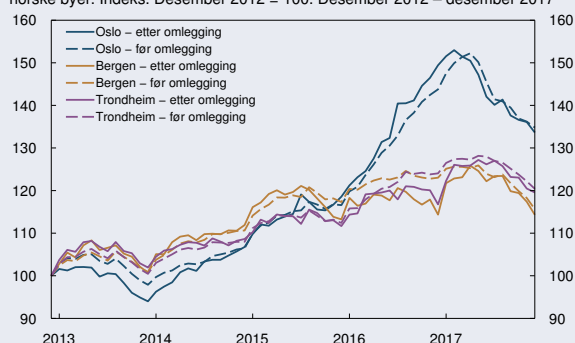
Definisjonen av usolgte boliger har også blitt endret i forbindelse med omleggingen, se figur 5.23. Usolgte boliger viser antall boliger som har vært annonsert på Finn.no, men hvor det ikke har blitt registrert noe salg. Tidligere ble boliger som ikke hadde blitt registrert som solgt fjernet etter ni måneder. Etter omleggingen fjernes en bolig etter seks måneder.

Figur 5.21 Boligpriser før og etter omlegging av boligprisstatistikken. Indeks. Desember 2012 = 100. Desember 2012 – desember 2017



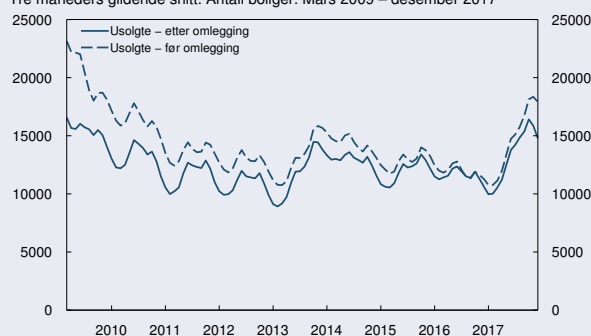
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.22 Boligpriser før og etter omlegging av boligprisstatistikken. Store norske byer. Indeks. Desember 2012 = 100. Desember 2012 – desember 2017



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.23 Beholdning av usolgte bruktboliger før og etter omlegging.¹⁾ Tre måneders glidende snitt. Antall boliger. Mars 2009 – desember 2017



1) Før omlegging ble en bolig som ikke hadde blitt registrert solgt fjernet etter 9 måneder. Etter omleggingen fjernes en bolig etter 6 måneder.

Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

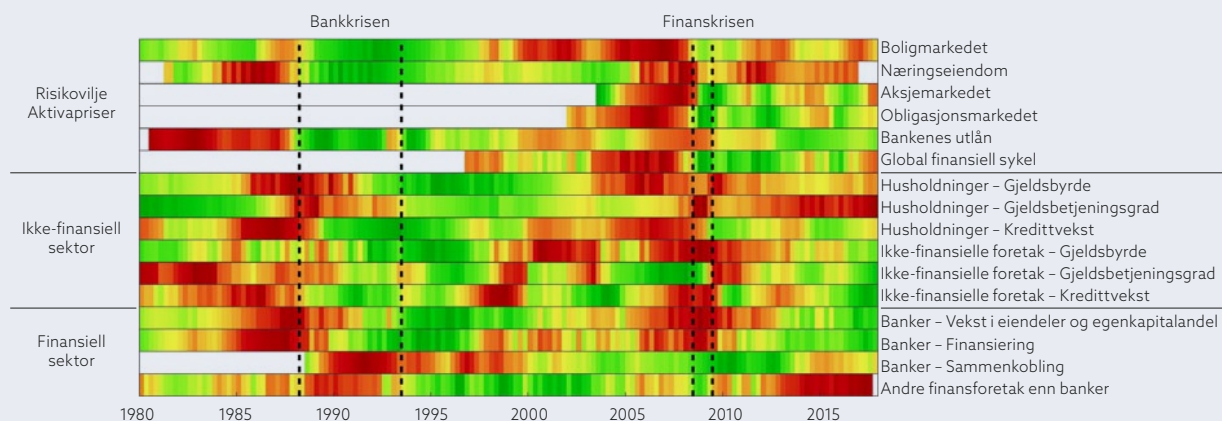
TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

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.¹

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.

¹ 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 5.24 Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 4. kv. 2017



Kilder: BIS, Bloomberg, Dagens Næringsliv, DNB Markets, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (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 landegrensler, såkalt resiprositet.¹ 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.² 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 ¹
Sverige	2 prosent	8,7 prosent
USA	0 prosent	4,2 prosent
Danmark	0 prosent	3,1 prosent
Storbritannia	0 prosent	2,5 prosent
Litauen	0 prosent	2,0 prosent
Finland	0 prosent	2,0 prosent
Polen	0 prosent	1,8 prosent
Canada	-	1,2 prosent
Latvia	0 prosent	1,2 prosent
Marshalløyene	-	1,1 prosent

1 Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 1. kv. 2016 til 4. kv. 2017. 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*». ESRB, 18. juli.

