



NORGES BANK

3 | 17
SEPTEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Norges Bank

Oslo 2017

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 økonomi.

På møtet 13. september 2017 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 20. september 2017 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	
1 HOVEDBILDET	7
1.1 Utvikling og utsikter ute	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	10
2 INTERNASJONAL ØKONOMI	12
2.1 Vekst, priser og renter	12
2.2 Land og regioner	14
- Ramme: Utviklingen i prisene på olje og gass	17
3 NORSK ØKONOMI	18
3.1 Finansielle forhold	18
3.2 Produksjon og etterspørsel	19
3.3 Arbeidsmarked og kapasitetsutnyttning	24
3.4 Kostnader og priser	27
- Ramme: Forutsetninger om finanspolitikken	32
- Ramme: Anslag på petroleumsinvesteringer	33
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	34
4.1 Mål og tilbakeblikk	34
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	35
4.3 Usikkerhet og kryssjekker	38
- Ramme: Kriterier for en god rentebane	40
Utdyping: Makromodellen NEMO – mekanismer og drivkrefter	41
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET	
- BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	43
5.1 Internasjonal utvikling	43
5.2 Kreditt	43
5.3 Eiendomspriser	46
5.4 Bankene	48
- Ramme: Boligpriser og krav til utlån med pant i bolig i Skandinavia	50
- Ramme: Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	51
- Ramme: Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for krav til motsyklisk kapitalbuffer	52
- Ramme: Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	54
VEDLEGG	
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	56
Tabeller og detaljerte anslag	57

PENGEPOLITIKKEN I NORGE

MÅL

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

GJENNOMFØRING

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

BESLUTNINGSPROSESS

Styrrenten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter. Hovedstyret har de siste årene hatt seks rentemøter i året. Fra 2018 vil det være 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 styrrenten fattes dagen før rapporten offentliggjøres.

RAPPORTERING

Norges Bank rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i Pengepolitisk rapport og i årsberetningen. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i Grunnlovens §75c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen, og i sentralbanklovens §3. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i regjeringens finansmarkedsmelding. Sentralbanksjefen redegjør for pengepolitikken i en åpen høring i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av meldingen.

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. Bufferkravet er fastsatt til 1,5 prosent og vil øke til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

Hovedstyrets vurdering

Norges Banks hovedstyre har besluttet å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hos Norges handelspartnere har den økonomiske veksten tatt seg opp de siste årene, og arbeidsledigheten har falt. Lønnsveksten ute har holdt seg moderat, men siden i fjor høst har økte energipriser bidratt til å løfte konsumprisveksten. Utviklingen den siste tiden tyder på at den økonomiske veksten hos handelspartnerne blir noe høyere i år enn tidligere anslått. Prisveksten ser ut til å bli om lag som ventet. Rentenivået internasjonalt er fortsatt svært lavt, men markedsprisingen indikerer at rentene ute vil øke litt raskere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Etter flere år med svak utvikling i norsk økonomi har veksten tatt seg opp. Lave renter, bedret konkurranseevne og ekspansiv finanspolitikk har bidratt til oppgangen. Hittil i år har den økonomiske veksten vært i tråd med anslagene fra forrige rapport. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har avtatt. Bedringen i arbeidsmarkedet er kommet noe raskere enn lagt til grunn i juni. Både spot- og terminpriser på olje har økt noe.

Det er utsikter til at den samlede kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi fortsetter å øke i årene som kommer. Oljeinvesteringene ser ut til å passere bunnen i år. Høyere kapasitetsutnyttning vil trolig gjøre at veksten også i øvrige foretaksinvesteringer tar seg opp. Høyere import hos handelspartnerne vil bidra til økt eksport. På den annen side tilsier omslaget i boligmarkedet at boliginvesteringene ikke vil fortsette å vokse i årene som kommer. I tillegg vil finanspolitikken trolig bli mindre ekspansiv enn den har vært de siste årene. Samlet sett synes vekstutsiktene for norsk økonomi lite endret siden forrige rapport.

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Siden i fjor sommer har prisveksten falt, og utviklingen siden forrige rapport har vært om lag som anslått. I august var tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 0,9 prosent. Kronen er sterkere enn lagt til grunn i juni. Det gir isolert sett lavere prisvekst. I tillegg bidrar moderat lønnsvekst til å holde prisveksten nede i tiden som kommer.

Risikobildet synes balansert. Bedrede tillitsindikatorer og høyere forbruksvekst kan være tegn på et stemningsskifte i økonomien. Det kan bidra til at veksten fremover blir høyere enn ventet. På den annen side er det en risiko for at veksten dempes av at boliginvesteringene avtar mer enn lagt til grunn eller at den ventede oppgangen i foretaksinvesteringene blir mer forsiktig enn forutsatt.

Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt husholdningenes sårbarhet de siste årene. Siden i vår har boligprisene falt, og prisutviklingen de siste månedene har vært svakere enn ventet. Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres. Omslaget i boligmarkedet kan bidra til redusert risiko for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid.

Etter hovedstyrets vurdering er det fortsatt behov for en ekspansiv pengepolitikk. Rentene ute er lave. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er under et normalt nivå, og det er utsikter til at prisveksten holder seg under 2,5 prosent de neste årene.

I drøftingen av pengepolitikken legger hovedstyret vekt på at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er på vei opp og at den synes noe høyere enn tidligere lagt til grunn. Prisveksten har som ventet avtatt. Lønnsveksten vil trolig holde seg moderat, og utsiktene for prisveksten de nærmeste årene er lite endret. Inflasjonsforventningene synes godt forankret, og økningen i kapasitetsutnyttningen tilsier at prisveksten etter hvert vil ta seg opp. Endringene i utsiktene og risikobildet tilsier en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport. Usikkerheten om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem, også når det blir aktuelt å heve styringsrenten.

Etter en samlet vurdering vedtok hovedstyret å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen
20. september 2017

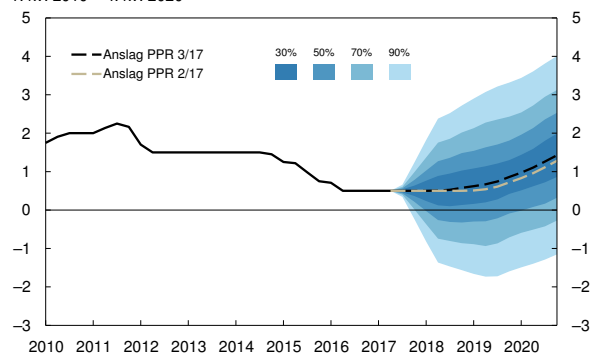
1 Hovedbildet

Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp, men kapasitetsutnyttningen er fortsatt under et normalt nivå. Den registrerte arbeidsledigheten har falt mer enn lagt til grunn i forrige rapport, mens veksten i BNP for Fastlands-Norge har vært i tråd med anslagene. Inflasjonen har avtatt, om lag som ventet. Prisveksten er lav.

Analysene og vurderingene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på 0,5 prosent det nærmeste året, før den heves gradvis til nær 1,5 prosent mot slutten av 2020. Rente-prognosen er lite endret, men innebærer en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport.

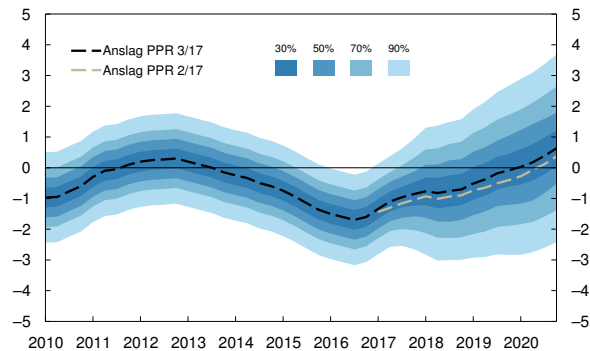
Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og at den vil være noe over et normalt nivå i 2020. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er noe høyere enn i forrige rapport. Inflasjonen anslås å ta seg opp til i underkant av 2 prosent ved utgangen av 2020. Sammenlignet med forrige rapport er prognosene for inflasjonen lite endret for de nærmeste årene, men litt høyere mot slutten av prognoseperioden.

Figur 1.1a Styringsrenten med usikkerhetsvifte.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



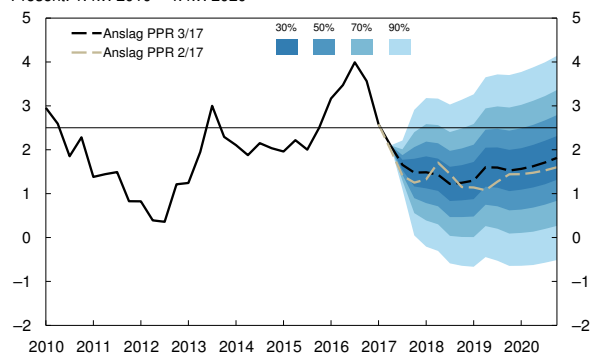
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



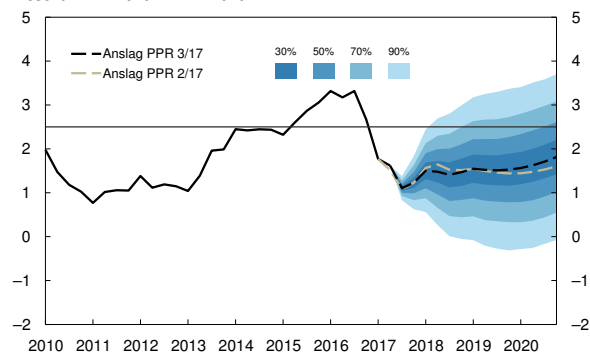
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



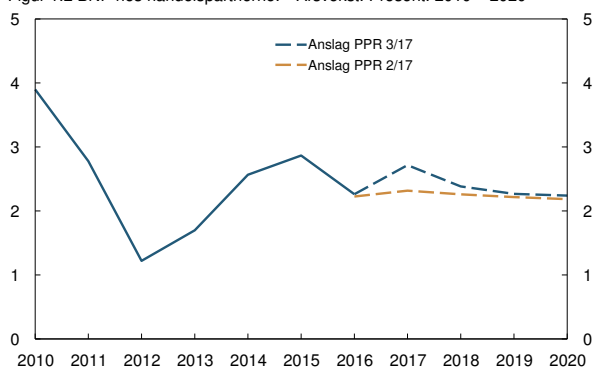
1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



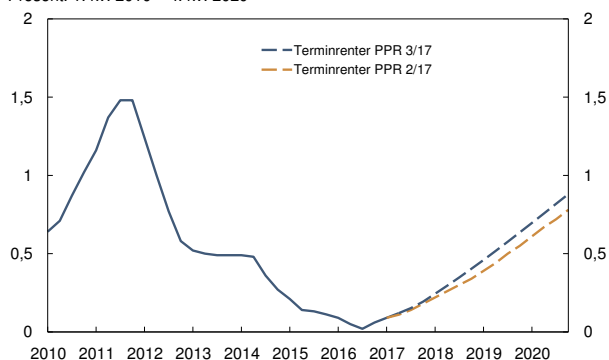
1) KPI justert for avgiftsdringer og uten energivarer.
2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020²⁾



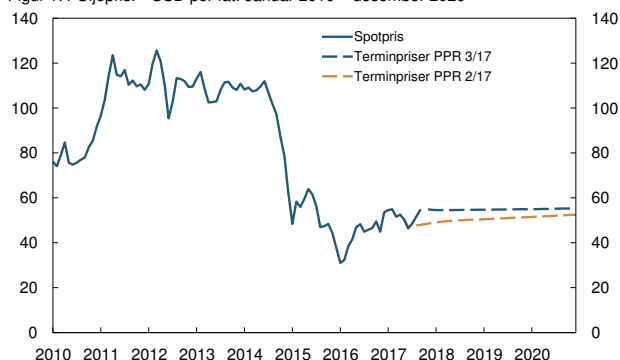
1) Eksportvekster, 25 viktigste handelspartnere.
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
2) Terminrenter beregnet per 16. juni 2017 (stiplet oransje) og per 15. september 2017 (stiplet blå).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Oljepris.¹⁾ USD per fat. Januar 2010 – desember 2020²⁾



1) Brent Blend. USD per fat.
2) For terminpriser (stiplet) vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 11. september – 15. september 2017 for PPR 3/17 og 12. juni – 16. juni 2017 for PPR 2/17.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

Oppgangen hos handelspartnerne fortsetter

BNP-veksten hos handelspartnerne samlet har ligget mellom 2 og 3 prosent de siste tre årene, se figur 1.2. Arbeidsledigheten har falt. Så langt i år har veksten vært høyere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 2/17, og vi har oppjustert anslaget for 2017. Vekstanslagene for årene fremover er lite endret. Veksttakten ventes å avta gradvis som følge av strammere penge- og finanspolitikk i flere land, men holder seg over 2 prosent gjennom hele prognoseperioden.

Oljeprisfallet fra 2014 bidro til et markert fall i konsumprisveksten hos handelspartnerne. Lønnsveksten har holdt seg moderat. Prisveksten tok seg opp i andre halvår 2016 og inn i 2017, delvis som følge av høyere energipriser. Også prisveksten utenom energivarer har steget, men er fortsatt forholdsvis lav. Siden forrige rapport har inflasjonen ute vært lavere enn ventet, delvis som følge av midlertidige forhold. For årene fremover venter vi at lønns- og prisveksten vil øke gradvis i takt med stigende kapasitetsutnyttning. Anslagene for konsumprisveksten hos handelspartnerne er lite endret fra forrige rapport.

Svak realøkonomisk utvikling og lav pris- og lønnsvekst gjennom flere år har bidratt til et historisk lavt rentenivå internasjonalt. For årene fremover er det utsikter til en gradvis renteøkning. Markedsprisingen indikerer en litt raskere økning enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.3.

Spotprisen for olje har steget til om lag 55 dollar per fat. Fremover legger vi til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. De indikerer nå en oljepris om lag på dagens nivå ut prognoseperioden. Både spot- og terminpriser er noe høyere enn ved forrige rapport, se figur 1.4.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Pengemarkedsrentene har falt

Også i Norge er rentenivået historisk lavt. Norges Banks styringsrente har vært uendret på 0,5 prosent siden mars i fjor. Pengemarkedsrenten steg likevel i fjor høst som følge av økte påslag i pengemarkedet. Nå har påslagene kommet ned igjen, og til et litt lavere nivå enn lagt til grunn i forrige rapport. I våre anslag legger vi til grunn at påslaget vil bli liggende

nær dagens nivå i årene fremover. Anslaget er litt lavere enn i forrige rapport.

Kronekursen svekket seg betydelig i kjølvannet av oljeprisfallet som startet sommeren 2014. Gjennom 2016 bidro høyere oljepris og økt rentedifferanse mot handelspartnerne til at kronekursen styrket seg, se figur 1.5. Utviklingen ble delvis reversert gjennom første halvår i år, da både rentedifferansen og oljeprisen falt. Siden forrige rapport har kronekursen styrket seg noe mer enn ventet. Rentedifferansen har fortsatt å falle siden juni, men en noe høyere oljepris kan ha bidratt til at markedsaktørene nå er mer positive til å holde norske kroner.

Kapasitetsutnyttningen har økt

Veksten i norsk økonomi har tiltatt det siste året. Lave renter, bedret konkurransevne og ekspansiv finanspolitikk har bidratt til oppgangen. Oljeinvesteringene ser ut til å passere bunnen i år. I første og andre kvartal økte BNP for Fastlands-Norge med 0,7 prosent. Det var om lag som lagt til grunn i forrige rapport. For andre halvår venter vi en liten nedgang i veksttakten. Anslaget er på linje med tilbakemeldingene fra vårt regionale nettverk, se figur 1.6. I august meldte kontaktene i nettverket at veksttakten hadde tiltatt gjennom første halvår, men at de så for seg en noe svakere utvikling i andre halvår.

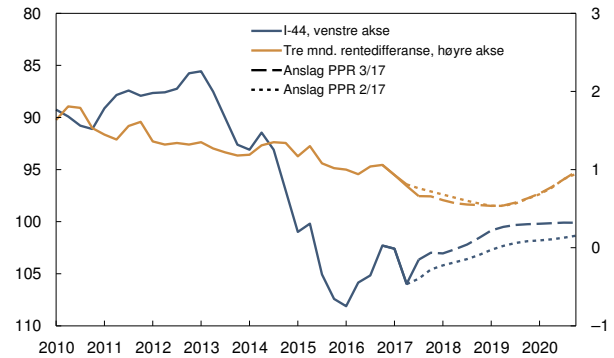
Bedringen i arbeidsmarkedet har vært noe større enn vi la til grunn i forrige rapport. Sysselsettingen er høyere enn ventet, og den registrerte arbeidsledigheten har falt mer enn vi anslo. Tilbakemeldingene fra vårt regionale nettverk indikerer at sysselsettingen vil øke videre den nærmeste tiden, se figur 1.7.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er fortsatt under et normalt nivå. Kapasitetsutnyttningen avtok frem til i fjor høst og har siden økt. Utviklingen i arbeidsmarkedet tyder på at det er færre ledige ressurser enn vi anslo i forrige rapport. Samlet sett anslår vi at kapasitetsutnyttningen gjennom 2017 har vært noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt husholdningenes sårbarhet de siste årene, se figur 1.8. Siden i vår har boligprisene falt og prisutviklingen de siste månedene har vært svakere enn ventet. Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy. Lav boligprisvekst

Figur 1.5 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne²⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)³⁾.

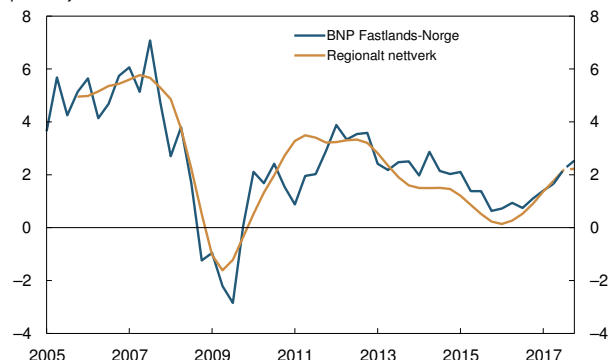
1. kv. 2010 – 4. kv. 2020⁴⁾



1) Styrringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styrringsrenten prises inn i pengemarkedet.
2) Terminrenter for handelspartnerne beregnet per 15. september 2017 og 16. juni 2017. Aggregatet for handelspartnerenes renter er beskrevet i Norges Bank Staff Memo 2/2015.
3) Stigende kurve indikerer sterkere kronekurs.
4) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

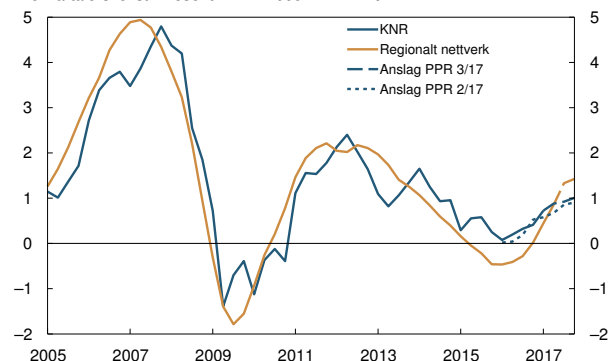
Figur 1.6 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2017³⁾



1) Sesongjustert.
2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall (heltrukken). Kvartalstallene er beregnet som en sammenvekting av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 3. kv. 2017 er forventet vekst i produksjon en sammenvekting av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder. 4. kv. 2017 er forventet vekst neste seks måneder målt i august (stiplet oransje linje).
3) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2017 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

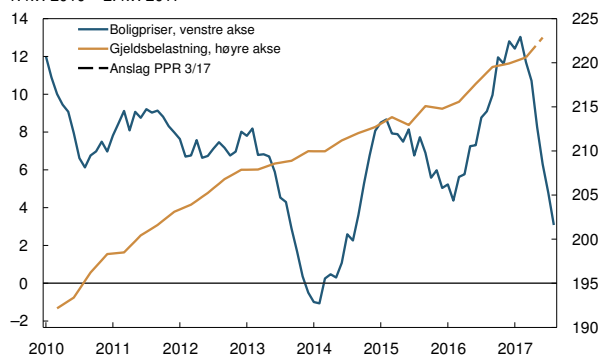
Figur 1.7 Sysselsetningsvekst ifølge KNR¹⁾ og Regionalt nettverk²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2017³⁾



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.
2) Rapportert sysselsetningsvekst siste tre måneder (heltrukken). Kvartalstall er beregnet som en sammenvekting av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 3. kv. 2017 er forventet vekst i sysselsetting en sammenvekting av rapportert vekst i siste tre måneder og forventet vekst neste tre måneder (stiplet oransje linje). 4. kv. 2017 er forventet vekst neste tre måneder.
3) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2017 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Boligpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – august 2017. Husholdningenes gjeldsbelastning. Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt¹⁾. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2017²⁾



1) 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 – 2. kv. 2017 benyttes disponibel inntekt uten aksjeutbytte.

2) Anslag for 2. kv. 2017.

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

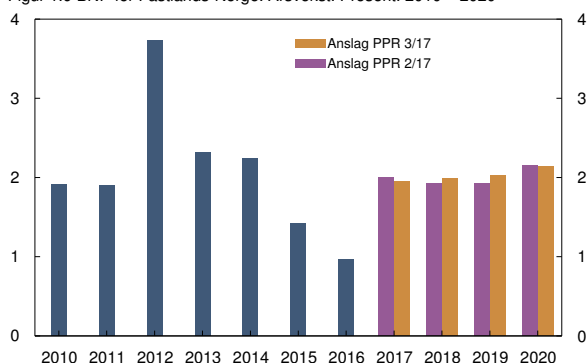
vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres. Omslaget i boligmarkedet kan bidra til redusert risiko for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid.

Om lag uendrede prisanslag for i år

Konsumprisveksten har falt markert siden i fjor sommer. Nedgangen har vært størst for importerte konsumvarer, men også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt. I august var tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) 0,9 prosent. Utviklingen i prisene siden forrige rapport har vært om lag som anslått. Som i juni venter vi at inflasjonen vil tilta gjennom høsten. Anslaget er lite endret.

Vi venter en årslønnsvekst i 2017 på 2,4 prosent. Anslaget er uendret fra forrige rapport og i tråd med rammen i lønnsoppgjøret.

Figur 1.9 BNP for Fastlands-Norge. Årsvkst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



1) Anslag for 2017 – 2020.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Renteprognozen er lite endret

Analysene og vurderingene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på 0,5 prosent det nærmeste året, før den gradvis heves til nær 1,5 prosent mot slutten av 2020. Renteprognozen er lite endret, men innebærer en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport, se figur 1.1a.

Sterkere vekst og en litt raskere renteøkning internasjonalt, oppgangen i oljeprisen og høyere kapasitetsutnyttning her hjemme trekker i retning av en høyere rentebane. Det samme gjør et lavere påslag i pengemarkedet. På den annen side ser lønnsveksten ut til å bli værende moderat til tross for at kapasitetsutnyttningen er høyere enn tidligere lagt til grunn. Sammen med en sterkere kronkurs trekker det i retning av en lavere rentebane. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen, også når det blir aktuelt å heve styringsrenten. Den samlede skjønnsutøvelsen innebærer at rentebanen justeres litt mindre opp enn ny informasjon isolert sett tilsier.

Prisveksten er ventet å holde seg lav i årene fremover. Mot slutten av 2020 er firekvarteralsveksten i KPI anslått å øke til i underkant av 2 prosent. Sammenlignet med forrige rapport er prognosene for inflasjonen

PROGNOSENE I FORRIGE PENGEPOLITISKE RAPPORT

Analysen i Pengepolitisk rapport 2/17 tilsa at styringsrenten ville bli holdt uendret på 0,5 prosent i år og neste år for så å øke gradvis fra 2019. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å være noe over 1,5 prosent ved utgangen av 2020. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn normalt. Prognosene innebar at kapasitetsutnyttningen ville ta seg gradvis opp og nå et normalt nivå i 2020.

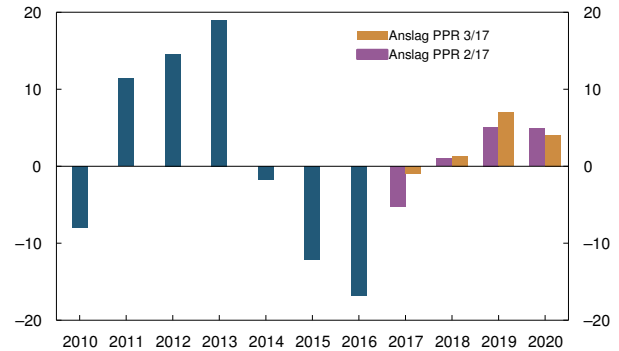
lite endret de nærmeste årene, men litt høyere mot slutten av prognoseperioden, se figur 1.1c og 1.1d. Kapasitetsutnyttningen er ventet å stige gradvis i årene fremover til noe over et normalt nivå i 2020. Anslaget for kapasitetsutnyttning er noe høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.1b.

Vi anslår at kronen vil styrke seg litt i årene fremover. Det må blant annet ses i lys av at rentedifferansen mot utlandet etter hvert ventes å øke. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en litt sterkere kronekurs gjennom hele prognoseperioden.

Vi venter at fastlandsøkonomien vil vokse med 2 prosent i år og at veksttakten vil holde seg om lag uendret i årene fremover, se figur 1.9. Anslagene er lite endret siden forrige rapport. Oppgangen i veksttakten fra i fjor til i år skyldes i første rekke sterkere vekst i husholdningenes konsum og i boliginvesteringene, samt at fallet oljeinvesteringene ser ut til å være over, se figur 1.10. Omslaget i boligmarkedet tilsier at boliginvesteringene ikke vil fortsette å vokse i årene som kommer. Fra og med neste år venter vi at offentlig etterspørsel vil gi et klart mindre vekstbidrag, se figur 1.11. En større del av etterspørselsveksten er da ventet å komme fra foretaksinvesteringer, nettoeksport og oljeinvesteringer.

