



NORGES BANK

2|17

JUNI

**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.

I møtet 14. juni 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 21. juni 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	13
2.1 Vekst, priser og renter	13
2.2 Land og regioner	15
- Ramme: Lav lønnsvekst hos våre viktigste handelspartnere	18
- Ramme: Utviklingen i prisene på olje og gass	20
3 NORSK ØKONOMI	21
3.1 Finansielle forhold	21
3.2 Produksjon og etterspørsel	23
3.3 Arbeidsmarked og kapasitetsutnyttning	27
3.4 Kostnader og priser	30
- Ramme: Forutsetninger om finanspolitikken	34
- Ramme: Anslag på petroleumsinvesteringer	35
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	36
4.1 Mål og tilbakeblikk	36
4.2 Ny informasjon og vurderinger	37
4.3 Usikkerhet og kryssjekker	40
- Ramme: Kriterier for en god rentebane	42
Utdyping: Sammenhengen mellom registrert arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning	43
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET	
- BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	46
5.1 Internasjonal utvikling	46
5.2 Kreditt	46
5.3 Eiendomspriser	49
5.4 Bankene	50
- Ramme: Boligbygging	52
- Ramme: Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	53
- Ramme: Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for krav til motsyklisk kapitalbuffer	54
- Ramme: Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	56
VEDLEGG	57
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	58
Tabeller og detaljerte anslag	59

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

Styrringen 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 styrringen 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 prisveksten lenge vært lav, og kapasitetsutnyttingen har vært under et normalt nivå. Det har bidratt til et historisk lavt rentenivå ute. De siste årene har veksten og kapasitetsutnyttingen tatt seg opp, og prisveksten har økt. Utviklingen den siste tiden tyder på at den økonomiske veksten i år blir noe høyere enn tidligere anslått, mens prisveksten trolig blir litt lavere. Markedsprisingen indikerer at rentene ute vil øke mer gradvis 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 bidrar til økt aktivitet. Det vil likevel ta tid før virkningene av oljeprisfallet fases ut og aktiviteten normaliseres. Siden forrige rapport har den registrerte arbeidsledigheten avtatt, og den økonomiske veksten har vært litt høyere enn ventet. Oljeprisen har falt til under 50 dollar per fat. Det er utsikter til at nedgangen i petroleumsinvesteringene snart snur til en forsiktig oppgang. Veksten i boliginvesteringene er fortsatt høy, men vil trolig avta fremover. Det er utsikter til at kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi gradvis øker i årene som kommer.

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Kronesvekkelsen som kom sammen med oljeprisfallet, bidro til en oppgang i prisveksten. Siden i fjor sommer har prisveksten falt, og de siste månedene har inflasjonen vært lavere enn ventet. I mai var tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 1,6 prosent. Kronen er svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det bidrar isolert sett til høyere prisvekst. Samtidig dempes prisveksten av lav kostnadsvekst i norsk økonomi.

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. Usikkerheten om virkningene av pengepolitikken når styringsrenten er på et lavt nivå taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt husholdningenes sårbarhet de siste årene. De siste månedene har boligprisveksten avtatt. Det er usikkerhet om den videre utviklingen i boligmarkedet. Skulle boligprisveksten fremover bli klart lavere enn anslått, kan det dempe veksten i norsk økonomi, blant annet gjennom lavere boliginvesteringer.

Etter hovedstyrets vurdering er det fortsatt behov for en ekspansiv pengepolitikk. Rentene ute er lave. Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi er fortsatt under et normalt nivå, og det er utsikter til at prisveksten blir mellom 1 og 2 prosent de neste årene.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden legger hovedstyret vekt på at kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi ser ut til å være høyere enn tidligere lagt til grunn. Inflasjonen er lavere enn ventet og vil kunne fortsette å avta i månedene som kommer, men økt aktivitet og avtakende arbeidsledighet tilsier at prisveksten vil ta seg opp. Inflasjonsforventningene synes godt forankret. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres.

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
21. juni 2017

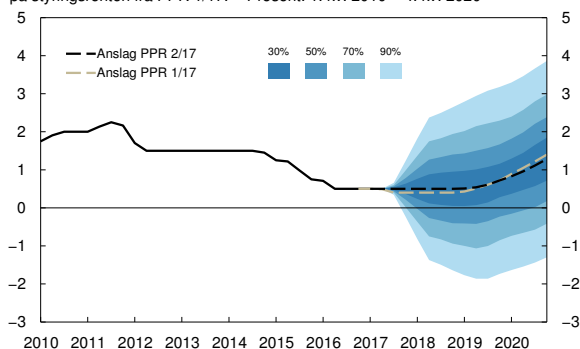
1 Hovedbildet

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er fortsatt under et normalt nivå, men ser ut til å være noe høyere enn anslått i forrige rapport. Veksten i realøkonomien har økt, og den registrerte arbeidsledigheten har falt. Prisveksten har avtatt og er lavere enn ventet.

Analysene og vurderingene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på 0,5 prosent i år og neste år før den heves gradvis fra 2019. Renteprognozen er lite endret fra forrige rapport, men ligger litt høyere i år og neste år og litt lavere mot slutten av prognoseperioden.

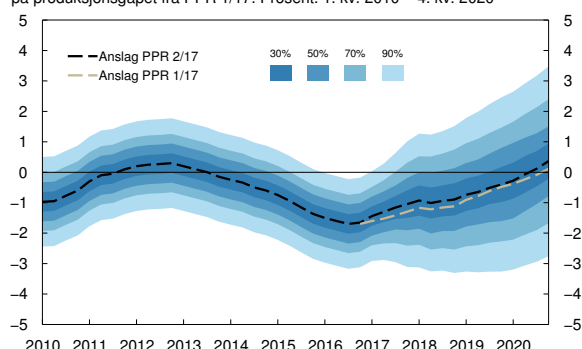
Vi venter at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil ta seg gradvis opp fremover og nå et normalt nivå i 2020. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn i forrige rapport. Inflasjonen ventes å avta den nærmeste tiden for så å øke igjen mot slutten av inneværende år. Prisveksten er anslått å være noe over 1,5 prosent ved utgangen av 2020. Prognosene for inflasjonen den nærmeste tiden er noe nedjustert sammenlignet med forrige rapport. For årene fremover er inflasjonsanslagene litt oppjustert.

Figur 1.1a Anslag på styringsrenten med usikkerhetsvifte og anslag på styringsrenten fra PPR 1/17. ¹⁾ Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020 ²⁾



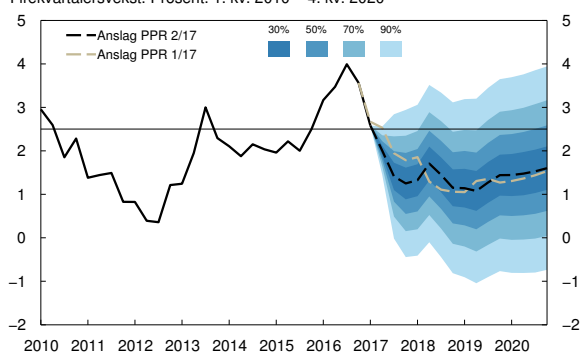
¹⁾ Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
²⁾ Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte og anslag på produksjonsgapet fra PPR 1/17. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



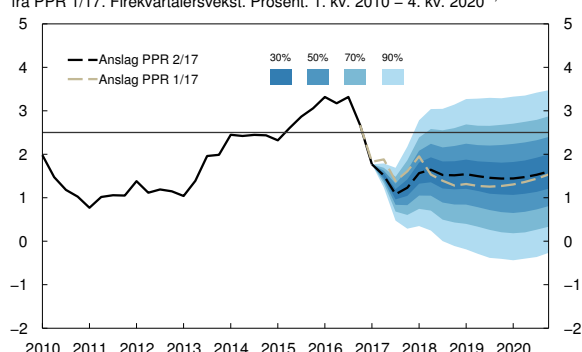
¹⁾ Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensiell BNP for Fastlands-Norge.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Anslag på KPI med usikkerhetsvifte og anslag på KPI fra PPR 1/17. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



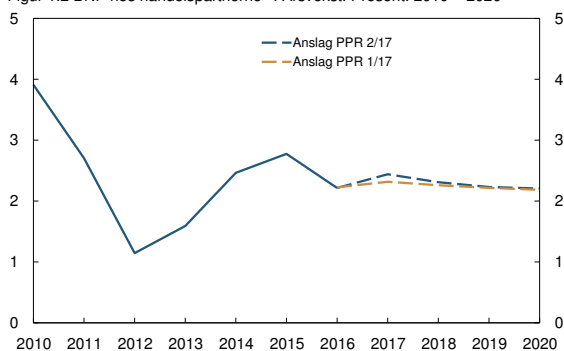
¹⁾ Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d Anslag på KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte og anslag på KPI-JAE fra PPR 1/17. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020 ²⁾



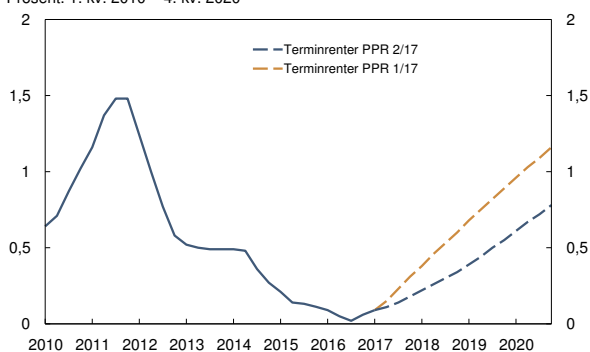
¹⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
²⁾ Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne¹⁾. Årsvkst. Prosent. 2010 – 2020²⁾



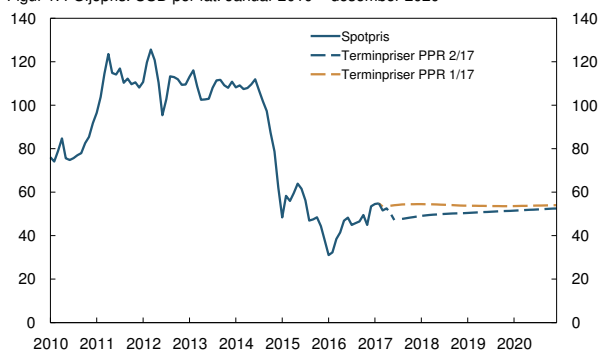
1) Eksportvekter.
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

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) Stiplede blå og oransje linjer viser terminrenter henholdsvis per 16. juni 2017 og 10. mars 2017.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Oljepris. USD per fat. Januar 2010 – desember 2020¹⁾



1) For terminpriser (stiplet) vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 12. – 16. juni 2017 for PPR 2/17 og 6. – 10. mars 2017 for PPR 1/17.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

Veksten hos handelspartnerne tar seg opp

De siste årene har veksten i industrilandene tiltatt, mens den har avtatt i fremvoksende økonomier. For Norges handelspartnere samlet avtok veksten i første halvår i fjor, men den tok seg opp igjen i løpet av høsten. I årene som kommer venter vi vekst på mellom 2,2 og 2,4 prosent per år, se figur 1.2. Anslagene for BNP-vekst hos handelspartnerne er justert noe opp for i år og uendret fremover. Det ser ut til at investeringer vil stå for en større del av veksten, og vi har derfor oppjustert anslagene for handelspartnernes import. For handelspartnerne samlet er kapasitetsutnyttingen lavere enn normalt, men vi venter at den vil øke til et mer normalt nivå i løpet av de neste årene.

Konsumprisveksten hos handelspartnerne har tiltatt siden i fjor høst. Siden forrige rapport har likevel prisveksten vært lavere enn ventet i flere land, og anslagene for konsumprisveksten hos handelspartnerne er litt nedjustert i år og neste år. Frem mot 2020 venter vi at kostnadsveksten og konsumprisveksten vil øke gradvis i takt med høyere kapasitetsutnyttning.

Rentenivået internasjonalt er svært lavt. Markedsprisingen indikerer at de kortsiktige rentene hos handelspartnerne vil stige i årene fremover, men renteforventningene tilsier en langsommere oppgang enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.3.

Oljeprisen har ligget litt under 50 dollar per fat den siste tiden, og har vært noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Vi forutsetter at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene, som indikerer at prisen vil ta seg forsiktig opp frem mot 2020. Terminprisene er litt lavere enn i mars, se figur 1.4.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Pengemarkedsrentene har falt

Rentenivået i Norge har de siste årene vært historisk lavt. Norges Banks styringsrente har vært uendret på 0,5 prosent siden mars i fjor. Gjennom fjoråret førte økt påslag til at pengemarkedsrenten steg. De økte finansieringskostnadene bidro til at bankene økte sine utlånsrenter til husholdningene litt i starten av 2017. De siste månedene har pengemarkedspåslaget falt, og nedgangen har kommet noe raskere enn vi la til grunn i forrige rapport. Bankenes utlånsrenter har

vært om lag uendret. Vi antar at påslaget vil være nær dagens nivå fremover. Sammenlignet med forrige rapport er prognosene for påslaget lavere i år og uendret for årene 2018 til 2020.

Kronekursen styrket seg gjennom fjoråret i takt med at oljeprisen steg og rentedifferansen mot våre handelspartnere økte. Så langt i år har kronekursen svekket seg, og den er svakere enn vi anslo i forrige rapport.

Kapasitetsutnyttningen har økt

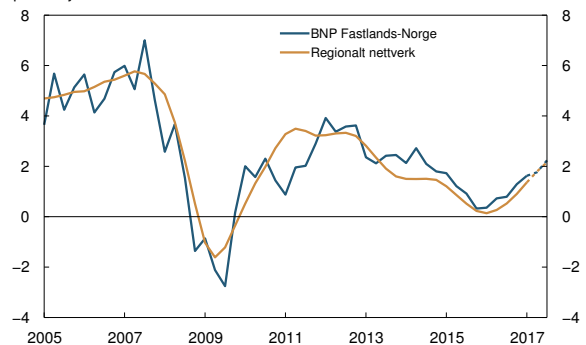
Etter flere år med svak utvikling i norsk økonomi har veksten tatt seg opp. I første kvartal økte BNP for Fastlands-Norge litt mer enn vi hadde ventet. Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i mai at veksten de siste tre månedene hadde vært noe høyere enn i foregående periode. Det var oppgang innenfor de fleste næringer. Samlet ventet kontaktene at veksttaket ville ta seg ytterligere opp de nærmeste seks månedene, og mer enn vi la til grunn i forrige rapport, se figur 1.5. Vi venter at BNP for Fastlands-Norge de nærmeste to kvartalene vil vokse om lag i samme takt som i første kvartal. Dette er litt høyere enn anslått i forrige rapport.

Det er klare tegn til bedring i arbeidsmarkedet. Sysselsettingen har som ventet økt litt, og rapportene fra vårt regionale nettverk indikerer at sysselsettingen vil øke videre, se figur 1.6. Den registrerte arbeidsledigheten har avtatt og er lavere enn vi så for oss i mars. Vi venter at ledigheten vil avta videre de nærmeste månedene.

Kapasitetsutnyttningen har vært under et normalt nivå i flere år. Utviklingen i arbeidsmarkedet og høyere BNP-vekst tyder på at kapasitetsutnyttningen nå er på vei opp. Blant kontaktene i vårt regionale nettverk har det vært en økning i andelen bedrifter som oppgir at de ville ha problemer med å møte en vekst i etterpørselen. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen er noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

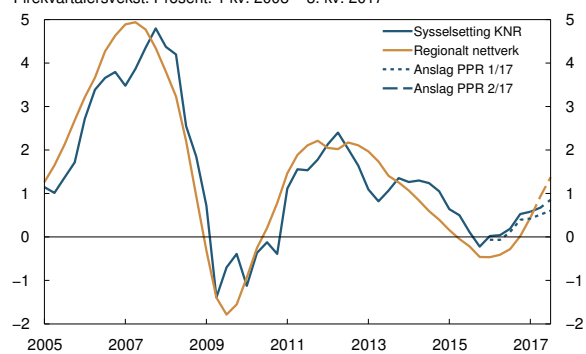
Det lave rentenivået har bidratt til høy boligprisvekst og økt gjeldsbelastning i husholdningene de siste årene. Det har økt sårbarheten i husholdningssektoren. Siden forrige rapport har boligprisveksten falt, se figur 1.7. I forrige rapport anslo vi at boligprisveksten etter hvert ville avta, men omslaget i boligmarkedet er

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2017²⁾



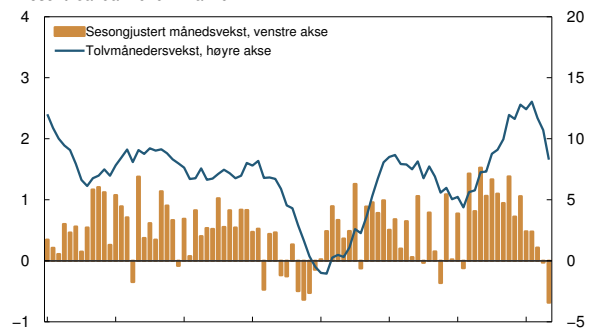
1) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall (heltrukken). Kvartalstallene er beregnet som en sammenvæktning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 2. kv. 2017 er forventet vekst i produksjon en sammenvæktning av rapportert vekst siste tre måneder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

Figur 1.6 Sysselsettingsvekst ifølge KNR¹⁾ og Regionalt nettverk²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1 kv. 2003 – 3. kv. 2017³⁾



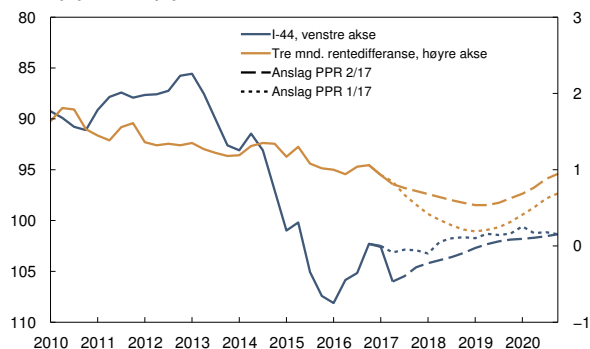
1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.
2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder (heltrukken). Kvartalstall fra Regionalt nettverk er beregnet som en sammenvæktning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 2. kv. 2017 er forventet vekst i sysselsetting en sammenvæktning av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste tre måneder og 3. kv. 2017 er forventet vekst neste tre måneder (stiplet oransje linje).
3) Anslag for 2. kv. 2017 – 3. kv. 2017 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – mai 2017



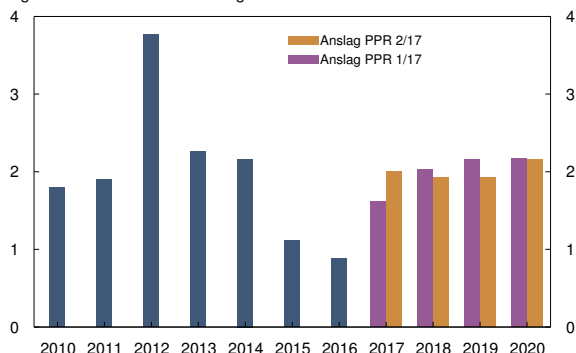
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 1.8 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere²⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)³⁾. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020⁴⁾



1) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.
 2) Terminrenter for handelspartnere per 16. juni 2017 og 10. mars 2017.
 3) Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
 4) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs.
 5) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



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

PROGNOSENE I PENGEPOLITISK RAPPORT 1/17

Analysen i forrige rapport tilsa at styringsrenten ville holde seg nær 0,5 prosent de nærmeste årene. Samtidig innebar renteprognosen at det var litt større sannsynlighet for at renten ville bli satt ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten ble anslått å øke gradvis fra 2019. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å avta de nærmeste årene. Det var utsikter til at inflasjonen ville øke litt fra 2020, til om lag 1,5 prosent. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn normalt. Prognosene innebar at kapasitetsutnyttningen ville ta seg gradvis opp og komme opp på et normalt nivå i 2020.

kommet tidligere enn vi ventet. Husholdningenes gjeldsbelastning har fortsatt å øke, om lag som lagt til grunn. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres.

Lavere prisvekst

I fjor var årsveksten i konsumprisene høyere enn på mange år. Oppgangen skyldtes i stor grad den markerte kronesvekkelsen frem til begynnelsen av fjoråret. Siden sommeren i fjor har veksten i konsumprisene avtatt, og i mai var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 1,6 prosent. Prisveksten de siste månedene har vært lavere enn vi anslo sist. Det er særlig prisene på importerte varer som har steget mindre enn ventet.

Årslønnsveksten i 2016 var 1,7 prosent. Vi anslår at lønnsveksten vil øke til 2,4 prosent i år. Det er i tråd med rammen for årets tariffoppgjør og litt lavere enn vi anslo i mars. Anslaget for reallønnsveksten i år er oppjustert fra forrige rapport.

1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Fortsatt lave renter

Slik vi nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten holdes på 0,5 prosent i år og neste år. Det er utsikter til at styringsrenten heves gradvis fra 2019 og kommer opp til 1,25 prosent mot slutten av 2020, se figur 1.1 a.

En svakere kronkurs og høyere vekst i norsk økonomi løfter prognosen for styringsrenten, mens lavere oljepris, en mer gradvis renteoppgang ute og svakere pris- og kostnadsvekst her hjemme trekker rentebanen ned. Når styringsrenten er på et lavt nivå, er det særlig stor usikkerhet om rentens virkning. Usikkerheten taler for å gå varsomt frem i rentesettingen, enten utviklingen trekker i retning av en høyere eller en lavere styringsrente. Samlet tilsier endringene i utsiktene og hensynet til usikkerhet at rentebanen endres lite. Banen er justert litt opp i år og neste år og litt ned mot slutten av prognoseperioden.