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 KAPITALBUFFER¹

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 i en kommende lavkonjunktur og styrke det finansielle systemet. En motsyklisk kapitalbuffer vil dessuten kunne bidra til å dempe høy kredittvekst og redusere risikoen for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien.

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.²

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 ESRB³ 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.

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

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

³ Se ESRB (2014) «Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates». ESRB, 18. juni.

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato ¹	Styringsrente ²	Endring
20. juni 2018		
2. mai 2018		
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 ³	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
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 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 4/17 i parentes	Andel av verdens BNP ¹			Prosentvis endring fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere ⁴	2017	2018	2019	2020	2021
USA	15	24	9	2,3 (0,1)	2,7 (0,3)	2,4 (0,2)	2 (0)	1,9
Euroområdet	12	16	32	2,4 (0)	2,4 (0,4)	1,9 (0,2)	1,7 (0,1)	1,5
Storbritannia	2	4	10	1,7 (0,1)	1,6 (0,1)	1,6 (0)	1,6 (0)	1,6
Sverige	0,4	0,7	11	2,5 (-0,2)	2,8 (0,1)	2,1 (0)	2,1 (0)	2,1
Øvrige industriland ²	7	10	19	2,4 (0)	2,3 (0,2)	2,1 (0)	1,9 (-0,1)	2,0
Kina	18	15	7	6,9 (0,1)	6,4 (0,2)	6 (0,2)	5,8 (0)	5,8
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	11	12	3,7 (0,1)	3,9 (0,1)	4 (0)	4 (0)	4,0
Norges handelspartnere ⁴	73	79	100	2,9 (0,1)	2,8 (0,3)	2,5 (0,1)	2,3 (0)	2,2
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,7 (0,1)	3,9 (0,2)	3,8 (0,1)	3,7 (0)	3,7
Verden (markedskurser) ⁵	100	100		3,2 (0,1)	3,3 (0,2)	3,1 (0,1)	2,9 (0)	2,9

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 4/17 i parentes	Handels- partnere ⁴	Handels- partnere i rente- aggregatet ⁵	Prosentvis endring fra foregående år				
			2017	2018	2019	2020	2021
USA	7	20	2,1 (-0,1)	2,3 (0,1)	2,4 (0,1)	2,4 (0,1)	2,3
Euroområdet	34	54	1,5 (0)	1,5 (0,1)	1,5 (0)	1,6 (0)	1,7
Storbritannia	7	5	2,6 (-0,1)	2,6 (0)	2,3 (0)	2,1 (0)	2,1
Sverige ¹	14	12	2 (0,1)	1,7 (-0,2)	1,9 (-0,2)	2 (0)	2,0
Øvrige industriland ²	15		1,2 (0,1)	1,3 (0)	1,7 (0)	1,8 (0)	1,7
Kina	12		1,6 (0)	2,4 (0,2)	2,4 (0)	2,7 (0)	2,7
Øvrige fremvoksende økonomier ³	10		4 (0)	4,3 (0)	4,4 (0)	4,4 (0)	4,4
Norges handelspartnere ⁴	100		1,9 (0)	2 (0)	2,1 (0)	2,1 (0)	2,2
Handelspartnere i renteaggregatet ⁵			1,7 (-0,1)	1,8 (0,1)	1,8 (0)	1,9 (0)	1,9

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: Euroområdet, Sverige, Storbritannia, USA, Canada, Polen og Japan. Importvekter. Se Norges Bank Memo 2/2015: «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter» for mer informasjon.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

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

	2017		2018	
	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.
Faktisk	0,7	0,6		
Anslag i PPR 4/17		0,6	0,6	
Anslag i PPR 1/18			0,7	0,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2017	2018					
	des	jan	feb	mars	april	mai	juni
Faktisk	2,4	2,4	2,4				
Anslag i PPR 4/17	2,5	2,4	2,4	2,4			
Anslag i PPR 1/18				2,3	2,3	2,3	2,2

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2017			2018			
	okt	nov	des	jan	feb	mars	april
Faktisk	4,0	4,1	4,1				
Anslag i PPR 4/17	3,9	3,8	3,8	3,8			
Anslag i PPR 1/18				4,0	4,0	4,0	3,9