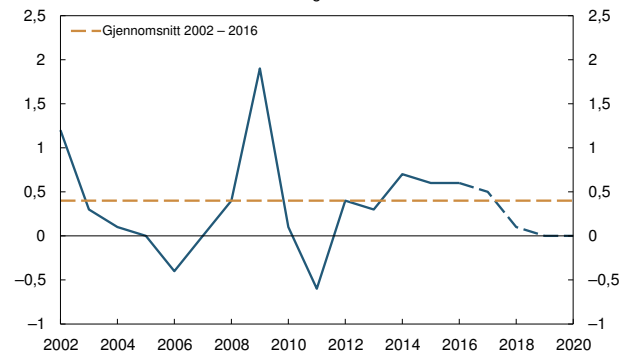
Sysselsettingen er ventet å stige med om lag 1 prosent årlig i årene fremover. Anslaget er lite endret siden forrige rapport, men sysselsettningsnivået blir liggende høyere ut 2020 som følge av at sysselsettingen har økt mer enn ventet den siste tiden. Tilsvarende anslår vi at arbeidsledigheten vil bli liggende noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.12. Et gradvis strammere arbeidsmarked og stigende produktivtetsvekst er ventet å bidra til at lønnsveksten tiltar i årene fremover.

Figur 1.10 Petroleumsinvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



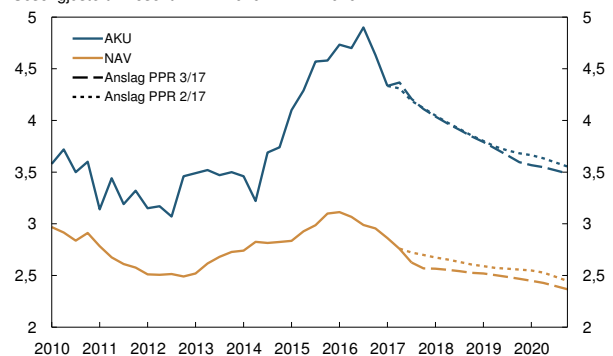
1) Anslag for 2017 – 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11 Endring i strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter. 2002 – 2020¹⁾



1) Anslag 2017 – 2020 (stiplet blå linje).
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.12 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV²⁾. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020³⁾

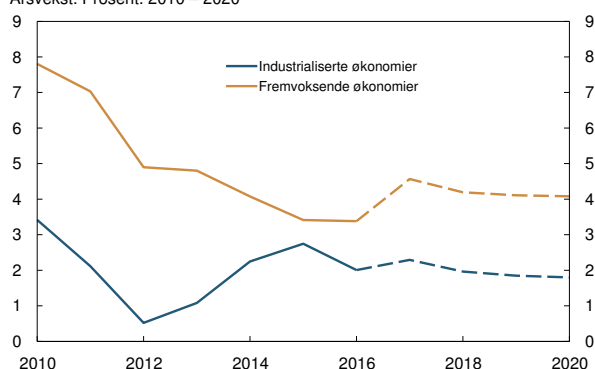


1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Internasjonal økonomi

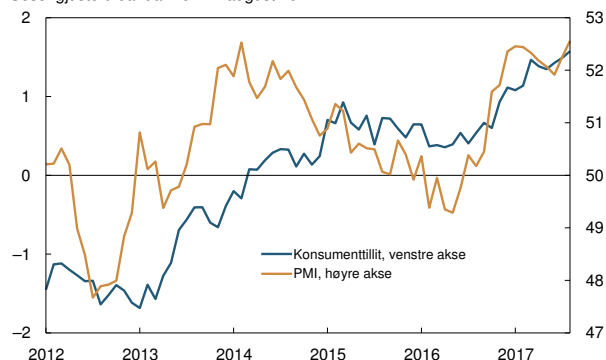
Oppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter, både i industriland og i fremvoksende økonomier. Ulike tillitsindikatorer er på høye nivåer, og vi har oppjustert anslagene for veksten i BNP hos handelspartnere for inneværende år. For de neste årene venter vi noe lavere BNP-vekst enn i år, om lag som i forrige rapport. Konsumprisveksten har avtatt mer enn ventet, men vi anslår at prisveksten vil øke de neste årene. Oljeprisen er noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Forventede pengemarkedsrenter hos handelspartnere er litt høyere enn i forrige rapport.

Figur 2.1 BNP hos handelspartnere.¹⁾
Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020²⁾



1) Eksportvektet. 25 viktigste handelspartnere.
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Globale tillitsindikatorer. PMI¹⁾ og konsumenttillitsindeks²⁾.
Sesongjustert. Januar 2012 – august 2017



1) PMI for industrien. BNP-vektet indeks for handelspartnere.
2) BNP-vektet indeks av standardiserte konsumenttillitsindikatorer for USA, Storbritannia, euroområdet og Sverige.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

Høyere vekst hos handelspartnere i år

Den økonomiske veksten har tiltatt både i de industrialiserte landene og i fremvoksende økonomier, se figur 2.1. Veksten har vært høyere enn ventet hos de fleste av våre handelspartnere. Samlet anslår vi nå en BNP-vekst hos handelspartnere på 2,7 prosent i år, som er høyere enn i forrige rapport. I årene som kommer venter vi vekst på rundt 2,3 prosent per år, se tabell 1 i vedlegget. Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen hos handelspartnere samlet vil øke til et normalt nivå i løpet av de neste årene.

Tillitsindikatorer for husholdninger og bedrifter er fremdeles på høye nivåer, se figur 2.2. På kort sikt venter vi fortsatt høy vekst i sysselsettingen og gode finansielle forhold. Det vil bidra til at både konsum- og investeringsveksten holder seg oppe i de fleste land. På lengre sikt venter vi at oppgangen i investeringene fortsetter og at det gir økt produktivetsvekst i flere land. Samtidig vil trolig ikke finans- og pengepolitikken støtte opp under veksten i like stor grad som før. De neste årene venter vi derfor noe lavere vekst enn i år.

I tråd med et bedret vekstbilde internasjonalt, er anslagene for den samlede importveksten hos handelspartnere oppjustert. Økt import i de landene vi handler med bidrar isolert sett til økt eksport fra Norge.

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 det vi nå anslår. På

den annen side kan geopolitisk usikkerhet og nye proteksjonistiske tiltak dempe den globale veksten mer enn vi har lagt til grunn.

Prisveksten lavere enn ventet, men anslås å øke

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere tok seg opp i andre halvår 2016 og inn i 2017, delvis som følge av høyere energipriser. De siste månedene har imidlertid prisveksten vært lavere enn ventet, delvis som følge av midlertidige forhold. Oljeprisen har økt noe siden forrige rapport, og det vil bidra til økt vekst i konsumprisene på kort sikt. Spotprisen for olje er rundt 55 dollar per fat, se omtale i egen ramme på side 17.

Kjerneprisveksten i industrialiserte land har vært lav over lengre tid. Til tross for bedring i arbeidsmarkedet i mange land, er lønnsveksten fortsatt lav. Det må ses i sammenheng både med lav vekst i arbeidskraftsproduktiviteten siden finanskrisen og med fortsatt ledige ressurser i flere land. Kjerneprisveksten har imidlertid tatt seg opp hos flere viktige handelspartnere de siste månedene, se figur 2.3. Vi venter at konsumprisveksten vil øke gradvis i takt med høyere kapasitetsutnyttning frem mot 2020, se tabell 2 i vedlegget. Samlet sett er anslagene for konsumprisveksten hos handelspartnerne om lag som i forrige rapport.

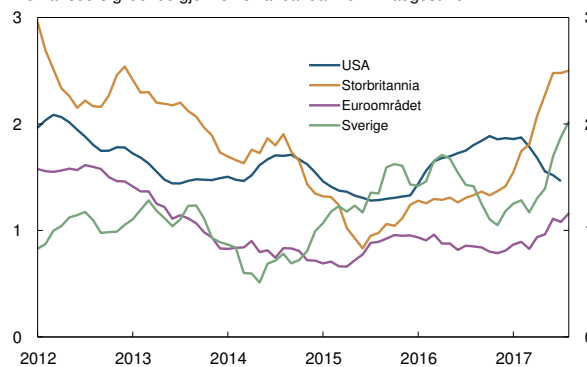
Internasjonale renter har steget litt

Rentenivået internasjonalt er svært lavt. Siden forrige rapport er amerikanske og tyske renter lite endret, mens svenske og britiske renter har steget, se figur 2.4.

Flere sentralbanker har de siste månedene signalisert at de er nærmere en innstramning av pengepolitikken. Markedsaktørenes forventninger til handelspartneres styringsrenter har samlet sett økt litt siden forrige rapport, se figur 1.3 i kapittel 1.

Sentralbankene i USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige har ikke endret styringsrentene siden forrige rapport. Den amerikanske sentralbankens prognoser tilsier ytterligere en renteheving innværende år, mens markedsprisingen indikerer økt styringsrente først våren 2018, se figur 2.5. Sentralbanken har også signalisert at den snart vil begynne å redusere sin balanse.

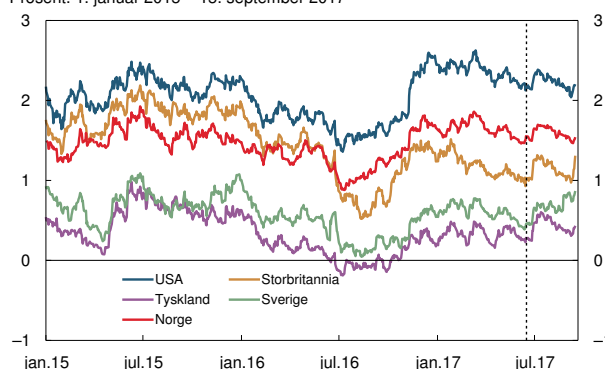
Figur 2.3 Kjerne-KPI¹⁾ i utvalgte land. Tolvmånedersvekst. Prosent. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Januar 2012 – august 2017²⁾



1) KPI ekskludert de mest volatile komponentene (hovedsakelig mat og energiprodukter).
2) Siste tilgjengelige observasjon for USA er juli 2017.

Kilde: Thomson Reuters

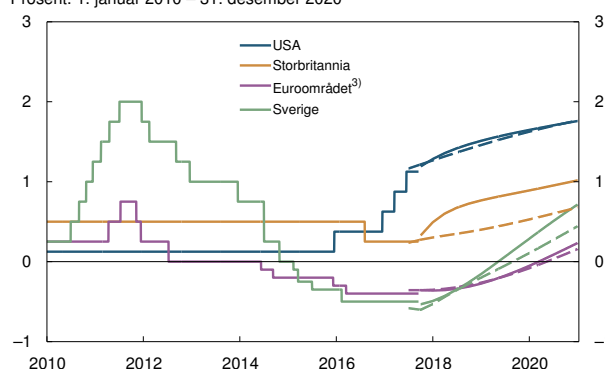
Figur 2.4 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2015 – 15. september 2017¹⁾



1) PPR 2/17 var basert på informasjon til og med 16. juni 2017, markert ved vertikal linje.

Kilde: Bloomberg

Figur 2.5 Styringsrenter og beregnede terminrenter¹⁾ i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2020²⁾

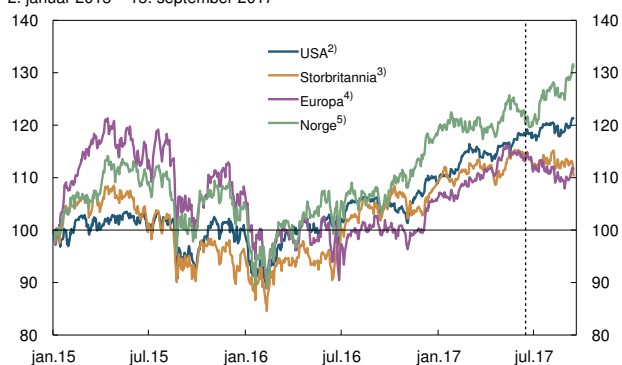


1) Terminrenter per 16. juni 2017 (stiplet) og per 15. september 2017 (heltrukket).
Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter.

2) Dagstall til og med 15. september 2017. Kvartalstall fra 4. kv. 2017.

3) ESBIs innskuddsrente. Eonia fra 4. kv. 2017.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.6 Aksjekursindekser i utvalgte land. 2. januar 2015 = 100. 2. januar 2015 – 15. september 2017¹⁾



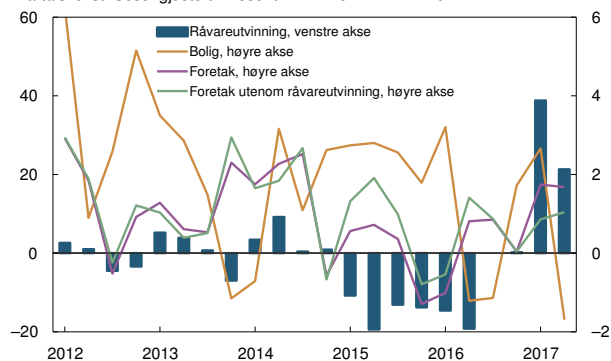
1) PPR 2/17 var basert på informasjon til og med 16. juni 2017, markert ved vertikal linje.
 2) Standard and Poor's 500 Index.
 3) Financial Times Stock Exchange 100 Index.
 4) Stoxx Europe 600 Index.
 5) Oslo Børs Benchmark Index.
 Kilde: Bloomberg

Den europeiske sentralbankens verdipapirkjøpsprogram løper ut året. Markedsaktører forventer at programmet vil forlenges, men med lavere månedlige verdipapirkjøp enn i dag. Markedsprisingen indikerer at renten vil heves i begynnelsen av 2019.

Den britiske sentralbanken har indikert at den forventer å stramme inn pengepolitikken noe i løpet av de kommende månedene. Markedsprisingen tilsier forventninger om at styringsrenten heves mot slutten av inneværende år, om lag et halvt år tidligere enn ved forrige rapport.

Som følge av overraskende sterke økonomiske data venter markedsaktørene en noe raskere renteoppgang i Sverige enn ved forrige rapport, og den svenske kronen har styrket seg markert. Sentralbanken har justert prognosen for den fremtidige styringsrenten noe opp og indikerer at rentebunnen er nådd.

Figur 2.7 Investeringer i USA. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 2. kv. 2017



Kilde: Thomson Reuters

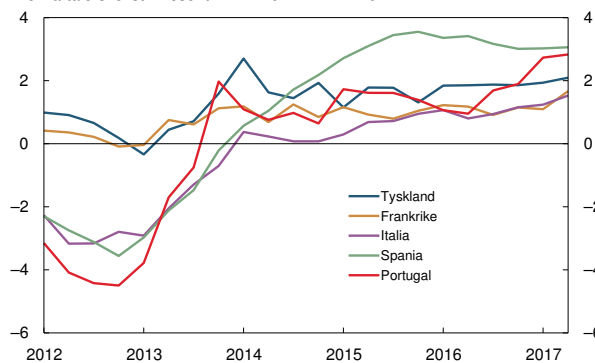
Samlet sett er aksjeindeksene i industrilandene lite endret, se figur 2.6. Den brede europeiske aksjeindeksen har falt noe, mens amerikanske aksjer har steget noe siden forrige rapport. Den samlede aksjeindeksen for fremvoksende økonomier har også steget i denne perioden.

2.2 LAND OG REGIONER

Mindre sannsynlig med ekspansiv finanspolitikk i USA

I USA tiltok veksten i andre kvartal etter en periode med lav vekst rundt årsskiftet. Økningen i BNP var større enn lagt til grunn i forrige rapport. Det var særlig god vekst i privat konsum og foretaksinvesteringer, mens boliginvesteringene falt. Utviklingen i foretaksinvesteringene har de siste årene vært sterkt preget av forhold i oljemarkedet. Etter to år med kraftig fall i investeringene i råvareutvinning var det et omslag etter årsskiftet, se figur 2.7, og disse investeringene steg med over 50 prosent fra andre halvår i fjor til første halvår i år. I tillegg har det vært god vekst i investeringer i produksjonsutstyr de siste kvartalene.

Figur 2.8 BNP for utvalgte land i euroområdet. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 2. kv. 2017



Kilde: Thomson Reuters

Indikatorer for foretakenes investeringsplaner peker mot fortsatt solid vekst. Samtidig venter vi en noe mer dempet konsumvekst. Mens utviklingen i arbeidsmarkedet har vært sterk, er lønnsveksten fortsatt moderat. Vi legger til grunn at den nominelle lønnsveksten vil ta seg opp etter hvert som de ledige ressursene uttømmes. Det er foreløpig ikke blitt politisk

enighet om helse- eller skattereformer og det er heller ikke vedtatt et budsjett for 2018. Vi legger til grunn en noe svakere finanspolitisk impuls enn i forrige rapport. Anslagene for BNP-veksten neste år er dermed noe nedjustert, mens anslagene for de andre årene er om lag uendret. Gjennom anslagsperioden venter vi en årlig BNP-vekst på mellom 2 og 2,2 prosent.

Bedre vekstutsikter i euroområdet

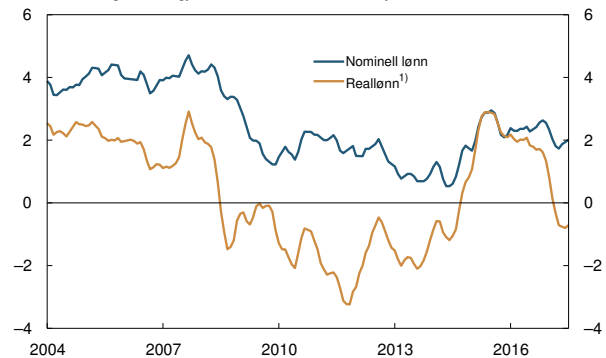
Den økonomiske veksten i euroområdet har tiltatt de siste kvartalene. Veksten i andre kvartal var noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport og bekreftet bildet fra ulike tillitsindikatorer som har økt betydelig så langt i år. Det er nå oppgang i alle land i euroområdet, og forskjellene i vekstrater mellom land har avtatt, se figur 2.8. Veksten har vært særlig sterk i Spania hvor BNP har økt med 10 prosent de tre siste årene. Oppgangen i euroområdet er bredt fordelt på sektorer og etterspørselskomponenter. Konsumveksten er sterk som følge av en betydelig bedring i arbeidsmarkedet, særlig i Sør-Europa. Antall sysselsatte i euroområdet har økt med over 2 millioner de siste tolv månedene. Arbeidsledigheten har avtatt fra 10 prosent til 9,1 prosent i samme periode, og tall for bedriftenes sysselsetningsplaner peker mot en videre bedring fremover.

Veksten de siste årene er blitt understøttet av lave råvarepriser, mindre kontraktiv finanspolitikk og ekspansiv pengepolitikk, som har bidratt til økt kredittvekst og svekkelse av valutakursen. Den siste tiden har euroen styrket seg samtidig som råvareprisene har økt. I tillegg vil utfordringene knyttet til fortsatt høye gjeldsnivåer og lav vekst i arbeidsstyrken i flere land trolig bidra til å holde veksten nede fremover. Vi venter en BNP-vekst i euroområdet samlet på 2,1 prosent i år. Deretter venter vi at veksten avtar til 1,7 prosent i 2018 og 1,5 prosent i 2020. I hele prognoseperioden er anslagene litt høyere enn i forrige rapport.

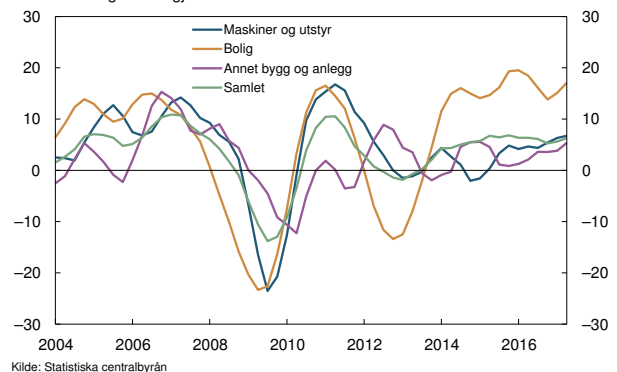
Lav vekst i Storbritannia

Etter flere år med sterk vekst, avtok veksten i Storbritannia i første halvår i år. Tillitsindikatorer for husholdningene har falt til de laveste nivåene siden folkeavstemningen om medlemskap i EU, og detaljhandelen har avtatt markert hittil i år. I tillegg har boligprisveksten avtatt. Samtidig øker sysselsettingen, og ledigheten faller. Flere forhold tyder likevel

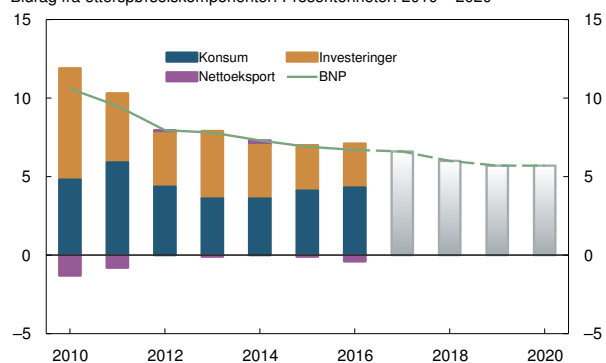
Figur 2.9 Lønnsutvikling i Storbritannia. Tolv månedersvekst. Prosent. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Januar 2004 – juli 2017



Figur 2.10 Investeringer i Sverige. Firekvartalersvekst. Prosent. Trekvartalers glidende gjennomsnitt. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2017



Figur 2.11 BNP i Kina. Årsvekst. Prosent. Bidrag fra etterspørselskomponenter. Prosentenheter. 2010 – 2020¹⁾



på at det fortsatt er ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Blant annet har antall deltidsansatte som ønsker å jobbe flere timer holdt seg høyt, samtidig som lønnsveksten fortsatt er moderat. Den kraftige prisstigningen som har fulgt etter svekkelsen av pundet har bidratt til at reallønnsveksten igjen er negativ, se figur 2.9.

Fremover venter vi at veksten i privat konsum vil være lav. Det skyldes blant annet svekket kjøpekraft og økende usikkerhet etter hvert som fristen for forhandlingene med EU om utmeldingsbetingelsene nærmer seg. Den britiske regjeringen har foreløpig ikke lagt frem et helhetlig forslag til hvordan landet vil håndtere utmeldingen fra EU. I anslagene har vi lagt til grunn at det ikke blir et markert brudd i handelssamarbeidet mellom Storbritannia og EU etter utløpet av forhandlingsfristen i 2019. Usikkerheten knyttet til utmeldingen ventes likevel å bidra til å dempe foretakenes investeringer de neste årene. Samlet venter vi at BNP-veksten vil være rundt 1,5 prosent årlig gjennom anslagsperioden, om lag som i forrige rapport.

Overraskende høy vekst i Sverige

Den høye veksten i Sverige i 2015 og 2016 ser ut til å fortsette i år. I andre kvartal var veksten betydelig høyere enn ventet. Veksten var særlig drevet av sterk investeringsaktivitet, se figur 2.10. Aktiviteten i boligmarkedet har vært svært høy. Den sterke konjunkturutviklingen er også synlig i arbeidsmarkedet hvor sysselsettingen fortsetter å øke raskt. Som ventet har eksportveksten tatt seg opp i tråd med god vekst blant Sveriges handelspartnere. Fremover venter vi at strammere økonomisk politikk og kapasitetsbegrensninger vil bidra til å dempe veksten i innenlandsk etterspørsel og produksjon. Anslagene for BNP-veksten i år og neste år er oppjustert til henholdsvis 3,2 og 2,5 prosent. Deretter venter vi at veksten vil avta til om lag 2 prosent per år, i tråd med anslagene fra forrige rapport.

Veksten i fremvoksende økonomier holder seg oppe

I Kina har veksten holdt seg over 6,5 prosent de siste årene, i tråd med myndighetenes mål. Hittil i år har veksten vært sterkere enn vi ventet i forrige rapport. Konsum har stått for det største bidraget til veksten i de siste årene, se figur 2.11. Eiendomsinvesteringer vokser fremdeles raskt til tross for myndighetenes tiltak for å bremse aktiviteten i boligmarkedet. Vi venter at strammere lånevilkår bidrar til at BNP-veksten vil avta utover året. Vi har oppjustert anslagene for veksten i år til 6,6 prosent. Etter hvert som rebalanseringen fra lånefinansierte investeringer over til privat konsum fortsetter, venter vi at veksten vil avta til under 6 prosent per år om lag som i forrige rapport.

I fremvoksende økonomier utenom Kina har veksten samlet sett vært litt høyere enn anslått i forrige rapport. Politisk uro preger Brasil, hvor det nå virker mindre sannsynlig at arbeidsmarkeds- og pensjonsreformer blir gjennomført i nær fremtid. Denne usikkerheten vil trolig dempe investeringene på kort sikt. I Russland har veksten tatt seg ytterligere opp fra et lavt nivå. Vekstanslaget for i år er oppjustert, men nye amerikanske sanksjoner har økt usikkerheten rundt utviklingen fremover. Vi anslår at veksten i fremvoksende økonomier utenom Kina øker fra 3,6 prosent i år til 4 prosent i 2019 og 2020. Anslaget for 2017 er oppjustert fra forrige rapport.

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Oljeprisen falt fra rundt 110 dollar sommeren 2014 til nær 30 dollar fatet i starten av 2016. Fallet hang sammen med global overproduksjon av olje, se figur 2.12. I de senere årene har veksten i oljeforbruket tatt seg opp igjen, samtidig som veksten i produksjonen har avtatt. På slutten av 2016 inngikk OPEC og flere andre land en avtale om å redusere produksjonen i første halvår 2017 med nær 1,8 millioner fat per dag. I mai i år ble avtalen forlenget til utgangen av mars 2018.