Det er utsikter til at prisveksten avtar videre den nærmeste tiden for så å ta seg litt opp mot slutten av inneværende år. Prisveksten er ventet å være noe over 1,5 prosent ved utgangen av 2020. Prognosen

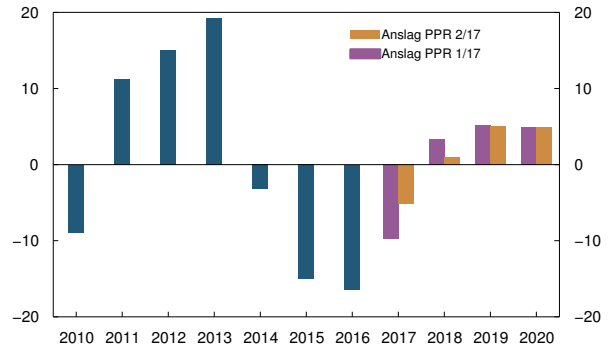
for inflasjonen er noe nedjustert for i år og litt oppjustert for årene fremover, se figur 1.1 c og d. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og nå et normalt nivå i 2020. Siden forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen justert litt opp for hele prognoseperioden, se figur 1.1 b.

Vi anslår at kronen styrker seg gradvis gjennom prognoseperioden, se figur 1.8. Styrkingen må blant annet ses i lys av at rentedifferansen mot utlandet ventes å øke etter hvert. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en noe svakere kronekurs de nærmeste årene. Anslaget på kronekursen mot slutten av prognoseperioden er lite endret.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge ventes å øke til 2 prosent i år og bli liggende om lag uendret i resten av prognoseperioden, se figur 1.9. Det er særlig økt eksportvekst og redusert fall i oljeinvesteringene som gjør at veksten tar seg opp i år, se figur 1.10, men også økt vekst i privat konsum bidrar. Neste år ventet vi at foretaksinvesteringene og fastlandseksporten vil trekke den samlede veksten opp, mens boliginvesteringene trekker i motsatt retning. Etter at finanspolitikken de siste årene har gitt en betydelig impuls inn i norsk økonomi, legger vi til grunn at bruken av oljeinntekter fra og med neste år vil tilsvare 3 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland. Det er i tråd med den justerte handlingsregelen og innebærer at budsjettimpulsen blir nær null i årene fremover, se figur 1.11. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for vekst i BNP for Fastlands-Norge justert noe opp for 2017, mens de er justert litt ned for årene fremover.

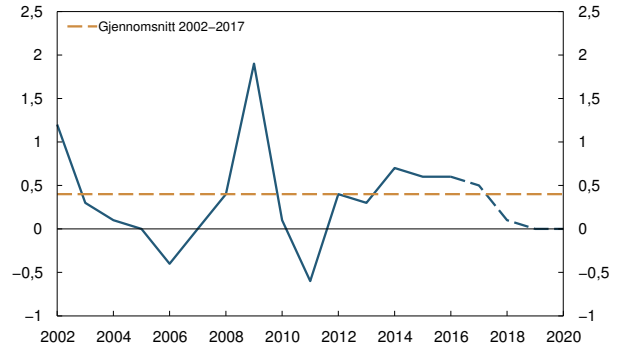
Vi ventet at veksten i sysselsettingen tar seg opp den nærmeste tiden og at den vil holde seg omkring 1 prosent i årene fremover. Samtidig anslår vi at arbeidsledigheten vil avta videre gjennom prognoseperioden, og noe mer enn vi anslo i forrige rapport, se figur 1.12. Som sist anslår vi at et strammere arbeidsmarked og høyere økonomisk vekst vil bidra til at lønnsveksten gradvis øker de kommende årene.

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



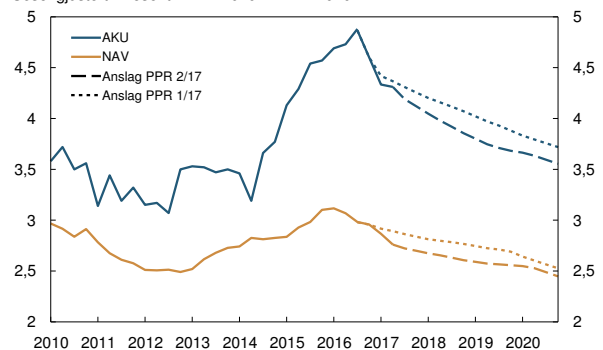
1) Anslag for 2017 – 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

MELLOMLIGGENDE RENTEMØTE

På rentemøtet 3. mai ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/17.

Forventede pengemarkedsrenter internasjonalt hadde falt, mens kronkursen var svakere enn anslått. I det norske pengemarkedet hadde påslagene falt noe mer enn lagt til grunn. Tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var om lag som ventet, mens tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var noe lavere enn anslått. I lønnsoppgjørene som var ferdigforhandlet, var det oppnådd enighet om en lønnsvekst for 2017 på 2,4 prosent. I forrige rapport ble lønnsveksten i 2017 anslått til 2,5 prosent. Boligprisveksten hadde avtatt litt og var noe lavere enn anslått. Husholdningenes gjeldsvekst hadde økt litt mer enn ventet. I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene at de hadde strammet inn kredittpraksisen overfor husholdningene.

Hovedstyrets vurdering i mai var at utsiktene og risikobildet for norsk økonomi ikke var vesentlig endret siden Pengepolitisk rapport 1/17. Hovedstyret vedtok derfor å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent.

2 Internasjonal økonomi

Veksten hos Norges handelspartnere tok seg opp i fjor høst, både i industriland og i fremvoksende økonomier. Ulike tillitsindikatorer er på høye nivåer. Anslagene for BNP-veksten er oppjustert for inneværende år. For de neste årene venter vi moderat vekst, i tråd med anslagene fra forrige rapport. Investeringsveksten i industrilandene har tatt seg opp, og anslaget for importveksten hos handelspartnerne er oppjustert. Konsumprisveksten tiltok gjennom 2016 som følge av høyere energipriser, men den underliggende prisveksten er fortsatt lav. Oljeprisen er noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Forventede penge-markedsrenter hos handelspartnerne har falt siden forrige rapport.

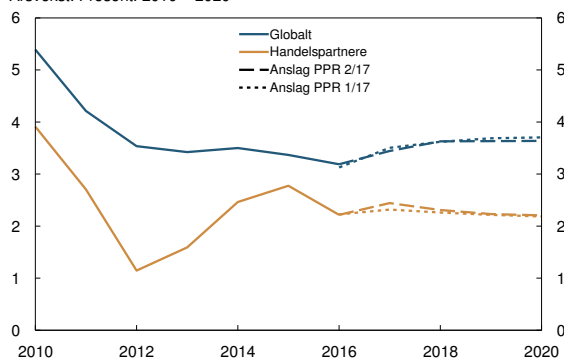
2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

Moderat vekst hos handelspartnerne de neste årene

De siste årene har veksten i industrilandene tiltatt, mens den har falt i fremvoksende økonomier og særlig i råvareproduserende land. Samlet sett tok veksten hos Norges handelspartnere seg opp fra 2012 til 2015, se figur 2.1. Etter å ha avtatt i første halvår i fjor, tok veksten seg opp igjen i løpet av høsten. I årene som kommer venter vi vekst på mellom 2,2 og 2,4 prosent per år, se tabell 1 i vedlegget. Anslaget for 2017 er oppjustert, særlig på grunn av høyere vekst i euroområdet. For handelspartnerne samlet er kapasitetsutnyttningen lavere enn normalt, men det er stor variasjon mellom landene. Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil øke til et mer normalt nivå i løpet av de neste årene.

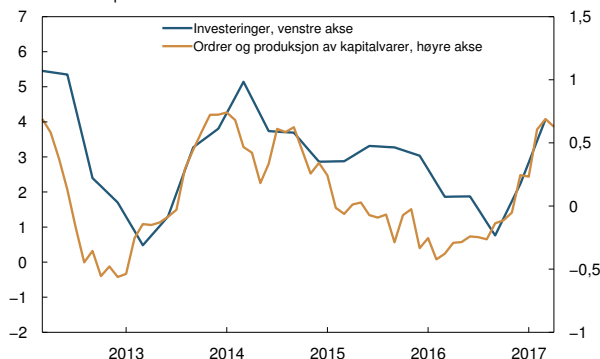
Det var en avdemping i den økonomiske veksten i USA, Storbritannia og Sverige i første kvartal i år, mens veksttakten holdt seg oppe i euroområdet og Kina. Tillitsindikatorer og konjunkturbarometre er på høye nivåer, men har falt litt den siste tiden. Investeringsveksten har tatt seg opp i industrilandene, etter flere år med svak utvikling, se figur 2.2. De finansielle forholdene er gode i mange land, blant annet har internasjonale aksjekursindekser fortsatt å stige siden forrige rapport. Økt optimisme både i husholdningssektoren og i næringslivet kan sammen med økende kapasitetsutnyttning bidra til at investeringsveksten tar seg videre opp. På lengre sikt venter vi at bedringen i investeringene gir økt produktivetsvekst i flere land. Anslagene for den samlede importveksten hos handelspartnerne er oppjustert som følge av høyere

Figur 2.1 BNP globalt¹⁾ og hos Norges handelspartnere²⁾. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020³⁾



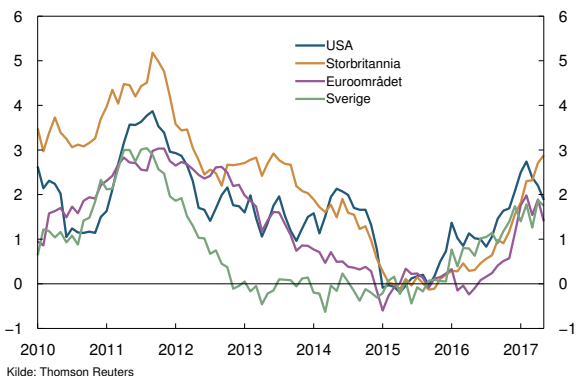
1) Kjøpekraftsjusterte BNP-vekter.
2) Eksportvekter.
3) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Industrialiserte land.¹⁾ Investeringer. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 1. kv. 2017. Ordre og produksjon av kapitalvarer. Indeks. Mars 2012 – april 2017

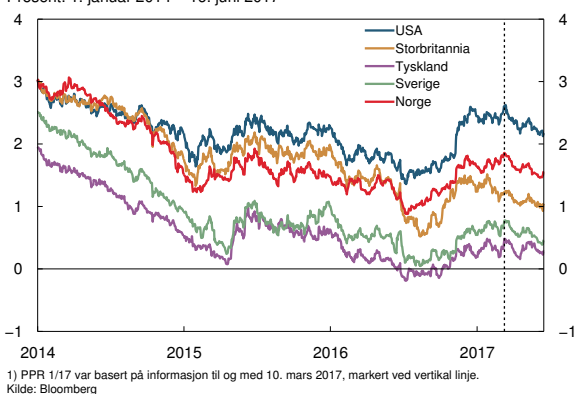


1) USA, Storbritannia, euroområdet og Japan. Kjøpekraftsjusterte BNP-vekter.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

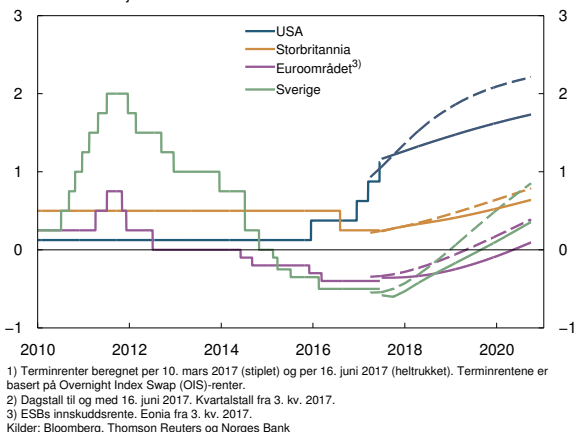
Figur 2.3 KPI i utvalgte industrialiserte land. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – mai 2017



Figur 2.4 Renter på tiårs statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2014 – 16. juni 2017¹⁾



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



investeringsvekst. Økt importvekst i de landene vi handler med bidrar isolert sett til økt eksport fra Norge.

Det er usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. Siden forrige rapport er den politiske usikkerheten noe redusert, samtidig som sannsynligheten for en svært ekspansiv finanspolitikk i USA er lavere. Global vekst kan bli høyere enn anslått dersom optimismen blant husholdninger og bedrifter holder seg oppe, og investeringsviljen øker mer enn ventet. Nye proteksjonistiske tiltak kan på den annen side dempe den globale veksten.

Litt lavere prisvekst enn ventet

Siden i fjor høst har prisveksten tiltatt i industri-landene, se figur 2.3, drevet av økningen i energi-prisene. Siden forrige rapport har imidlertid både energi- og kjerneprisveksten vært lavere enn ventet i flere land. Oljeprisen har den siste tiden falt til litt under 50 dollar per fat, se omtale i egen ramme på side 20. Kjerneprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har vært lav over lengre tid. Lønnsveksten har vært lav til tross for bedring i arbeidsmarkedet i mange land, se drøfting i egen ramme på side 18. Anslagene for konsumprisveksten hos handelspartnere er litt nedjustert i år og neste år. Vi venter likevel at lønnsveksten og konsumprisveksten vil øke gradvis i takt med høyere kapasitetsutnyttning frem mot 2020, se tabell 2 i vedlegget.

Internasjonale renter har falt

Rentenivået internasjonalt er svært lavt. I andre halvår i fjor bidro forventninger om sterkere økonomisk vekst og høyere prisvekst til en markert økning i handelspartnernes langsiktige renter. Etter en stabil utvikling på starten av året har rentene falt igjen de siste månedene, se figur 2.4. I USA har svakere utvikling i både vekst og inflasjon samt mindre tro på ekspansiv finanspolitikk bidratt til at de langsiktige rentene har falt.

Markedets forventninger til styringsrentene hos handelspartnere indikerer noe færre renteøkninger de nærmeste årene enn lagt til grunn i forrige rapport. Renteforventningene har falt spesielt mye i USA og Sverige, se figur 2.5. Den amerikanske sentralbanken har siden februar hevet intervallet for styringsrenten med 0,5 prosentenheter til 1–1,25 prosent. Markeds-

aktørene venter at neste renteøkning kommer våren 2018 mens sentralbanken har signalisert ytterligere en renteøkning i løpet av 2017. Den europeiske sentralbanken har holdt styringsrenten uendret siden mars i fjor. Markedsaktørene venter at sentralbanken vil begynne å redusere verdipapirkjøpene ved inngangen til neste år og heve innskuddsrenten mot slutten av 2018. Sentralbanken i Storbritannia har ikke endret innretningen av pengepolitikken siden forrige rapport, men på rentemøtet i juni stemte tre av åtte komite-medlemmer for å heve renten. Markedsprisingen indikerer at renten blir hevet sommeren 2018. I Sverige har sentralbanken holdt renten uendret, men vedtok i april å øke verdipapirkjøpene. I tillegg nedjusterte Riksbanken rentebanen, og det har bidratt til nedgang i svenske styringsrenteforventninger. Samlet sett har reduserte styringsrenteforventninger og lavere påslag i pengemarkedene ført til at handelspartnernes pengemarkedsrenter har falt siden forrige rapport, se figur 1.3 i kapittel 1.

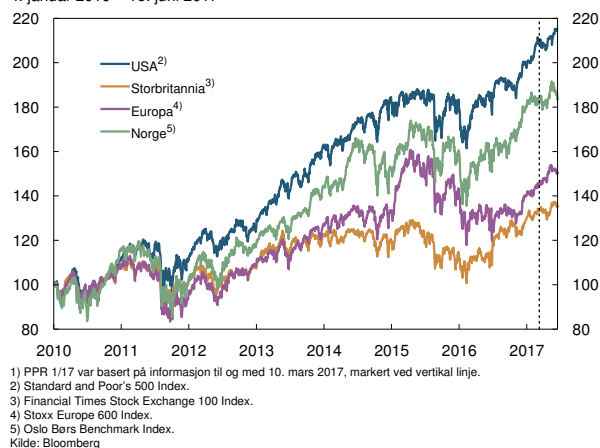
Flere internasjonale aksjeindekser har steget videre i perioden siden forrige rapport og er nå på historisk høye nivåer, se figur 2.6. Europeiske aksjemarkeder har steget mer enn amerikanske. Dette skyldes både bedre realøkonomisk utvikling og lavere risikopremier etter at utfallet av det franske presidentvalget ble klart.

2.2 LAND OG REGIONER

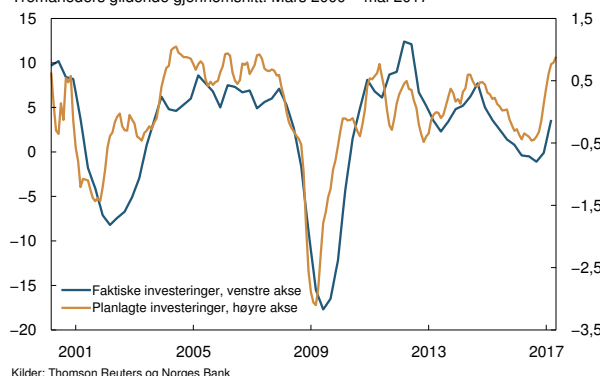
Veksten i USA er på vei opp

Veksten i amerikansk økonomi var moderat i 2016, men det var en klar oppgang i andre halvår. I første kvartal i år var veksten lavere enn ventet, men midlertidige forhold kan trolig forklare mye av utviklingen. Etter presidentvalget i november i fjor var det en sterk oppgang i flere tillitsindikatorer og konjunkturbarometre. Den siste tiden har det vært en viss avdemping, men de fleste indikatorene er fortsatt på høye nivåer. Foreløpig gjenspeiles ikke den sterke optimismen i utviklingen i produksjon eller etterspørsel. Vi venter at veksten tar seg opp igjen allerede i andre kvartal, men anslaget for i år er noe nedjustert fra forrige rapport. BNP-veksten ventes å øke fra 2 prosent i år til 2,4 prosent i 2018, se tabell 1 i vedlegget.

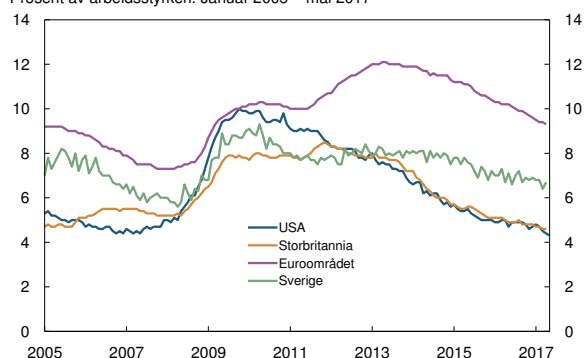
Figur 2.6 Utvalgte aksjemarkeder. 4. januar 2010 = 100.
4. januar 2010 – 16. juni 2017¹⁾



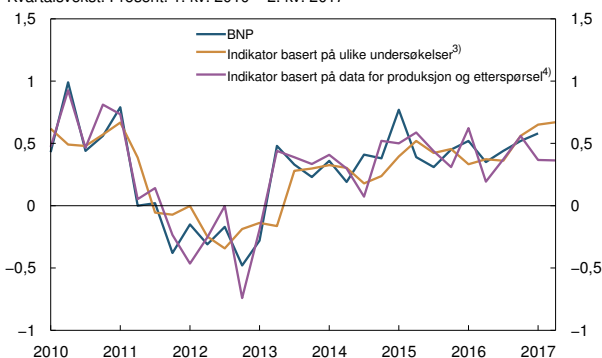
Figur 2.7 USA. Faktiske investeringer. Firekvarterersvekst. Prosent.
1. kv. 2000 – 1. kv. 2017. Planlagte investeringer. Indeks.
Tremåneders glidende gjennomsnitt. Mars 2000 – mai 2017



Figur 2.8 Arbeidsledighet i utvalgte industrialiserte land.
Prosent av arbeidsstyrken. Januar 2005 – mai 2017¹⁾

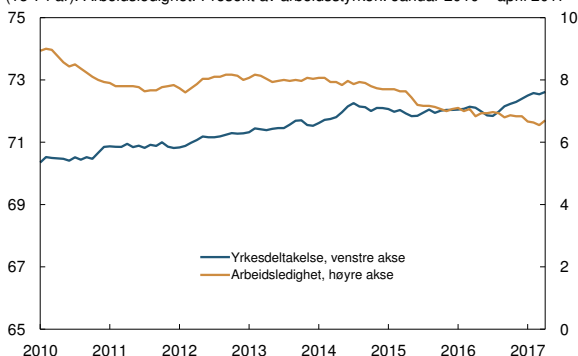


Figur 2.9 BNP og aktivitetsindikatorer i euroområdet. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2017¹⁾²⁾



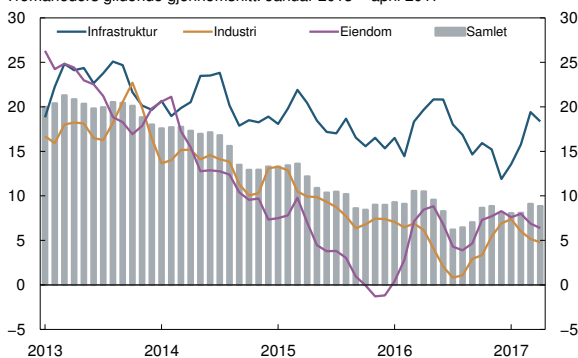
1) Siste observasjon for BNP er 1. kv. 2017.
 2) For 2. kv. 2017 er indikatorene basert på foreløpige observasjoner.
 3) Basert på månedlige data for PMI, Europakommisjonens sentimentindikator (ESI) og Eurocoin.
 4) Basert på månedlige data for industriproduksjon, bygg- og anleggsvirksomhet, bilsalg og detaljhandel.
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.10 Yrkesdeltakelse og arbeidsledighet i Sverige. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Yrkesdeltakelse. Prosent av befolkning i arbeidsdyktig alder (15-74 år). Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Januar 2010 – april 2017



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.11 Investeringer i Kina. Tolv måneders vekst. Prosent. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Januar 2013 – april 2017



Kilder: CEIC og Norges Bank

En kraftig økning i investeringer i olje- og gassutvinning bidro til en markert oppgang i samlede investeringer i første kvartal. Investeringsplanene for bedriftene samlet har vist et oppsving, se figur 2.7. Fremover venter vi en videre oppgang i investeringene. Arbeidsledigheten er nå på det laveste nivået siden finanskrisen, se figur 2.8, og sysselsettingen har fortsatt å øke. Til tross for bedringen i arbeidsmarkedet er lønnsveksten fortsatt lav (se rammen på side 18). For husholdningene vil trolig lav reallønnsvekst og noe lavere sysselsettingsvekst dempe veksten i kjøpekraften de neste årene. Vi venter derfor at bidraget fra privat konsum til samlet etterspørselsvekst avtar noe fremover. Det er usikkerhet om finanspolitikken fremover, men vi legger til grunn en moderat finanspolitisk stimulans de neste årene, om lag som forutsatt i forrige rapport.