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3d Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2017			2018			
	des	jan	feb	mars	april	mai	juni
Konsumprisindeksen (KPI)							
Faktisk	1,6	1,6	2,2				
Anslag i PPR 4/17	1,7	1,7	2,1	1,9			
Anslag i PPR 1/18				2,4	2,4	2,1	1,9
KPI-JAE¹							
Faktisk	1,4	1,1	1,4				
Anslag i PPR 4/17	1,3	1,4	1,7	1,6			
Anslag i PPR 1/18				1,5	1,6	1,6	1,4
IMPORTERTE VARER I KPI-JAE¹							
Faktisk	0,5	0,2	-0,1				
Anslag i PPR 4/17	0,3	0,7	1,1	1,0			
Anslag i PPR 1/18				0,6	1,1	0,8	0,7
NORSKPRODUSERTE VARER OG TJENESTER I KPI-JAE^{1,2}							
Faktisk	1,8	1,3	1,9				
Anslag i PPR 4/17	1,8	1,7	1,9	1,9			
Anslag i PPR 1/18				1,8	1,8	1,9	1,7

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2 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 4/17 i parentes	Milliarder kroner 2017	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) Anslag				
		2017	2018	2019	2020	2021
Priser og lønninger						
Konsumprisindeksen (KPI)		1,8 (-0,1)	2,1 (0,2)	1,7 (-0,1)	1,8 (-0,3)	2,0
KPI-JAE ¹		1,4 (0)	1,5 (-0,2)	1,8 (-0,1)	1,8 (-0,3)	2,0
Årslønn ²		2,3 (-0,1)	2,9 (0)	3,4 (-0,2)	3,8 (-0,2)	3,9
Realøkonomi						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3279	1,8 (-0,1)	1,9 (1,0)	1,4 (-0,1)	2,3 (0,2)	1,9
BNP for Fastlands-Norge	2804	1,8 (-0,1)	2,6 (0,3)	2,0 (-0,2)	1,7 (-0,2)	1,4
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-0,9 (0)	-0,2 (0,2)	0,2 (0)	0,4 (-0,1)	0,3
Sysselsetting, personer, KNR		1,1 (0,1)	1,3 (0,3)	0,9 (-0,1)	0,7 (-0,1)	0,4
Arbeidsstyrke, AKU ⁴		-0,4 (0,1)	1,1 (0,2)	1,0 (-0,3)	0,7 (-0,1)	0,4
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,2 (0)	3,8 (0,1)	3,5 (0,1)	3,3 (0)	3,2
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,7 (0)	2,3 (-0,1)	2,2 (-0,2)	2,2 (-0,1)	2,2
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵	2903	3,0 (0)	2,0 (-0,2)	1,7 (0)	1,4 (-0,2)	1,3
– Husholdningenes konsum ⁶	1475	2,3 (-0,1)	2,6 (0,3)	2,0 (-0,2)	1,8 (-0,4)	1,8
– Foretaksinvesteringer	255	5,1 (-0,9)	7,2 (1,0)	3,2 (0,2)	1,1 (0,2)	-0,3
– Boliginvesteringer	203	7,1 (-2,6)	-6,0 (-6,0)	-2,5 (0,5)	-0,1 (0,4)	0,5
– Offentlig etterspørsel ⁷	969	2,6 (0,7)	1,5 (0)	1,6 (0,1)	1,3 (-0,1)	1,0
Petroleumsinvesteringer ⁸	150	-4,0 (-2,0)	7,4 (1,4)	8,2 (2,2)	2,9 (-0,1)	-1,7
Eksport fra Fastlands-Norge ⁹	607	0,4 (-0,4)	4,8 (0,1)	4,8 (0,1)	3,8 (0,4)	3,5
Import	1082	2,2 (0,5)	3,3 (0,4)	3,3 (1,0)	2,4 (0,1)	1,8
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		5,9 (0,2)	-0,7 (0,9)	2,0 (-0,9)	2,6 (-1,6)	2,9
Kreditt til husholdningene (K2) ¹⁰		6,5 (0,2)	6,2 (0,3)	6,0 (0,2)	5,7 (0)	5,5
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ¹¹		0,5 (0)	0,6 (0,1)	1,1 (0,2)	1,5 (0,1)	2,0
Importveid valutakurs (I-44) ¹²		104,5 (0)	103,7 (-0,7)	101,2 (-0,9)	100,5 (-0,6)	100,3
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹³		0,1 (0)	0,4 (0,1)	0,7 (0,2)	1,1 (0,3)	1,4
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹⁴		54 (0)	65 (4)	61 (2)	58 (1)	57

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.

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

6 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

7 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

8 Utvinning og rørtransport.

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

10 Kredittveksten er beregnet som firekvarteralsveksten ved utgangen av året.

11 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

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

13 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

14 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 5.-9. mars 2018.

NORGES BANK
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
www.norges-bank.no

Pengepolitisk rapport 1|18 – mars