Etter å ha ligget mellom 50 og 55 dollar per fat fra desember 2016 og til mai 2017, falt oljeprisen ned mot 45 dollar i juni. Det må blant annet ses i sammenheng med sterk vekst i amerikansk oljeproduksjon. Fra mars økte også produksjonen i OPEC, men i juli gjentok OPEC at produksjonsbegrensningene ville følges opp, og Saudi-Arabia signaliserte i tillegg eksportkutt. Lavere oljepris bidro også til at veksten i antall aktive rigger i USA bremsset opp, se figur 2.13. Fra august har oljeprisen steget til rundt 55 dollar fatet.

Globalt oljeforbruk tok seg markert opp i andre kvartal etter svak vekst i første kvartal. Oljelagrene i OECD-landene har falt siden april. Oljelagrene kan falle videre dersom OPEC gjennomfører produksjonsbegrensningene som annonsert. Isolert sett vil det kunne føre til høyere oljepris, men begrensningene vil trolig kunne oppveies av en videre økning i amerikansk oljeproduksjon.

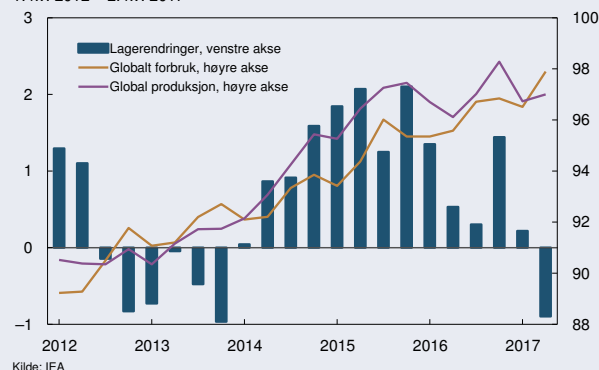
På lengre sikt kan produksjonsveksten i land utenfor OPEC dempes av fallet i globale oljeinvesteringer i 2015 og 2016. Investeringer i eksisterende reserver er i ferd med å ta seg opp, men leteinvesteringer fortsetter å falle.¹ Nye utbygginger og funn av nye ressurser falt i 2016 til de laveste nivåene siden begynnelsen på 1950-tallet. På den annen side fortsetter internasjonale oljeselskaper å kutte kostnader slik at nye ressurser kan utvinnes lønnsomt til stadig lavere priser. Dessuten kan globalt oljeforbruk etter hvert modereres av fortsatt energieffektivisering og sterk vekst i fornybare energikilder.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene, se figur 1.4 i kapittel 1. De indikerer at prisen vil holde seg rundt 55 dollar ut 2020, noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

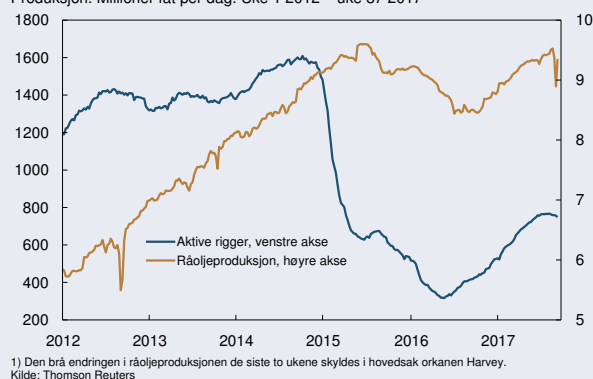
Prisen på norsk gass er fortsatt vesentlig lavere enn i perioden 2011–2013. Gassprisene i Storbritannia og på kontinentet steg markert på slutten av 2016 og inn i 2017, men falt så tilbake. Den siste tiden har de tatt seg noe opp igjen. Eksportprisen på norsk gass ventes å følge det samme forløpet som gassprisene ellers i Europa. Den mellomlangsigte gassrapporten 2017 fra det internasjonale energibyrået (IEA) indikerer at gassprisene kan forbli på dagens nivå en god stund fremover.²

1 Se IEAs World Energy Investment 2017
2 Se IEAs Gas 2017

Figur 2.12 Global balanse i oljemarkedet. Millioner fat per dag. 1. kv. 2012 – 2. kv. 2017



Figur 2.13 Aktive rigger og råoljeproduksjon i USA.¹⁾ Produksjon. Millioner fat per dag. Uke 1 2012 – uke 37 2017



3 Norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi har tiltatt det siste året. Sysselsettingen har økt og arbeidsledigheten har falt, men kapasitetsutnyttningen er fortsatt under et normalt nivå. Vi venter at fastlandsøkonomien vil vokse med 2 prosent i år og at veksttakten holder seg om lag uendret i årene fremover. Arbeidsledigheten anslås å falle gradvis, og vi venter at kapasitetsutnyttningen vil være noe over et normalt nivå i 2020. Prisveksten har avtatt markert siden i fjor sommer og lønnsveksten er moderat. Inflasjonen anslås å ta seg opp til i underkant av 2 prosent ved utgangen av prognoseperioden.

RENTER OG RISIKOPÅSLAG

Tremåneders Nibor, som er pengemarkedsrenten med tre måneders løpetid, er en viktig referanserente i det norske pengemarkedet. Mye av bankenes finansiering prises med utgangspunkt i denne renten. Grovt sett bestemmes nivået på tremåneders Nibor av to faktorer: Markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget. Nibor er konstruert som en valutaswaprente. Bankene som fastsetter Nibor tar utgangspunkt i en dollarrente og justerer denne for prisen på å veksle amerikanske dollar om til norske kroner i valutaswapmarkedet. Det innebærer at internasjonale forhold, som økt påslag i dollarrenten eller økt pris på å veksle dollar til norske kroner, kan slå direkte inn i påslaget i den norske pengemarkedsrenten Nibor.

Når bankene låner penger i obligasjonsmarkedet, betaler de et risikopåslag utover Nibor. Påslagene for de enkelte obligasjonslånene varierer med bankenes kredittverdighet og med løpetiden på lånene. Prisen på bankenes finansiering i markedet har betydning for nivået på innskudds- og utlånsrenter til husholdninger og bedrifter.

3.1 FINANSIELLE FORHOLD

Lavere pengemarkedspåslag

Pengemarkedsrenten har falt siden starten av året og er litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.1. Påslagene steg i fjor høst i forbindelse med innføring av ny regulering av amerikanske pengemarkedsfond. Økningen var som ventet forbigående, men påslagene ser nå ut til å ha stabilisert seg på et lavere nivå enn vi tidligere har lagt til grunn. Markedets forventninger til styringsrenten på kort sikt har holdt seg stabile siden forrige rapport.

Vi legger til grunn et påslag i tremåneders Nibor på 35 basispunkter ut prognoseperioden. Det er nær dagens nivå og litt lavere enn forutsatt i forrige rapport. Sammen med prognosen for styringsrenten innebærer det at pengemarkedsrenten blir liggende om lag på dagens nivå i år og neste år før den gradvis øker, se figur 3.2. Sammenlignet med forrige rapport er prognosen for pengemarkedsrenten lite endret for i år og neste år og litt høyere mot slutten av prognoseperioden.

Også prisen på bankenes langsiktige markedsfinansiering har falt litt den siste tiden. Dersom risikopåslagene i obligasjonsmarkedet holder seg på dagens nivå, vil det gjennomsnittlige påslaget på bankenes utestående markedsfinansiering falle gradvis gjennom prognoseperioden. Det vil isolert sett bidra til å trekke ned bankenes gjennomsnittlige finansieringskostnader.

Noe tidligere økning i utlånsrentene

Økte finansieringskostnader gjennom fjoråret bidro til at bankene hevet sine utlånsrenter litt, med virkning fra starten av 2017, se figur 3.3. Siden da har kombinasjonen av fallende finansieringskostnader og uendrede utlånsrenter gitt en økning i bankenes marginer på lån til husholdningene. Utlånsrentene til foretak har falt om lag i takt med nedgangen i pengemarkedsrenten. For årene fremover legger vi til grunn at utlånsmarginen på lån til husholdninger vil avta mot et mer normalt nivå. Det innebærer at utlånsrenten til husholdninger først vil falle litt, for deretter å øke gradvis etter hvert som pengemarkedsrenten øker. Prognosene innebærer en noe tidligere oppgang i utlånsrentene enn lagt til grunn i forrige rapport.

Kronekursen er sterkere enn anslått

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, svekket seg betydelig i kjølvannet av oljeprisfallet som startet sommeren 2014, se figur 3.4. Gjennom 2016 bidro høyere oljepris og økt rentedifferanse mot handelspartnerne til at kronekursen styrket seg. Utviklingen ble delvis reversert gjennom første halvår i år, da både rentedifferansen og oljeprisen falt.

Siden forrige rapport har kronekursen styrket seg noe mer enn ventet. Kronen har særlig styrket seg mot amerikanske dollar, mens den er lite endret mot britiske pund, euro og svenske kroner. Rentedifferansen har fortsatt å falle siden juni, men en noe høyere oljepris kan ha bidratt til at markedsaktørene nå er mer positive til å holde norske kroner.

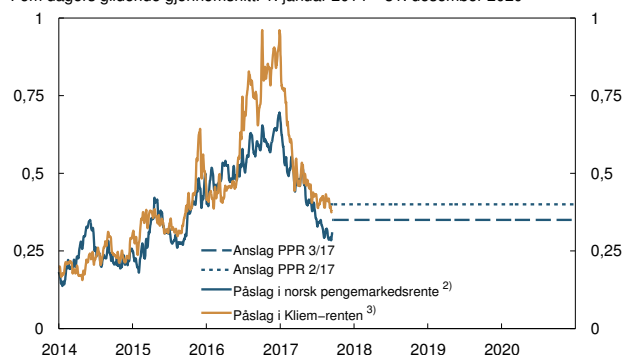
Vi anslår at kronen vil styrke seg litt i årene fremover. Det må blant annet ses i lys av at rentedifferansen mot utlandet etter hvert ventes å øke. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en litt sterkere kronekurs gjennom hele prognoseperioden.

3.2 PRODUKSJON OG ETTERSPORSEL

Økt vekst i fastlandsøkonomien

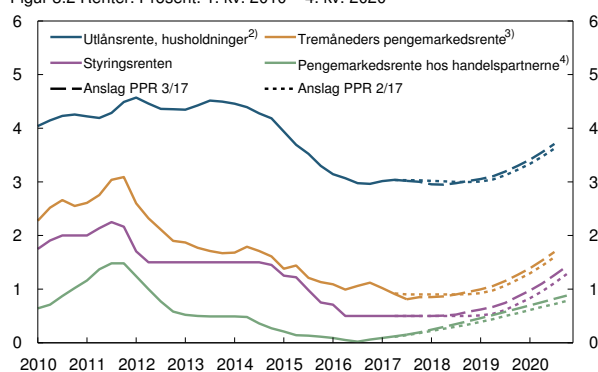
Etter noen år med svak vekst i norsk økonomi i kjølvannet av oljeprisfallet tiltok veksten mot slutten av 2016 og inn i 2017. Oppgangen ble drevet av svekket kronekurs, lave renter og ekspansiv finanspolitikk, samtidig som nedgangen i oljeinvesteringene avtok.

Figur 3.1 Påslag i tremåneders pengemarkedsrente. Prosentenheter. Fem dagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2014 – 31. desember 2020¹⁾



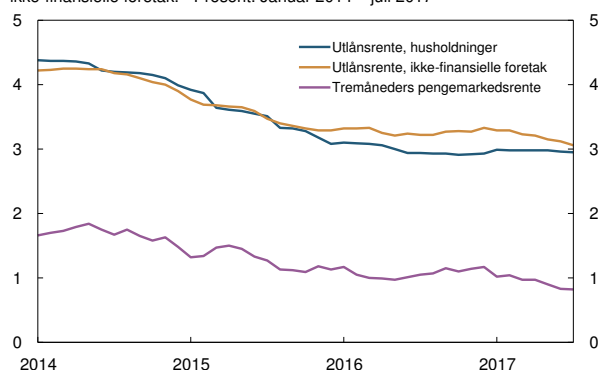
1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
2) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
3) Kliem skal gjenspeile europeiske bankers kostnad for usikrede interbanklån i amerikanske dollar. I praksis er Kliem-renten den europeiske pengemarkedsrenten, Euribor, valutawappet til amerikanske dollar.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.2 Renter. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



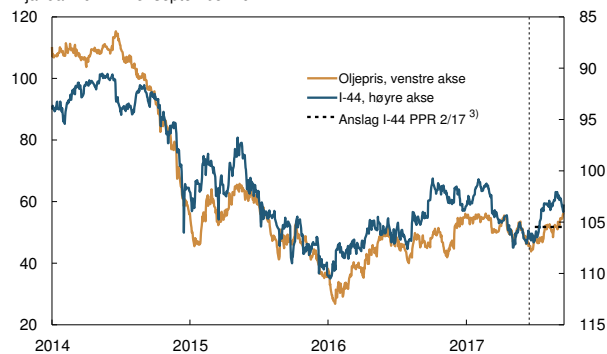
1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak på utlån til husholdninger.
3) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.
4) Tremåneders pengemarkedsrente og renteswapper. Beregningene av aggregatet for handelspartneres renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.3 Pengemarkedsrente og utlånsrenter til husholdninger og ikke-finansielle foretak.¹⁾ Prosent. Januar 2014 – juli 2017



1) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak på alle utlån til husholdninger og ikke-finansielle foretak. 50 største banker og kredittforetak.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Oljepris¹⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾. 1. januar 2014 – 15. september 2017



1) Brent Blend, USD per fat.
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.
3) PPR 2/17 var basert på informasjon til og med 16. juni 2017, markert ved vertikal linje.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

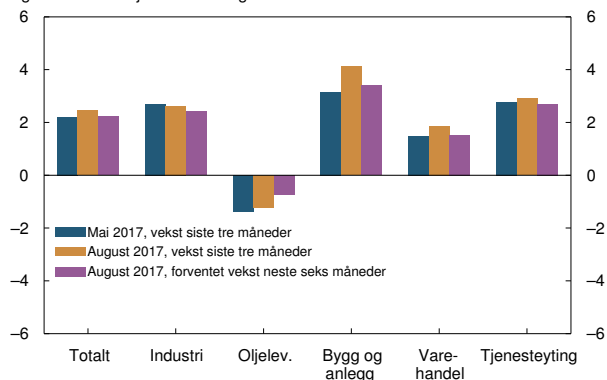
BNP for Fastlands-Norge økte med 0,7 prosent både i første og andre kvartal i år, ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). Veksten var om lag som anslått i forrige rapport.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i august at veksten de tre siste månedene hadde vært litt høyere enn i foregående periode. Det var en oppgang innenfor de fleste næringene, se figur 3.5. Samlet ventet kontaktene at veksttakten ville bli litt lavere det neste halve året. Enkelte bedrifter viste til at usikkerhet i boligmarkedet dempet forventningene.

Vi venter at veksten i BNP for Fastlands-Norge i andre halvår vil bli litt lavere enn i første halvår, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er på linje med fremskrivningene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM) og forventningene i Regionalt nettverk, se figur 3.6. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

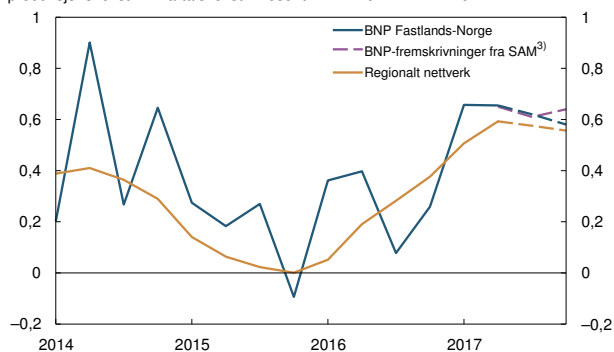
Vi anslår at årsveksten i BNP for Fastlands-Norge vil bli 2 prosent i år, og at veksten vil endre seg lite frem til 2020. I år er det særlig husholdningenes konsum, boliginvesteringene og offentlig etterspørsel som bidrar til veksten. I årene fremover venter vi at dette bildet vil endres. Omslaget i boligmarkedet tilsier at boliginvesteringene vil avta fra neste år. Samtidig legger vi til grunn at impulsen fra finanspolitikken blir nær null fremover, se ramme på side 32. På den annen side ser det ut til at oljeinvesteringene passerer bunnen i år, og at de vil vokse i årene fremover. Våre anslag for oljeinvesteringene er nærmere omtalt i en ramme på side 33. Vi venter at også foretaksinvesteringene for øvrig og eksporten vil bidra til vekst fra neste år. Anslagene for vekst i BNP for Fastlands-Norge er lite endret fra forrige rapport.

Figur 3.5 Produksjonsvekst i Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst¹⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2017²⁾



1) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall (heltrukken). Kvartalstallene er beregnet som en sammenvekting av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 3. kv. 2017 er forventet vekst i produksjon en sammenvekting av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder. 4. kv. 2017 er forventet vekst neste seks måneder målt i august (stiplet oransje linje).
2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2017 (stiplet).
3) System for sammenveiling av korttidsmodeller.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere konsumvekst i år

Veksten i husholdningenes konsum avtok gjennom 2015 og inn i 2016. Forbruksveksten ble trolig dempet av svak sysselsettingsvekst og moderat lønnsvekst. Lav rente og økt verdi av husholdningenes boligformue har trolig bidratt til at nedgangen ikke ble større, og husholdningenes sparerate har avtatt markert. Det var veksten i forbruket av varer som gikk ned, mens veksten i tjenestekonsumet holdt seg oppe, se figur 3.7. Utviklingen må ses i sammenheng med at prisveksten på varer har vært høy. Veksten i

varekonsumet tiltok i andre halvår i fjor og inn i 2017, i takt med fallende prisvekst på varer.

Husholdningenes konsum økte markert i andre kvartal i år, og mer enn vi hadde ventet. Forventningsindikatorerne fra Kantar TNS og Opinion viser at forbrukertilliten har steget, se figur 3.8. Vi venter at konsumveksten den nærmeste tiden blir noe høyere enn vi anslo sist, men ikke like høy som i andre kvartal.

Videre fremover venter vi at høyere sysselsettingsvekst og høyere reallønnsvekst vil trekke husholdningenes forbruk opp. Høyere renter vil etter hvert bidra i motsatt retning. Husholdningenes økte gjeldsbelastning (figur 1.8 i kapittel 1) gjør at høyere lånerenter vil bidra mer enn tidligere til å redusere disponibel inntekt. Vi anslår at årsveksten i husholdningenes konsum vil øke fra 1,5 prosent i fjor til 2,7 prosent i år og neste år. I 2019 og 2020 venter vi at forbruksveksten avtar noe, se figur 3.9. Anslagene er høyere enn i forrige rapport. Prognosene innebærer at spareparten vil avta videre i år for så å endres lite i årene fremover, se figur 3.10.

Den sterke konsumveksten den siste tiden og de positive tillitsindikatorerne kan tilsa at konsumveksten vil bli høyere enn vi anslår. På den annen side kan lavere boligpriser gjøre at husholdningene vil ønske å øke sparingen fremover.

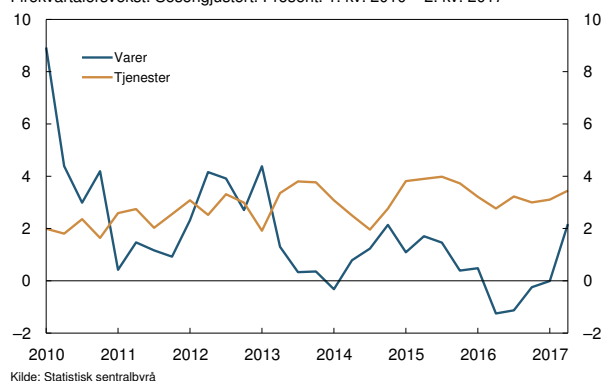
Lavere boligprisvekst

Boligprisene steg kraftig gjennom 2016, og i desember var prisene 13 prosent høyere enn tolv måneder tidligere. I 2017 har prisveksten avtatt gradvis, og siden i vår har boligprisene falt, se figur 3.11. Endringer i boliglånforskiften fra årsskiftet har trolig bidratt til å dempe prisveksten. Boligprisene har utviklet seg svakere enn vi la til grunn i forrige rapport.

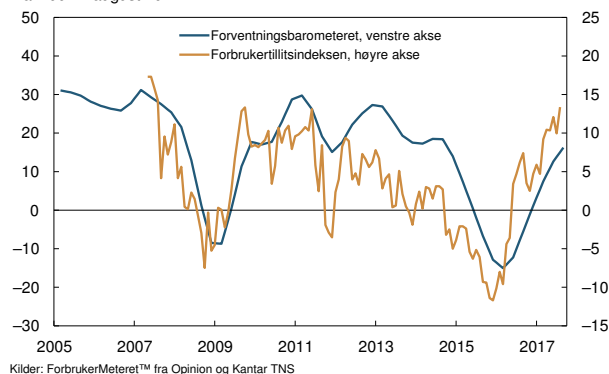
Det er store regionale forskjeller i boligmarkedet. Økningen i boligprisveksten gjennom 2016 var særlig sterk i Oslo, og det er også i hovedstadsområdet at prisveksten har avtatt mest siden årsskiftet.

Beholdningen av usolgte bruktboliger har økt noe de siste månedene. Samtidig vil antallet ferdigstilte boliger trolig ta seg videre opp som følge av høy igangsetting de siste årene. Det kan bidra til å holde prisveksten lav den nærmeste tiden. I årene fremover

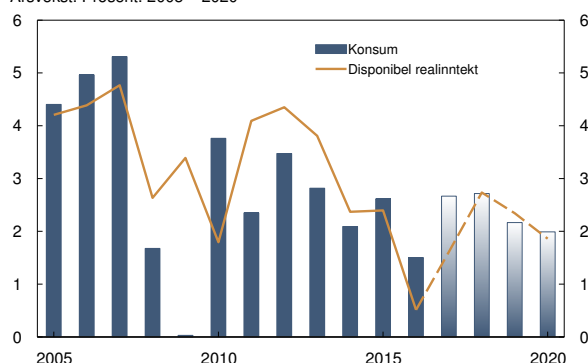
Figur 3.7 Husholdningenes konsum av varer og tjenester. Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2017



Figur 3.8 Forbrukertillit. Nettotall. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2017. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Mai 2007 – august 2017

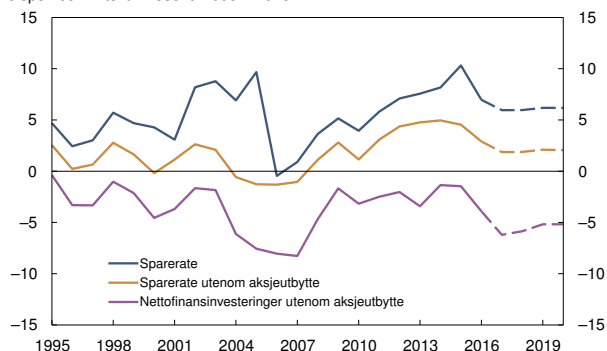


Figur 3.9 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2020³⁾



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI.
3) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2020¹⁾



¹⁾ Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vil utsikter til høyere renter trekke i retning av lavere boligpriser, mens bedring i arbeidsmarkedet og til-takende inntektsvekst vil bidra i motsatt retning. Vi anslår at årsveksten i boligprisene vil avta i år og neste år for så å øke litt igjen, se figur 3.12. Anslagene for boligprisene er justert ned sammenlignet med forrige rapport.

Husholdningenes gjeld har fortsatt å vokse raskere enn inntektene, og veksten har vært i tråd med anslag-ene i forrige rapport. Selv om boligprisene faller og boliglånsforskriften er strammet inn, vil det ta tid før gjeldsveksten avtar. Det skyldes blant annet at prisene på boliger som omsettes fortsatt er på høye nivåer. Vi venter dessuten en økning i antall boliger som ferdigstilles og skal finansieres.

Figur 3.11 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – desember 2017¹⁾

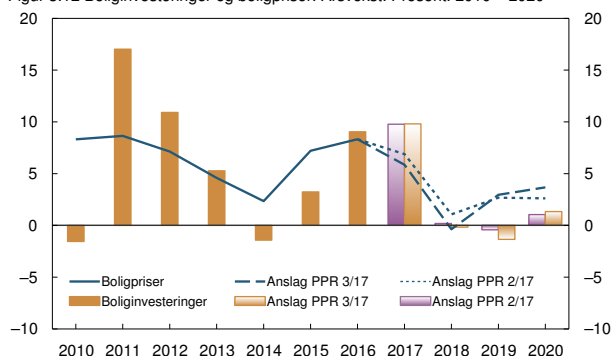


¹⁾ Anslag for september 2017 – desember 2017.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt husholdnings-sektorens sårbarhet de siste årene. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbar-heten i husholdningssektoren reduseres. Omslaget i boligmarkedet kan bidra til redusert risiko for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Utviklingen i boligpriser og gjeld er nærmere omtalt i kapittel 5.

Boliginvesteringene økte markert gjennom 2015 og 2016, og veksten har fortsatt i 2017. I andre kvartal var boliginvesteringene 9 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Lavere boligpriser vil bidra til å dempe veksten i boliginvesteringene. Etter flere år med betydelig vekst er investeringene kommet opp på et høyt nivå, og lavere boligpriser kan gi et fall i investe-ringene litt frem i tid. Høyere renter trekker i samme retning. På kort sikt venter vi likevel at boliginveste-ringene vil holde seg oppe, fordi et stort antall bolig-prosjekter er solgt og igangsatt, men ikke ferdigstilt. Vi anslår at årsveksten i boliginvesteringene blir høy i år, og at den deretter vil avta (figur 3.12). Sammen-lignet med forrige rapport er anslagene for veksten i boliginvesteringene i 2018 og 2019 justert ned.

Figur 3.12 Boliginvesteringer og boligpriser. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



¹⁾ Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Nedgangen i boligprisene kan bli mer markert enn vi venter. Det kan dempe veksten i norsk økonomi, blant annet gjennom lavere boliginvesteringer. Den siste tiden har igangsettingen av nye boliger økt sterkere enn befolkningen, og boliginvesteringene har kommet opp på et høyt nivå som andel av verdiskapingen.