Bedre vekstutsikter i euroområdet

Veksten i euroområdet har tatt seg opp de siste årene. Oppgangen er bredt basert, men det er fremdeles betydelige forskjeller i kapasitetsutnyttningen på tvers av land. Den gode veksten mot slutten av 2016 holdt seg oppe i starten av inneværende år. Investeringsveksten har tiltatt fra et svært lavt nivå, og konsumet økte noe mer enn ventet i første kvartal. Ulike tillitsindikatorer for både foretak og husholdninger peker mot sterk vekst fremover, men som i USA er det avvik mellom signalene fra ulike undersøkelser og løpende indikatorer for faktisk produksjon og etterspørsel, se figur 2.9.

De siste årene har privat konsum bidratt til å holde veksten oppe. Økt sysselsetting og lav konsumprisvekst har bedret kjøpekraften hos husholdningene. Den nominelle lønnsveksten har imidlertid vært svak, til tross for bedring i arbeidsmarkedet (se rammen på side 18). Fremover venter vi derfor en svakere vekst i konsumet. Styrket fremtidstro blant bedrifter og et økende behov for å vedlikeholde realkapitalen, samtidig som finansieringsforholdene fortsetter å bedres, tilsier at investeringsveksten vil ta seg opp. Samlet venter vi en BNP-vekst på 1,9 prosent i år. Fra 2018 venter vi om lag 1,5 prosent vekst per år, litt høyere enn anslått i forrige rapport og om lag som gjennomsnittet de foregående tre årene.

Lavere vekst i Storbritannia

De siste årene har BNP-veksten i Storbritannia vært høy sammenlignet med veksten i andre industriland, men veksttakten avtok markert i første kvartal i år. Også ulike tillitsindikatorer har falt den siste tiden. Den kraftige svekkelsen av pundet har bidratt til en markert oppgang i prisveksten, som igjen trolig har dempet husholdningenes konsum. Fremover venter vi at svekket kjøpekraft vil fortsette å bremse veksten i konsumet. Vi antar at usikkerheten knyttet til utmeldingen fra EU har en negativ effekt på investeringene. Svekkelsen av pundet vil bidra til en bedring i handelsbalansen. Anslaget for BNP-veksten de nærmeste årene er lite endret fra forrige rapport. Fremover venter vi en vekst på rundt 1,5 prosent per år.

Den politiske situasjonen er blitt noe mer uklar etter parlamentsvalget i begynnelsen av juni. Det er usikkert hvordan dette vil påvirke forhandlingene med de øvrige medlemslandene om utmeldingen fra EU.

Fortsatt god vekst i Sverige

Etter høy vekst i 2015 og 2016 har veksten i svensk økonomi avtatt i år og vært noe lavere enn vi ventet i mars. Offentlig konsum, som bidro positivt til veksten i 2015 og 2016, har falt så langt i år. Noe av årsaken er et lavere antall asylsøkere siden 2016. Etter god vekst i fjor høst har eksporten hatt en svak utvikling hittil i år. Investeringsaktiviteten har vært sterk den siste tiden, spesielt innen boligbygging. Yrkesdeltakelsen øker, og arbeidsledigheten faller, se figur 2.10. Fremover venter vi et positivt bidrag fra økte investeringer og bedring i svensk eksport, mens veksten i både privat og offentlig konsum trolig vil bli lavere de neste årene. Våre anslag for BNP-veksten i Sverige er uendret for i år og neste år, på henholdsvis 2,5 og 2,2 prosent.

Veksten i fremvoksende økonomier holder seg oppe

I Kina har veksten falt de siste årene, i hovedsak fordi investeringsveksten har avtatt. Samtidig har vekstbidraget fra privat konsum fortsatt å øke i tråd med myndighetenes mål om en rebalansering av økonomien. Den overraskende sterke BNP-veksten i fjerde kvartal fortsatte inn i 2017 og skyldtes i hovedsak tiltak fra myndighetene for å øke infrastrukturinvesteringene og god vekst i eksporten, se figur 2.11. Myndighetene er bekymret for finansiell stabilitet og ønsker å bremse låneveksten, og den kinesiske sentralbanken har derfor hevet de kortsiktige rentene. Vi venter høyere BNP-vekst i år og neste år enn vi gjorde i mars, men som i forrige rapport anslår vi at veksten avtar til under 6 prosent fra neste år, etter hvert som rebalanseringen fortsetter og tilgangen på kreditt avtar.

I fremvoksende økonomier utenom Kina har veksten samlet sett vært om lag som anslått i forrige rapport. Etter to år med fallende aktivitetsnivå i både Brasil og Russland venter vi at BNP vil øke litt i år i begge land.

LAV LØNNSVEKST HOS VÅRE VIKTIGSTE HANDELSPARTNERE

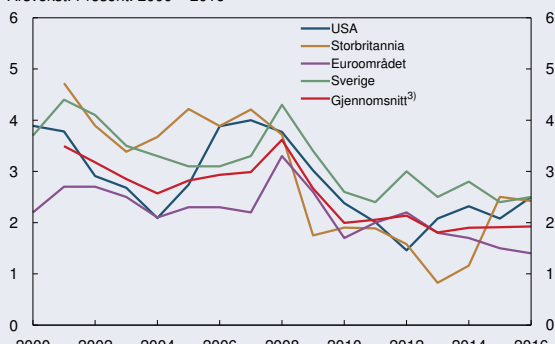
Det har vært en markert bedring i arbeidsmarkedene hos våre viktigste handelspartnere de siste årene. Arbeidsledigheten er tilbake på nivåer fra før 2008 i flere land. Lønnsveksten har tiltatt, men er fortsatt vesentlig lavere enn i årene før finanskrisen, se figur 2.12. I flere land er lønnsveksten lavere enn den historiske sammenhengen mellom ledighet og lønn skulle tilsi. Trolig skyldes dette i noen grad konjunkturelle forhold, men det er grunn til å tro at det også kan ha skjedd strukturelle endringer i arbeidsmarkedene. Nivået på ledigheten som er forenelig med normal kapasitetsutnyttning kan dermed ha falt.

Lønnsutviklingen har betydning for de økonomiske utsiktene gjennom virkningen på blant annet husholdningenes inntektsvekst og konsum, kostnadsvekst og inflasjon. De siste årene har det pågått en diskusjon i internasjonale fora om årsakene til den lave lønnsveksten.¹

- Det kan være flere ledige ressurser i økonomien enn tradisjonelle mål på arbeidsledighet tilsier. Det er tegn til undersysselsetting i flere land, både i form av ufrivillig deltid og at flere personer ønsker jobb selv om de ikke er aktive arbeidssøkere. I flere land, særlig i USA, er yrkesdeltakelsen fortsatt lav.
- Lav produktivitetsvekst de siste årene har gitt mindre rom for lønnsøkninger. Det innebærer at veksten i bedriftenes lønnskostnader per produsert enhet ikke har falt like mye som lønnsveksten, se figur 2.13.

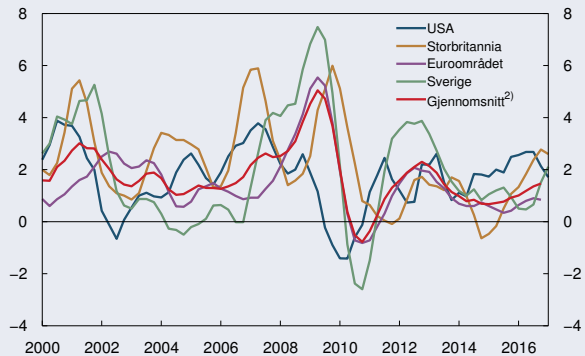
¹ Se blant annet IMF (2017) *World Economic Outlook*, Europakommisjonen (2017) *European Economic Forecast* og OECD (2017) *OECD Economic Outlook Volume 2017 Issue 1: Preliminary version*.

Figur 2.12 Lønnsutvikling i utvalgte industrialiserte land.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2000 – 2016²⁾



1) USA: gjennomsnittlig timelønn, privat sektor utenom landbruket. Storbritannia: gjennomsnittlig ukentlig lønn i hele økonomien, uten bonusbetalinger. Euroområdet: indikator for fremforhandlet lønn. Sverige: timelønn i henhold til Konjunktur- og lønnsstatistikken.
2) Første observasjon for Storbritannia og første beregnede gjennomsnitt er 2001.
3) Eksportvekter.
Kilder: Konjunkturinstituttet, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.13 Lønnskostnad per enhet i utvalgte industrialiserte land. Firekvarteralsvekst. Prosent. Trekvarterals glidende gjennomsnitt. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2017¹⁾



1) Siste observasjon for euroområdet og siste beregnede gjennomsnitt er fjerde kvartal 2016.
2) Eksportvekter.
Kilder: OECD, Thomson Reuters og Norges Bank

- Økt internasjonal handel og endringer i bedrifters produksjonsstruktur og organisering kan ha bidratt til lavere lønnsvekst. Globale verdikjeder, utsetting av produksjon og arbeidsinnvandring har i flere tiår økt konkurransen i arbeidsmarkedet. Dette kan ha blitt forsterket etter finanskrisen av ulike reformer som har ført til økt arbeidstilbud og mer fleksibilitet i arbeidsmarkedet, særlig i flere europeiske land.
- Sammensetningseffekter kan ha bidratt til lav samlet lønnsvekst. I industrialiserte land har sysselsettingen økt i tjenestesektoren mens den har avtatt i industrisektoren, blant annet som en følge av vridning av etterspørselen mot tjenester og automatisering og flytting av produksjon til lavkostland. Lønnsnivået i deler av tjenestesektoren er lavt. Samtidig kan lav lønnsvekst ha bidratt til å forsterke vridningen mot arbeidsintensive sektorer og mer arbeidsintensiv produksjon.²

Vi legger fortsatt til grunn for våre anslag at det er en sammenheng mellom stramheten i arbeidsmarkedet og lønnsvekst. Erfaringene fra de siste årene, med lav lønnsvekst til tross for bedringen i arbeidsmarkedene hos våre handelspartnere, trekker imidlertid i retning av at sammenhengen trolig er svakere enn før finanskrisen. Vi anslår derfor kun en gradvis og forsiktig økning i lønnsveksten hos handelspartnerne de neste årene.

² Saunders, M. (2017) «The labour market», Bank of England, 13. januar.

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Oljeprisen er halvert sammenlignet med gjennomsnittet for årene 2011 til 2014, men den er markert høyere enn bunnen i begynnelsen av 2016, se figur 1.4 i kapittel 1. Gjennom fjoråret ble oljeprisen særlig påvirket av forventninger om produksjonsbegrensninger. På slutten av året inngikk OPEC og flere andre land en avtale om å redusere produksjonen med nær 1,8 millioner fat per dag, i første omgang til utgangen av første halvår 2017.

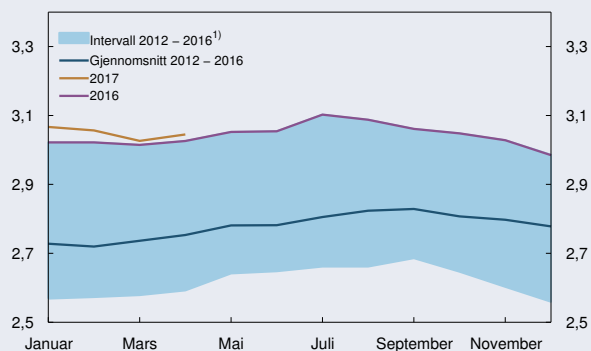
Oljeprisen lå rundt 50 til 55 dollar per fat fra slutten av 2016 og frem til utgangen av mai, men har så langt i juni falt under 50 dollar. Prisen er noe lavere enn i mars. Selv om avtalen om produksjonskutt ble forlenget ut mars 2018 på OPEC-møtet i mai, holdes prisen nede av fortsatt høye oljelagre i OECD-landene og økt oljeproduksjon i USA, se figur 2.14 og 2.15.

OPECs mål med produksjonskuttene er å redusere oljelagrene ned til gjennomsnittet for de siste fem årene innen utgangen av 2017. Det vil kunne ta lengre tid hvis veksten i amerikansk oljeproduksjon fortsetter å øke som i de siste månedene. På den annen side har både den saudiarabiske og den russiske energiministeren uttalt at de vil gjøre det som er nødvendig for å bringe oljelagrene ned.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene. De indikerer at prisen vil holde seg litt lavere ut 2020 enn lagt til grunn i forrige rapport.

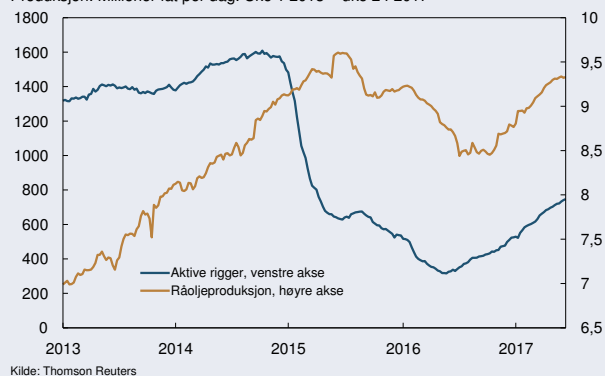
Prisen på eksport av norsk gass er fortsatt vesentlig lavere enn den var i perioden 2011 til 2013. Etter at gassprisene i Storbritannia og på kontinentet steg på slutten av 2016 og inn i 2017, har de falt noe de siste månedene. Eksportprisen på norsk gass, som rapporteres med et visst tidsetterslep i utenrikshandelsstatistikken, ventes å følge det samme forløpet som gassprisene ellers i Europa.

Figur 2.14 Samlede oljelagre i OECD-landene. Milliarder fat. Januar 2012 – april 2017



1) Differanse mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2012 – 2016.
Kilder: IEA og Norges Bank

Figur 2.15 Aktive rigger og råoljeproduksjon i USA. Produksjon. Millioner fat per dag. Uke 1 2013 – uke 24 2017



Kilde: Thomson Reuters

3 Norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp, og den registrerte arbeidsledigheten er på vei ned. Kapasitetsutnyttingen er fortsatt under et normalt nivå, men det ser ut til at nedgangen stoppet i fjor og at kapasitetsutnyttingen nå øker. Vi anslår at veksten i fastlandsøkonomien vil bli høyere i år enn den har vært de siste årene og at den vil holde seg oppe i årene fremover. Arbeidsledigheten ventes å avta gradvis, og vi anslår at kapasitetsutnyttingen vil nå et normalt nivå i 2020. Kronesvekkelsen som kom sammen med oljeprisfallet fra 2014 bidro til en oppgang i prisveksten. Siden i fjor sommer har prisveksten falt. Vi venter at prisveksten vil avta videre den nærmeste tiden for så å øke igjen mot slutten av inneværende år. Inflasjonen er ventet å være noe over 1,5 prosent ved utgangen av 2020.

3.1 FINANSIELLE FORHOLD

Litt lavere finansieringskostnader for bankene

Gjennom andre halvår i fjor bidro høyere pengemarkedsrente til at bankenes finansieringskostnader steg gradvis. Pengemarkedsrenten steg fordi pengemarkedspåslaget økte mens markedets forventninger til styringsrenten de nærmeste månedene endret seg lite. Oppgangen i påslaget her hjemme skyldtes i hovedsak en økning i påslagene i det amerikanske pengemarkedet som følge av ny regulering av amerikanske pengemarkedsfond, se figur 3.1.

Siden nyttår har pengemarkedspåslaget her hjemme falt noe raskere enn vi hadde lagt til grunn. Også prisen på de norske bankenes langsiktige markedsfinansiering har falt den siste tiden. Risikopåslagene på både usikrede bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett har avtatt, se figur 3.2. Gitt uendrede risikopåslag fremover vil det gjennomsnittlige påslaget på både utestående bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett falle noe. Lavere pris på markedsfinansieringen vil bidra til å trekke ned bankenes gjennomsnittlige finansieringskostnader.

Lavere pengemarkedspåslag i år

Vi legger til grunn at påslaget i tremåneders Nibor vil holde seg nær dagens nivå ut prognoseperioden. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for påslaget litt lavere for i år og uendret for årene 2018 til 2020. Sammen med prognosene for styringsrenten innebærer dette at pengemarkedsrenten blir liggende

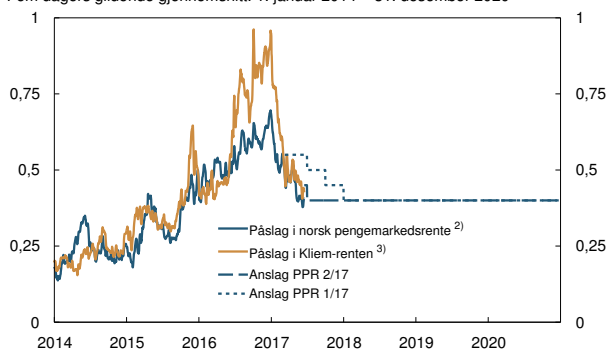
RENTER OG RISIKOPÅSLAG

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 valuta-swapmarkedet. 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.

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

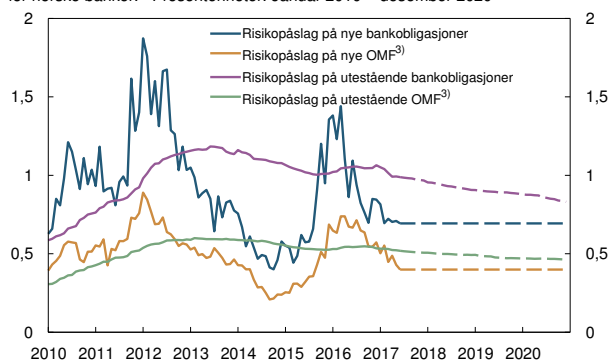


1) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 i PPR 1/17 og anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 i PPR 2/17.
 2) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
 3) Klem skal gjenspeile europeiske bankers kostnad for usikrede interbanklån i dollar.
 I praksis er Klemrenten den europeiske pengemarkedsrenten, Euribor, valutawappet til dollar.
 Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

om lag på dagens nivå i år og neste år før den gradvis øker, se figur 3.3.

Så langt i 2017 har kombinasjonen av lavere finansieringskostnader og høyere utlånsrenter ført til en liten økning i bankenes marginer på lån til husholdninger. I april meldte bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse at de ventet å holde utlånsrentene til husholdninger om lag uendret fra første til andre kvartal i år. Vi legger til grunn at bankenes utlånsmarginer holder seg om lag uendrede i årene fremover. Det innebærer at utlånsrentene til husholdningene utover i prognoseperioden øker i om lag samme takt som den anslåtte økningen i pengemarkedsrenten. Prognosen for utlånsrentene til husholdningene er lite endret siden forrige rapport.

Figur 3.2 Gjennomsnittlig risikopåslag på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker.¹⁾ Prosentenheter. Januar 2010 – desember 2020²⁾



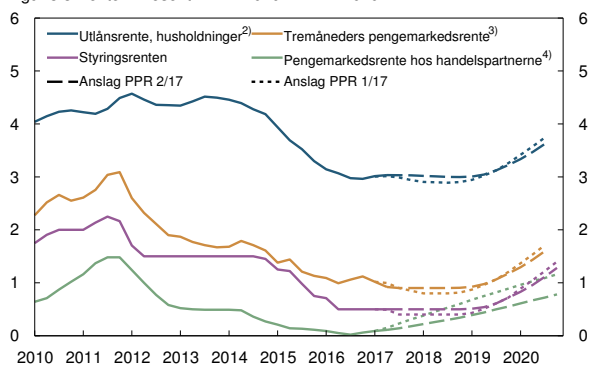
1) Påslag over tremåneders pengemarkedsrente.
 2) Anslag for juni 2017 – desember 2020 (stiplet).
 3) Obligasjoner med fortrinnsrett.
 Kilder: Bloomberg, DNB Markets, Stamdata og Norges Bank

Kronekursen er svakere enn anslått

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, svekket seg betydelig gjennom 2014 og 2015, se figur 3.4. Svekkelsen hang sammen med oljeprisfallet som startet sommeren 2014. Gjennom fjoråret styrket kronekursen seg i takt med at oljeprisen steg og rentedifferansen mot våre handelspartnere økte.

Siden forrige rapport har kronen svekket seg og vært svakere enn vi la til grunn. Svekkelsen er større enn endringen i rentedifferansen mot handelspartnerne kan forklare. Nedgang i oljeprisen og lavere prisvekst enn ventet her hjemme kan ha bidratt til at markedsaktørene har vært mer avventende til å kjøpe norske kroner. Målt mot enkeltvalutaer har kronen svekket seg mot britiske pund og euro og styrket seg noe mot amerikanske dollar.

Figur 3.3 Renter. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



1) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
 2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittoforetak på alle 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

Vi anslår at kronen vil styrke seg gradvis gjennom prognoseperioden, se figur 1.8 i kapittel 1. Styrkingen må blant annet ses i lys av at rentedifferansen mot utlandet ventes å øke etter hvert. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en noe svakere kronekurs de nærmeste årene. Anslaget på kronekursen mot slutten av prognoseperioden er lite endret.

3.2 PRODUKSJON OG ETTERSPOERSEL

Høyere vekst i fastlandsøkonomien

Etter flere år med svak utvikling i norsk økonomi har veksten tatt seg opp. Nedgangen i petroleumsinvesteringene avtar, samtidig som svekket kronkurs, lav rente og ekspansiv finanspolitikk fortsatt bidrar til økt aktivitet.

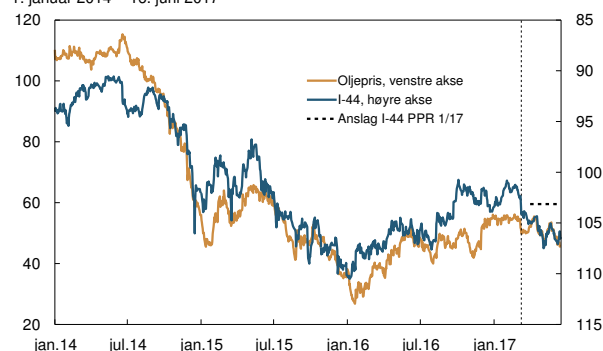
Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år økte BNP for Fastlands-Norge med 0,6 prosent, sesongjustert. Veksten var litt høyere enn vi hadde ventet.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i mai at veksten de siste tre månedene hadde vært noe høyere enn i foregående periode. Det var oppgang innenfor de fleste næringer, se figur 3.5. Oljeleverandørene meldte om et mindre fall enn i forrige periode. Samlet ventet kontaktene at veksttaket ville ta seg ytterligere opp de nærmeste seks månedene, og mer enn vi la til grunn i forrige rapport. For første gang siden oljeprisfallet rapporterte oljeleverandørene som leverer til hjemmemarkedet at de ikke ventet at produksjonen ville falle videre fremover.

Vi venter at BNP for Fastlands-Norge de nærmeste to kvartalene vil vokse om lag i samme takt som i første kvartal, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er på linje med forventningene i Regionalt nettverk, og med anslagene fra vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.6.

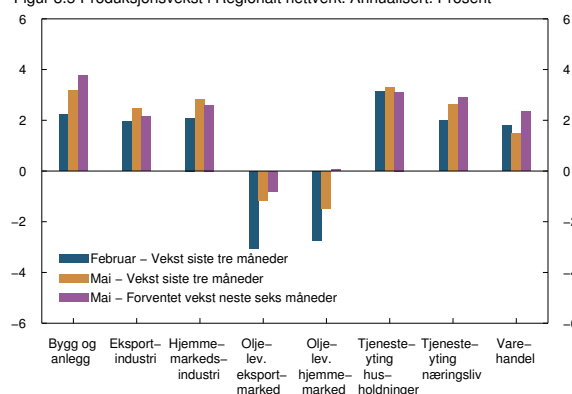
Vi anslår at årsveksten i BNP for Fastlands-Norge vil øke til om lag 2 prosent i år for deretter å være om lag uendret til 2020. Det er særlig økt eksportvekst og redusert fall i oljeinvesteringene som bidrar til at veksten tar seg opp i år, men også økt vekst i privat konsum bidrar. Neste år venter vi at foretaksinvesteringene og fastlandseksporten vil trekke den samlede veksten opp, mens boliginvesteringene trekker i motsatt retning. Etter at finanspolitikken de siste årene har gitt en betydelig impuls inn i norsk økonomi, legger vi til grunn at budsjettimpulsen blir nær null i årene fremover. Forutsetningene om finanspolitikken er nærmere omtalt i en ramme på side 34. Anslaget for vekst i BNP for Fastlands-Norge i 2017 er oppjustert fra vår forrige rapport. Anslagene for årene fremover er litt nedjustert.

Figur 3.4 Oljepris¹⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾. 1. januar 2014 – 16. juni 2017³⁾



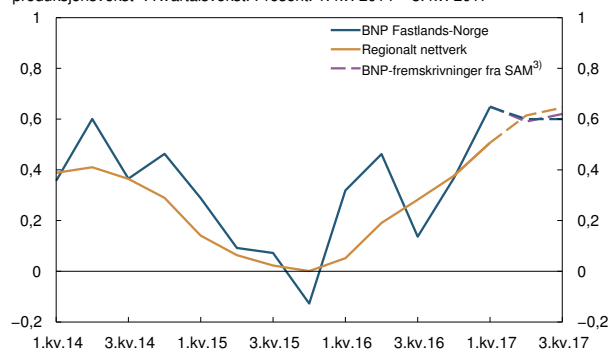
1) Brent blend. USD per fat.
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.
3) PPR 1/17 var basert på informasjon til og med 10. mars 2017, markert ved vertikallinje.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.5 Produksjonsvekst i Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



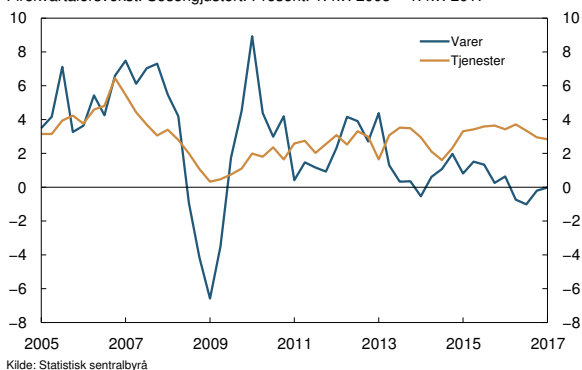
Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst¹⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2017²⁾



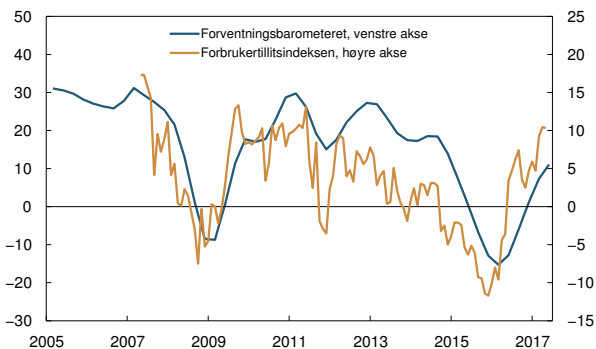
1) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall (heltrukken). Kvartalstallene er beregnet som en sammenveking av tremånederstall basert på dato for rapportering. For 2. kv. 2017 er forventet vekst i produksjon en sammenveking av rapportert vekst siste tre måneder og forventet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

Figur 3.7 Husholdningenes konsum av varer og tjenester. Firekvarteralsvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2017



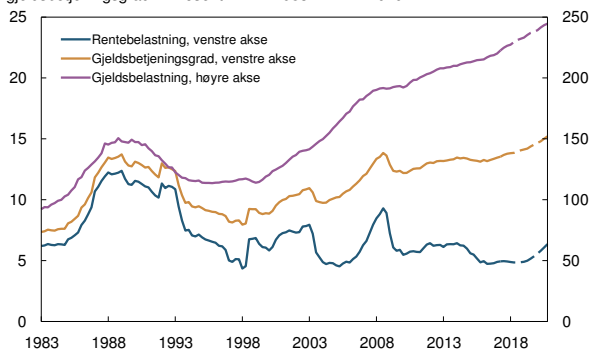
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.8 Forbrukertillit. Nettototal. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2017. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Mai 2007 – mai 2017



Kilder: Kantar TNS og Opinion

Figur 3.9 Husholdningenes gjeldsbelastning, rentebelastning og gjeldsbetjeningsgrad.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2020²⁾



1) Gjeldsbelastning er lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Rentebelastning er beregnet som renteutgifter som andel av summen av disponibel inntekt og renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 1. kv. 2017 benyttes disponibel inntekt uten aksjeutbytte. 2) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsikter til økt vekst i privat forbruk

Veksten i husholdningenes konsum har vært moderat de siste tre årene. Det er særlig varekonsumet som har utviklet seg svakt, se figur 3.7. I 2016 var varekonsumet uendret fra året før. Utviklingen må ses i sammenheng med et svakt arbeidsmarked, høy prisvekst på konsumvarer og lavere lønnsvekst. Lav rente og økt verdi av husholdningenes boligformue som følge av høy boligprisvekst har trolig bidratt til å holde konsumveksten oppe.

De to siste kvartalene har veksten i husholdningenes konsum tatt seg opp, og veksten i første kvartal i år var litt høyere enn vi anslo i forrige rapport. Husholdningenes sparerate gikk ned i 2016. Forventningsindikatorne fra Kantar TNS og Opinion viser at forbrukertilliten har steget, se figur 3.8. Vi anslår at veksten i husholdningenes konsum vil være nokså stabil den nærmeste tiden.

Videre fremover venter vi at økt sysselsettingsvekst og høyere reallønnsvekst vil trekke forbruksveksten opp. Lavere boligprisvekst og etter hvert økte lånerenter vil bidra i motsatt retning. Effekten av økte lånerenter på husholdningenes etterspørsel ventes å være sterkere enn tidligere på grunn av husholdningenes høye gjeldsbelastning, se figur 3.9. Vi anslår at årsveksten i konsumet vil øke i år og neste år før den avtar litt de to påfølgende årene, se figur 3.10. Konsumanslagene er justert litt opp for hele prognoseperioden. Prognosene innebærer at spareraten vil avta videre i år for så å øke noe igjen, se figur 3.11. Anslagene for spareraten gjenspeiler at husholdningene normalt vil ønske å jevne ut forbruket selv om inntektsveksten varierer.

Lavere boligprisvekst

Boligprisene steg kraftig gjennom 2016, og i desember var prisene 13 prosent høyere enn tolv måneder før. Veksten avtok inn i 2017, og siden forrige rapport har boligprisveksten falt ytterligere. I mars anslo vi at boligprisveksten etter hvert ville avta, men omslaget i boligmarkedet har kommet tidligere enn vi så for oss. Prisveksten har avtatt i alle de største byene unntatt Stavanger. Endringer i boliglånforskriften har trolig bidratt til å dempe prisoppgangen etter årsskiftet.

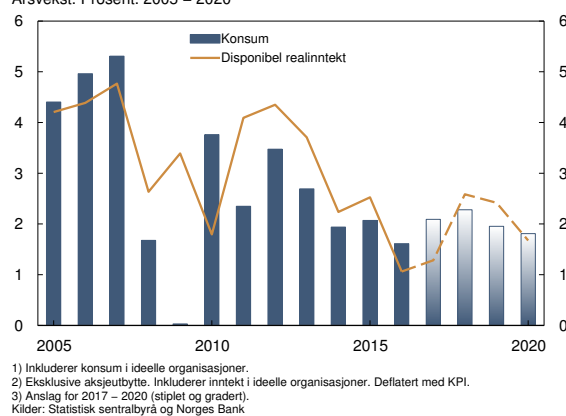
Økt tilbud av boliger og lavere befolkningsvekst trekker i retning av lavere boligprisvekst, og vi anslår at den vil avta i år og neste år. Bedring i arbeidsmarkedet og tiltakende lønnsvekst tilsier at boligprisveksten etter hvert vil øke litt igjen, se figur 3.12. Vekstanslagene er lavere for i år og neste år og litt høyere for årene fremover enn i forrige rapport.

Husholdningenes gjeld har fortsatt å vokse raskere enn inntektene. Gjeldsveksten har vært om lag som lagt til grunn. Selv om boligprisveksten avtar og boliglånforskriften er strammet inn, vil det ta tid før gjeldsveksten går ned. Det skyldes blant annet at prisene fortsatt vil være på et høyere nivå enn for ett år siden og at vi venter en økning i antall boliger som ferdigstilles og skal finansieres. Utviklingen i boligpriser og gjeld er nærmere omtalt i kapittel 5.

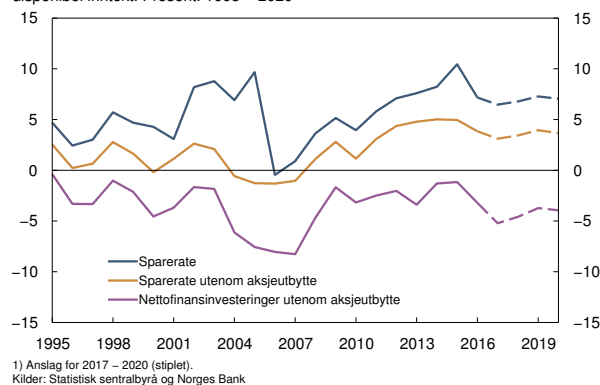
Boliginvesteringene økte markert gjennom 2015 og 2016, se figur 3.13. Veksten fortsatte inn i 2017, og i første kvartal var boliginvesteringene 12 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Lavere boligprisvekst og utsikter til lavere befolkningsvekst vil bidra til å dempe boligbyggingen. På kort sikt venter vi likevel at boligbyggingen vil holde seg oppe fordi et stort antall boligprosjekter er solgt og igangsatt, men ikke ferdigstilt, se figur 5.20 i kapittel 5. Vi anslår at veksten i boliginvesteringer vil bli høy også i år, og deretter avta. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for vekst i boliginvesteringene nedjustert frem til 2019 og litt oppjustert for 2020. Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge venter vi at boliginvesteringene vil avta i årene som kommer, se figur 3.14.

Det er usikkerhet om den videre utviklingen i boligmarkedet. Skulle boligprisveksten fremover bli klart lavere enn anslått, kan det dempe veksten i norsk økonomi, blant annet gjennom lavere boliginvesteringer. På den annen side kan det lave rentenivået, høyere kapasitetsutnyttning og økt optimisme blant husholdningene føre til at utviklingen snur og boligprisveksten igjen tiltar.

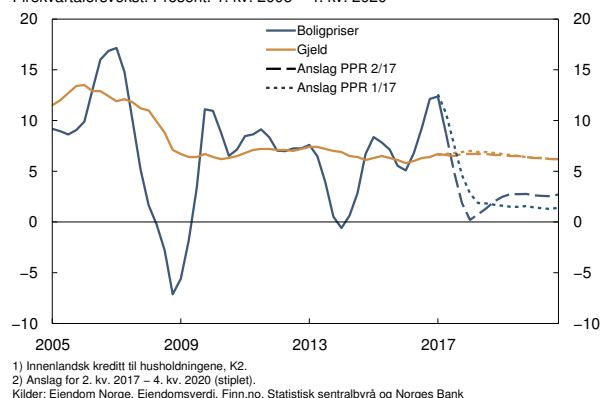
Figur 3.10 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2020³⁾



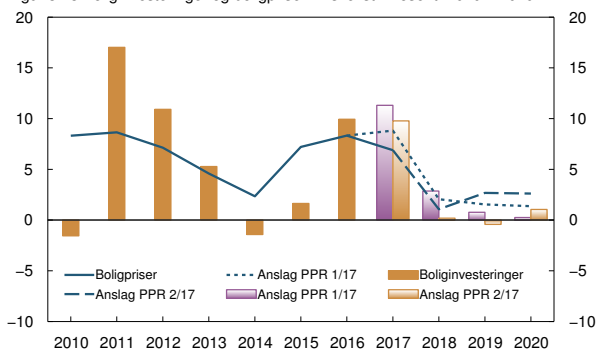
Figur 3.11 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2020¹⁾



Figur 3.12 Boligpriser og husholdningenes gjeld¹⁾. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2020²⁾

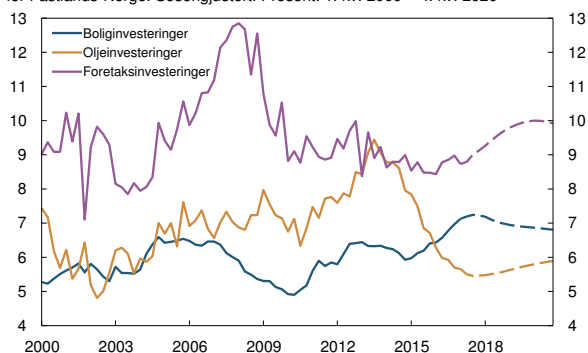


Figur 3.13 Boliginvesteringer og boligpriser. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



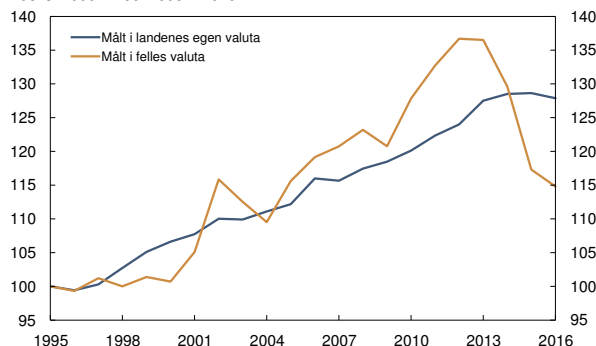
¹⁾ Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Bolig-, olje- og foretaksinvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2020¹⁾



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

Figur 3.15 Norske lønnskostnader relativt til handelspartneres lønnskostnader.¹⁾ Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2016



¹⁾ Timelønnskostnader i industrien.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Foretaksinvesteringene tar seg opp

Petroleumsinvesteringene har falt med om lag 40 prosent siden toppen i 2013. Vi venter at nedgangen vil stanse opp i andre halvår 2017 og at investeringene deretter vil øke. Våre anslag for petroleumsinvesteringene er nærmere omtalt i en ramme på side 35.

Nedgangen i oljesektoren har preget utviklingen i resten av økonomien. Foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge avtok i årene 2013 til 2015, men økte i 2016 (figur 3.14). I forrige rapport anslo vi at de ville stige videre i år, mens kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) viser at investeringene falt igjen i første kvartal.

Den lave investeringsveksten må ses i sammenheng med at etterspørselen rettet mot foretakssektoren har vært svak. Etter flere år med lavere vekst i investeringene enn i den samlede verdiskapingen i fastlands-økonomien, vil mange virksomheter trolig ha behov for å investere for å møte økt etterspørsel. Med høyere etterspørsel, slik vi anslår, venter vi derfor at årsveksten i foretakenes investeringer vil tilta i år og neste år. Vi anslår at veksttakten avtar igjen i 2019 og 2020. Anslagene for vekst i foretaksinvesteringene er justert litt ned for i år og opp for 2018.

Økt vekst i fastlandseksporten

Eksporten fra Fastlands-Norge falt markert i fjor. Nedgangen skyldtes blant annet at etterspørselen fra den globale petroleumsindustrien har gått betydelig ned. Driftsstans og andre midlertidige begrensninger på tilbudssiden bidro også til å redusere eksporten i fjor.

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

Norske bedrifters kostnadmessige konkurranseevne er betydelig bedret siden oljeprisfallet i 2014, se figur 3.15. Det vil trolig bidra til å øke den øvrige eksporten fra Fastlands-Norge fremover. Økt importvekst hos handelspartnerne tilsier også økt vekst i norsk eksport fremover. Anslagene innebærer at eksporten fra Fastlands-Norge samlet vil ta seg opp gjennom året. Fra neste år venter vi at samlet fastlandseksport vil øke med mellom 3 og 4 prosent per år, se figur 3.16.

Sammenlignet med forrige rapport er anslagene lite endret. Lavere oljepris enn lagt til grunn sist trekker isolert sett i retning av lavere eksport, mens svakere krone trekker i motsatt retning.

Lav økonomisk vekst har gitt lav vekst i importen de siste årene. Høyere vekst i fastlandsøkonomien fremover, slik vi venter, tilsier at også importveksten vil tilta. Oljeinvesteringer og øvrige foretaksinvesteringer har normalt et relativt høyt importinnhold, og oppgang i disse investeringene fremover trekker i retning av økt importvekst. Bedringen av norske bedrifters kostnadsmessige konkurransevne de siste årene tilsier på den annen side at importandelen til investeringene kan bli 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 importveksten vil øke til omkring 2 prosent i år, for så å endres forholdsvis lite de kommende årene.