Høyere vekst i foretaksinvesteringene

Foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge økte i 2016, etter å ha avtatt de tre foregående årene. Så langt i 2017 har investeringene falt. Utviklingen har vært litt svakere enn ventet.

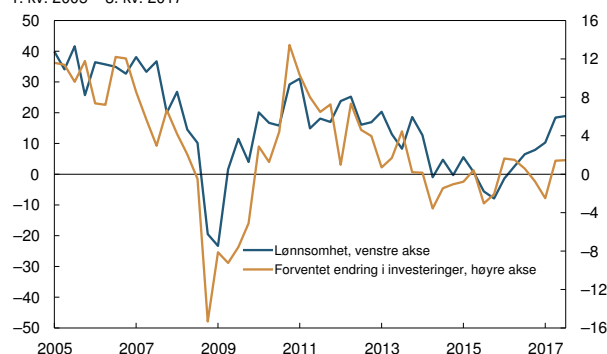
Investeringsutviklingen må ses i sammenheng med at etterspørselen rettet mot foretakssektoren har vært svak. I vårt regionale nettverk i august rapporterte kontaktene i foretakssektoren at de planlegger å øke investeringene de nærmeste 12 månedene, se figur 3.13. Samtidig viser Norges Banks forventningsundersøkelse at bedriftsledere venter økt lønnsomhet i egen virksomhet det nærmeste året. Etter flere år med lave investeringer er det grunn til å tro at mange virksomheter har behov for å investere mer for å møte økt etterspørsel i årene fremover. Bedret kostnadsmessig konkurransevne har økt lønnsomheten betydelig i deler av eksportsektoren, men for mange eksportvirksomheter er det trolig nødvendig å utvide kapasiteten for å kunne øke produksjonen. Oppgangen i norsk økonomi og hos våre handelspartnere tilsier derfor at foretaksinvesteringene vil ta seg opp, se figur 3.14. Store planlagte investeringer innen kraftforsyning vil også bidra til vekst i foretaksinvesteringene fremover. Høyere renter vil etter hvert bidra til å dempe investeringsveksten.

Det er en risiko for at oppgangen i foretaksinvesteringene kan bli mer forsiktig eller komme senere enn vi anslår. Anslagene innebærer at foretaksinvesteringene vil øke som andel av BNP fremover, se figur 3.15. Den svake investeringsutviklingen så langt i år kan gjenspeile at investeringsbehovet er lavere enn vi legger til grunn. På den annen side har historiske erfaringer vist at foretaksinvesteringene kan øke betydelig ved et oppsving i økonomien. Vi kan derfor heller ikke utelukke at veksten i foretaksinvesteringene blir høyere enn anslått.

Utsikter til vekst i fastlandseksporten

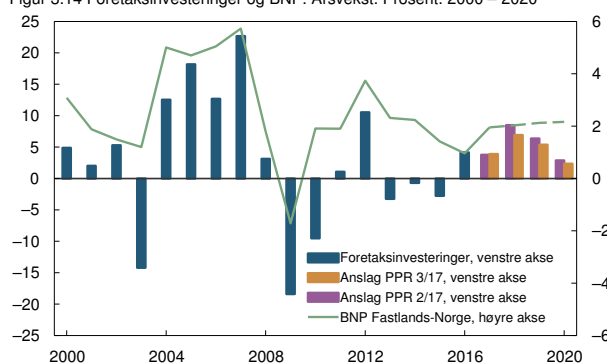
Eksporten fra Fastlands-Norge falt markert i fjor. Nedgangen skyldtes i stor grad at etterspørselen fra den globale petroleumsindustrien avtok betydelig. Driftstans og andre forstyrrelser på tilbudssiden bidro også til å redusere eksporten i fjor. I første halvår i år har eksporten tatt seg opp, men veksten har vært lavere enn vi anslo i forrige rapport.

Figur 3.13 Forventet lønnsomhet¹⁾ og investeringer²⁾ neste 12 måneder. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2017



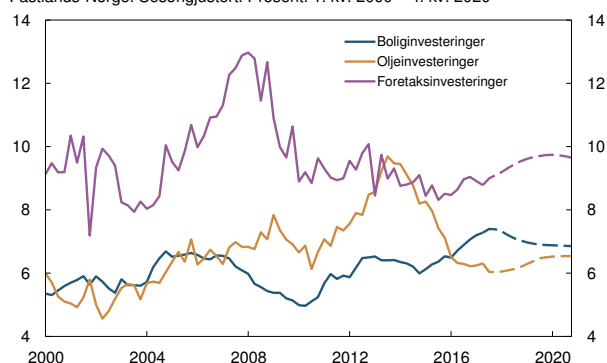
1) Norges Banks forventningsundersøkelse. Differanse mellom andel som svarer «bedret lønnsomhet- og «svakket lønnsomhet».
2) Regionalt nettverk. Prosentvis vekst. Vektet gjennomsnitt av industri, oljeleverandører, varehandel og tjenesteyting.
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.14 Foretaksinvesteringer og BNP. Årsvekst. Prosent. 2000 – 2020¹⁾



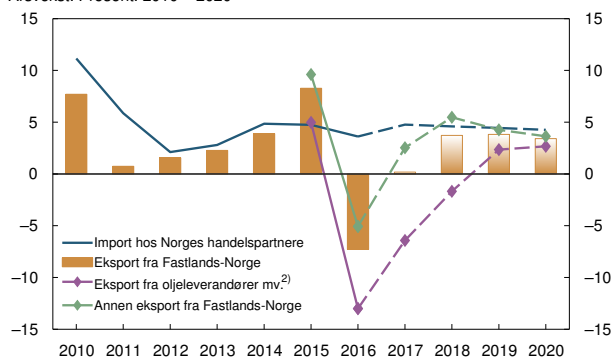
1) Anslag for 2017 – 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Bolig-, olje- og foretaksinvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2020¹⁾



1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾

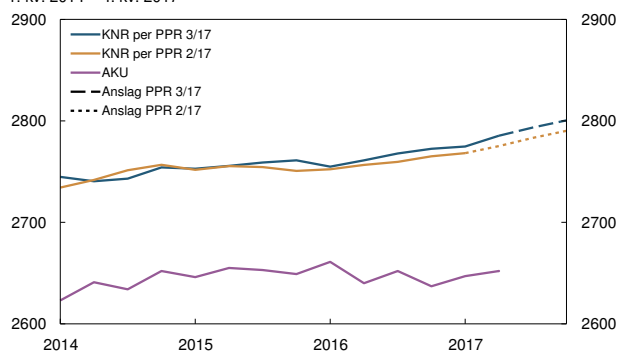


1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).
2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Vårt regionale nettverk indikerer at eksporten fra oljeleverandørene vil fortsette å avta den nærmeste tiden, men at nedgangen vil dempes. Vi anslår at denne eksporten vil øke fra 2018 som følge av økte offshoreinvesteringer globalt.

Svekkelsen av kronekursen fra 2013 har gitt en betydelig bedring i norske bedrifters kostnadmessige konkurranseevne. Sammen med oppgangen i importen hos Norges handelspartnere vil det bidra til at den øvrige fastlandseksporten tar seg opp fremover. Vi anslår at den samlede fastlandseksporten vil være om lag uendret fra 2016 til 2017. I årene fremover venter vi god vekst i eksporten, se figur 3.16. Anslaget for eksportveksten i år er nedjustert fra forrige rapport. For årene fremover er anslagene lite endret.

Figur 3.17 Sysselsetting ifølge KNR og AKU.¹⁾ Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2017²⁾



1) KNR (kvartalsvis nasjonalregnskap) og AKU (Arbeidskraftundersøkelsen) viser normalt ulike sysselsettingsnivåer. Det skyldes at AKU kun omfatter bosatte personer, mens KNR også omfatter sysselsatte på korttidsopphold.
2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2017.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

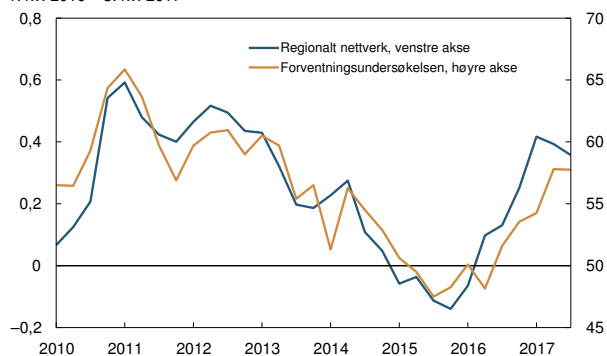
Lav økonomisk vekst har gitt lav vekst i importen de siste årene. I første halvår i år tok importen seg opp, og klart mer enn vi anslo i forrige rapport. Etter en uvanlig høy vekst så langt i år venter vi at importveksten vil avta den nærmeste tiden. Oljeinvesteringer og øvrige foretaksinvesteringer har normalt et relativt høyt importinnhold, og oppgangen i disse investeringene fremover trekker i retning av økt importvekst. Bedringen av den kostnadmessige konkurranseevnen de siste årene kan på den annen side tilsa at importandelen blir lavere enn tidligere, særlig for oljeinvesteringene. I det siste har en større andel av oppdragene på norsk sokkel gått til norske virksomheter. Vi anslår at årsveksten i importen blir lavere neste år enn i år, og at den deretter vil øke gradvis.

3.3 ARBEIDSMARKED OG KAPASITETSUTNYTTING

Videre vekst i sysselsettingen

Etter svak utvikling i 2015 tok sysselsettingen seg opp gjennom 2016, ifølge KNR. Oppgangen har fortsatt i 2017, se figur 3.17. Fra første til andre kvartal i år økte sysselsettingen mer enn vi anslo i forrige rapport, samtidig som sysselsettingen for de foregående kvartalene ble justert opp i KNR. Det er særlig innen offentlig forvaltning og i bygg- og anleggssektoren at sysselsettingen har økt. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) viser et litt annet bilde enn KNR, med fall i sysselsettingen gjennom 2016 og svakere utvikling så langt i 2017. AKU er en utvalgsundersøkelse og vil vise større svingninger enn KNR, som er basert på et bredere informasjonsgrunnlag enn AKU.

Figur 3.18 Forventet endring i sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Kvartalsvekst. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.²⁾ 1. kv. 2010 – 3. kv. 2017



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

Vårt regionale nettverk indikerte i august at sysselsettingen ville øke videre de nærmeste tre månedene, og noe raskere enn vi la til grunn i forrige rapport. Også Norges Banks forventningsundersøkelse for tredje kvartal tyder på videre sysselsettingsvekst, se figur 3.18.

Lavere ledighet

Den registrerte arbeidsledigheten økte gjennom 2015 og nådde en topp ved inngangen til 2016, se figur 3.19. Siden har den registrerte ledigheten avtatt. I fylkene hvor oljesektoren er mest dominerende har den registrerte ledigheten kommet ned i 3,2 prosent, se figur 3.20. I resten av landet var ledigheten 2,4 prosent i august. Den registrerte ledigheten har avtatt mer enn vi la til grunn i forrige rapport. AKU-ledigheten nådde en topp sommeren 2016 og har siden avtatt. Avviket mellom AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten har avtatt den siste tiden, men er fortsatt større enn det som var normalt før 2015.

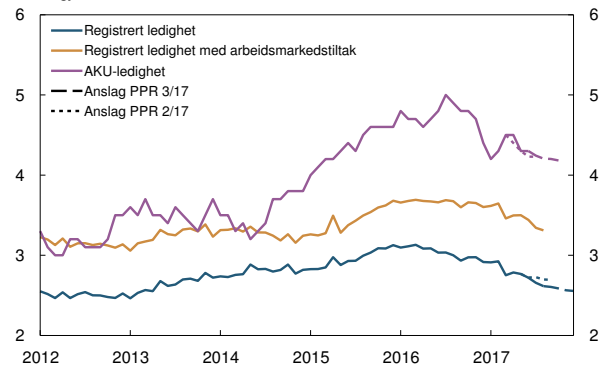
Det er tegn til at perioden med nedbemanninger etter oljeprisfallet går mot slutten. Antall permitterte har avtatt det siste halvåret, og det har vært en nedgang i driftsinnskrenkninger varslet til NAV. Beholdningen av ledige stillinger har økt siden slutten av 2015, se figur 3.21. Også innenfor oljesektoren og industrien er det blitt noen flere ledige stillinger det siste halvåret.

Høyere yrkesfrekvens

Aldring av befolkningen og lavere nettoinnvandring har gjort at veksten i befolkningen i arbeidsfør alder har avtatt de siste årene. Vi legger til grunn at arbeidsinnvandringen vil øke litt igjen i årene fremover, men at befolkningsveksten vil avta videre frem til 2020. Anslagene for befolkningsutviklingen er ikke endret siden forrige rapport.

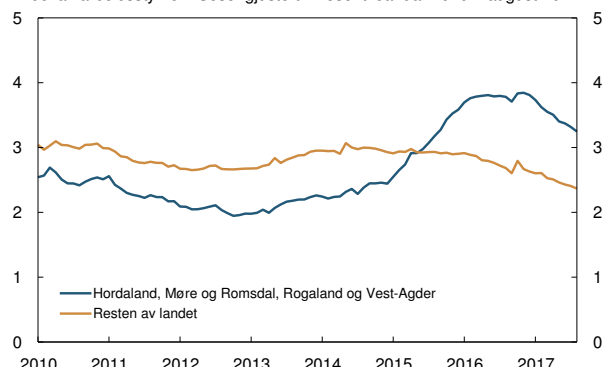
Yrkesfrekvensen, det vil si arbeidsstyrken som andel av befolkningen i arbeidsfør alder, avtok gjennom 2015 og 2016. Utviklingen må ses i sammenheng med det svake arbeidsmarkedet og med en økende andel eldre i arbeidsstyrken. Yrkesfrekvensen svinger normalt med konjunktorene. I nedgangstider er det mange som trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Når utsiktene til å få arbeid bedres, vil flere igjen melde seg på arbeidsmarkedet.

Figur 3.19 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV²⁾. Sesongjustert. Prosent. Januar 2012 – desember 2017³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for september 2017 – desember 2017 (registrert ledighet) og juli 2017 – oktober 2017 (AKU).
Kilder: NAV, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.20 Registrert arbeidsledighet etter fylke. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2010 – august 2017



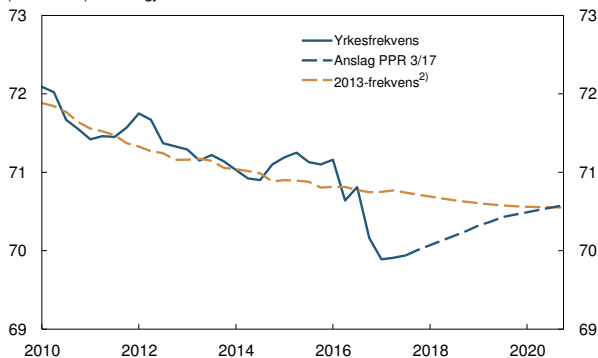
Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 3.21 Ledige stillinger. Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2017



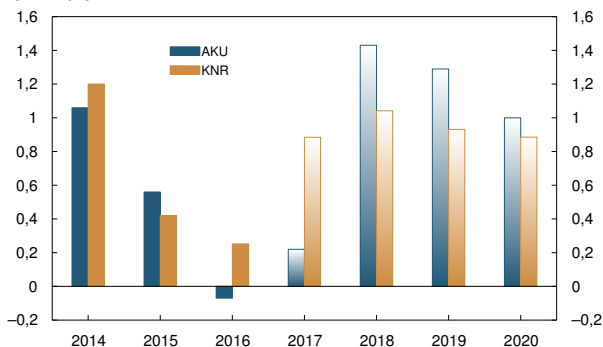
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.22 Yrkesfrekvenser. Arbeidsstyrken som andel av befolkningen (15 – 74 år). Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020.
 2) Utvikling i yrkesfrekvensen i befolkningen (15 – 74 år) dersom yrkesfrekvensene for hvert alderstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller fordi aldring av befolkningen gjør at stadig flere kommer over i aldersgrupper der yrkesfrekvensen er lavere. 2013 er valgt fordi kapasitetsutnyttningen i dette året er vurdert til å være nær et normalnivå.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 Sysselsetting i AKU¹⁾ og KNR²⁾. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2020³⁾



1) Arbeidskraftsundersøkelsen.
 2) Kvartalsvis nasjonalregnskap.
 3) Anslag for 2017 – 2020 (gradert).
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

KAPASITETSUTNYTTING

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, er forskjellen mellom den faktiske produksjonen og den potensielle produksjonen. Den potensielle produksjonen, som er bestemt av den potensielle produktiviteten og den potensielle arbeidsstyrken, kan ikke observeres og må anslås. Trendberegninger på BNP-tall kan være et utgangspunkt for å anslå den potensielle produksjonen i økonomien bakover i tid. For å anslå den potensielle produksjonen og produksjonsgapet i nåtid gjør vi en samlet vurdering basert på en rekke indikatorer og modeller. I vurderingen legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Konjunkturutviklingen trekker i retning av at yrkesfrekvensen vil øke fremover. Aldringen av befolkningen trekker i motsatt retning, se figur 3.22. Det skyldes at stadig flere personer kommer over i aldersgrupper der yrkesfrekvensen er lav.

Samlet anslår vi at yrkesfrekvensen vil øke gradvis i årene fremover. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport.

Sysselsettingen er høyere enn vi la til grunn i forrige rapport, men vi venter at veksten fremover vil bli om lag som vi anslo i juni. I anslagene legger vi til grunn at sysselsettingen målt ved AKU øker noe mer enn sysselsettingen i KNR i årene fremover, se figur 3.23, slik at forskjellen mellom de to sysselsettingsmålene reduseres.

Vi anslår at arbeidsledigheten vil avta gradvis i årene fremover. Anslagene er noe lavere enn i forrige rapport, se figur 1.12 i kapittel 1.

Færre ledige ressurser

Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har vært lavere enn normalt de siste årene, og at den avtok frem til i fjor høst. Nedgangen gjenspeiler blant annet at BNP-veksten var lav og arbeidsledigheten økte i kjølvannet av oljeprisfallet. Samtidig avtok veksten i den potensielle produksjonen, som følge av lavere befolkningsvekst og lavere produktivtetsvekst. Lavere vekst i produktiviteten kan ha sammenheng med lav vekst i foretaksinvesteringene gjennom flere år.

Befolkningsutviklingen tilsier lav vekst i den potensielle arbeidsstyrken også fremover. Samtidig anslår vi at den underliggende veksten i produktiviteten vil ta seg litt opp fremover, til omkring 1 prosent årlig. Samlet anslår vi at den potensielle produksjonen øker med 1,6 prosent årlig i gjennomsnitt for årene 2018 til 2020. Det er uendret fra forrige rapport.

Veksten i fastlandsøkonomien har tatt seg opp siden i fjor høst, og den har vært høyere enn vårt anslag på veksten i den potensielle produksjonen. Utviklingen i arbeidsmarkedet tilsier også at det er færre ledige ressurser i norsk økonomi. Sysselsettingen har økt og arbeidsledigheten har avtatt. Yrkesfrekvensen er lavere enn et normalt nivå, men ser ut til å være på

vei opp (figur 3.22). Samtidig ser lønnsveksten ut til å forbli moderat, noe som tilsier at det fortsatt er ledige ressurser.

I Regionalt nettverk var det i august en oppgang i andelen kontaktbedrifter som oppga at tilgang på arbeidskraft begrenset produksjonen, se figur 3.24. Andelen er likevel fortsatt noe lavere enn normalt. Andelen kontakter som oppga at de ville ha problemer med å møte en økning i etterspørselen, var lite endret.

Samlet vurderer vi nå at kapasitetsutnyttningen nådde bunnen i tredje kvartal 2016 og at den har økt gradvis siden da, se figur 1.1b i kapittel 1. Etter vår vurdering er kapasitetsutnyttningen fortsatt lavere enn normalt, men vi anslår nå at den har vært noe høyere gjennom 2017 enn vi la til grunn i forrige rapport. Det gjenspeiler særlig at den registrerte ledigheten har vært lavere enn vi ventet og at sysselsettingen har økt mer enn anslått. Vi ventet at BNP-veksten i årene fremover vil være høyere enn den potensielle veksten, slik at kapasitetsutnyttningen vil tilta gradvis og være noe over et normalt nivå i 2020. Anslagene for kapasitetsutnyttningen fremover er noe oppjustert fra forrige rapport.

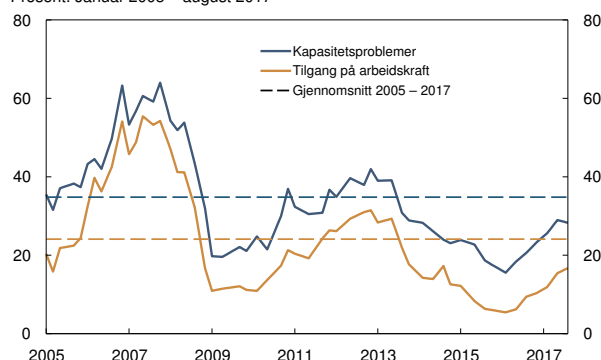
3.4 KOSTNADER OG PRISER

Prisveksten har vært om lag som ventet

Prisveksten har falt markert siden i fjor sommer. Nedgangen har vært størst for importerte konsumvarer, men også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt, se figur 3.25. Lavere prisvekst skyldes i første rekke kronestyrkingen siden starten av 2016 og at effektene av den forutgående krone-svekkelsen er blitt redusert.

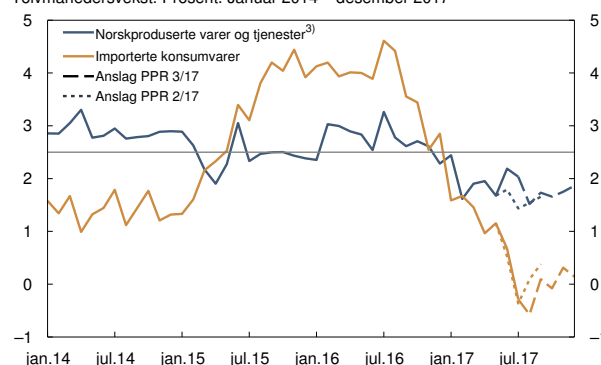
Nedgangen i lønnsveksten de siste årene har også bidratt til å dempe prisveksten. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har likevel samlet sett avtatt mindre enn den historiske sammenhengen med lønnsveksten skulle tilsi, se figur 3.26. Det skyldes blant annet at produktivitetsveksten har falt og at krone-svekkelsen frem mot sommeren 2016 trolig bidro til å holde prisveksten oppe også på norskproduserte konsumvarer. Prisveksten på tjenester har i større grad fulgt utviklingen i lønnsveksten, se figur 3.27.

Figur 3.24 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.¹⁾ Prosent. Januar 2005 – august 2017



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

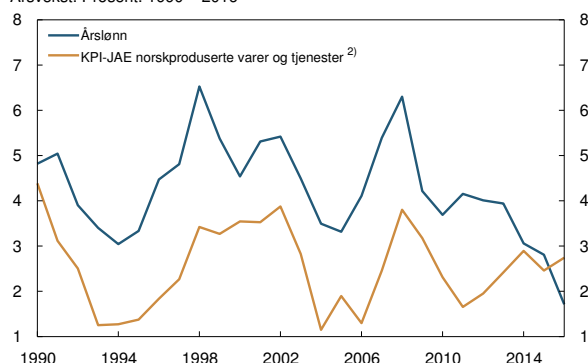
Figur 3.25 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektor. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – desember 2017²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for september 2017 – desember 2017 (stiplet).
3) Norges Banks beregninger.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

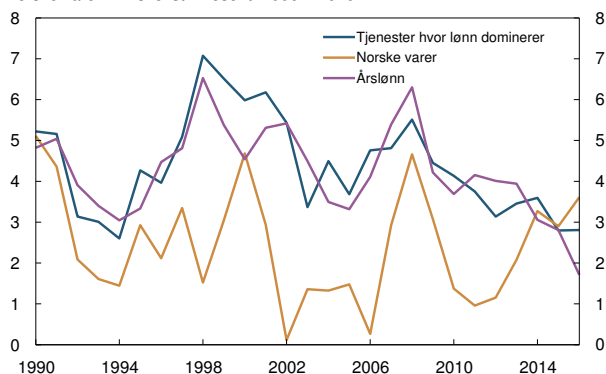
Figur 3.26 Årslønn og norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE.¹⁾ Årsvkst. Prosent. 1990 – 2016



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Norges Banks beregninger.

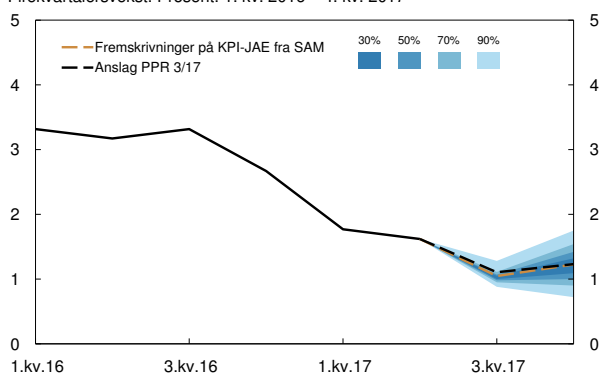
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.27 Årslønn og priser på tjenester hvor lønn dominerer og på norske varer.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 1990 – 2016



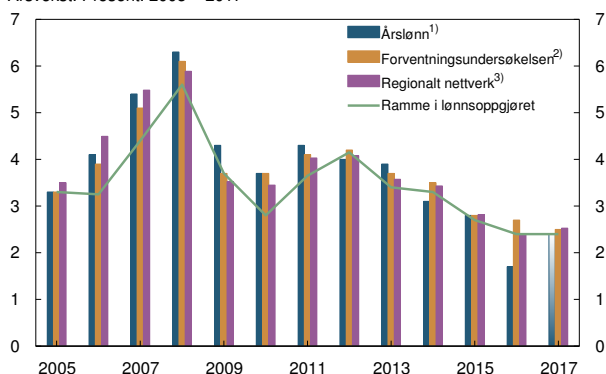
1) Prisseriene er spleiset med prisserier fra tidligere leveringssektorer i 2003.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.28 KPI-JAE¹⁾ i PPR 3/17 med usikkerhetsvifte fra SAM²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 4. kv. 2017³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) System for sammenveiling av korttidsmodeller.
3) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2017 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.29 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2017



1) Historisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2017 (gradert).
2) Partene i arbeidslivet sine forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt i 3. kvartal hvert år.
3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i august/september hvert år.
Kilder: Epinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Siden forrige rapport har konsumprisveksten avtatt om lag som anslått, se tabell 3d i vedlegget. I august var tolv månedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester som ventet, mens tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer var litt lavere enn ventet. Nedgangen i inflasjonen fra juli til august må ses i sammenheng med utviklingen i matvareprisene. Tolv månedersveksten i samlet KPI har vært om lag som lagt til grunn, til tross for at energiprisveksten har vært høyere enn anslått.