3.3 ARBEIDSMARKED OG KAPASITETSUTNYTTING

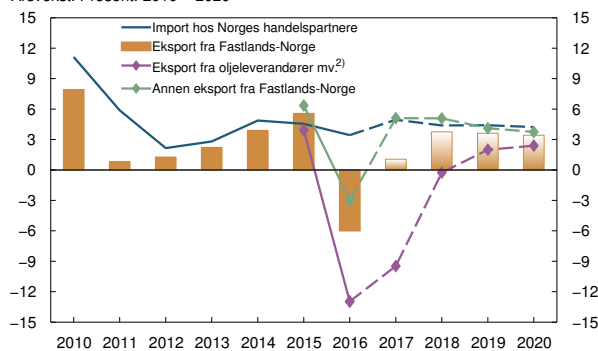
Økt sysselsetting fremover

Arbeidsmarkedet har vært preget av den lave veksten i norsk økonomi. Gjennom 2015 avtok sysselsettingen, og arbeidsledigheten økte.

I 2016 og inn i 2017 økte sysselsettingen litt igjen, og i første kvartal var det 0,6 prosent flere sysselsatte enn ett år tidligere, ifølge KNR, se figur 3.17. Utviklingen har vært om lag som anslått i forrige rapport. KNR viser at sysselsettingen har økt mest innenfor bygg og anlegg, forretningsmessig tjenesteyting og i undervisning, helse og sosial. Det er blitt færre ansatte i blant annet industrien og i oljenæringen, se figur 3.18. Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har sysselsettingen avtatt det siste året, og undersøkelsen gir også et noe annet bilde av utviklingen i ulike næringer. AKU er en utvalgsundersøkelse og vil vise større kortsiktige svingninger enn KNR. KNR er dessuten basert på et bredere informasjonsgrunnlag enn AKU. Avviket mellom sysselsettingsvekst i KNR og AKU kan indikere at AKU nå undervurderer sysselsettingen.

Den registrerte arbeidsledigheten nådde en topp ved inngangen til 2016, og har siden avtatt. De siste månedene har den registrerte ledigheten vært lavere enn

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

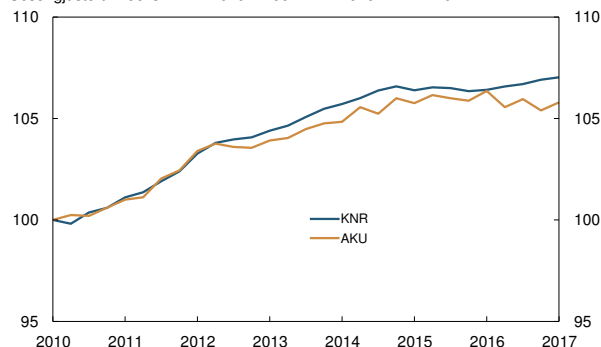


1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).

2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten. Kilde: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.17 Sysselsetting ifølge KNR og AKU.¹⁾

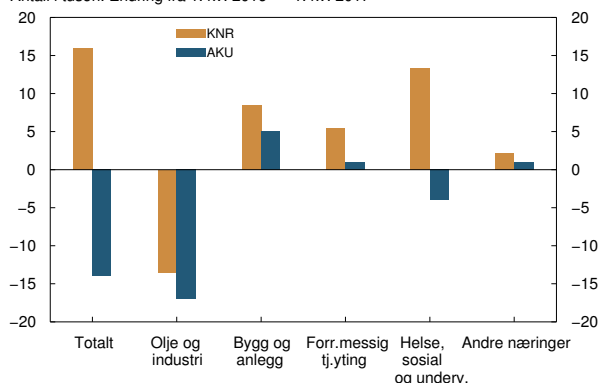
Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 2010 = 100. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2017



1) KNR (kvartalsvis nasjonalregnskap) og AKU (Arbeidskraftundersøkelsen) viser normalt et ulikt sysselsettingsnivå. Det skyldes at AKU kun omfatter bosatte personer, mens KNR også regner inn sysselsatte på korttidsopphold. Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

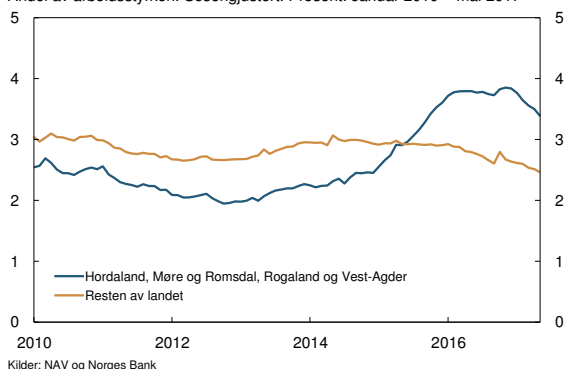
Figur 3.18 Sysselsetting fordelt på næringer ifølge KNR og AKU.¹⁾

Antall i tusen. Endring fra 1. kv. 2016 – 1. kv. 2017



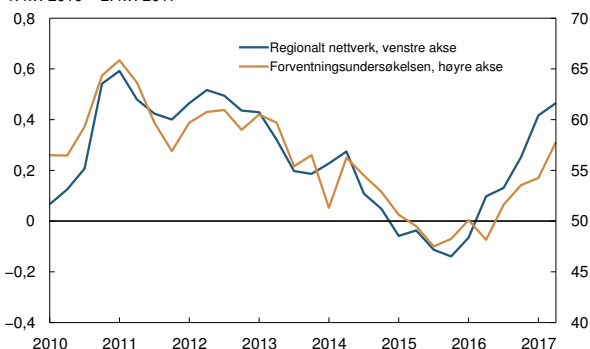
1) KNR (kvartalsvis nasjonalregnskap) og AKU (Arbeidskraftundersøkelsen). Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.19 Registrert arbeidsledighet etter fylke. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2010 – mai 2017



vi anslo i forrige rapport, se figur 1.12 i kapittel 1. Ledigheten har avtatt både i de fylkene hvor oljevirk-somheten er mest dominerende og i resten av landet, se figur 3.19. Ifølge AKU fortsatte ledigheten å stige gjennom første halvår i 2016. AKU-ledigheten avtok i andre halvår og videre inn i 2017. AKU-ledigheten har svingt en del siden forrige rapport og var i mars om lag som anslått.

Figur 3.20 Forventet endring i sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.²⁾ 1. kv. 2010 – 2. kv. 2017

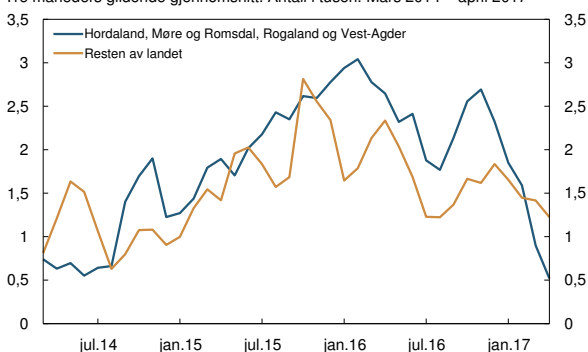


Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at sysselsetningsveksten vil tilta, se figur 3.20. Kontak-tene i vårt regionale nettverk rapporterte i mai at de ventet økt vekst i sysselsettingen de neste tre måne-dene. De siste månedene har det vært en nedgang i driftsinnskrenkninger varslet til NAV, både i fylkene der oljevirk-somheten er mest dominerende og i resten av landet, se figur 3.21. Antall personer berørt av varslede driftsinnskrenkninger var i april på sitt laveste nivå siden juli 2014, da oljeprisfallet startet. Det kan tyde på at det meste av nedbemanninger i kjølvannet av oljeprisfallet nå er gjennomført.

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

Vi anslår at sysselsetningsveksten vil tilta den nær-meste tiden og holde seg høyere enn veksten i befolk-ningen i arbeidsfør alder. Sysselsetningsanslagene er litt høyere enn i forrige rapport. Samtidig er det usik-kerhet om sysselsettingen fremover. Regionalt nett-verk indikerer at veksten i sysselsettingen kan være sterkere enn vi har lagt til grunn.

Figur 3.21 Varslede driftsinnskrenkninger fordelt på fylker.¹⁾ Tre måneders glidende gjennomsnitt. Antall i tusen. Mars 2014 – april 2017



1) Antall personer berørt av varsler om oppsigelse eller permittering.
Kilder: NAV og Norges Bank

Utsikter til lavere ledighet

Yrkesfrekvensen, det vil si arbeidsstyrken som andel av befolkningen, svinger normalt med konjunktorene. Mange trekker seg ut av arbeidsmarkedet i nedgangs-tider og kommer tilbake når jobbmulighetene bedres. Mens konjunkturutviklingen trekker yrkesfrekvensen opp fremover, er det en trendmessig nedgang i yrkes-frekvensen som følge av at befolkningen aldres, se figur 3.22. Anslagene for yrkesfrekvensen er justert litt opp siden forrige rapport. Litt høyere sysselsetting enn vi anslo sist trekker isolert sett yrkesfrekvensen opp. Nye vurderinger av befolkningsutviklingen tilsier på den annen side lavere yrkesfrekvens. Arbeidsinn-vandringen fra Europa har avtatt markert i det siste. Nettstrømmen av innvandrere til Norge kommer nå i all hovedsak fra land utenfor Europa, se figur 3.23. Mens innvandrere fra vestlige land normalt har en høyere yrkesdeltakelse enn befolkningen for øvrig,

har innvandrere fra resten av verden en lavere yrkesdeltakelse i gjennomsnitt.

Vi anslår at sysselsettingen vil øke mer enn arbeidstilbudet fremover, slik at arbeidsledigheten reduseres. Gjennom 2015 og 2016 økte avviket mellom AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten. Etter at AKU-ledigheten begynte å avta, har avviket mellom de to målene på ledigheten kommet noe ned, men det er fortsatt høyere enn det har vært historisk. Våre anslag innebærer at AKU-ledigheten vil avta noe mer enn den registrerte ledigheten slik at det uvanlig store avviket vil avta, se figur 1.12 i kapittel 1 samt tabell 3b og 3c i vedlegget.

Færre ledige ressurser

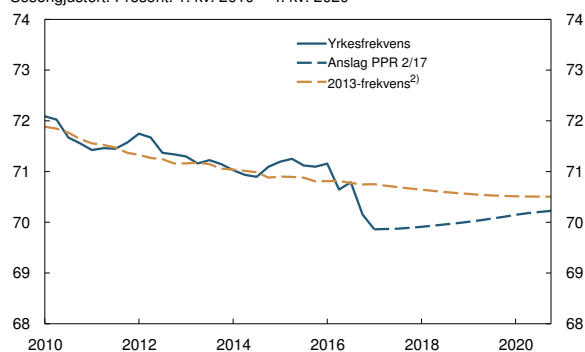
Ifølge våre anslag avtok kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi frem mot i fjor høst. Nedgangen gjenspeiler at produksjonsveksten har vært lav. Samtidig ser det ut til at den potensielle produksjonsveksten har avtatt. Det har bidratt til å dempe nedgangen i kapasitetsutnyttningen. Lavere potensiell produksjonsvekst skyldes at produktivitsveksten har avtatt de siste årene, og at lavere befolkningsvekst har redusert veksten i den potensielle arbeidsstyrken.

Produktivitsveksten har tatt seg noe opp de siste kvartalene. Veksten i den potensielle arbeidsstyrken ser imidlertid ut til å avta videre. Vi legger til grunn at den potensielle produksjonen øker med 1,6 prosent årlig i gjennomsnitt for årene 2018–2020.

Veksten i fastlandsøkonomien i første kvartal var høyere enn ventet og høyere enn vårt anslag på potensiell vekst. Også nedgangen i den registrerte ledigheten siden forrige rapport tyder på høyere kapasitetsutnyttning. Sammenhengen mellom registrert arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning er omtalt i en utdyping på side 43. Sysselsettingsfrekvensen for aldersgruppen 25–54 år i AKU er lavere enn normalt. Også yrkesfrekvensen ser ut til å ligge under et normalt nivå (figur 3.22). Samlet tyder utviklingen i arbeidsmarkedet på at kapasitetsutnyttningen har økt, men fortsatt er lavere enn normalt.

I Regionalt nettverk var det i mai en økning i andelen av kontaktbedriftene som oppga at de ville ha problemer med å møte en vekst i etterspørselen.

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

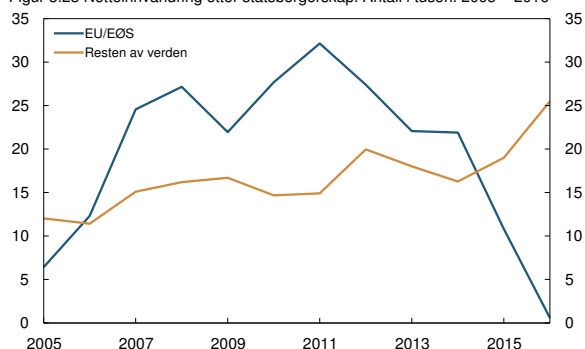


1) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020.

2) Utvikling i yrkesfrekvensen i befolkningen (15 – 74 år) dersom yrkesfrekvensene for hvert aldersstrinn 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 var nær et normalnivå.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 Nettoinnvandring etter statsborgerskap. Antall i tusen. 2005 – 2016

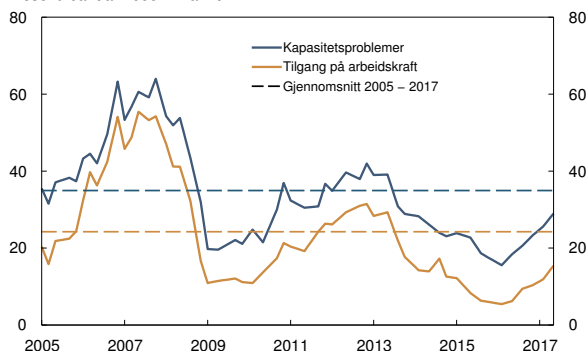


Kilde: Statistisk sentralbyrå

KAPASITETSUTNYTTING

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, er forskjellen mellom den faktiske produksjonen og den potensielle produksjonen. Den potensielle produksjonen, som avhenger av utviklingen i potensiell produktivitet og arbeidsstyrke, 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.

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



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

Andelen har økt de siste fem målingene, men er fortsatt lavere enn sitt historiske gjennomsnitt, se figur 3.24. Andelen bedrifter som meldte om at tilgang på arbeidskraft begrenset produksjonen, økte også, men er fortsatt lav.

Samlet vurderer vi nå at kapasitetsutnyttningen nådde bunnen i tredje kvartal 2016 og at den siden har økt, se figur 1.1b i kapittel 1. Anslaget er noe høyere enn i forrige rapport. Vi venter at veksten de neste årene vil overstige den potensielle veksten, slik at kapasitetsutnyttningen vil tilta gradvis og nå et normalt nivå i 2020. Anslagene er litt oppjustert fra forrige rapport.

3.4 KOSTNADER OG PRISER

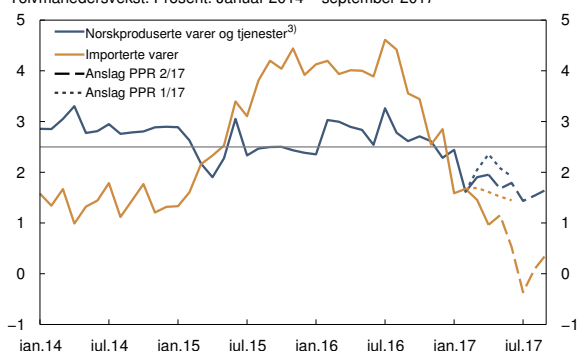
Prisveksten har falt raskere enn ventet

Kronesvekkelsen som kom sammen med oljeprisfallet fra 2014 bidro til en midlertidig oppgang i den importerte prisveksten, se figur 3.25. Nå er effektene av svekkelsen i ferd med å uttømmes. Tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer har falt markert siden i fjor sommer og med mer enn vi så for oss gjennom fjoråret. Negative prisimpulser fra utlandet bidro også til omslaget, se figur 3.26.

De siste årene har nedgangen i kapasitetsutnyttningen og økningen i arbeidsledigheten bidratt til at lønnsveksten har avtatt. Den samlede årslønnsveksten er i tillegg blitt dempet av en betydelig nedgang i antall sysselsatte i næringer med høyt lønnsnivå, særlig i 2016, se figur 3.27. Sammensetningseffekter innad i næringer og bedrifter kan også ha bidratt til å dempe lønnsveksten. Lav lønnsvekst har trukket prisveksten ned de siste årene. På den annen side kan krone-svekkelsen ha bidratt til å holde prisveksten oppe også på norskproduserte varer og tjenester.

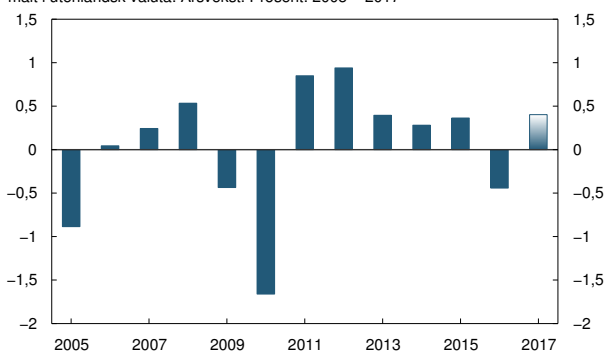
Siden forrige rapport har konsumprisveksten vært lavere enn anslått, se tabell 3d i vedlegget. I mars la vi til grunn at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ville øke litt på kort sikt. Prisveksten på importerte konsumvarer var ventet å falle gradvis. Nedgangen i prisveksten på importerte varer har kommet raskere enn vi la til grunn. Den innenlandske prisveksten steg i forbindelse med påsken, men uvanlig stor tilbudsaktivitet på matvarer gjorde at oppgangen ble mindre enn ventet. For perioden samlet er det særlig flyprisene som har trukket ned den innen-

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



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for juni 2017 – september 2017 (stiplet).
3) Norges Banks beregninger.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2017 (gradert).
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

landske prisveksten. Samlet KPI er i tillegg blitt trukket ned av noe lavere energiprisvekst enn anslått.

Utsikter til fortsatt moderat lønnsvekst

For inneværende år venter vi at den nominelle lønnsveksten øker til 2,4 prosent. Det er på linje med rammen i lønnsoppgjøret og med tilbakemeldingene fra Norges Banks forventningsundersøkelse og det regionale nettverket, se figur 3.28. Anslaget er litt lavere enn i forrige rapport.

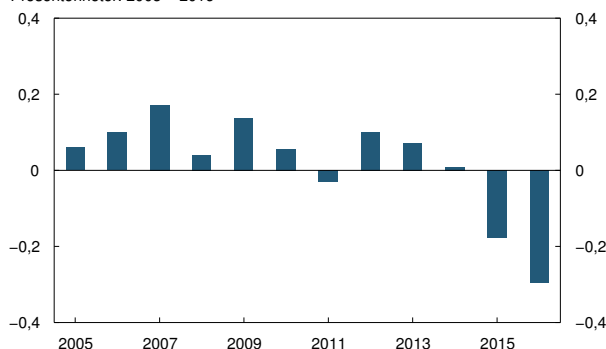
Vi venter at et strammere arbeidsmarked og høyere økonomisk vekst vil gi en gradvis oppgang i lønnsveksten gjennom prognoseperioden, se figur 3.29. Lønnsveksten vil likevel bli værende moderat. Forholdsvis lav lønnsomhet de siste årene gir grunn til å tro at bedriftene vil forsøke å bedre sine marginer fremover, se figur 3.30. Også for flere av våre viktigste handelspartnere anslår vi moderat lønnsvekst i årene som kommer. Vi legger til grunn at sammensetnings-effektene i lønnsveksten vil bli mindre fremtredende i årene fremover enn de var i fjor. Det skyldes at nedbemanningen i oljerelaterte næringer ser ut til å bremse opp og at lønnsforskjellen til andre næringer har minket noe. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for årslønnsveksten uendret i 2018 og 2019 og litt høyere i 2020.

Utsikter til lavere prisvekst i år

Oppdaterte beregninger fra SAM tilsier at prisveksten målt ved KPI-JAE vil avta videre gjennom sommeren og høsten, se figur 3.31. Våre anslag ligger nær frem-skrivningene fra SAM og er noe lavere enn i forrige rapport, se figur 3.32. Nedjusteringen skyldes utsikter til at både innenlandsk og importert inflasjon blir lavere enn tidligere lagt til grunn. Internasjonale prisimpulser er ventet å bidra positivt til prisveksten i år, men mindre enn lagt til grunn i forrige rapport. Det kommer i første rekke av at veksten i matvareprisene internasjonalt har vært lavere enn ventet. Noe lavere forventet energiprisvekst enn i mars bidrar også til nedjusteringen av anslaget for veksten i KPI. Utsikter til lavere konsumprisvekst i 2017 enn ventet i mars, innebærer at reallønnsveksten anslås å bli noe høyere i år enn lagt til grunn i forrige rapport.

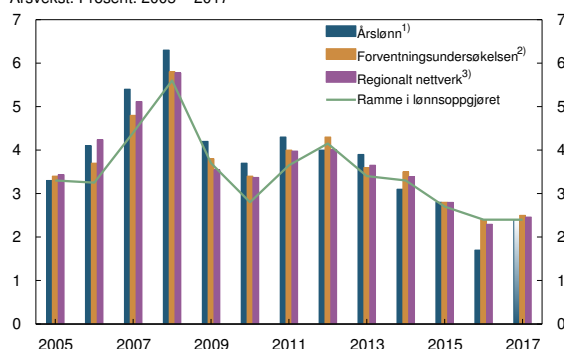
Vi anslår at både importert og innenlandsk prisvekst tar seg opp mot slutten av inneværende år. Deler av

Figur 3.27 Bidrag til årslønnsveksten fra sammensetningseffekter.¹⁾ Prosentenheter. 2005 – 2016



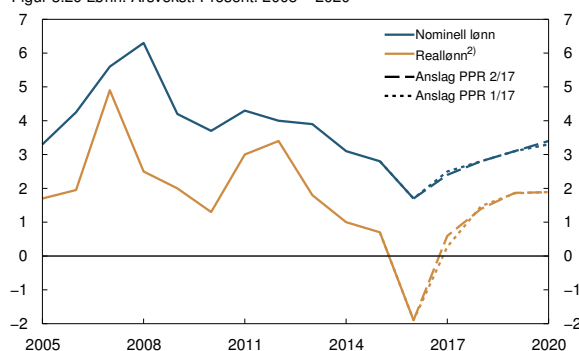
1) Endringer i årslønnsveksten som skyldes endringer i sammensetningen av sysselsettingen på mellom næringer. Sammensetningseffekten er gitt ved differansen mellom faktisk årslønnsvekst og årslønnsvekst gitt sysselsettingsandelene fra året før. Utrekningene er gjort med et aggregeringsnivå på 19 næringer. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.28 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2017



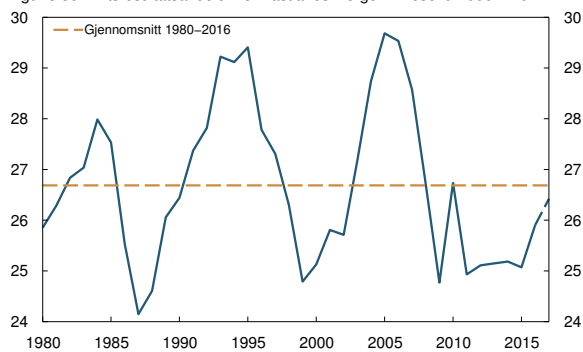
1) Historisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå og TBU. Norges Banks anslag for 2017 (gradert).
2) Partene i arbeidslivet sine forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt i 2. kvartal hvert år.
3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i mai/juni hvert år.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

Figur 3.29 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2020¹⁾



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

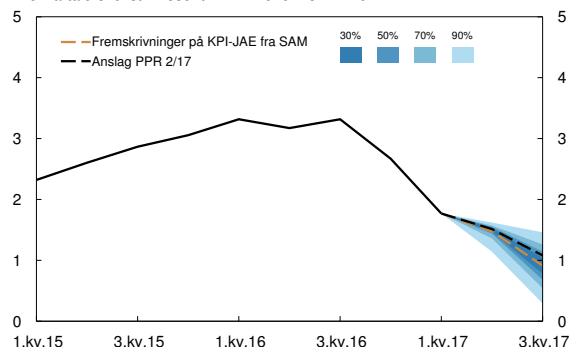
Figur 3.30 Driftsresultatsandelen for Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. 1980 – 2017²⁾



1) Driftsresultat som andel av faktorinntekten. Faktorinntekten er summen av lønnskostnader og driftsresultat.
2) Anslag for 2017 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

oppgangen i tolv månedersveksten skyldes den lave prisveksten i andre halvår i fjor. Kronesvekkelsen den siste tiden er etter hvert ventet å gi en midlertidig oppgang i den importerte prisveksten. Lenger ut i prognoseperioden stiger den innenlandske prisveksten noe som følge av høyere innenlandsk kostnadsvekst og kapasitetsutnyttning. Ved utgangen av 2020 anslår vi at den samlede prisveksten vil være noe over 1,5 prosent. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for importert prisvekst noe høyere de nærmeste årene og litt lavere mot slutten av prognoseperioden. Anslagene for innenlandsk prisvekst er lite endret de nærmeste årene og litt høyere mot slutten av prognoseperioden.

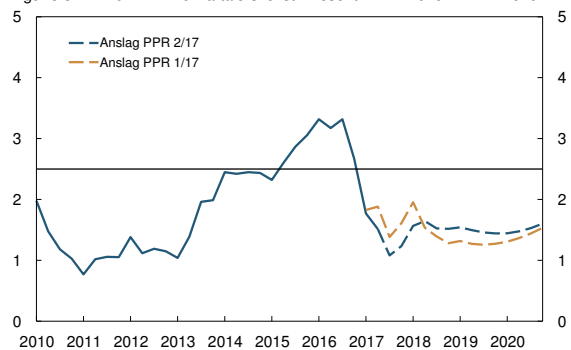
Figur 3.31 KPI-JAE¹⁾ i PPR 2/17 med usikkerhetsvifte fra SAM²⁾. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2015 – 3. kv. 2017³⁾



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

Det er usikkerhet rundt drivkreftene for prisveksten fremover. På den ene siden kan sammensetnings-effektene i fjor innebære at den underliggende kostnadsveksten er høyere enn den faktiske lønnsveksten indikerer. På den annen side kan det at vi tidligere har undervurdert prisveksten indikere at den underliggende kostnadsveksten er lavere enn vi legger til grunn. På lengre sikt kan forventninger til vedvarende lav prisvekst i seg selv bidra til en langsommere oppgang i lønns- og prisveksten enn vi nå anslår. Moderat lønnsvekst hos handelspartnerne kan også virke mer dempende på lønnsveksten her hjemme enn det vi har forutsatt.

Figur 3.32 KPI-JAE¹⁾. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾

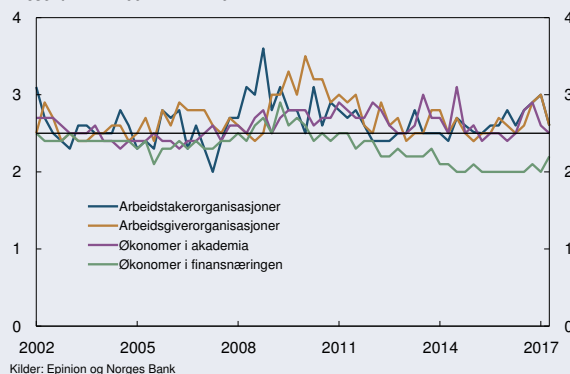


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

INFLASJONSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, herunder prissetting og lønnsfastsettelse. Forankrede inflasjonsforventninger vil kunne 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 3.33.

Figur 3.33 Forventet tolv månedersvekst i konsumprisene om fem år.
Prosent. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2017



FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

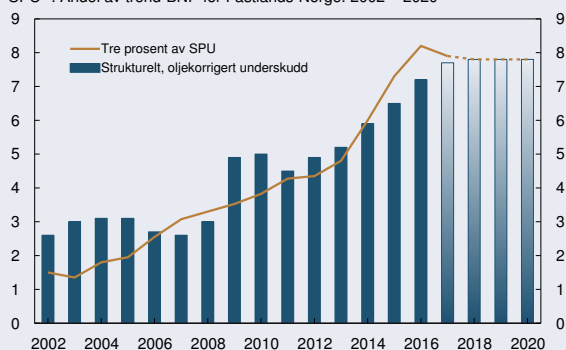
Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2017. Bruken av oljeinntekter i 2017, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å utgjøre 7,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2017. Det er 0,1 prosentenheter lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Ettersom de oppdaterte tallene også viser et lavere underskudd i 2016, ser økningen i oljepengebruken fra 2016 til 2017 ut til å bli som antatt 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 den nye 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 3.34. I forrige rapport var antakelsen uendret oljepengebruk fra og med i år. Denne endringen gjenspeiles i at veksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning er noe oppjustert i 2018. De siste årene har veksten i den offentlige etterspørselen vært klart sterkere enn veksten i BNP for Fastlands-Norge. Fra og med 2018 er det utsikter til at BNP igjen vil vokse raskere enn den offentlige etterspørselen, se figur 3.35.

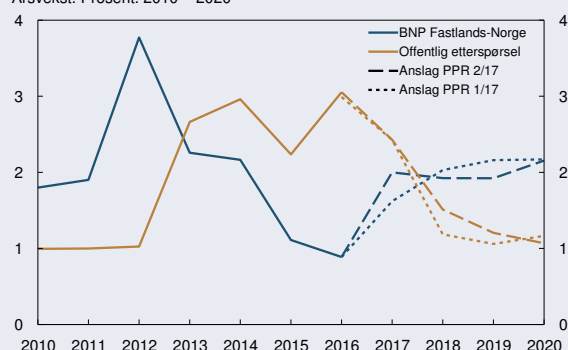
Den forholdsvis sterke veksten i offentlige utgifter de senere årene har gått sammen med skattelettelse. Blant annet har skattesatsen på alminnelig inntekt blitt redusert fra 28 til 24 prosent. Netto legger vi ikke til grunn nye skattelettelse fremover. I Nasjonalbudsjettet 2017 ble det signalisert at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

Figur 3.34 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 3.35 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 betydelig de siste årene. Det skyldes i hovedsak at lønnsomheten i næringen falt sterkt fra 2010 til 2015, dels på grunn av det store fallet i olje- og gassprisene i 2014 og 2015 og dels som følge av den høye kostnadsveksten i årene før. Oljeselskapene har satt i verk en rekke tiltak for å bedre lønnsomheten. Det 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 for andre kvartal tyder på at petroleumsinvesteringene vil bli høyere i år enn anslått i forrige rapport. Vi anslår nå at investeringene vil falle med 5 prosent i volum fra 2016 til 2017. Deretter venter vi at investeringene vil vokse med 1 prosent i 2018 og 5 prosent per år i 2019 og 2020. Investeringsanslaget for 2017 er oppjustert med 5 milliarder kroner, mens anslagene for 2018 til 2020 er 1 milliard kroner høyere per år enn i forrige rapport.

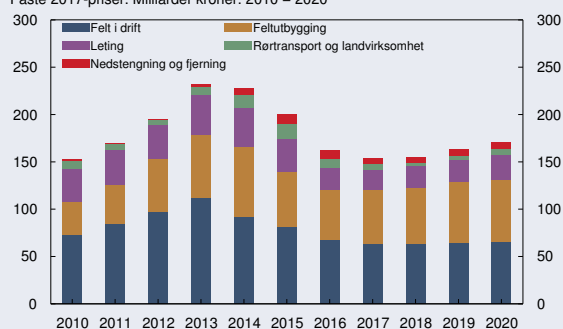
Investeringene på *felt i drift* har falt mye siden 2013. Nedgangen gjenspeiler i stor grad at oppgraderingsprosjekter er avsluttet og at det er satt i gang få tilsvarende nye prosjekter. Innsparingstiltakene i oljeselskapene har bidratt til denne utviklingen. Vi anslår at investeringene på felt i drift vil falle med nye 4 milliarder kroner i år og flate ut i 2018, se figur 3.36. Deretter venter vi at de vil ta seg noe opp igjen siden flere oppgraderinger er blitt lønnsomme etter at kostnadene er redusert.

Utgiftene til *feltutbygging* var svært høye i 2013 og 2014 som følge av at flere store felt var under utbygging. Slutføring av disse utbyggingene bidrar isolert sett til å trekke ned investeringene kraftig fra 2014 til 2018, se figur 3.37. Nedgangen dempes av at Johan Sverdrup og flere små og mellomstore utbyggingsprosjekter er satt i gang siden begynnelsen av 2015. Prosjektene Bauge og Njord Future er startet opp siden forrige rapport. Vi venter at prosjektene Yme, Snadd, Storklakken, Snefrid Nord, Fenja (Pil & Bue), Johan Castberg og Snorre Expansion Project vil bli satt i gang i år. Videre legger vi til grunn at utbyggingen av Skarfjell og fase to av Johan Sverdrup-utbyggingen vil komme i gang i 2018. Flere andre utbygginger vil trolig bli satt i gang i løpet av prognoseperioden. Samlet anslår vi at feltutbyggingen vil ta seg godt opp de neste årene.

Leteinvesteringene har falt klart siden 2014. Vi anslår at de vil avta med ytterligere 1–2 milliarder kroner fra 2016 til 2017, i tråd med investeringstillingen for andre kvartal. Deretter venter vi at letingen vil ta seg noe opp igjen, drevet av økningen i oljeprisen det siste halvannet året og nedgangen i borekostnadene siden 2014.

Figur 3.36 Petroleumsinvesteringer.

Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2020¹⁾

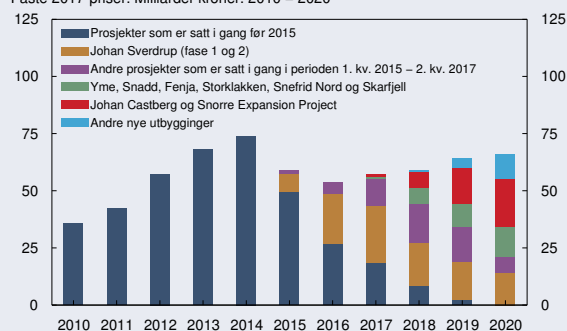


1) Anslag for 2017 – 2020. Tallene for 2010 – 2016 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å falle med 1 prosent fra 2016 til 2017 og å være uendret fra 2017 til 2018.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.37 Feltutbygging.

Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2020¹⁾



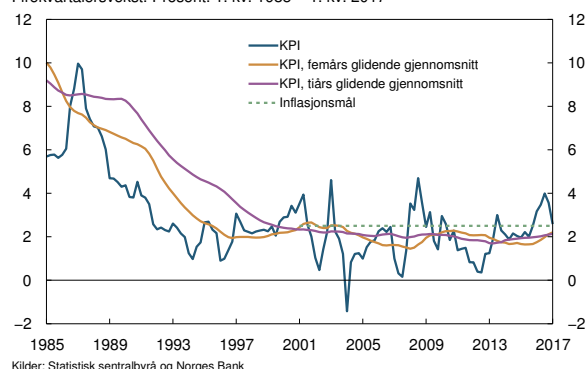
1) Anslag for 2017 – 2020 og for sammensetningen av investeringene i 2015 og 2016. Tallene for totale utbyggingsinvesteringer for 2010 – 2016 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 Pengepolitisk analyse

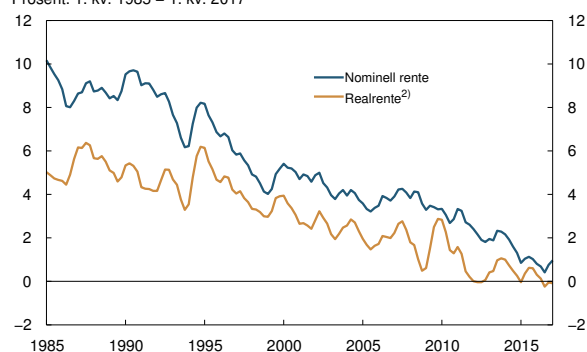
Styringsrenten settes med sikte på å oppnå lav og stabil inflasjon uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Analysene og vurderingene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på 0,5 prosent i år og neste år, før den heves gradvis fra 2019. Renteprognozen er lite endret fra forrige rapport, men ligger litt høyere i år og neste år og litt lavere mot slutten av prognoseperioden. En svakere valutakurs og høyere vekst i norsk økonomi løfter rentebanen, mens lavere oljepris, en mer gradvis renteoppgang ute og svakere pris- og kostnadsvekst her hjemme trekker rentebanen ned. Vi venter at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil ta seg gradvis opp fremover og nå et normalt nivå i 2020. Inflasjonen anslås å avta den nærmeste tiden for så å øke igjen mot slutten av inneværende år. Prisveksten er ventet å være noe over 1,5 prosent ved utgangen av 2020.

Figur 4.1 Konsumprisindeksen. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1985 – 1. kv. 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Renter på tiårs statsobligasjoner. 14 OECD-land.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1985 – 1. 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 rettes 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. I perioden etter at inflasjonsmålet ble innført har inflasjonen i gjennomsnitt vært 2 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 avveiningene tar vi hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Se ramme på side 42 om kriterier for en god rentebane.

Styringsrenten er svært lav

Rentenivået er svært lavt, både internasjonalt og her hjemme, se figur 4.2. Nivået på realrenten som er forenelig med en balansert utvikling i økonomien over tid, gjerne omtalt som den nøytrale realrenten, har trolig også falt. Norges Banks anslag på den nøytrale realrenten er blitt gradvis nedjustert i takt med utviklingen ute, se utdyping i Pengepolitisk rapport 3/16. Det har i seg selv bidratt til å trekke styringsrenten ned.

Styringsrenten er nå lavere enn det vi tenker på som et nøytralt nivå. Oljeprisfallet fra 2014 og svak utvikling ute har bidratt til å dempe vekst og inflasjon her hjemme de siste årene. Kapasitetsutnyttningen er

under et normalt nivå, og det er utsikter til at inflasjonen blir mellom 1 og 2 prosent de neste årene.

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. Når styringsrenten er på et lavt nivå, er det i tillegg særlig stor usikkerhet om virkningen av pengepolitikken. Det taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. Den samlede skjønnsutøvelsen innebærer at styringsrenten er noe høyere enn forventet utvikling i inflasjon og kapasitetsutnyttning de nærmeste årene isolert sett skulle tilsi.

4.2 NY INFORMASJON OG VURDERINGER

Ny informasjon tilsier små endringer i rentebanen

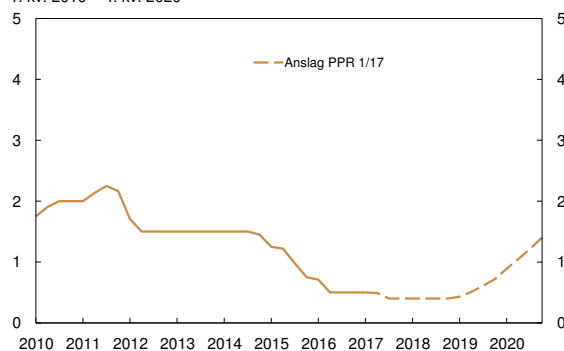
Ved hjelp av en modellteknisk øvelse analyserer vi virkningen av ny informasjon og nye anslag for den økonomiske utviklingen når vi samtidig beholder prognosen for styringsrenten fra forrige rapport, se figur 4.3 a-c.

Konsumprisveksten har avtatt raskere enn anslått i forrige rapport. Den modelltekniske analysen tilsier at med en uendret bane for styringsrenten, vil inflasjonen holde seg noe lavere enn anslått i forrige rapport også den nærmeste tiden. I årene som kommer vil inflasjonen bli liggende litt høyere enn vi la til grunn i mars. De siste månedenes valutakursvekkelse vil, ifølge analysen, bli gradvis reversert gjennom første halvdel av prognoseperioden.

Siden forrige rapport har den registrerte arbeidsledigheten falt, og den økonomiske veksten har vært litt høyere enn ventet. Det gjør at kapasitetsutnyttningen nå vurderes som noe høyere enn lagt til grunn i mars. Ifølge analysen vil kapasitetsutnyttningen bli liggende litt høyere enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Analysen indikerer at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og nå et normalt nivå i 2020.

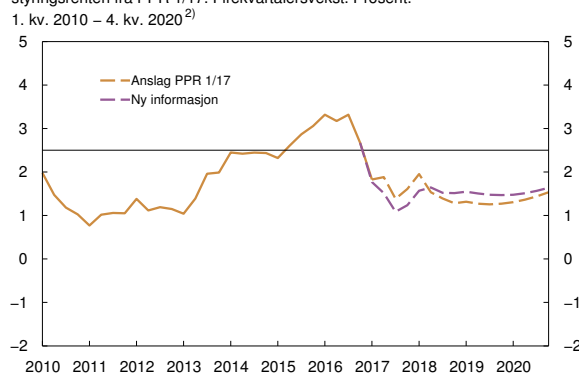
Den modelltekniske analysen tilsier at det forventede forløpet for kapasitetsutnyttningen og inflasjonen vil være nokså likt som i forrige rapport dersom rentebanen holdes uendret. Det tilsier at rentebanen ikke bør endres mye i lys av ny informasjon.

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



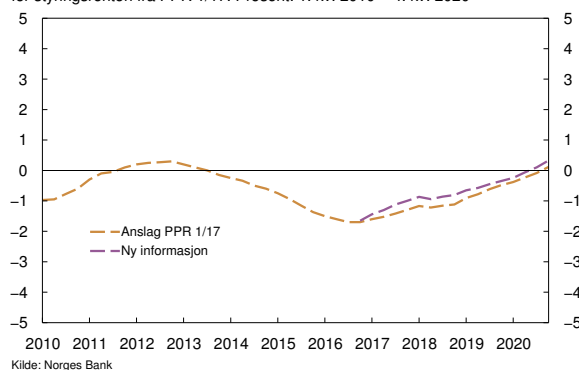
1) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

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



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 1. 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 1/17. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



Kilde: Norges Bank

Renteprognozen er lite endret

I de pengepolitiske avveiningene tar vi også hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Samlet sett er vår vurdering av sårbarheten i husholdningssektoren lite endret siden forrige rapport. De finansielle ubalansene som har bygget seg opp, taler fortsatt for en noe høyere styringsrente de nærmeste årene enn den forventede utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning isolert sett skulle tilsi. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres.