Om lag uendrede prisanslag for i år

Oppdaterte beregninger fra SAM indikerer at prisveksten målt ved KPI-JAE vil tilta gjennom høsten og vinteren, se figur 3.28. Våre anslag ligger nær fremskrivningene fra SAM og er samlet sett om lag uendrede siden forrige rapport. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ser ut til å bli litt høyere enn tidligere enn ventet, mens prisveksten på importerte konsumvarer trolig blir litt lavere. Lavere importert prisvekst må ses i sammenheng med kronestyrkingen den siste tiden. For KPI samlet bidrar utsikter til noe høyere energiprisvekst enn anslått i juni til en liten oppjustering.

Utsikter til fortsatt moderat lønnsvekst

De siste årene har lønnsveksten blitt dempet av nedgangen i oljeprisen, lavere kapasitetsutnyttningen og lavere underliggende produktivitetsvekst. Lønnsveksten har likevel vært svakere enn det våre anslag på kapasitetsutnyttningen normalt skulle tilsi. Det kan være uttrykk for at moderasjonen i lønnsoppgjørene i etterkant av oljeprisfallet er sterkere enn det vi har sett i tidligere lavkonjunkturer. Moderat lønnsvekst hos flere av våre handelspartnere de siste årene kan også ha virket dempende på lønnsveksten her hjemme. I kjølvannet av oljeprisfallet har den samlede årslønnsveksten også blitt trukket ned av en betydelig nedgang i antall sysselsatte i næringer med høyt lønnsnivå. Vi legger til grunn at slike sammenhengseffekter i lønnsveksten vil bli mindre fremtredende i årene fremover. Nedbemanningen i oljelaterte næringer har bremset opp og lønnsforskjellene til andre næringer har minket noe.

For inneværende år venter vi at årslønnsveksten øker til 2,4 prosent. Anslaget er uendret fra forrige rapport og i tråd med rammen i lønnsoppgjøret og med tilbake-

meldingene fra Norges Banks forventningsundersøkelse og vårt regionale nettverk, se figur 3.29. Utsikter til høyere KPI-vekst gir et litt lavere anslag på reallønnsveksten i 2017 enn anslått i forrige rapport.

Vi venter at et strammere arbeidsmarked og høyere kapasitetsutnyttning vil gi en gradvis oppgang i lønnsveksten gjennom prognoseperioden, se figur 3.30. Anslagene innebærer en relativt moderat økning i lønningene de nærmeste årene sammenlignet med tidligere oppgangsperioder. Lønnsanslagene må ses i lys av utsikter til fortsatt svak produktivitet utvikling og at lønnsmoderasjonen ser ut til å være sterkere enn tidligere lagt til grunn. Anslaget for lønnsveksten neste år er uendret fra forrige rapport og i tråd med tilbakemeldingene fra forventningsundersøkelsen. Lenger ut i prognoseperioden legger vi til grunn at høyere kapasitetsutnyttning enn tidligere ventet også gir høyere lønnsvekst.

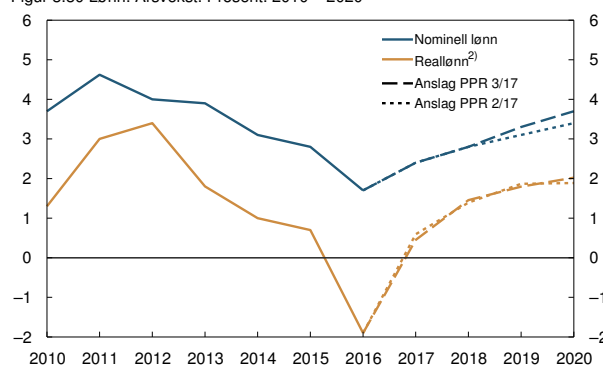
Til tross for moderat lønnsvekst, har lønnsandelen de siste årene holdt seg oppe, se figur 3.31. Det har sammenheng med at også produktivtetsveksten har falt, og med at bedriftene ikke har hatt rom til å bedre sine marginer gjennom prissettingen. Vi legger til grunn at lønnsandelen vil avta til nær sitt historiske gjennomsnitt i løpet av 2017, og deretter holde seg om lag uendret i årene fremover. Samtidig venter vi en moderat oppgang i reallønnsveksten målt ved konsumprisene, i all hovedsak som følge av utsikter til lav importert prisvekst, se figur 3.32. Anslagene i rapporten er forenlige med en normalisering av lønnsandelen samtidig som kjøpekraften til husholdningene øker.

Lav prisvekst i årene fremover

Prisveksten er ventet å holde seg lav i årene fremover, se figur 3.33. Samlet sett er inflasjonsanslagene lite endret for de nærmeste årene. Ved utgangen av 2020 er firekvarstalsveksten i KPI anslått å være i underkant av 2 prosent. Det er litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Utsikter til høyere lønnsvekst og kapasitetsutnyttning enn lagt til grunn i forrige rapport bidrar til en liten oppjustering av anslaget for innenlandsk inflasjon, mens en litt sterkere kronekurs trekker anslaget for importert inflasjon i motsatt retning.

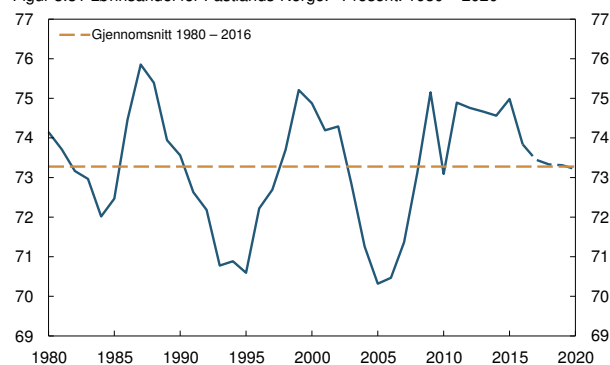
Det er mulig at lønnsveksten tar seg mindre opp i årene som kommer enn vi nå har lagt til grunn. Hos

Figur 3.30 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



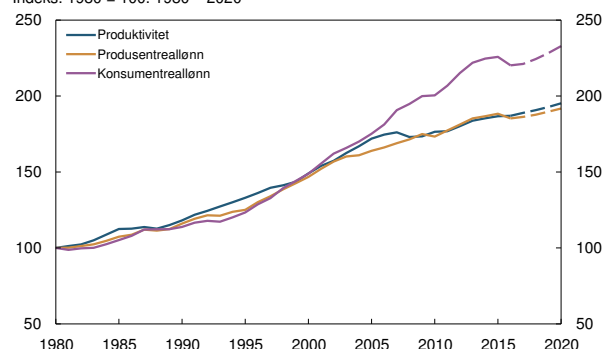
1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
2) Nominell lønnsvekst deflatert med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.31 Lønnsandel for Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. 1980 – 2020²⁾



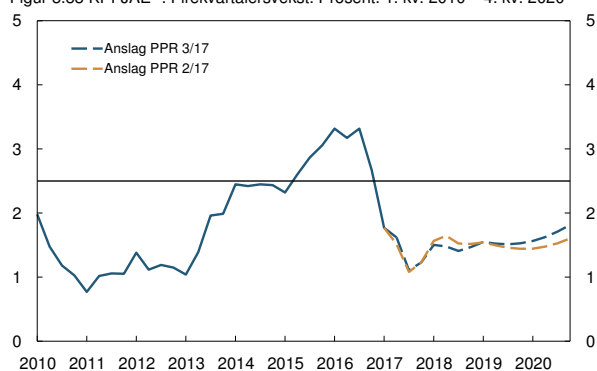
1) Lønnskostnader som andel av lønnskostnader og driftsresultat.
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet blå linje).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.32 Produktivitet, produsentreal lønn¹⁾ og konsumentreal lønn²⁾. Indeks. 1980 = 100. 1980 – 2020³⁾



1) Lønnskostnader deflatert med produsentpriser.
2) Lønnskostnader deflatert med konsumpriser.
3) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.33 KPI-JAE¹⁾. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

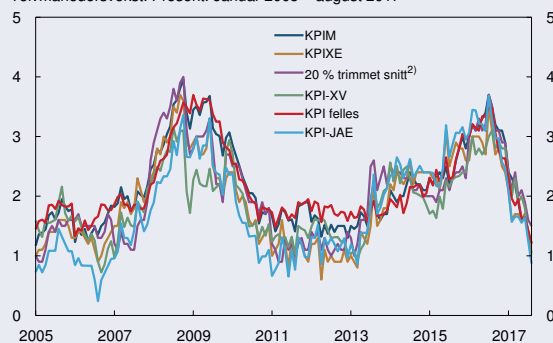
flere av våre handelspartnere har lønnsveksten siden finanskrisen vært lavere enn historiske sammenhenger mellom ledighet og lønn skulle tilsi.¹ Det er utsikter til at lønnsveksten hos handelspartnerne forblir nokså moderat. Vi ser ikke bort fra at vi også her hjemme kan oppleve moderat lønnsvekst i kombinasjon med forholdsvis lave ledighetsnivåer. En lang periode med lav prisvekst kan skape forventninger om at prisveksten vil forbli lav. Det kan i seg selv bidra til en langsommere oppgang i lønns- og prisveksten enn vi nå anslår. På den annen side tilsier historiske erfaringer at lønnsandelen normalt stiger i perioder med stigende kapasitetsutnyttning. Vi kan derfor heller ikke utelukke at lønnsveksten fremover blir sterkere enn vi legger til grunn.

1 Se egen ramme på side 18 i Pengepolitisk rapport 2/17

KRYSSJEKK AV KPI-JAE

Indikatorer for underliggende inflasjon, som KPI-JAE, kan være til hjelp for å se igjennom forbigående variasjoner i prisveksten. Måten slike indikatorer er konstruert på kan imidlertid føre til at også varige prisendringer blir oppfattet som forbigående. Som en kryssjekk følger derfor vi utviklingen i flere ulike indikatorer for underliggende inflasjon. Så langt i år har tolv månedersveksten i KPI-JAE falt 1,2 prosentpoeng. Både nedgangen i KPI-JAE til nå i år og nivået på tolv månedersveksten i august er godt i tråd med utviklingen i andre indikatorer for underliggende inflasjon, se figur 3.34.

Figur 3.34 Indikatorer for underliggende inflasjon¹⁾.
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – august 2017

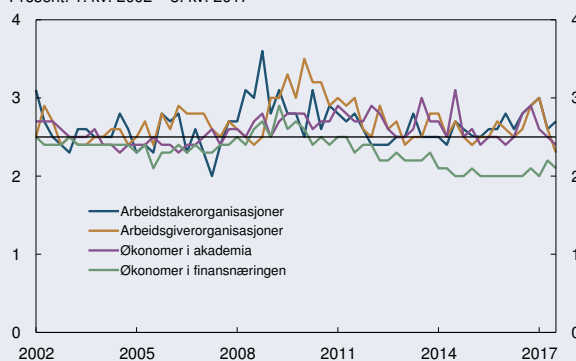


1) For en gjennomgang av indikatorene, se Husabo, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge» kommende Norges Bank Staff Memo.
2) På grunn av en omlegging av statistikken på detaljert nivå er det brudd i serien i januar 2016 og januar 2017.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

INFLASJNSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Forankrede inflasjonsforventninger vil gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til en stabil utvikling 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 samlet sett holdt seg nær 2,5 prosent, se figur 3.35. Fra andre til tredje kvartal i år falt forventningene litt blant både arbeidslivsorganisasjonene samlet og økonomene i akademien og i finansnæringen.

Figur 3.35 Forventet tolv månedersvekst i konsumprisene om fem år.
Prosent. 1. kv. 2002 – 3. kv. 2017



Kilde: Epinion

FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

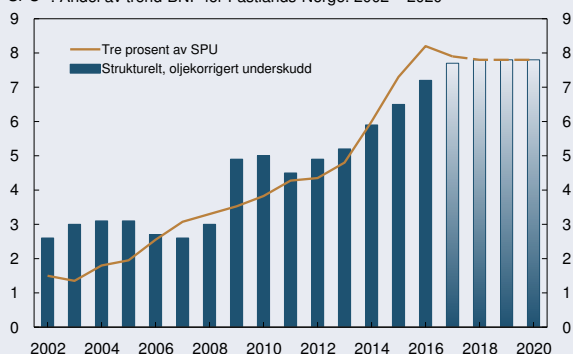
Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2017. Bruken av oljeinntekter i 2017, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å utgjøre 7,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2017. Det er som lagt til grunn i forrige rapport. Endringen i underskuddet som andel av trend-BNP brukes som et enkelt mål på budsjettets virkning på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. I 2017 ventes denne budsjettimpulsen å bli på 0,5 prosentenheter.

Bruken av oljepenger anslås å utgjøre 2,9 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) i 2017. Fra og med 2018 legger vi beregningsteknisk til grunn at bruken tilsvare 3,0 prosent av fondsverdien, lik forutsetningen om den forventede realavkastningen. Det innebærer en budsjettimpuls på 0,1 prosentenheter i 2018 og at bruken av oljepenger deretter er uendret målt som andel av fastlands-BNP, se figur 3.36. Anslagene bygger på at fondet utvikler seg som lagt til grunn i det reviderte budsjettet.

Vi anslår nå noe lavere vekst i etterspørselen fra offentlig forvaltning i 2017 enn i forrige rapport. Det skyldes at etterspørselen i tidligere kvartaler ble noe nedjustert da nasjonalregnskapstallene for andre kvartal ble lagt frem. For de kommende årene er vekstanslagene om lag uendret. Etter noen år hvor veksten i den offentlige etterspørselen har vært klart høyere enn den økonomiske veksten for øvrig, er det utsikter til at den offentlige etterspørselen vil vokse om lag like raskt som BNP for Fastlands-Norge i år. Fra og med neste år venter vi at veksten i den offentlige etterspørselen blir klart lavere enn veksten i fastlandsøkonomien, se figur 3.37.

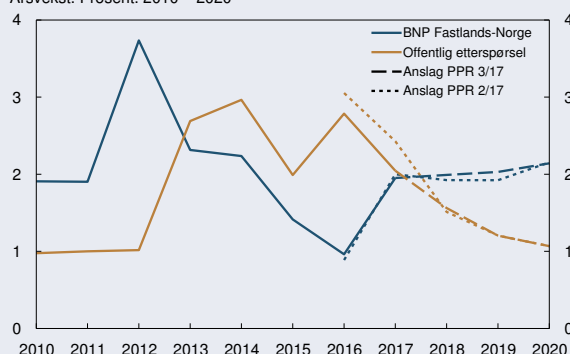
Den forholdsvis sterke veksten i offentlige utgifter de senere årene har gått sammen med skattelettelser. Blant annet har skattesatsen på alminnelig inntekt blitt redusert fra 28 til 24 prosent. Netto legger vi ikke til grunn nye skattelettelser fremover. I Nasjonalbudsjettet 2017 ble det signalisert at inntektsskatten vil bli satt videre ned til 23 prosent i 2018. Vi legger beregningsteknisk til grunn at dette skattekuttet finansieres ved inntektsøkninger på andre områder.

Figur 3.36 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU¹⁾. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. 2002 – 2020²⁾



1) Statens pensjonsfond utland.
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.37 Etterspørsel fra offentlig forvaltning og BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene i oljenæringen har falt markert de siste årene. Det skyldes i hovedsak at lønnsomheten i næringen ble svak som følge av fallet i olje- og gassprisene i 2014 og 2015 og den høye kostnadsveksten i årene før. Oljeselskapene og -leverandørene har kuttet kostnadene kraftig siden 2013, noe som har ført til at balanseprisene i flere planlagte prosjekter har falt fra 60–80 dollar til under 40 dollar per fat. Disse prosjektene er dermed lønnsomme dersom oljeprisen utvikler seg som forutsatt (se kapittel 1).

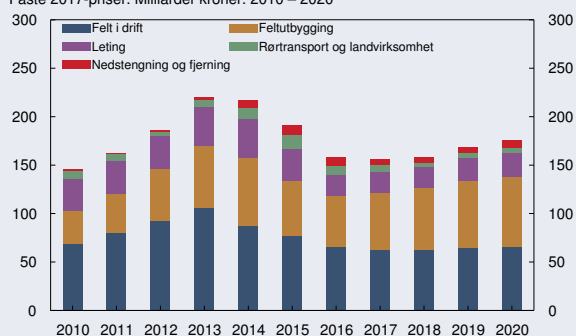
Investeringstillingen og nasjonalregnskapet tyder på at petroleumsinvesteringene vil falle mindre i år enn anslått i forrige rapport, særlig målt i faste priser. Vi anslår nå at investeringene vil falle med 1 prosent i volum og med 4,5 prosent i verdi fra 2016 til 2017. Igangsetting av en rekke utbyggingsprosjekter vil trekke opp investeringene fremover. Vi anslår at investeringsvolumet vil øke med rundt 1 prosent i 2018 og med totalt 11 prosent fra 2018 til 2020. Anslagene for investeringsnivået i 2018 til 2020 er oppjustert i lys av ny informasjon om flere utbyggingsprosjekter.

Investeringene på *felt i drift* har falt med rundt 40 milliarder kroner siden 2013, og står for to tredjedeler av nedgangen i petroleumsinvesteringene. Vi anslår at disse investeringene vil falle med nye 3 milliarder kroner i år og holde seg på om lag samme nivå til neste år. I 2019 og 2020 anslår vi at de vil øke moderat, siden flere prosjekter er blitt lønnsomme etter at kostnadene er redusert, se figur 3.38. Vi venter at prosjektet Valhall Vestflanke vil komme i gang i år og at Troll fase 3 vil starte opp til neste år.

Utgiftene til *feltutbygging* har falt langt mindre enn investeringene på felt i drift. Det gjenspeiler at utbyggingen av Johan Sverdrup har gitt betydelige investeringer siden oppstarten i 2015, se figur 3.39. Dessuten er flere små og mellomstore utbygginger satt i gang det siste året. Utbyggingen av Snefrid Nord er startet opp siden forrige rapport. Vi venter at prosjektene Yme, Snadd, Fenja, Storklakken, Skarfjell, Johan Castberg og Snorre Expansion vil bli satt i gang i løpet av det neste halvåret. Videre anslår vi at fase to av Johan Sverdrup-utbyggingen vil komme i gang neste høst. Flere andre utbygginger er planlagt med oppstart i perioden 2018 til 2020. Samlet anslår vi at feltutbyggingen vil ta seg opp gjennom prognoseperioden.

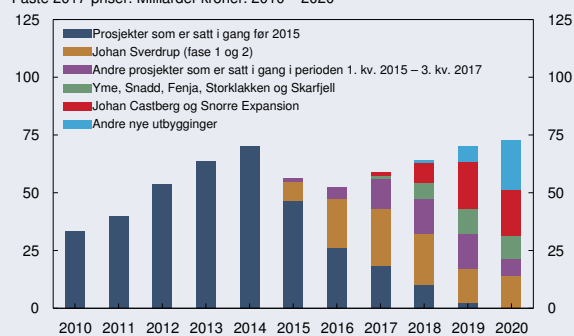
Investeringene innen *leting* er nesten halvert siden 2013 og 2014. Vi anslår at leteinvesteringene vil holde seg om lag uendret i år og neste år. Deretter venter vi at letingen vil ta seg noe opp igjen, drevet av nedgangen i borekostnadene siden 2014 og utsikter til at oljeprisen vil holde seg over 50 dollar. Oppgangen dempes av at leteboringen i Barentshavet i år har gitt relativt svake resultater.

Figur 3.38 Petroleumsinvesteringer.
Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2020¹⁾



1) Anslag for 2017 – 2020. Tallene for 2010 – 2016 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å falle med 3,5 prosent fra 2016 til 2017 og å være uendret fra 2017 til 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.39 Feltutbygging.
Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2020¹⁾

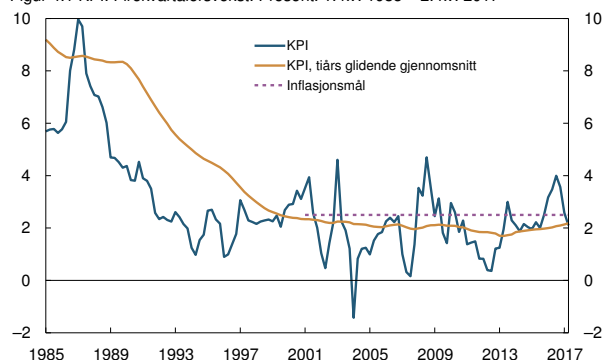


1) Anslag for 2017 – 2020 og for sammensetningen av investeringene i 2015 og 2016. Tallene for totale utbyggingsinvesteringer for 2010 – 2016 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingsprosjekter.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 Pengepolitisk analyse

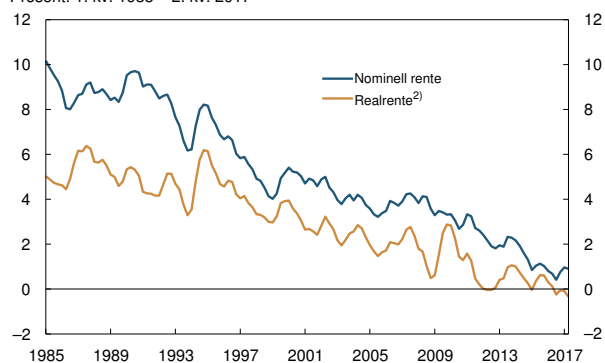
Analysene og vurderingene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på 0,5 prosent det nærmeste året, før den gradvis heves til nær 1,5 prosent mot slutten av 2020. Rente-prognosen er lite endret, men innebærer en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport. Sterkere vekst ute, høyere oljepris og økt kapasitetsutnyttning i norsk økonomi løfter rentebanen. En sterkere kronkurs og utsikter til fortsatt moderat lønnsvekst til tross for høyere kapasitetsutnyttning trekker rentebanen ned. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og at den vil være noe over et normalt nivå i 2020. Inflasjonen anslås å ta seg opp til i underkant av 2 prosent ved utgangen av prognoseperioden.

Figur 4.1 KPI. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1985 – 2. kv. 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Renter på tiårs statsobligasjoner. 14 OECD-land.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1985 – 2. kv. 2017



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

4.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

Lav og stabil inflasjon

Pengepolitikken er rettet inn mot å holde inflasjonen lav og stabil. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Etter at inflasjonsmålet ble innført, har inflasjonen i gjennomsnitt vært om lag to prosent, se figur 4.1.

Styringsrenten settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. I de pengepolitiske avveingene tar vi hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Se ramme på side 40 om kriterier for en god rentebane.

Svært lav styringsrente

Rentenivået er svært lavt, både internasjonalt og her hjemme, se figur 4.2. Nivået på realrenten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien, gjerne omtalt som den nøytrale realrenten, har trolig avtatt over lang tid. Norges Banks anslag på den nøytrale realrenten er blitt gradvis nedjustert, i tråd med utviklingen internasjonalt. Vi legger til grunn at den nøytrale nominelle pengemarkedsrenten her hjemme ligger mellom 2½ og 3½ prosent, se utdyping i Pengepolitisk rapport 3/16. Nedgangen i den nøytrale realrenten har i seg selv bidratt til å trekke styringsrenten ned.

Oljeprisfallet fra 2014 og svak utvikling ute har bidratt til å dempe vekst og inflasjon her hjemme. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er under et normalt nivå, og prisveksten er under 2,5 prosent. Styringsrenten er derfor satt lavere enn det vi vurderer som et nøytralt nivå.

Vedvarende lave renter bidrar til sårbarhet i det finansielle systemet. Ved å ta hensyn til risikoen forbundet med svært lave renter kan pengepolitikken bidra til en mer stabil økonomisk utvikling over tid. Også usikkerhet om virkningen av svært lave renter taler for å gå varsomt frem i pengepolitikken. De siste årene har derfor styringsrenten vært satt noe høyere enn anslagene for inflasjon og kapasitetsutnyttning isolert sett skulle tilsi.

4.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

Ny informasjon tilsier litt høyere rentebane

Ved hjelp av Norges Banks makromodell NEMO gjør vi en teknisk analyse av virkningen av ny informasjon, inkludert nye anslag for inneværende og neste kvartal, og nye anslag for størrelser som ikke bestemmes i modellen. NEMO er beskrevet i en utdyping på side 41. I analysen beholder vi prognosen for styringsrenten fra forrige rapport, se figur 4.3a.

Den modelltekniske analysen tilsier at inflasjonen vil være lite endret de nærmeste årene og litt høyere i 2019 og 2020 sammenlignet med prognosene i forrige rapport, se figur 4.3b. Kronekursen vil holde seg litt sterkere enn anslått sist, mens kapasitetsutnyttningen vil bli liggende noe høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 4.3c.

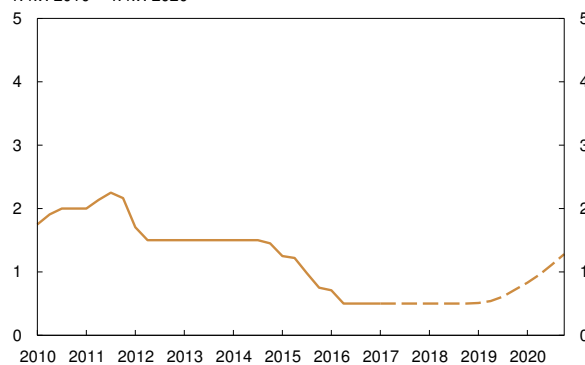
Den modelltekniske analysen peker samlet sett i retning av en litt høyere bane for styringsrenten, som følge av utsikter til noe høyere kapasitetsutnyttning og prisvekst.

Renteprognozen er lite endret

I pengepolitikken tar vi også hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte.

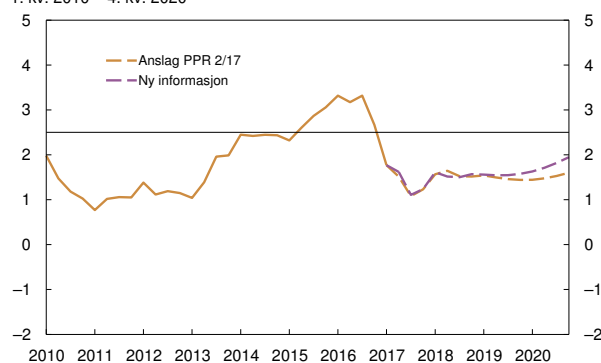
Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt husholdningenes sårbarhet de siste årene. Siden i vår har boligprisene falt, og prisutviklingen de siste månedene har

Figur 4.3a Styringsrenten. Anslag fra PPR 2/17. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



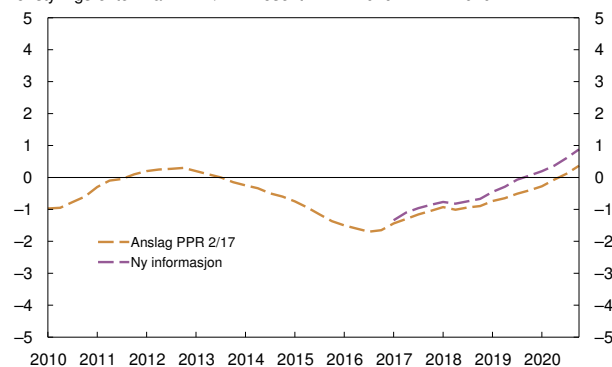
1) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3b KPI-JAE¹⁾. Anslag betinget på ny informasjon og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/17. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.3c Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/17. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



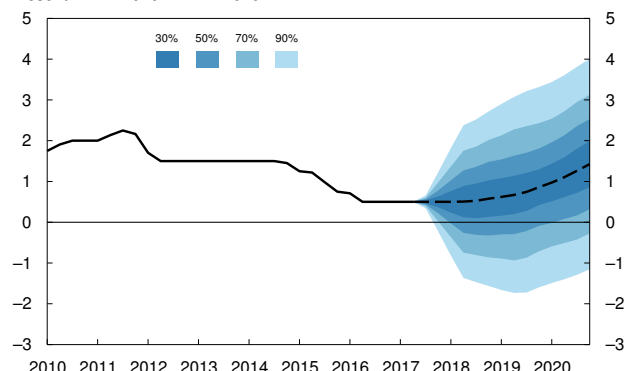
Kilde: Norges Bank

vært svakere enn ventet. Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres. Omslaget i boligmarkedet kan bidra til redusert risiko for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid.

Analysene og vurderingene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på 0,5 prosent det nærmeste året, før den gradvis heves til nær 1,5 prosent mot slutten av 2020, se figur 4.4 a-d. Renteprognozen er lite endret, men innebærer en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport, se figur 4.5.

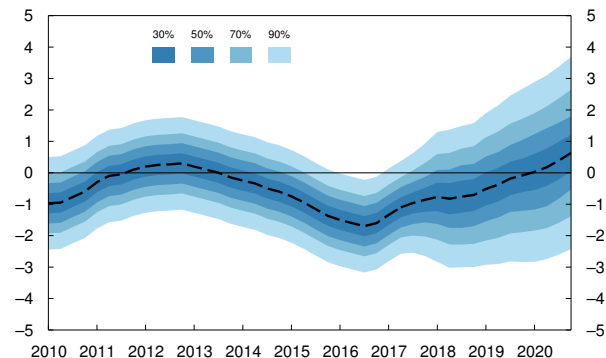
Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognozen i denne rapporten er det utsikter til at prisveksten vil holde seg lav i årene fremover. Ved utgangen av 2020 er inflasjonen anslått å være i underkant av 2 prosent. Sammenlignet med forrige rapport er inflasjonsanslagene lite endret de nærmeste årene, men litt høyere mot slutten av prognoseperioden. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og at den vil være noe over et normalt nivå i 2020. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er noe høyere enn sist gjennom hele prognoseperioden.

Figur 4.4a Styringsrenten med usikkerhetsvifte.¹⁾
Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



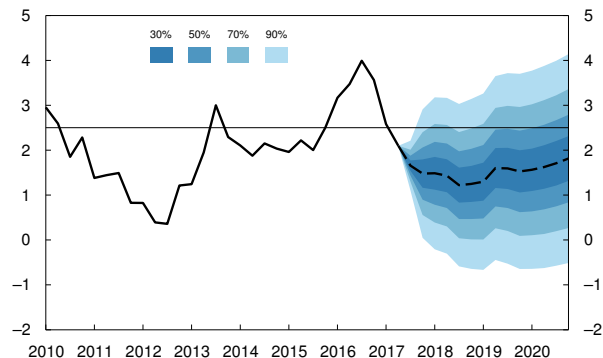
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 4.4b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte.
Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



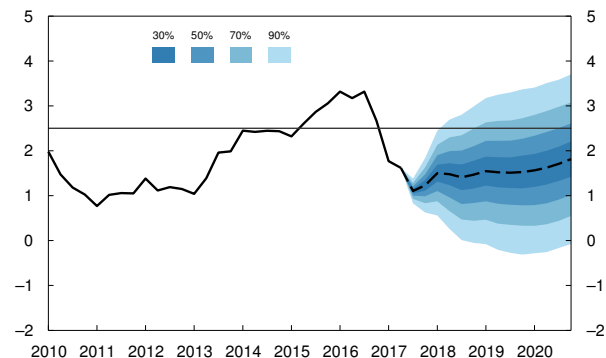
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
Kilde: Norges Bank

Figur 4.4c KPI med usikkerhetsvifte.
Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte.
Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prognosene innebærer at pengemarkedsrenten blir liggende om lag på dagens nivå i år og neste år før den gradvis øker. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene lite endret for i år og neste år og litt høyere mot slutten av prognoseperioden.

Realrenten, definert som pengemarkedsrenten fratrukket den løpende prisveksten, vil stige gradvis gjennom prognoseperioden, men fordi også prisveksten tiltar blir økningen i realrenten noe mindre enn økningen i styringsrenten. Sammenlignet med forrige rapport ligger prognosen for realrenten nå noe lavere i 2019 og 2020.

Faktorer bak endringer renteprognozen

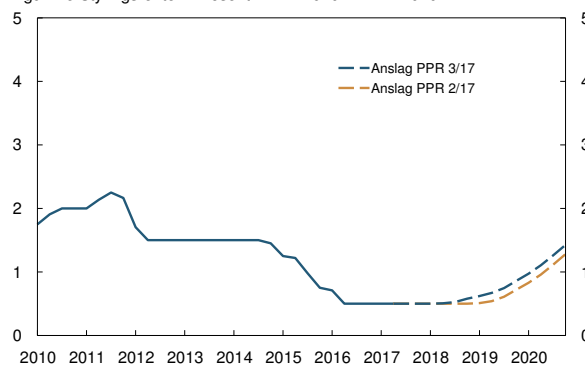
Prognosen for styringsrenten er basert på kriteriene for en god rentebane (se ramme på side 40), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme, og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Figur 4.6 illustrerer hvilke faktorer som har påvirket endringene i renteprognozen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognozen fra forrige rapport. Modellen NEMO brukes som et hjelpemiddel for å tolke drivkreftene i økonomien, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene våre og virkninger på rentebanen. Hovedstyret redegjør for sin skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

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. Sammen med utsikter til en litt raskere renteøkning ute trekker det i retning av en høyere rentebane, se grønne søyler.

Påslaget i pengemarkedsrenten har avtatt mer enn vi la til grunn i forrige rapport, og vi venter at påslaget også fremover vil være litt lavere enn tidligere anslått. Med samme forløp for styringsrenten som vi la til grunn sist, ville det gitt en lavere pengemarkedsrente. Det bidrar til å løfte rentebanen, se røde søyler.

Oljeprisen er noe høyere enn vi la til grunn i juni. Det trekker i retning av høyere eksport, høyere oljeinvesteringer og høyere lønnsvekst. Høyere oljepris bidrar samtidig til en sterkere krone. Den samlede effekten av høyere oljepris er at aktiviteten i norsk økonomi blir noe høyere, og at prisveksten blir litt lavere på

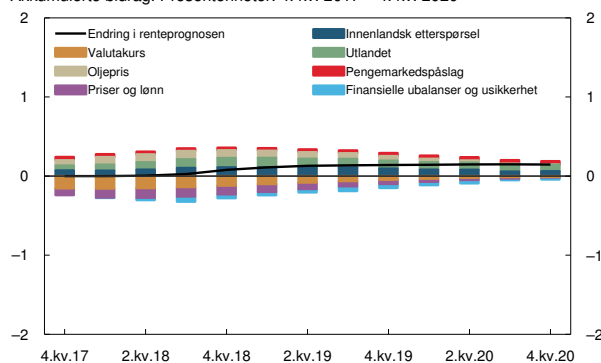
Figur 4.5 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).

Kilde: Norges Bank

Figur 4.6 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 2/17. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020



Kilde: Norges Bank

kort sikt og litt høyere på lengre sikt. Høyere oljepris bidrar til å trekke rentebanen opp, se beige søyler.

Sysselsettingen har økt og arbeidsledigheten har avtatt mer enn ventet, og kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vurderes nå å være noe høyere enn tidligere lagt til grunn. Husholdningenes konsum har vært høyere enn anslått, og vi har oppjustert anslagene for oljeinvesteringene mer enn økningen i oljeprisen skulle tilsa. På den annen side har boligprisveksten vært lavere enn ventet, og det bidrar isolert sett til lavere økonomisk aktivitet fremover enn tidligere lagt til grunn. Samlet bidrar den innenlandske etterspørselen til å trekke rentebanen opp, se mørkeblå søyler.

Høyere kapasitetsutnyttning tilsier normalt at også lønnsveksten blir høyere. Likevel ser det ikke ut til at lønnsveksten blir høyere i år enn vi anslo i forrige rapport. Det kan tyde på at sammenhengen mellom lønnsvekst og kapasitetsutnyttning midlertidig er noe svakere enn vi la til grunn. Det kan bidra til å dempe lønnsveksten også i årene fremover. Den relativt sett lave lønnsveksten kan være uttrykk for at moderasjonen i lønnsoppgjørene i etterkant av oljeprisfallet er sterkere enn det vi har sett i tidligere lavkonjunkturer. Moderat lønnsvekst hos flere av våre handelspartnere de siste årene kan også ha virket dempende på lønnsveksten her hjemme. Lavere lønnsvekst bidrar isolert sett til å trekke rentebanen ned, se lilla søyler.

Kronekursen har styrket seg mer enn vi la til grunn i juni. En høyere oljepris tilsier en sterkere krone, mens en litt mindre rentedifferanse mot handelspartnerne trekker i motsatt retning. Kronen har styrket seg mer enn modellrammeverket kan forklare ut fra utviklingen i oljeprisen og rentedifferansen. En sterkere krone bidrar til lavere prisvekst og redusert aktivitet. Det tilsier isolert sett en lavere rentebane, se oransje søyler.

Siden forrige rapport trekker ny informasjon samlet sett i retning av en liten oppjustering av rentebanen gjennom hele prognoseperioden. Når styringsrenten er svært lav, er usikkerheten om virkningene av pengepolitikken større enn ved et mer normalt rentenivå. Da kan mindre endringer i pengepolitikken gi tilpasninger det er vanskelig å forutse og føre til svingninger

i finansmarkeder og formuespriser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varmsomt frem i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente. Den samlede skjønnsutøvelsen innebærer at rentebanen justeres litt mindre opp enn ny informasjon isolert sett tilsier. Denne skjønnsutøvelsen kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

4.3 USIKKERHET OG KRYSSJEKKER

Renteprognozen er usikker

Prognosene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Prognoser er usikre. Dersom de økonomiske utsiktene endres, eller dersom vår vurdering av sammenhengen mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien endrer seg, kan renteprognozen justeres.

Risikobildet synes balansert. Bedrede tillitsindikatorer og høyere forbruksvekst kan være tegn på et stemningsskifte i økonomien. Det kan bidra til at veksten fremover blir høyere enn ventet. Vi kan heller ikke utelukke at lønnsveksten fremover blir sterkere enn vi legger til grunn. Våre anslag innebærer at lønnsandelen vil være uendret fremover, mens historiske erfaringer tilsier at lønnsandelen normalt stiger i perioder med stigende kapasitetsutnyttning. En slik utvikling ville tilsa en høyere rentebane enn anslått i denne rapporten.

På den annen side er det forhold som kan tilsa en lavere styringsrente enn prognosen innebærer. Omslaget i boligmarkedet har bidratt til usikkerhet om den videre boligprisutviklingen og om boliginvesteringene fremover. Skulle omslaget i boligmarkedet bli mer markert enn vi har anslått, vil det gi lavere aktivitet i norsk økonomi. Det er også en risiko for at den ventede oppgangen i foretaksinvesteringene blir mer forsiktig enn forutsatt. En svakere investeringsutvikling vil innebære lavere aktivitet i økonomien.

Det er mulig at oppgangen i lønnsveksten fremover vil bli mindre enn vi nå har lagt til grunn. Internasjonalt har lønnsveksten forblitt moderat til tross for bedring i arbeidsmarkedet. En lang periode med lav prisvekst kan skape forventninger om at prisveksten vil forbli lav. Det kan i seg selv bidra til en langsommere

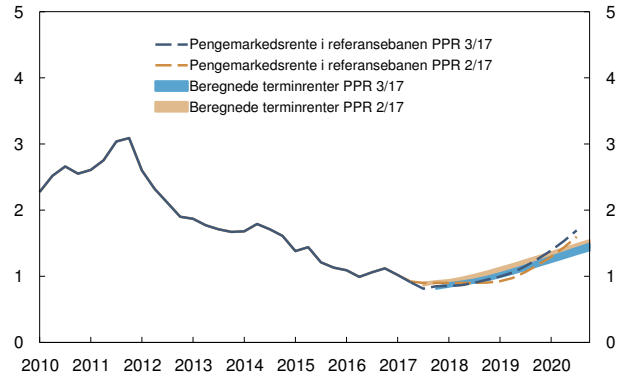
oppgang i lønns- og prisveksten enn vi nå anslår. Det vil i så fall trekke i retning av en lavere rentebane.

Kryssjekker tyder på konsistens over tid

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. Siden juni er de beregnede terminrentene lite endret og de ligger nær vår prognose for pengemarkedsrenten, se figur 4.7.

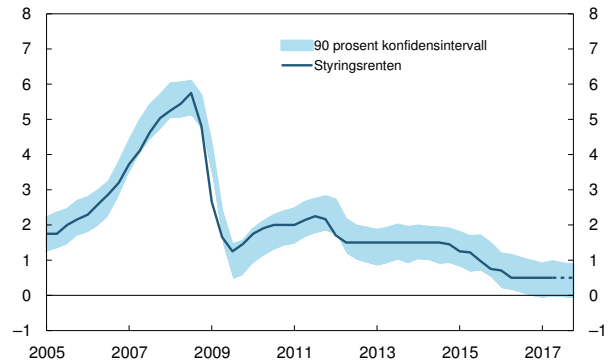
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten kan også være en kryssjekk på konsistens i pengepolitikken over tid. Figur 4.8 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP-veksten i Fastlands-Norge og rentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i modellen er estimert på historiske data fra og med 1999 og frem til i dag. I fremskrivingene benytter vi våre anslag for de aktuelle størrelsene frem til og med fjerde kvartal i år. Usikkerheten i modellen er illustrert ved det blå intervallet. Figuren viser at prognosen for styringsrenten ligger nær midten av intervallet.

Figur 4.7 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020³⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten 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 5. juni – 16. juni og 4. september – 15. september.
3) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 4.8 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2017²⁾



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne, samt styringsrenten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 2. kv. 2017. Nærmere utdyping er gitt i *Norges Bank Staff Memo 3/2008*.
2) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2017 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger vi til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Vi anser følgende kriterier som en rettesnor for en god rentebane:

1. Inflasjonsmålet nås:

Rentebanen bør stabilisere inflasjonen på målet eller bringe inflasjonen tilbake til målet etter at det har oppstått avvik.

2. Inflasjonsstyringen er fleksibel:

Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttingen i økonomien.

3. Pengepolitikken er robust:

Rentebanen bør ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Oppbygging av finansielle ubalanser kan øke faren for brå skift i etterspørselen frem i tid. En robust pengepolitikk bør derfor bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. 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.

Robusthetskriteriet er inkludert fordi det vil kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene, veies mot hverandre. Hovedstyret redegjør for sin skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

Makromodellen NEMO – mekanismer og drivkrefter

NEMO («Norwegian Economy Model») er hovedmodellen Norges Bank benytter i analyser av norsk økonomi og i pengepolitikken. Modellen har vært i kontinuerlig utvikling siden den først ble tatt i bruk i 2006. Den bygger på teori og økonomisk forskning og har fellestrekk med tilsvarende modeller i andre sentralbanker. Sammen med et bredt sett av informasjon, korttidsmodeller og skjønnsmessige vurderinger benytter Norges Bank NEMO til å lage prognoser for rente, inflasjon og andre sentrale hovedstørrelser for norsk økonomi. I tillegg er modellen et nyttig hjelpemiddel i arbeidet med å forstå de underliggende drivkreftene bak svingningene i økonomien.

Nyere forskning i Norges Bank, se Bergholt m.fl. (2017)¹, har analysert hvordan det internasjonale oljemarkedet og svingninger i oljeprisen påvirker norsk økonomi. Basert på denne forskningen har NEMO blitt utvidet med en egen oljesektor, se Gerdrup m.fl. (2017)². Utvidelsen har styrket bankens grunnlag for å vurdere konsekvensene av nedgangen i oljeprisen de siste årene.

I NEMO modelleres atferden til husholdninger, bedrifter, private banker og sentralbanken. Pengepolitikken oppgave i modellen er å bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen og bringe inflasjonen tilbake til målet når økonomien utsettes for forstyrrelser. Modellen har en norsk og en utenlandsk sektor. Det legges til grunn at den utenlandske sektoren påvirker norsk økonomi, mens det motsatte ikke er tilfellet. Det er en vanlig antakelse for en modell for en liten, åpen økonomi. Den nye versjonen av modellen inneholder i tillegg oljeprodusenter i Norge og i utlandet som etterspør investeringsvarer fra norske oljeleverandørbedrifter. Oljeleverandørene benytter arbeidskraft, kapital og varer og tjenester fra andre fastlandsbedrifter til å produsere investeringsvarene.

1 Bergholt, D., V.H. Larsen og M. Seneca (2017) «Business Cycles in an Oil Economy». *Journal of International Money and Finance* (kommende).
2 Gerdrup, K., Kravik E.M., Paulsen, K.S. og Ø. Robstad (2017) «Documentation of NEMO – Norges Bank's core model for monetary policy analysis and forecasting». *Staff Memo 8/2017*. Norges Bank.

Oljemarkedet er spesifisert på en enkel måte. Etterspørselen etter olje avhenger av utviklingen i det globale aktivitetsnivået, mens tilbudet er bestemt utenfor modellen. Endringer i oljeprisen som ikke kan forklares av utviklingen i det globale aktivitetsnivået, kan i modellen tilskrives forstyrrelser til tilbudet av olje.

I NEMO vil effekten på norsk økonomi være ulik om endringer i oljeprisen skyldes tilbuds- eller etterspørselsforhold. Et fall i oljeprisen og forventninger om lavere oljepriser gjør at oljeprodusentenes etterspørsel etter investeringsvarer reduseres. Lavere oljeinvesteringer påvirker norsk økonomi gjennom redusert etterspørsel etter arbeidskraft, kapital og varer og tjenester fra resten av økonomien. Veksten i lønninger og privat forbruk reduseres. Dersom fallet i oljeprisen skyldes økt tilbud av olje i det internasjonale oljemarkedet, vil nedgangen i norsk økonomi dempes fordi en lavere oljepris stimulerer økonomien hos våre handelspartnere. Dersom fallet i oljeprisen skyldes en internasjonal konjunkturedgang, vil lavere etterspørsel etter varer fra tradisjonelle eksportbedrifter forsterke nedgangen i norsk økonomi.

Oljeprisen har i modellen også en effekt på norsk økonomi gjennom valutakursen. Et fall i oljeprisen øker risikopremien for investeringer i norske kroner. Det fører til en svakere kronekurs, som bedrer konkurranseevnen for norske eksportbedrifter.

Modellens tolkning av økonomiske drivkrefter

I økonomiske modeller som NEMO vil utviklingen i variablene som bestemmes i modellen (endogene variable), avhenge av størrelsen på variabler som bestemmes *utenfor* modellen (eksogene variable eller forstyrrelser). De ulike forstyrrelsene vil typisk virke gjennom mange kanaler og påvirke økonomien i lengre tid.

De endogene variablene vil i modellen svinge rundt et langsiktig likevektsnivå som bestemmes av strukturelle forhold i økonomien. Siden likevektsnivået ikke kan observeres, benyttes ulike statistiske metoder og skjønn for å beregne likevektsnivåene med utgangspunkt i historiske data. NEMO benyttes til å finne den kombinasjonen av forstyrrelser som mest sannsynlig forklarer svingninger rundt de beregnede likevektsnivåene.

Figur 1 viser modellens historiske dekomponering av styringsrenten for perioden 4. kvartal 2014 til 2. kvartal 2017. Den svarte linjen viser faktisk styringsrente, mens det beregnede likevektsnivået (anslått nøytral styringsrente) er vist ved grå søyler.³ De øvrige søylene i figuren viser virkningen av forstyrrelsene i modellen på styringsrenten. Ettersom forstyrrelsene er beregnet å vare ved i noe tid, vil søylene også inkludere forstyrrelser som har inntruffet i tidligere perioder og som fortsatt påvirker økonomien. Innebygde tregheter i modellen gjør at virkningen av forstyrrelsene kan bli langvarige.

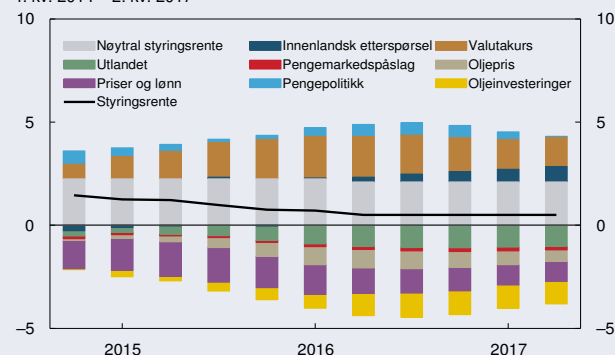
Ifølge NEMO har norsk økonomi blitt utsatt for flere typer forstyrrelser i perioden som dekkes i figuren. Modellen finner at samlet innenlandsk etterspørsel var svak i begynnelsen av perioden, men at den tok seg opp i 2016, blant annet som følge av økte boliginvesteringer og høyere offentlig etterspørsel (mørkeblå søyler). Disse forholdene trakk isolert sett i retning av en høyere styringsrente gjennom perioden. En kronkurs svakere enn det som kan forklares av rentedifferansen mot utlandet og oljeprisen, tolker modellen som at risikopremien for å investere i norske kroner økte (oransje søyler). Den svakere kronkursen i perioden stimulerte eksportsektoren og holdt inflasjonen oppe, noe som isolert sett trakk i retning av en høyere styringsrente. Lavere oljepris og lave olje-

investeringer (henholdsvis beige og gule søyler), svak vekst og lave renter hos handelspartnerne (grønne søyler), samt lavere lønnsvekst – i modellen tolket som et midlertidig strukturelt skift i lønnsdannelsen (lilla søyler) – trakk i retning av en lavere rente i perioden. Den relativt sett lave lønnsveksten kan være uttrykk for at moderasjonen i lønnsoppgjørene i etterkant av oljeprisfallet er sterkere enn det vi har sett i tidligere lavkonjunkturer. Noe høyere påslag i pengemarkedet trakk i retning av en litt lavere styringsrente i perioden (røde søyler). De lyseblå søylene gjenspeiler at renten var noe høyere enn den forventede utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning isolert sett skulle tilsi. Det kan skyldes hensynet til finansiell stabilitet og varsomhet i rentesettingen.

Den modelltekniske dekomponeringen av renten tar ikke hensyn til skjønsmessige vurderinger av nå-situasjonen eller utviklingen fremover slik den fremgår i prognosene i *Pengepolitisk rapport*. Det er derfor ikke en direkte sammenheng mellom figur 1 og renteregnskapene som er presentert i rapportene.

3 Anslaget på den nøytrale styringsrenten i NEMO er basert på Norges Banks publiserte estimater. Anslaget ligger nå i den nedre delen av intervallet for den nøytrale renten, se utdyping i *Pengepolitisk rapport* 3/16.