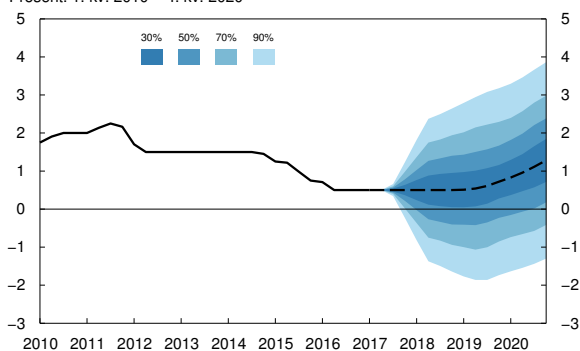
Slik vi nå vurderer utsiktene vil styringsrenten holdes på 0,5 prosent i år og neste år før den heves gradvis fra 2019 til 1,25 prosent mot slutten av 2020, se figur 4.4 a–d. Renteprognozen er lite endret siden forrige

rapport, men ligger litt høyere i år og neste år og litt lavere mot slutten av prognoseperioden, se figur 4.5.

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med prognosene i denne rapporten, er det utsikter til at prisveksten tar seg opp mot slutten av 2017. Prisveksten anslås å være noe over 1,5 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ventes å øke gradvis og nå et normalt nivå i 2020. Sammenlignet med anslagene fra mars er det utsikter til at inflasjonen blir noe lavere i år, men litt høyere i resten av prognoseperioden. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

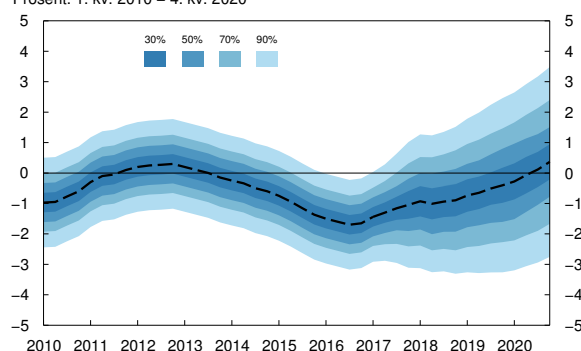
Prognosene innebærer at realrenten, her definert som styringsrenten fratrukket den løpende prisveksten, blir høyere i år enn i fjor som følge av lavere prisvekst.

Figur 4.4a Anslag på styringsrenten med usikkerhetsvifte.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



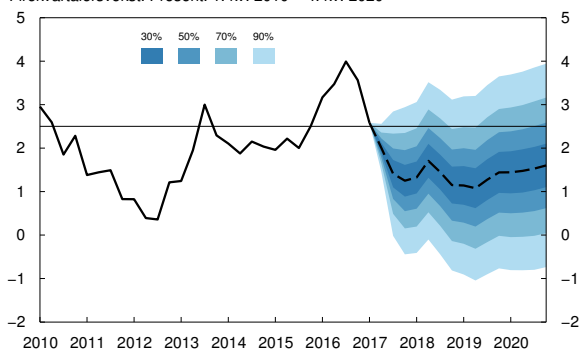
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

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



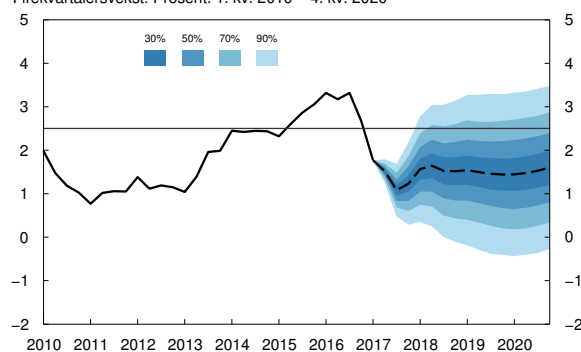
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
Kilde: Norges Bank

Figur 4.4c Anslag på KPI med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



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

Figur 4.4d Anslag på KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte. 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

I årene fremover anslår vi at realrenten langt på vei følger samme forløp som den nominelle renten. Prognosene innebærer at realrenten blir noe høyere i år og neste år enn anslått i forrige rapport og noe lavere i 2019 og 2020.

Faktorer bak endringer i anslagene

Prognosen for styringsrenten er basert på kriteriene for en god rentebane, se ramme på side 42, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme samt vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Figur 4.6 illustrerer hvilke faktorer som har påvirket endringene i renteprognosen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport. Det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene våre og virkningen på rentebanen. Hovedstyret redegjør for sin skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

Forventede styringsrenter hos handelspartnerne har falt, og det er utsikter til litt lavere prisvekst ute de nærmeste årene enn tidligere lagt til grunn. Det tilsier en lavere rentebane. På den annen side ser den økonomiske veksten hos handelspartnerne ut til å bli noe høyere i år enn anslått i forrige rapport. I tillegg er anslaget for importveksten ute oppjustert. Det tilsier isolert sett sterkere vekst i norsk eksport og dermed en høyere rentebane. Samlet sett bidrar endringene i prognosene for vekst, inflasjon og renter ute til å trekke rentebanen ned, se grønne søyler.

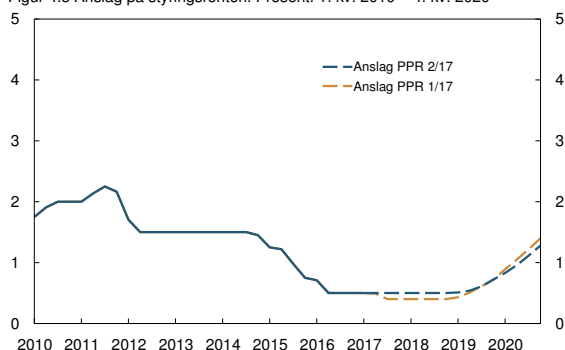
Kronekursen har svekket seg siden mars og er svakere enn det utviklingen i rentedifferansen skulle tilsi. En svakere krone bidrar til høyere prisvekst og økt aktivitet i norsk økonomi og trekker dermed rentebanen opp, se oransje søyler.

I forrige rapport la vi til grunn at påslaget i tremåneders pengemarkedsrente her hjemme skulle falle videre. Tilpasningen har kommet noe raskere enn vi ventet. Et lavere pengemarkedspåslag den nærmeste tiden enn tidligere lagt til grunn bidrar til å løfte rentebanen på kort sikt, se røde søyler. Anslaget for påslaget fremover er uendret fra forrige rapport.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vurderes nå å være noe høyere enn tidligere anslått. Det er tegn til at den økonomiske veksten i år blir noe høyere enn tidligere lagt til grunn, blant annet fordi oljeinvesteringene ser ut til å falle mindre enn ventet. Det er også utsikter til at konsumet vil vokse mer enn tidligere lagt til grunn. På den annen side har oljeprisen falt og boligprisveksten har vært lavere enn anslått. Det bidrar isolert sett til lavere økonomisk vekst fremover enn tidligere lagt til grunn. Samlet sett bidrar den innenlandske etterspørselen til å trekke rentebanen opp, se mørkeblå søyler.

Prisveksten har avtatt raskere enn vi la til grunn i forrige rapport, og anslaget for lønnsveksten i år er litt nedjustert. Det tilsier en lavere prognose for styringsrenten, se lilla søyler.

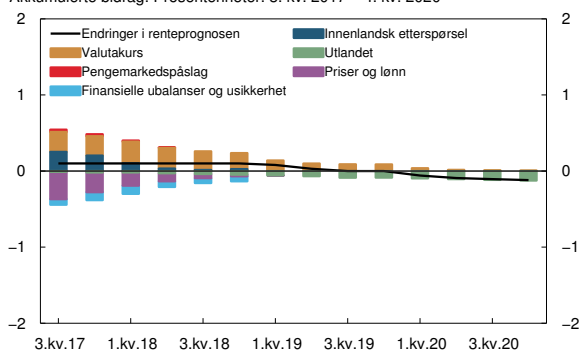
Figur 4.5 Anslag på styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



¹⁾ Anslag for 2. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).

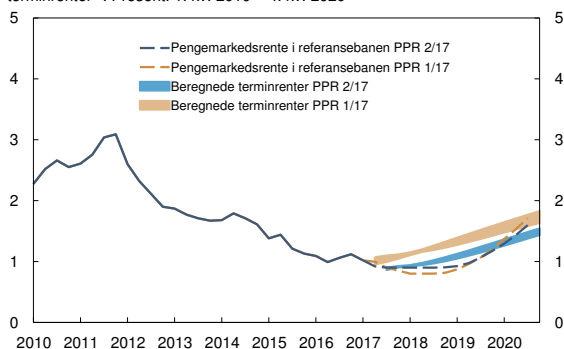
Kilde: Norges Bank

Figur 4.6 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 1/17. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020



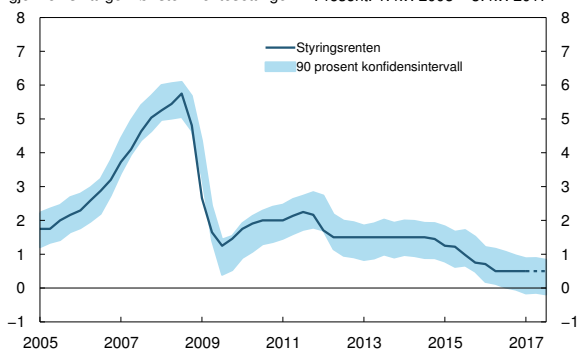
Kilde: Norges Bank

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 27. februar – 10. mars 2017 og 2. – 16. juni 2017.
 3) Anslag for 2. kv. 2017 – 3. 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 – 3. kv. 2017²⁾



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

Siden forrige rapport trekker ny informasjon samlet sett mot en liten oppjustering av rentebanen de nærmeste årene. Når styringsrenten er på et lavt nivå, er det særlig stor usikkerhet om pengepolitikken virkning. Det taler for å gå varsomt frem i rentesettingen ved å reagere mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente. En samlet skjønnsutøvelse taler dermed for å justere rentebanen opp noe mindre enn ny informasjon isolert sett tilsier. Denne skjønnsutøvelsen kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

4.3 USIKKERHET OG KRYSSJEKKER

Prognoser er usikre

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.

Oppgangen i vekst og sysselsetting kan bli sterkere enn vi nå ser for oss. Regionalt nettverk og andre forventningsundersøkelser indikerer at det er utsikter til god vekst i sysselsettingen den nærmeste tiden. Høyere sysselsettingsvekst enn ventet kan bidra til at pris- og lønnsveksten blir høyere enn vi nå ser for oss.

Omslaget i boligmarkedet den siste tiden bidrar til usikkerhet om den videre boligprisutviklingen. En lang periode med sterk vekst har økt fallhøyden i boligprisene, og økningen i gjeldsbelastningen har gjort husholdningene mer sårbare for skift i de økonomiske utsiktene. Skulle boligprisveksten fremover bli klart lavere enn anslått, kan det dempe veksten i norsk økonomi, blant annet gjennom lavere boliginvesteringer. På den annen side tilsier det lave rentenivået og høyere kapasitetsutnyttning at utviklingen kan snu og boligprisveksten igjen tilta.

Det er en risiko for at inflasjonen kan bli lavere enn vi nå ser for oss. Fortsatt moderat lønnsvekst hos flere av våre viktigste handelspartnere kan bidra til at lønnsveksten her hjemme blir lavere enn vi nå anslår. Videre vil lav prisvekst kunne skape forventninger om at prisveksten vil forbli lav. Det vil igjen kunne føre til en langsommere oppgang i lønns- og prisveksten enn vi legger til grunn.

Kryssjekker er rimelig i tråd med renteprognosen

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på renteprognosen. Erfaringene tilsier at det tidvis vil være avvik mellom våre prognoser for pengemarkedsrenten og terminrentene. De beregnede terminrentene har falt noe siden forrige rapport slik at avstanden til vår prognose for pengemarkedsrenten de nærmeste årene er blitt mindre, se figur 4.7. I slutten av prognoseperioden er de beregnede terminrentene lavere enn vår prognose

for pengemarkedsrenten. Fallende renter internasjonalt kan ha bidratt til fallet i norske terminrenter. Samlet sett vurderer vi terminrentene som rimelig godt i tråd med renteprognosen.

En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten er også en kryssjekk på prognosen for styringsrenten. 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 tredje kvartal i år. Usikkerheten i modellen er illustrert ved det blå intervallet. Figuren viser at prognosen for styringsrenten ligger nær midten av intervallet.

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 Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Følgende kriterier anses 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 kapasitetsutnyttningen 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.

Sammenhengen mellom registrert arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning

Den registrerte arbeidsledigheten hos NAV har det siste året falt jevnt og er nå om lag 2,8 prosent av arbeidsstyrken, nær gjennomsnittet de siste 15 årene. Samtidig er vår samlede vurdering at kapasitetsutnyttningen er noe lavere enn normalt. Det gjør at vi har sett nærmere på sammenhengen mellom den registrerte arbeidsledigheten og kapasitetsutnyttningen.

Det har vært en nokså tett sammenheng mellom arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning over tid. Det gjelder både for NAV-ledigheten og for ledigheten slik den måles i Arbeidskraftundersøkelsen (AKU). Ledigheten er derfor særlig viktig i vår vurdering av kapasitetsutnyttningen. De siste årene har avviket mellom AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten vært uvanlig stort. Dette gjør vurderingen av utviklingen i arbeidsmarkedet mer krevende.¹

Sammenhengen mellom arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning omtales ofte som Okuns lov og kan uttrykkes som følger: $u - u^* = \beta (y - y^*) + \varepsilon$, hvor y^* og u^* er henholdsvis (logaritmen av) nivået på BNP og arbeidsledighetsraten som er forenelig med normal kapasitetsutnyttning. Koeffisienten β , som vil være negativ, sier noe om hvor store konjunktursvingningene i arbeidsledigheten er sammenlignet med konjunktursvingningene i BNP. Så lenge arbeidsledig-

heten, u , er høyere enn u^* , indikerer det ledige ressurser i økonomien og et negativt produksjonsgap ($y - y^*$). For å kunne bruke arbeidsledighet som en indikator på produksjonsgapet må vi anslå u^* .

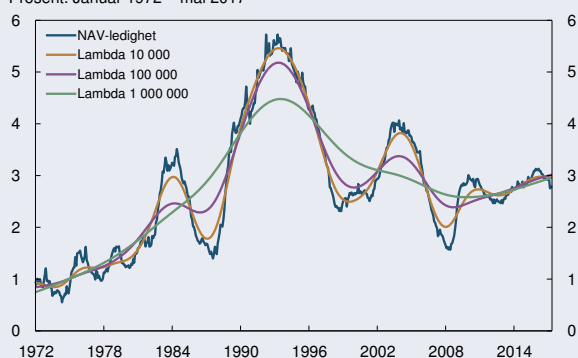
Analysen og uttalelser fra andre sentralbanker tyder på at u^* kan ha falt noe de siste årene i flere industrialiserte land. Sentralbankene i USA, England, Australia og eurosonen har alle vist til at bedringen i kapasitetsutnyttningen ikke har vært like sterk som nedgangen i arbeidsledigheten isolert sett kunne indikere.²

Figur 1 viser ulike estimater på u^* beregnet ved hjelp av et HP-filter. Estimaterne indikerer at det har vært en fallende trend i u^* siden midten av 1990-tallet, men at nedgangen nå har stanset. Beregningene antyder også at den registrerte ledigheten nå er litt lavere enn u^* , og at kapasitetsutnyttningen dermed er høyere enn normalt. En utfordring med bruk av HP-filteret og andre enkle statistiske filtre til beregning av trender, er at beregningene er særlig usikre i endepunktene av tidsseriene. Endepunktsproblemet kan reduseres ved å utnytte mer informasjon i trendberegningene. Figur 2 viser estimat på u^* beregnet ved bruk av et utvidet filter som benytter seg av informasjon om BNP- og lønnsutviklingen i estimeringen. I motsetning til figur 1, indikerer figur 2 at u^* har falt også de siste

¹ Se nærmere i utdypingen om kapasitetsutnyttning og arbeidsledighet i PPR 4/16 og Arbeidsnotat 2017/8 fra Finansdepartementet «Mål for arbeidsledigheten: Avvik, årsaker og supplerende indikatorer».

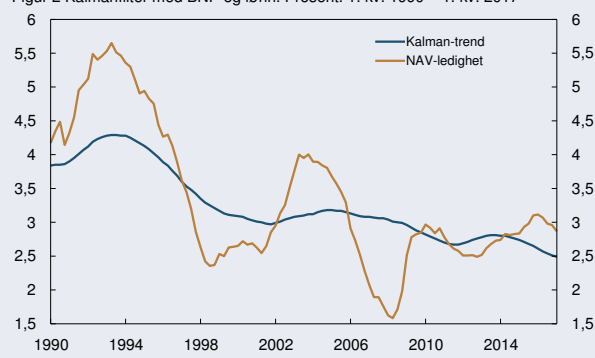
² Et unntak er Sverige. I Penningpolitisk rapport fra april 2017 viser Riksbanken til at det svenske arbeidsmarkedet har en økende ubalanse mellom arbeidskraften som tilbys og arbeidskraften som etterspørres.

Figur 1 Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken. Ulike HP-trender. Prosent. Januar 1972 – mai 2017



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 2 Kalmanfilter med BNP og lønn. Prosent. 1. kv. 1990 – 1. kv. 2017

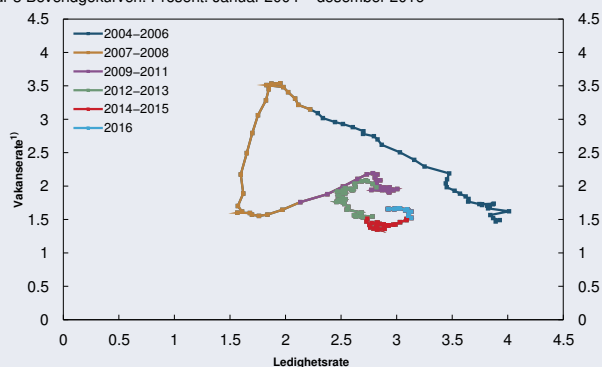


Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

årene og er lavere enn den faktiske ledigheten, noe som tilsier at kapasitetsutnyttningen er lavere enn normalt. Det er flere forhold som støtter vurderingen at kapasitetsutnyttningen er lavere enn normalt og at det er ledige ressurser i arbeidsmarkedet, se omtalen av arbeidsmarkedet og kapasitetsutnyttningen i kapittel 3.3.

Forholdet mellom ledige stillinger og ledighet kan kaste lys over endringer i u^* . Denne sammenhengen omtales ofte som Beveridgekurven og illustrerer at det tar tid og kan være krevende å koble ledige arbeidssøkere med ledige stillinger. Denne friksjonen skaper arbeidsledighet selv ved full kapasitetsutnyttning. Dette kan skyldes kostnader ved å flytte, kostnader ved å utlyse stillinger eller at arbeidsledige ikke har de kvalifikasjoner som er etterspurt av arbeidsgivere. Gjennom en nedgangskonjunktur vil arbeidsmarkedet normalt bevege seg langs Beveridgekurven, med lav ledighet og mange ledige stillinger i perioder med høy kapasitetsutnyttning og høy ledighet og få ledige stillinger i dårlige tider. Et tegn på lavere u^* er at Beveridgekurven skifter innover. Det vil si at arbeidsledigheten er lavere for et gitt antall ledige stillinger. Figur 3 viser Beveridgekurven for Norge og indikerer at kurven har skiftet innover det siste tiåret sammenlignet med perioden 2004–2007.

Figur 3 Beveridgekurven. Prosent. Januar 2004 – desember 2016



1) Beholdning av ledige stillinger som andel av arbeidsstyrken.
Kilder: Finn.no, NAV og Norges Bank

En mulig forklaring på at u^* kan ha falt, som flere andre sentralbanker har pekt på, er mer effektive arbeidsmarkeder. Utbredelsen av ulike søketjenester på internett kan tenkes å gjøre det lettere å koble arbeidsgivere med potensielle arbeidssøkere. Det kan øke matchingen i arbeidsmarkedet og dermed redusere den gjennomsnittlige arbeidsledigheten.

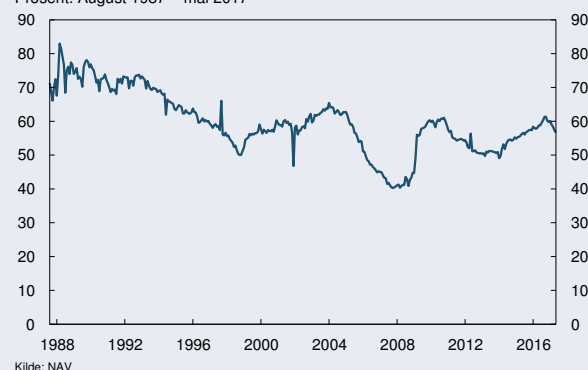
Økt innvandring kan også ha påvirket u^* . De siste 15 årene har arbeidsinnvandrere som andel av befolkningen økt markert. På den ene siden er arbeidsinnvandrere trolig mer geografisk mobile enn resten av befolkningen, enten det er ut og inn av landet eller internt i Norge.³ Dette bidrar isolert sett til å redusere de geografiske friksjonene i arbeidsmarkedet og dermed u^* . På den annen side har arbeidsinnvandrere i gjennomsnitt høyere registrert arbeidsledighetsrate enn resten av befolkningen. I en empirisk studie basert på norske data finner Furlanetto og Robstad (2016)⁴ at en eksogen økning i arbeidsinnvandringen bidrar til en statistisk signifikant nedgang i den registrerte ledigheten.