Figur 1 Historisk dekomponering av styringsrenten.¹⁾ Prosentenheter. 4. kv. 2014 – 2. kv. 2017



1) I NEMO benyttes 26 observerbare variable til å identifisere 26 ulike forstyrrelser. I figuren er forstyrrelsene inndelt i ulike grupper for å forenkle fremstillingen. Kilde: Norges Bank

5 Vurdering av finansiell stabilitet

- beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Kredittveksten i husholdningene er fortsatt høy, og foretakenes kredittvekst har tatt seg opp siden årsskiftet. Boligprisene har lenge steget mer enn husholdningenes inntekter, men de siste månedene har boligprisene falt. Den sterke veksten i eiendomspriser over lengre tid og vedvarende oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning tyder på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres. De største bankene fortsatte å øke sin kapitaldekning i andre kvartal og ser ut til å ha nådd sine kapitalmål.

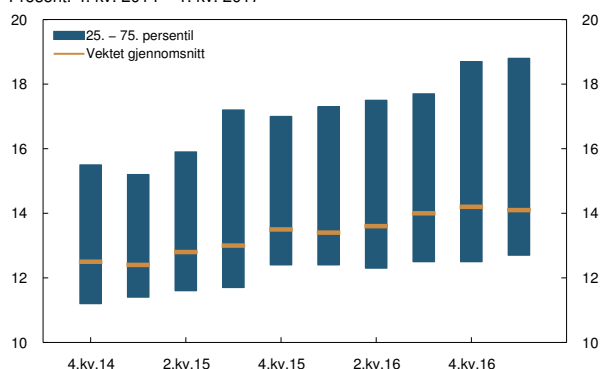
5.1 INTERNASJONAL UTVIKLING

Den økonomiske oppgangen ser ut til å ha fått feste internasjonalt. Sammen med lave renter har det bidratt til å bedre evnen til å betjene gjeld for husholdninger og foretak. Aksjekurser og obligasjonspriser har endret seg lite gjennom sommeren. Volatiliteten i finansmarkedene er historisk lav, til tross for betydelig usikkerhet blant annet knyttet til den økonomiske politikken i USA og utfallet av Storbritannias forhandlinger med EU om utmeldingsbetingelsene. En eventuell reprising av risikopremiene kan føre til fall i formuesverdier og øke gjeldsbetjeningskostnadene. Det kan true finansiell stabilitet internasjonalt. Til tross for vedvarende lav lønnsomhet har europeiske banker fortsatt å styrke soliditeten. Ren kjernekapitaldekning (risikoveid) var i gjennomsnitt 14 prosent i første kvartal i år, etter en økning på nær 2 prosentenheter over de siste to årene, se figur 5.1, men det er fortsatt betydelige forskjeller mellom og innad i land. Uvektet kjernekapitaldekning var 5 prosent i første kvartal.

5.2 KREDITT

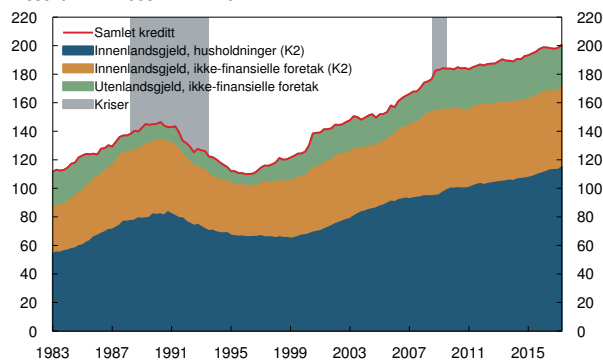
Kreditten har lenge steget raskere enn verdiskapingen i den norske fastlandsøkonomien, se figur 5.2. Oppgangen i samlet kreditt skyldes hovedsakelig den sterke veksten i husholdningenes gjeld det siste tiåret. I samme periode har foretakenes gjeld steget mer i takt med verdiskapingen. I andre kvartal har veksten i samlet kreditt steget mer enn verdiskapingen og

Figur 5.1 Ren kjernekapitaldekning i de største bankene i EU.¹⁾
Prosent. 4. kv. 2014 – 1. kv. 2017



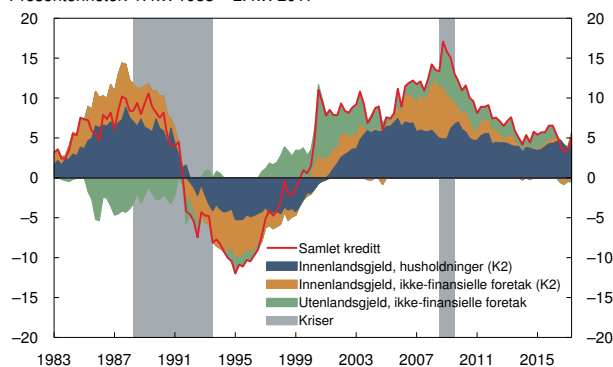
¹⁾ Basert på 189 banker.
Kilde: European Banking Authority (EBA) Risk Dashboard

Figur 5.2 Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge.
Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.3 Dekomponert kredittgap. Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra trend ved utvidet HP-filter.¹⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



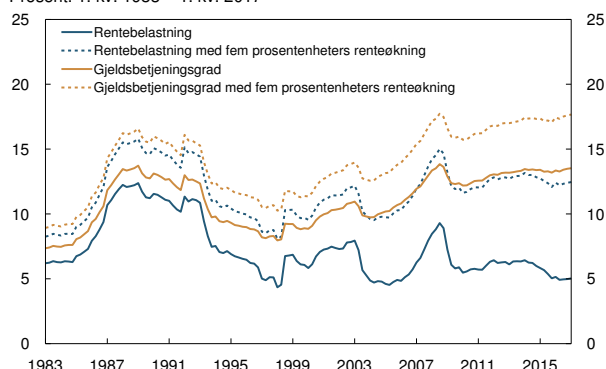
¹⁾ Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000. Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

beregnet trend, se figur 5.3. Det skyldes økt vekst i foretakenes innenlandske gjeld og stabil vekst i husholdningenes kreditt.

Høy gjeldsvekst i husholdningene

Husholdningenes gjeld har over lengre tid steget raskere enn inntektene, slik at gjeldsbelastningen har økt. Gjeldsbetjeningsgraden målt som renter og normale avdrag som andel av inntekt har tiltatt, se figur 5.4. Selv om rentenivået er lavt, er gjeldsbetjeningsgraden nær nivåene fra bankkrisen på slutten av 1980-tallet. Økt gjeld i husholdningene gjør at en renteøkning gir større utslag i rentebelastningen og gjeldsbetjeningsgraden nå enn tidligere.

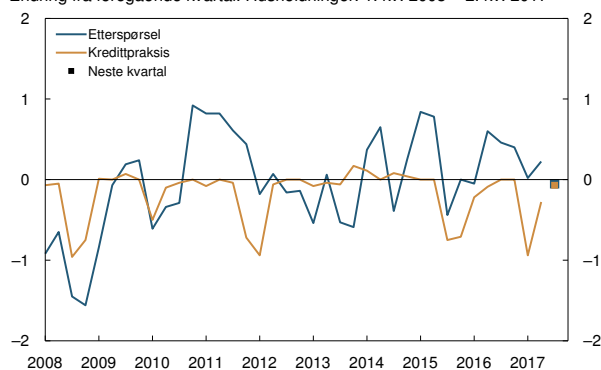
Figur 5.4 Husholdningenes rentebelastning og gjeldsbetjeningsgrad.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2017



¹⁾ Rentebelastning er beregnet som renteutgifter i prosent 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 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 1. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i husholdningenes kreditt er høyere enn i fjor sommer, og har vært ganske stabil det siste halvåret. Samtidig har inntektsveksten holdt seg svak. Siden nyttår har veksten i boligprisene avtatt markert. Den nærmeste tiden ventes det at den sterke boligprisveksten i fjor og flere ferdigstilte boliger vil føre til at gjeldsveksten holder seg oppe. Lav boligprisvekst (se omtale i kapittel 3) vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres.

Figur 5.5 Etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis.¹⁾ Endring fra foregående kvartal. Husholdninger. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2017



¹⁾ Bankene svarer innenfor en skala på +/-2. I de aggregerte tallene er bankene vektet med størrelsen på deres balanse. Negative tall betyr lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis. Kilde: Norges Banks utlånsundersøkelse

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Regulering av bankene og makrotilsynstiltak er førstelinjeforsvaret mot ustabilitet i det finansielle systemet. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. I vurderingen av finansielle ubalanser tar Norges Bank utgangspunkt i utviklingen i kreditt, eiendomspriser og bankenes finansiering. Vurderingen av de finansielle ubalansene er utgangspunktet for Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se ramme på side 4 og 54. Bufferkravet er fastsatt til 1,5 prosent og vil øke til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

I Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte bankene om en mindre innstramming i kredittpraksisen mot husholdninger i andre kvartal 2017, se figur 5.5. Det ble begrunnet med endringene i boliglånsforskriften som trådte i kraft fra årsskiftet. I første kvartal meldte bankene om en større innstramming i kredittpraksisen. I andre kvartal rapporterte bankene også om noe økt margin på utlån til husholdningene som følge av reduserte finansieringskostnader. Bankene venter ingen endringer i verken marginer eller kredittpraksis i tredje kvartal 2017.

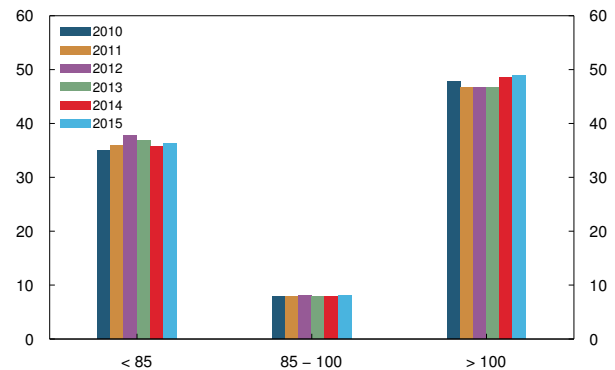
Banker har i hovedsak pant i bolig på sine utlån til husholdninger. Ligningstall viser at om lag halvparten av husholdningenes samlede gjeld (utenom studiegjeld) overstiger boligens estimerte markedsverdi¹, se figur 5.6. Fordelingen av husholdningenes samlede gjeld etter belåningsgrad har vært ganske stabil fra 2010 til 2015. Ifølge boliglånsforskriften skal nedbetalingslån med pant i bolig som hovedregel ikke overstige 85 prosent av boligens markedsverdi når lån innvilges. Ligningstallene tar ikke hensyn til eventuell tilleggssikkerhet, og verdien av fritidseiendommer er holdt utenfor. Et boligprisfall vil isolert sett bidra til at andelen med høy belåningsgrad øker.

Litt høyere gjeldsvekst i foretakene

Veksten i fastlandsforetakenes gjeld har vært moderat de seneste årene. De siste månedene har veksten i den samlede kreditten til foretakene tatt seg noe opp, særlig som følge av høyere innenlandsgjeld, se figur 5.7.

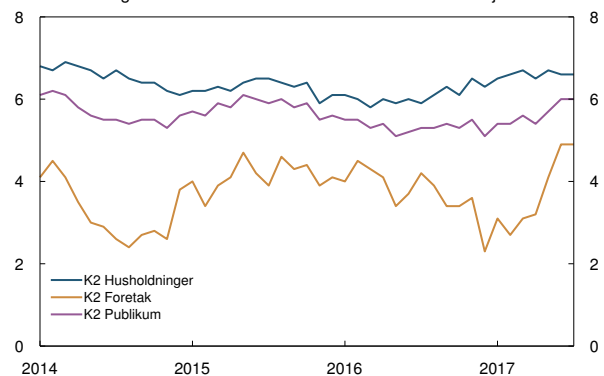
Den innenlandske kredittveksten i foretakene har lenge blitt holdt oppe av utlån fra banker og kredittforetak, se figur 5.8. Siden årsskiftet har foretakenes kredittvekst fra norske banker og obligasjonsmarkedet tiltatt. Utlånsveksten fra bankene har blitt holdt oppe av utlån til foretak innen næringseiendom, tjenesteyting og bygg og anlegg, se figur 5.9. Så langt i år har eiendomssektoren økt obligasjonsgjelden, mens oljesektoren trekker i motsatt retning. Totalt har norske foretak hentet obligasjonsfinansiering for i overkant av 40 milliarder kroner siden årsskiftet, om lag dobbelt så mye som i samme periode i 2016. Både høy- og lavrisikoforetak har god tilgang på finansiering, og

Figur 5.6 Fordeling av gjeld etter belåningsgrad.¹⁾ Andel av gjeldsvolum.²⁾ Prosent. 2010 – 2015



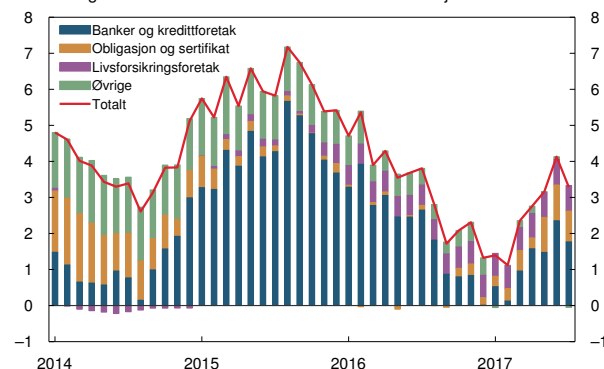
1) Samlet gjeld utenom studiegjeld.
2) Søylene for hvert år summer seg ikke til 100 prosent fordi husholdninger uten bolig, men med gjeld, er holdt utenfor.
Kilder: Skatteetaten og Norges Bank

Figur 5.7 Kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – juli 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

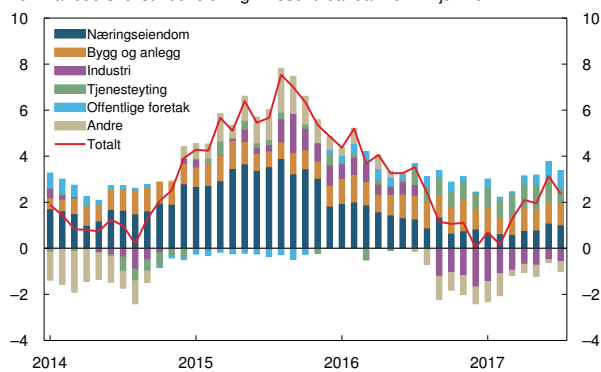
Figur 5.8 Kreditt til ikke-finansielle foretak etter kilder. Beholdning. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – juli 2017



Kilde: Statistisk sentralbyrå

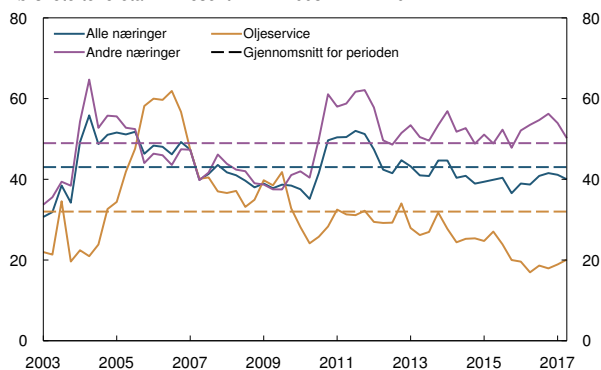
1 Estimerte markedsverdier basert på Skatteetatens ligningsverdier.

Figur 5.9 Banker og kredittforetaks utlån til ulike næringer. Tolvmånedersvekst i beholdning. Prosent. Januar 2014 – juli 2017



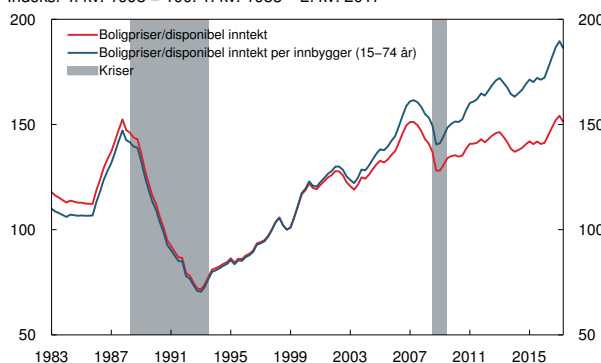
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.10 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ og historiske gjennomsnitt. Børsnoterte foretak.²⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2017



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

Figur 5.11 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt.¹⁾ Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. 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 – 2. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

emisjonsvolumet så langt i år er det høyeste siden 2014.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om uendret etterspørsel etter lån og uendret kredittpraksis overfor foretak i andre kvartal i år. Bankene venter ingen endringer i etterspørsel eller kredittpraksis i tredje kvartal. Sammen med økt kredittvekst i foretakene understøtter det at kredittverdige foretak har god tilgang på kreditt.

Gjeldsbetjeningsevnen i børsnoterte foretak har falt de to siste kvartalene, se figur 5.10. Skipsfartsforetak med høy gjeld har bidratt til å trekke ned resultatet målt i forhold til netto rentebærende gjeld i andre kvartal 2017. Oljeserviceforetakene økte gjeldsbetjeningsevnen i andre kvartal. Disse foretakene har over lengre tid fått tilført egenkapital gjennom emisjoner og ved å konvertere gjeld. Markedsverdien av oljeserviceforetakenes egenkapital ligger betydelig under bokført verdi. Det tilsier at det kan bli behov for ytterligere nedskrivninger og restruktureringer fremover. Markedsverdien av egenkapitalen i øvrige foretak har ligget på et stabilt nivå i flere år.

5.3 EIENDOMSPRISER

Både bolig- og næringsseidomspriser har steget betydelig over lengre tid. Det har bidratt til økt gjeldsopptak. Boligpriser som andel av disponibel inntekt er fortsatt nær nivået før finanskrisen, men etter fallet i boligprisene har andelen falt noe, se figur 5.11. Målt i forhold til disponibel inntekt per innbygger er boligprisene betydelig over nivået før finanskrisen.

Avtakende boligprisvekst

De siste månedene har boligprisene falt etter sterk vekst gjennom store deler av fjoråret, se figur 5.12. Endringene i boliglånsforskriften har trolig bidratt til nedgangen. Tolvmånedersveksten i boligprisene i Norge har falt betydelig. Boligprisveksten har særlig avtatt i Oslo, som hadde sterkest vekst i fjor, men også i andre deler av landet har prisveksten avtatt, se figur 5.13. I de fleste større byer er boligprisene noe lavere enn de var da prisene nådde en topp i vår.

De siste par årene har kvadratmeterprisene i Oslo tiltatt betydelig mer enn i andre byer, se figur 5.14. På det meste var Oslo-prisene rundt to tredjedeler

høyere enn boligprisene i Bergen og Trondheim. Etter at forskjellene toppet seg i mai, har prisnivået i Oslo kommet nærmere de andre storbyene igjen. I tiåret frem til 2015 lå kvadratmeterprisen i Oslo om lag 40 prosent over prisene i Bergen og Trondheim. I Stavanger og Tromsø har utviklingen variert noe mer.

De siste månedene har antall bruktboliger lagt ut for salg i Oslo tiltatt. Samtidig har salget av boliger ligget stabilt, etter å ha avtatt noe tidligere på året. Dermed har beholdningen av usolgte boliger økt til litt høyere nivåer enn i slutten av 2013. Usolgte boliger har økt noe også i resten av landet.

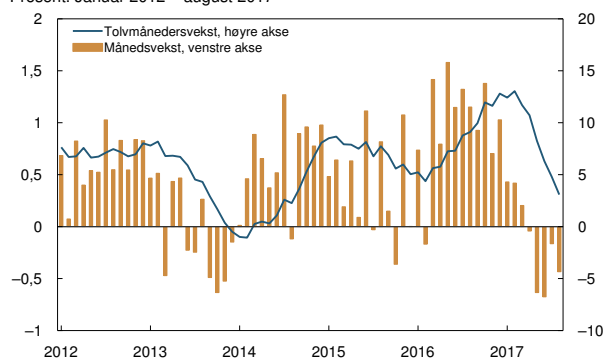
Salget av nye boliger har avtatt betydelig de siste månedene, særlig på Østlandet. Nyboligsalget på Østlandet de siste tolv månedene er fortsatt på et høyt nivå, se figur 5.15. I resten av landet har nyboligsalget vært mer stabilt. En høy andel av boligprosjekter selges før de bygges, og de siste månedene har igangsettingen av boliger på Østlandet fortsatt å stige, se figur 5.16. Antallet ferdigstilte boliger på Østlandet vil trolig ta seg videre opp, og ventes sammen med økningen i usolgte bruktboliger å bidra til lav boligprisvekst fremover, se kapittel 3. Omslaget i boligmarkedet kan bidra til redusert risiko for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid.

Økende kontorleiepriser i Oslo

Bankene har betydelige utlån til næringsseiendom. Det gjør bankene sårbare for utviklingen i markedet for næringsseiendom. Kontorleieprisene i Oslo har økt i de fleste områdene det siste halvåret, og kontorledigheten har falt, se figur 5.17. Fremover venter markedsaktørene videre nedgang i kontorledigheten drevet av lav nybygging og noe høyere etterspørsel. Det kan bidra til høyere leiepriser fremover. Avkastningskravet for prestisjelokaler i Oslo synes å ha stabilisert seg det siste halvåret, etter å ha falt i lengre tid.

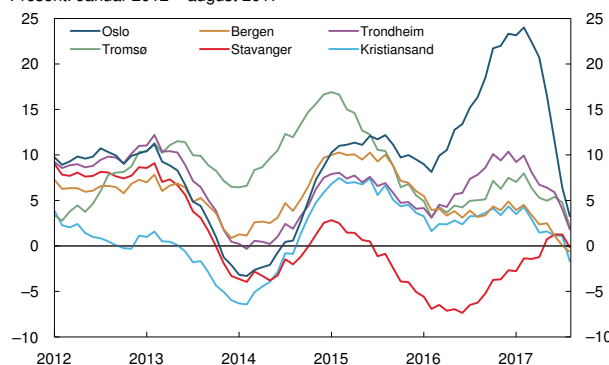
I andre større byer har utviklingen i leiepriser vært blandet det siste halvåret. Kontorleieprisene har fortsatt å falle i områder av Stavanger med høy eksponering mot oljenæringen, mens leieprisene har vært nokså stabile i Bergen og Trondheim.

Figur 5.12 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst. Prosent. Januar 2012 – august 2017



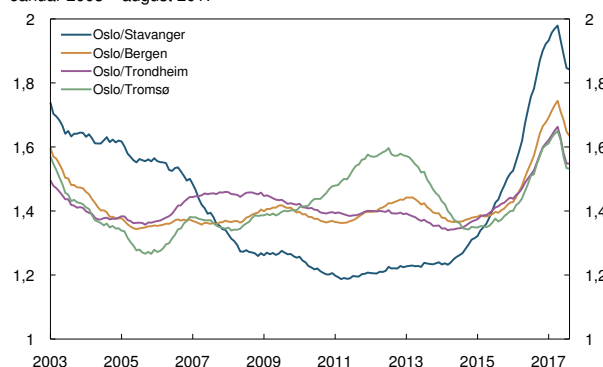
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.13 Boligpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – august 2017



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

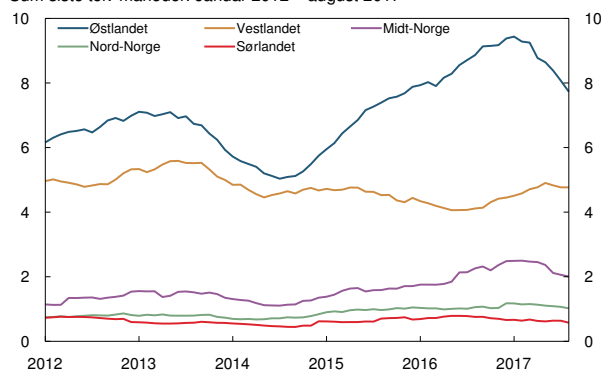
Figur 5.14 Gjennomsnittlig kvadratmeterpris i Oslo i forhold til andre byer.¹⁾ Januar 2003 – august 2017



¹⁾ Kvadratmeterpris ved utgangen av august er beregnet basert på observasjoner siste seks måneder. Historiske tall for kvadratmeterpris er konstruert ved å skjote på veksten i boligprisindeksene til de ulike byene.

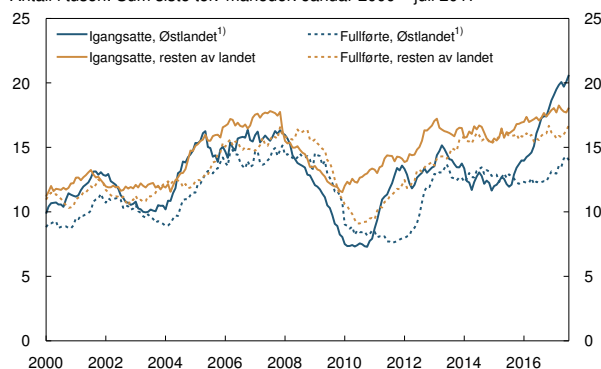
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.15 Nyboligsalg. Antall i tusen.
Sum siste tolv måneder. Januar 2012 – august 2017



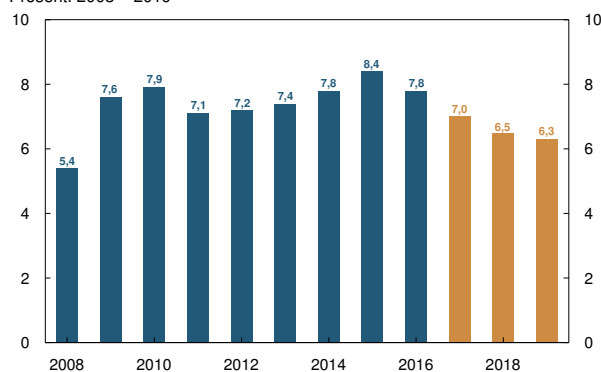
Kilder: Boligprodusentenes forening, Prognosesenteret og Norges Bank

Figur 5.16 Igangsatte og fullførte boliger.
Antall i tusen. Sum siste tolv måneder. Januar 2000 – juli 2017



¹⁾ Akershus, Buskerud, Hedmark, Oppland, Oslo, Telemark, Vestfold og Østfold.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.17 Kontorledighet i Oslo og Bærum ved utgangen av året.¹⁾
Prosent. 2008 – 2019²⁾



¹⁾ Beregnet som gjennomsnitt av anslag fra ulike analysemiljøer per 30. juni 2017.
²⁾ Anslag for 2017 – 2019.
Kilde: Entra

5.4 BANKENE

De store norske bankene har hatt god lønnsomhet de siste årene, men egenkapitalavkastningen avtok noe fra høsten 2014 til begynnelsen av 2017. Fra første til andre kvartal i år økte egenkapitalavkastningen for de største norske bankene, men den var fortsatt noe lavere enn på samme tid i fjor.

Noen av faktorene som har bidratt til å trekke ned lønnsomheten de siste par årene, kan se ut til å ha snudd. Flere av de store norske bankene venter at utlånstapene blir lavere i 2017 enn i 2016. Bankenes samlede utlånstap økte i 2016, særlig på oljerelaterte eksponeringer, men har falt siden årsskiftet. Fullførte restruktureringer innen olje- og offshorebransjen har bidratt til nedgangen i tapene. I tillegg har krisen i petroleumsnæringen hatt mindre ringvirkninger til andre næringer enn det bankene har ventet. Samtidig er det fremdeles usikkerhet rundt behovet for ytterligere restruktureringer i oljerelatert sektor.

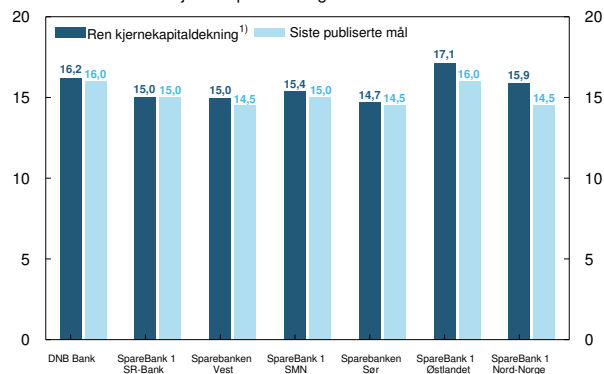
Ved utgangen av andre kvartal oppfylte alle de største bankene det samlede kravet (pilar 1 og pilar 2) til ren kjernekapitaldekning som gjelder fra utgangen av 2017. De fleste bankene oppfyller også egne mål for ren kjernekapitaldekning som er høyere enn det samlede kravet, se figur 5.18. Fra slutten av juni 2017 måtte bankene i tillegg oppfylle krav til uvektet kjernekapitaldekning. DNB, som blir regnet som systemviktig, skal oppfylle et krav på 6 prosent, mens øvrige banker skal oppfylle et krav på 5 prosent. De største norske bankene melder om en uvektet kjernekapitaldekning på rundt 7 prosent ved utgangen av andre kvartal.

Norske bankers utlånsvekst til foretakene har økt gjennom første halvår i år, se figur 5.19. Samtidig har utlånsveksten fra filialer av utenlandske banker kommet ned fra høye nivåer. At de norske bankene nå oppfyller sine kapitalmål, gir rom for utlånsvekst fremover.

Bankene har god tilgang på markedsfinansiering. Samlet sett har det vært hentet mindre finansiering så langt i år sammenlignet med samme periode i fjor. Risikopåslagene på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) utstedt av norske banker og

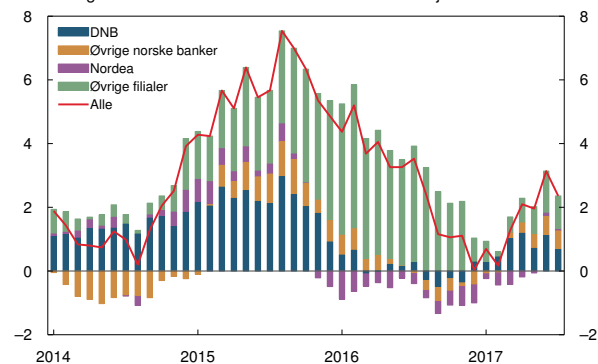
kredittforetak, har falt noe siden forrige rapport. Bankenes markedsfinansieringsandel har avtatt litt de siste par årene, se figur 5.26.

Figur 5.18 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker per 2. kv. 2017 og bankenes mål for ren kjernekapitaldekning. Prosent



1) Inkludert hele resultatet for første halvår 2017.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.19 Utlån til ikke-finansielle foretak fra banker og kredittforetak. Beholdning. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – juli 2017



Kilde: Norges Bank

BOLIGPRISER OG KRAV TIL UTLÅN MED PANT I BOLIG I SKANDINAVIA

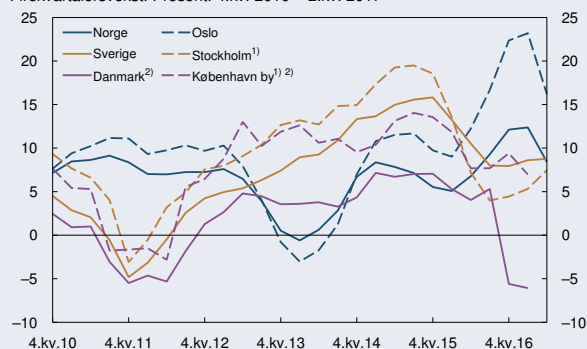
De siste årene har boligprisene steget betydelig i alle de tre skandinaviske landene, se figur 5.20. Prisveksten var lenge sterkere i hovedstedene enn i landene samlet sett, men i det siste har utviklingen variert mer. Myndighetene i de tre landene har de siste årene skjerpet krav til utlån med pant i bolig:

- Den norske forskriften som regulerer krav til bankenes utlånspraksis ble skjerpet fra og med januar i år. Det ble innført krav til maksimal gjeldsgrad (på fem ganger bruttoinntekt), og kravet til belåningsgrad ble strammet inn for avdragsfrie lån og for sekundærboliger i Oslo (til 60 prosent). Bankenes fleksibilitet til å avvike fra kravene ble redusert for lån til boliger i Oslo (til 8 prosent av kvartalsvis låneverdi). Kravet om å tåle fem prosentenheters renteøkning ble videreført.
- Den svenske Finansinspektionen har foreslått å skjerpe kravet til nedbetaling av boliglån med virkning fra januar neste år¹: Husholdninger med gjeld som er større enn 4,5 ganger bruttoinntekten, må nedbetale minst 1 prosent av lånet årlig i tillegg til nedbetalingskravene fra 2016 på 2 prosent per år for husholdninger med belåningsgrad over 70 prosent og 1 prosent for belåningsgrad mellom 50 og 70 prosent.
- Det danske Erhvervsministeriet har nylig anmodet kredittinstitusjoner om at maksimalt 15 prosent av boliglån som ytes i København og Århus kan gå til husholdninger som både har gjeld på mer enn fire ganger bruttoinntekt og har avdragsfrihet eller flytende rente på lånet.² Anmodningen er et tillegg til kredittveiledningen fra Finanstilsynet som kom i 2016. Veiledningen gjelder områder med høy prisvekst og inneholder retningslinjer for blant annet gjeldsbetjeningssevne ved renteøkninger, nedbetalingskrav for kunder med negativ formue, formueskrav for kunder med høy gjeldsgrad, samt særskilte krav for kunder som eier to boliger midlertidig.

1 Se Finansinspektionen (2017) «Förslag till ett skärpt amorteringskrav för hushåll med höga skuldkvoter».

2 Se Erhvervsministeriet (2017) «Erhvervsministeren anmoder kreditinstitutterne om at udvise forsigtighed i långivningen til boligkøb i vækstområder».

Figur 5.20 Boligpriser i utvalgte land og hovedsteder.
Firekvartalersvekst. Prosent. 4.kv. 2010 – 2.kv. 2017



1) Kun leiligheter.

2) Siste observasjon 1. kv. 2017.

Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistics Denmark og Valueguard

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. I brevet med råd om motsyklisk kapitalbuffer andre kvartal 2017 skrev Norges Bank at det foreløpig ikke er grunnlag for å anbefale andre 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 null 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	8,4 prosent
USA	0 prosent	4,1 prosent
Danmark	0 prosent	3,0 prosent
Storbritannia	0 prosent	2,5 prosent
Litauen	0 prosent	2,1 prosent
Finland	0 prosent	1,9 prosent
Polen	0 prosent	1,8 prosent
Latvia	0 prosent	1,2 prosent
Singapore	0 prosent	1,1 prosent
Canada	-	1,1 prosent

¹ Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 2. kv. 2015 til 2. 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*.

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

MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR KRAV TIL MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP samt utviklingen i eiendomspriser og hvor stor del av sin finansiering bankene henter i finansmarkedene.

Den samlede gjelden til husholdninger og foretak har lenge steget raskere enn BNP i fastlandsøkonomien, se figur 5.2. Det siste året har samlet kreditt vokst litt raskere enn verdiskapingen, og avviket mellom samlet kreditt som andel av BNP og beregnet trend har tiltatt noe, se figur 5.21.² Det skyldes særlig økt vekst i foretakenes innenlandske gjeld, se figur 5.3, men også husholdningenes kredittvekst har vært noe høyere enn trenden. Foretakenes utenlandsgjeld har vokst mindre enn den beregnede trenden.

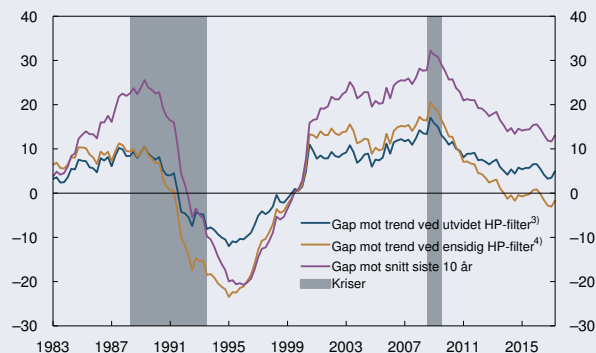
Baselkomiteen for banktilsyn har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.³ Referanseverdien for bufferkravet blir 1,0 prosent i andre kvartal 2017 når trend er beregnet med et ensidig HP-filter utvidet med en enkel prognose, mens referanseverdien blir 0 prosent når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter, se figur 5.22.

Boligpriser som andel av disponibel inntekt avtok fra første til andre kvartal i år, etter å ha steget betydelig det foregående året, se figur 5.11. Avviket fra beregnede trender har også avtatt fra første til andre kvartal, men er fortsatt høyere enn på samme tid i fjor, se figur 5.23. Realprisene på næringseiendom har steget betydelig de siste årene og avvik mot beregnede trender har økt, se figur 5.24 og 5.25. Siste nye observasjon for indikatoren for næringseiendom var fjerde kvartal 2016. Markedsfinansieringsandelen i bankene har vært lite endret de siste årene. I andre kvartal avtok andelen litt, og nedgangen var større enn beregnede trender, se figur 5.26 og 5.27.

Norges Bank har utviklet modeller for å varsle finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.⁴ Det blå feltet i figur 5.28 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trenderberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte sannsynlighetene for krise er redusert siden finanskrisen, men at spredningen mellom anslagene fra de ulike modellene er litt høyere enn på samme tid i fjor.

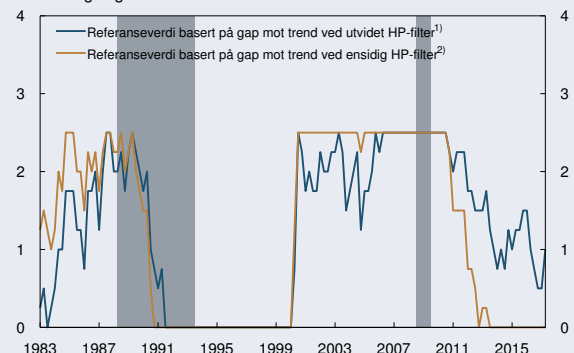
- 1 Se også Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», *Norges Bank Memo* 1/2013.
- 2 Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene. Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningmetoder for trendene, se side 30 i *Pengepolitisk rapport* 2/13.
- 3 Se Bank for International Settlements (2010) *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*.
- 4 Se ramme på side 40 i *Pengepolitisk rapport* 3/14 og Anundsen A., K. Gerdrup, F. Hansen og K. Kragh-Sørensen (2014) «Bubbles and crises: The role of house prices and credit», *Norges Bank Working Paper* 14/2014.

Figur 5.21 Kredittgap. Samlet kreditt for Fastlands-Norge¹⁾ som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



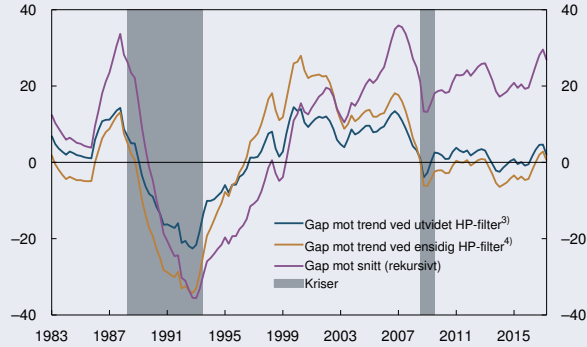
- 1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak for 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge.
 - 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975.
 - 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 - 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.
- Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.22 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trenderberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



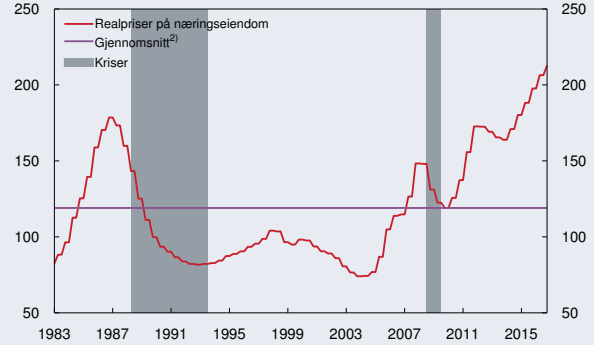
- 1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 - 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.
- Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.23 Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt¹⁾ som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



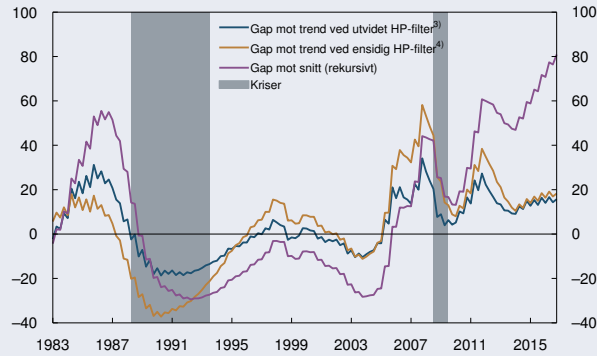
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 2. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978.
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.
 Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.24 Realpriser på næringseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



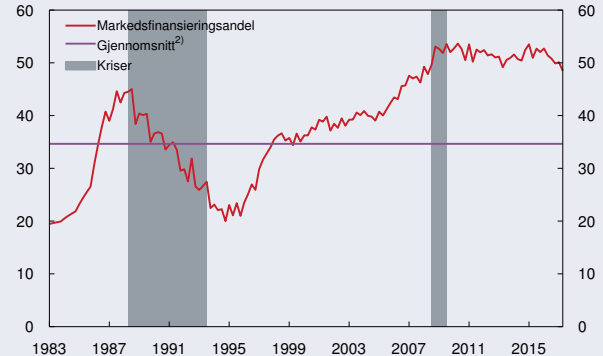
1) Beregnede salgpriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo. Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.
 2) Basert på data fra 2. kv. 1981.
 Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.25 Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



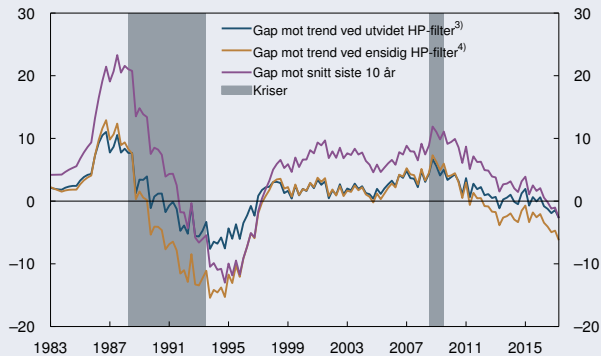
1) Beregnede salgpriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981.
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.
 Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.26 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



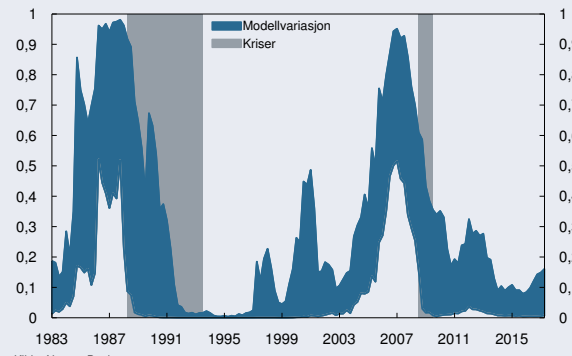
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker.
 2) Basert på data fra 4. kv. 1975.
 Kilde: Norges Bank

Figur 5.27 Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975.
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.
 Kilde: Norges Bank

Figur 5.28 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspekifikasjoner. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

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.² De fire indikatorene har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet.

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorene og sammenligne nå-situasjonen med historiske trender, se ramme på side 52. 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.

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

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

² Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av nøkkelindikatorer videreutvikles.

³ Se ESRB (2014) *Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates*.

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato ¹	Styringsrente ²	Endring
13. desember 2017		
25. oktober 2017		
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
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50
19. oktober 2011	2,25	0
21. september 2011	2,25	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 2/17 i parentes	Andel av verdens BNP ¹			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere ⁴	2016	2017	2018	2019	2020
USA	15	23	9	1,5 (-0,1)	2,1 (0,1)	2,2 (-0,2)	2,1 (0)	2 (0)
Euroområdet	12	17	32	1,8 (0,1)	2,1 (0,2)	1,7 (0,1)	1,6 (0,1)	1,5 (0,1)
Storbritannia	2	4	10	1,8 (0)	1,6 (-0,1)	1,5 (0)	1,6 (0)	1,6 (0)
Sverige	0,4	0,7	11	3,1 (0,2)	3,2 (0,7)	2,5 (0,3)	2,1 (0)	2,1 (0)
Øvrige industriland ²	7	10	20	1,9 (0,1)	2,2 (0,2)	2,1 (0,1)	2,1 (0,1)	2 (0)
Kina	18	14	6	6,7 (0)	6,6 (0,1)	6 (0,1)	5,7 (0)	5,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	12	12	2 (0,1)	3,6 (0,4)	3,9 (0)	4 (0)	4 (0)
Norges handelspartnere ⁴	73	78	100	2,3 (0,1)	2,7 (0,3)	2,4 (0,1)	2,3 (0,1)	2,2 (0)
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,2 (0)	3,6 (0,2)	3,6 (0)	3,6 (0)	3,6 (0)
Verden (markedskurser) ⁵	100	100		2,4 (-0,1)	3 (0,2)	3 (0)	2,9 (0)	2,9 (0)

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta. Gjennomsnitt 2013–2015.

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 anslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF.

Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 2 Anslag på konsumpriser i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 2/17 i parentes	Handels- partnere ³	Handels- partnere i rente- aggregatet ⁴	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2016	2017	2018	2019	2020
USA	7	21	1,3 (0)	2 (0)	2,2 (-0,1)	2,3 (-0,2)	2,3 (-0,1)
Euroområdet	34	53	0,2 (0)	1,6 (0,1)	1,3 (0)	1,5 (0)	1,6 (0)
Storbritannia	8	7	0,7 (0)	2,6 (0)	2,5 (0)	2,3 (0)	2,2 (0)
Sverige	15	12	1 (0)	1,8 (0,3)	2,2 (0,1)	2,9 (0)	2,9 (0)
Øvrige industriland ¹	15		0,3 (0)	1,1 (-0,1)	1,3 (-0,1)	1,7 (0)	1,8 (0)
Kina	12		2 (0)	1,9 (-0,2)	2,2 (-0,2)	2,7 (0)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ²	10		6 (0)	4,1 (-0,3)	4,5 (-0,1)	4,8 (0)	4,7 (0)
Norges handelspartnere ³	100		1,1 (0)	1,9 (0)	2 (0)	2,2 (-0,1)	2,3 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet ⁴			0,6 (0)	1,8 (0,1)	1,7 (0)	1,9 (-0,1)	2 (0)

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

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

3 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

4 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, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

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

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	juni	juli	aug	2017 sept	okt	nov	des
	Faktisk	2,7	2,7	2,6			
Anslag i PPR 2/17	2,7	2,7	2,7	2,7			
Anslag i PPR 3/17				2,6	2,6	2,6	2,6

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	april	mai	juni	2017 juli	aug	sept	okt
	Faktisk	4,5	4,3	4,3			
Anslag i PPR 2/17	4,4	4,3	4,2	4,2			
Anslag i PPR 3/17				4,2	4,2	4,2	4,2

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3d Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	juni	juli	aug	2017 sept	okt	nov	des
	Konsumprisindeksen (KPI)						
Faktisk	1,9	1,5	1,3				
Anslag i PPR 2/17	1,6	1,0	1,4	1,8			
Anslag i PPR 3/17				2,1	1,5	1,4	1,5
KPI-JAE¹							
Faktisk	1,6	1,2	0,9				
Anslag i PPR 2/17	1,3	0,8	1,1	1,3			
Anslag i PPR 3/17				1,2	1,1	1,3	1,3
IMPORTERTE VARER I KPI-JAE¹							
Faktisk	0,7	-0,3	-0,6				
Anslag i PPR 2/17	0,5	-0,4	0,1	0,4			
Anslag i PPR 3/17				0,1	-0,1	0,3	0,1
NORSKPRODUSERTE VARER OG TJENESTER I KPI-JAE^{1,2}							
Faktisk	2,2	2,0	1,5				
Anslag i PPR 2/17	1,8	1,4	1,5	1,7			
Anslag i PPR 3/17				1,7	1,7	1,7	1,9

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 2/17 i parentes	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
	2016	2016	2017	2018	2019	2020
Anslag						
Priser og lønninger						
Konsumprisindeksen (KPI)		3,6 (0)	1,9 (0,1)	1,3 (-0,1)	1,5 (0,3)	1,7 (0,2)
KPI-JAE ¹		3,0 (0)	1,4 (0)	1,5 (-0,1)	1,5 (0)	1,7 (0,2)
Årslønn ²		1,7 (0)	2,4 (0)	2,8 (0)	3,3 (0,2)	3,7 (0,3)
Realøkonomi						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3117	1,1 (0)	1,5 (0,3)	1,1 (0)	1,4 (0,2)	2,3 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge	2717	1,0 (0,1)	2,0 (0)	2,0 (0,1)	2,0 (0,1)	2,1 (-0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-1,6 (0)	-1,1 (0,1)	-0,8 (0,1)	-0,3 (0,3)	0,3 (0,3)
Sysselsetting, personer, KNR		0,2 (0)	0,9 (0,1)	1,0 (0)	0,9 (0)	0,9 (0)
Arbeidsstyrke, AKU ⁴		0,3 (0)	-0,3 (0)	1,1 (0,2)	1,0 (0,1)	0,8 (0)
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,7 (0)	4,3 (0,1)	3,9 (-0,1)	3,7 (0)	3,5 (-0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0 (0)	2,7 (-0,1)	2,5 (-0,1)	2,5 (-0,1)	2,4 (-0,1)
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵	2764	2,6 (-0,1)	3,0 (0,1)	2,5 (0,1)	1,9 (0)	1,7 (0,1)
- Husholdningenes konsum ⁶	1419	1,5 (-0,1)	2,7 (0,6)	2,7 (0,4)	2,2 (0,2)	2,0 (0,2)
- Foretaksinvesteringer	238	4,1 (1,0)	3,9 (0,1)	6,9 (-1,6)	5,4 (-1,0)	2,4 (-0,5)
- Boliginvesteringer	185	9,0 (-0,9)	9,8 (0)	-0,2 (-0,4)	-1,4 (-1,0)	1,3 (0,3)
- Offentlig etterspørsel ⁷	922	2,8 (-0,3)	2,0 (-0,4)	1,6 (0,1)	1,2 (0)	1,1 (0)
Petroleumsinvesteringer ⁸	165	-16,9 (-0,5)	-1,0 (4,2)	1,3 (0,3)	7,0 (1,9)	4,1 (-0,8)
Eksport fra Fastlands-Norge ⁹	590	-7,3 (-1,3)	0,2 (-0,9)	3,7 (-0,1)	3,8 (0,2)	3,4 (0)
Import	1037	2,3 (1,5)	4,3 (2,1)	0,4 (-1,4)	2,1 (0)	2,4 (0,1)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		8,3 (0)	6,0 (-1,0)	-0,4 (-1,5)	3,0 (0,3)	3,7 (1,1)
Kreditt til husholdningene (K2)		6,1 (0)	6,6 (0)	6,3 (-0,4)	6,1 (-0,4)	5,9 (-0,4)
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ¹⁰		0,6 (0)	0,5 (0)	0,5 (0)	0,7 (0,1)	1,2 (0,2)
Importveid valutakurs (I-44) ¹¹		105,3 (0)	103,8 (-0,9)	102,4 (-1,3)	100,5 (-1,7)	100,1 (-1,5)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹²		0,1 (0)	0,1 (0)	0,3 (0)	0,5 (0)	0,8 (0,1)
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹³		44 (0)	52 (2)	55 (5)	55 (4)	55 (3)

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Tall for 2016 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 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

11 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import.

12 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

13 Spotpris 2016, mens 2017 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året. Terminpriser for 2018–2020. Terminprisene er beregnet som gjennomsnittet for perioden 11.–15. september 2017.

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

Pengepolitisk rapport 3|17 – september