En annen mulig forklaring på endringer i u^* er at NAV-ledigheten i mindre grad enn tidligere reflekterer den faktiske utviklingen i ledigheten. Det store avviket

3 Se blant annet rapport 27/2016 fra SSB «Utvandring blant innvandrere i Norge».

4 Furlanetto, F og Ø. Robstad (2016) «Immigration and the macroeconomy: some empirical evidence». *Norges Bank Working Paper* 18/2016.

Figur 4 Andel av registrerte ledige som mottar dagpenger fra NAV. Prosent. August 1987 – mai 2017



Kilde: NAV

mellom ledigheten målt ved AKU og NAV kan være en indikasjon på dette. På den annen side er det stor usikkerhet knyttet til nivået på AKU-ledigheten. AKU er en utvalgsundersøkelse og sysselsettingsutviklingen i AKU har vært betydelig svakere enn de registrerte sysselsettingstallene i KNR, se figur 3.18 i kapittel 3. Andelen registrerte ledige som mottar dagpenger ser ut til å være relativt stabil (figur 4). Dette kan indikere at det ikke har vært store endringer i gruppen som registrerer seg som ledig uten å ha rett på dagpenger.

I anslagene i denne rapporten har vi lagt til grunn at den registrerte arbeidsledigheten som er forenelig med normal kapasitetsutnyttning vil være rundt 2½ prosent i prognoseperioden. Dette er i tråd med beregningen av u^* basert på det utvidede filteret som inkluderer informasjon om utviklingen i BNP og lønn (figur 2). Anslaget er i tråd med tidligere vurderinger, der vi også har lagt noe vekt på AKU-ledigheten i vurderingen av kapasitetsutnyttningen. For AKU anslår vi at arbeidsledigheten vil avta mot om lag 3½ prosent når kapasitetsutnyttningen normaliseres. Anslagene er usikre og vil kunne endres ved ny informasjon eller ny forståelse av sammenhengene i arbeidsmarkedet.

OM TIDSSERIEN FOR LEDIGE STILLINGER I FIGUR 3

Offisielle data på beholdning av ledige stillinger i Norge er kun tilgjengelig fra SSBs kvartalsvise bedriftsundersøkelse som startet opp i 2010. Fra NAV har vi månedlige data på strømmen av nye ledige stillinger tilbake til 70-tallet, men ikke beholdningen. Den månedlige tidsserien for beholdningen av ledige stillinger i figur 3 er hentet fra Kostøl (2017)¹. Her kombineres mikrodata for ledige stillinger fra FINN.no og NAV til å utvikle en månedlig indikator på beholdningen av ledige stillinger for perioden 2004–2016. Utviklingen i denne tidsserien er relativt lik utviklingen i SSBs bedriftsundersøkelse i årene de overlapper.

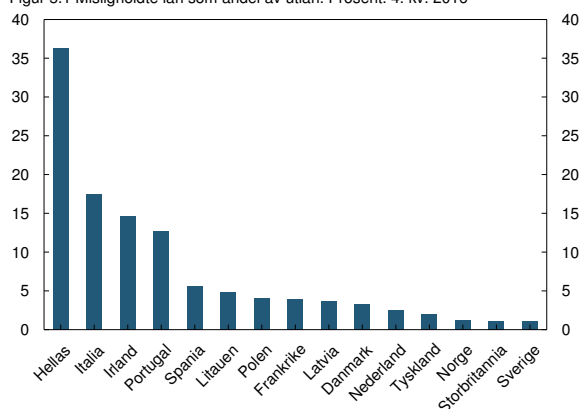
¹ Kostøl, A. (2017) «Causes and Consequences of Labor Market Mismatch and the Rise in Disability Insurance Receipt», doktoravhandling ved Universitetet i Bergen.

5 Vurdering av finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

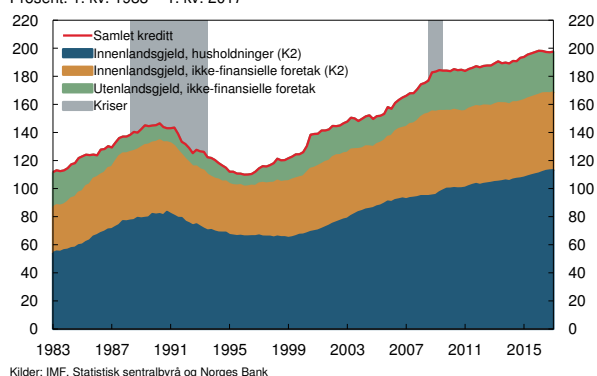
Gjelden i husholdningene har lenge steget mer enn inntektene. Samlet gjeld i fastlandsøkonomien har likevel ikke økt mer enn verdiskapingen det siste året. Det skyldes i hovedsak lavere vekst i foretakenes gjeld, særlig i utlandsgjelden. Det siste halvåret har foretakenes kredittvekst fra norske banker og obligasjonsmarkedet tatt seg opp. Boligprisene har økt vesentlig mer enn husholdningenes inntekter det siste året, men boligprisveksten har avtatt de siste månedene. Sterk vekst i eiendomspriser over lengre tid og vedvarende oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning tyder på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. Kredittveksten i husholdningene er fortsatt høy. Lav boligprisvekst og strammere utlånspraksis vil dempe gjeldsveksten og kan over tid redusere sårbarheten i husholdningssektoren. De største bankene fortsatte å øke sin kapitaldekning i første kvartal og er nær sine kapitalmål. Det gjør bankene bedre i stand til å håndtere tap lenger frem.

Figur 5.1 Misligholdte lån som andel av utlån. Prosent. 4. kv. 2016¹⁾



1) Tall fra 3. kv. 2016 for Danmark, Irland, Portugal, Storbritannia og Litauen, tall fra 2. kv. 2016 for Italia og Frankrike og tall fra 4. kv. 2015 for Tyskland.
Kilde: IMF

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



Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

5.1 INTERNASJONAL UTVIKLING

Vekstutsiktene internasjonalt har bedret seg noe det siste året, og faren for deflasjon er redusert. Det har bedret utsiktene for finansiell stabilitet. På den annen side er det fortsatt stor usikkerhet om den fremtidige økonomiske politikken, særlig i USA. Økt usikkerhet om den økonomiske politikken kan bidra til at risikopremiene i finansmarkedene stiger. Verdens gjeld i forhold til verdiskaping er høy og økende. Konsekvensene av en oppgang i risikopremiene kan derfor ha tiltatt. Norske banker vil påvirkes av uro i internasjonale finansmarkeder gjennom sin høye andel markedsfinansiering. Situasjonen for europeiske banker har bedret seg noe det siste året. Utlånene har økt, og omfanget av misligholdte lån er noe redusert. Andelen misligholdte lån er likevel høy i mange land, se figur 5.1. Bankaksjer har steget mye i verdi, til tross for at lønnsomheten i mange europeiske banker fortsatt er svært lav.

5.2 KREDITT

Kreditten har lenge steget raskere enn verdiskapingen i den norske fastlandsøkonomien, se figur 5.2. Oppgangen i samlet kreditt skyldes i hovedsak sterk vekst i husholdningenes gjeld, mens foretakenes gjeld har steget mer i takt med verdiskapingen de siste ti årene. Det siste året har veksten i samlet kreditt avtatt og steget i omtrent samme takt som verdiskapingen. Kreditt som andel av verdiskaping har derfor steget mindre enn beregnet trend, se figur 5.3. Det skyldes lavere vekst i foretakenes gjeld, mens husholdningens kreditt holdes oppe.

Høy gjeldsvekst i husholdningene

Sterk vekst i boligpriser over lengre tid og vedvarende oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning tyder på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. Finansielle ubalanser øker faren for en brå nedgang i etterspørselen og utlånstap i bankene. Husholdningenes gjeld har over lengre tid steget raskere enn inntektene, slik at gjeldsbelastningen har økt. De siste kvartalene har gjeldsveksten i husholdningene tiltatt noe, mens inntektsveksten har vært svak. Sterk boligprisvekst i fjor og økning i antall ferdigstilte boliger ventes å holde gjeldsveksten oppe den nærmeste tiden, se omtale i kapittel 3. Lav boligprisvekst og strammere utlånspraksis vil dempe gjeldsveksten og kan over tid redusere sårbarheten i husholdningssektoren.

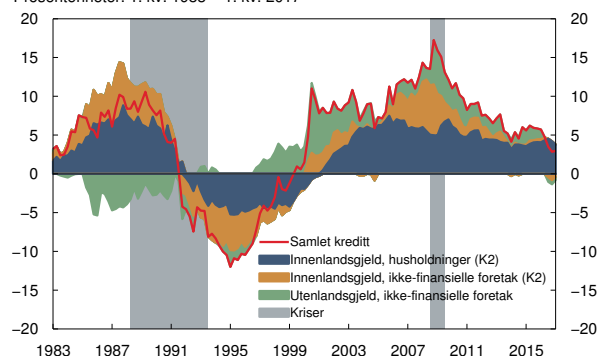
Lave utlånsrenter bidrar til at husholdningenes rentebelastning er lav, se figur 5.4. Til tross for lave renter er husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad, som måler både renter og avdrag som andel av inntekt, rundt nivåene fra bankkrisen på slutten av 1980-tallet. Økt gjeld i husholdningene gjør at en renteøkning gir større utslag i rentebelastningen og gjeldsbetjeningsgraden nå enn tidligere.

Norges Banks utlånsundersøkelse viste at bankene strammet inn kredittpraksisen overfor husholdninger i første kvartal 2017 som følge av endringene i forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig fra 1. januar 2017, se figur 5.5. Bankenes innstramming var som varslet

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

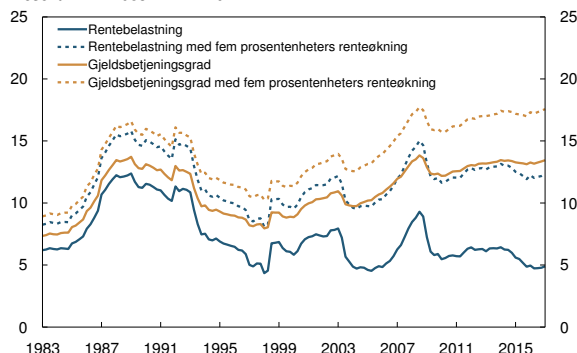
Regulering av bankene og makrotilsynstiltak er førstelinjeforsvaret mot ustabilitet i det finansielle systemet. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. I vurderingen av finansielle ubalanser tar vi utgangspunkt i utviklingen 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 56. Bufferkravet er fastsatt til 1,5 prosent og vil øke til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

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 – 1. kv. 2017



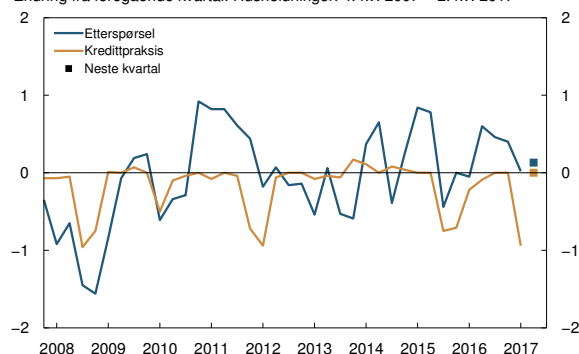
¹⁾ Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000. Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



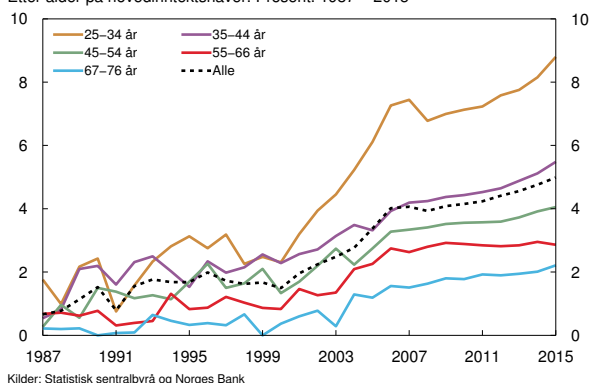
¹⁾ Rentebelastning er beregnet som renteutgifter i prosent av summen av disponibel inntekt og renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse 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

Figur 5.5 Etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis.¹⁾ Endring fra foregående kvartal. Husholdninger. 4. kv. 2007 – 2. kv. 2017



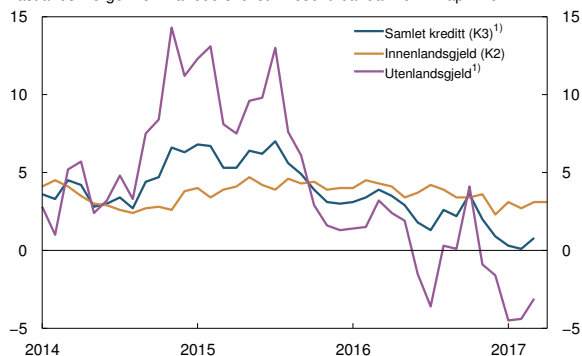
¹⁾ Bankene svarer innenfor en skala på +/-2. I de aggregerte tallene er bankene vektet med størrelsen på deres balanse. Negative tall betyr lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis. Kilde: Norges Banks utlånsundersøkelse

Figur 5.6 Andel husholdninger med gjeld over fem ganger bruttoinntekt. Etter alder på hovedinntektsghaver. Prosent. 1987 – 2015



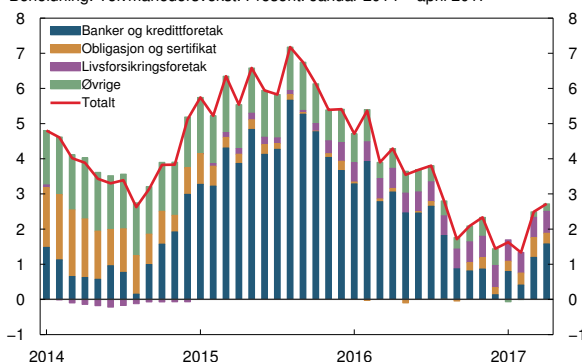
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.7 Kreditt til ikke-finansielle foretak. Transaksjoner. Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – april 2017



1) Til og med mars 2017.
Kilde: Statistisk sentralbyrå

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå

i undersøkelsen i fjerde kvartal 2016, og bankene venter ikke endringer i kredittpraksisen i andre kvartal 2017. I forskriften ble det innført et nytt krav om at låntakers samlede gjeld ikke skal overstige fem ganger brutto inntekt, noe strengere krav til nedbetaling og særskilte krav i Oslo. Bankene har fortsatt fleksibilitet til å avvike noe fra kravene. Ligningstall for 2015 viser at 5 prosent av alle husholdninger hadde gjeld på mer enn fem ganger brutto inntekt, se figur 5.6. Andelen er særlig høy blant de yngste låntagerne. I utlånsundersøkelsen svarte bankene at de strammet mest inn på kredittpraksisen knyttet til maksimal gjeld i forhold til inntekt. Foreløpig informasjon fra Finanstilsynet tilsier at bankene særlig har benyttet fleksibiliteten i forskriften til å yte lån som brøt med kravet om maksimal gjeld i forhold til inntekt, spesielt for lån med pant i bolig i Oslo. Innstrammingene i kredittpraksis kan dempe gjeldsoptaket i husholdningene noe fremover og bidra til at enkelte husholdninger blir mindre sårbare.

Moderat gjeldsvekst i foretakene

Veksten i fastlandsforetakenes gjeld har vært moderat de siste årene. Veksten avtok mot slutten av fjoråret og har vært nokså uendret hittil i år, se figur 5.7. Særlig har svak vekst i gjelden fra utenlandske kilder de siste årene bidratt til å trekke kredittveksten ned.

De siste årene har den innenlandske kredittveksten til foretakene i stor grad vært holdt oppe av utlån fra banker og forsikringsselskaper, se figur 5.8. Det siste halvåret har foretakenes kredittvekst fra norske banker og obligasjonsmarkedet økt. Utlånsveksten fra bankene og obligasjonsmarkedet er de siste årene i stor grad blitt holdt oppe av utlån til foretak innen næringseiendom og bygg og anlegg, se figur 5.9.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om uendret etterspørsel etter lån og uendret kredittpraksis overfor foretak i første kvartal 2017. Bankene venter ingen endringer i etterspørsel eller kredittpraksis i andre kvartal 2017. Selv om kredittveksten i foretakene er moderat, er det ikke tegn til at kredittverdige foretak har problemer med tilgangen på kreditt.

Gjeldsgraden i børsnoterte foretak har falt det siste året, både i oljeserviceforetak og i øvrige næringer, se

figur 5.10. Oljeserviceforetakene har fått tilført egenkapital ved å konvertere gjeld og gjennom emisjoner. Gjeldsgraden i oljeserviceforetakene er likevel høy og gjeldsbetjeningsevnen er lav sammenlignet med perioden før oljeprisfallet i 2014. I øvrige næringer er gjeldsgraden lavere og gjeldsbetjeningsevnen bedre, og det har vært mindre endringer de siste årene.

5.3 EIENDOMSPRISER

Både bolig- og næringseiendomspriser har steget betydelig over lengre tid. Det har bidratt til økt gjeldsopptak og oppbygging av finansielle ubalanser. Det siste året har boligprisene steget vesentlig mer enn husholdningenes inntekter, se figur 5.11. Målt i forhold til inntekt per innbygger er boligprisene betydelig høyere enn før finanskrisen.

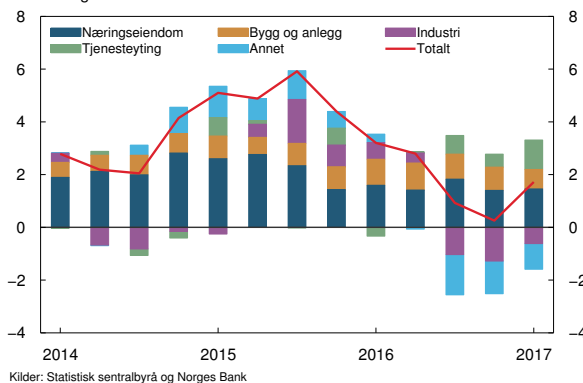
Avtagende boligprisvekst

De siste månedene har boligprisveksten avtatt. Den sesongjusterte månedsveksten har vært nær null og negativ de tre siste månedene etter ett år med sterk vekst, se figur 5.12. Tolvmånedersveksten i boligprisene har falt, men er fortsatt på høye nivåer. Boligprisveksten har avtatt de fleste steder i landet. De siste månedene har veksten i boligprisene falt mer i Oslo enn i områdene rundt. Antallet omsatte boliger i Oslo har avtatt, og det legges ut litt flere boliger for salg. Det har ført til at beholdningen av usolgte boliger har økt markert fra svært lave nivåer. Det kan dempe prisveksten fremover. I Rogaland har boligprisveksten tatt seg noe opp den siste tiden, men veksten er fortsatt svak.

Det har vært moderat vekst i leieprisene de siste årene, se figur 5.13. Leieprisene har vokst noe mer i Oslo enn i resten av landet, mens de har falt litt i Bergen. Samtidig har boligprisene økt mer enn leieprisene, særlig i Oslo.

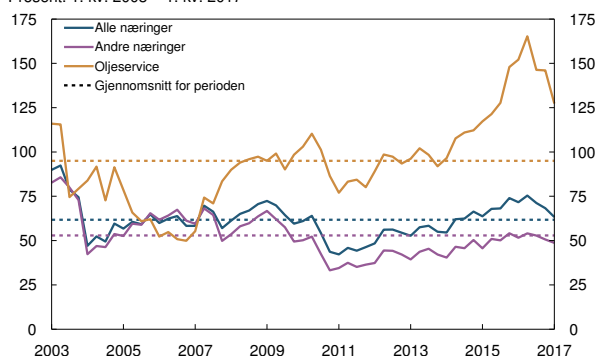
Salget av nye boliger har avtatt noe de siste månedene, særlig på Østlandet. Nyboligsalget på Østlandet er likevel på et høyt nivå etter en kraftig økning de siste to årene, se figur 5.14. I de fleste andre deler av landet har nyboligsalget vært nokså stabilt. Nye boligprosjekter selges ofte før de bygges, noe som forklarer at igangsettingen av boliger på Østlandet fortsetter å stige. Boligene vil etter hvert ferdigstilles, se ramme om boligbygging på side 52. Det ventes å bidra til lavere boligprisvekst fremover, se kapittel 3.

Figur 5.9 Kreditt fra banker, kredittforetak, obligasjoner og sertifikater etter næring. Beholdning. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 1. kv. 2017



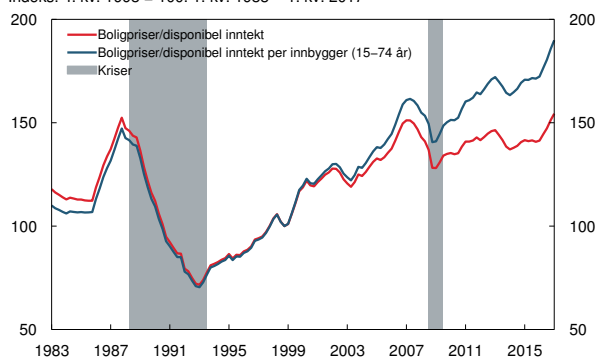
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.10 Netto gjeldsgrad.¹⁾ Børsnoterte foretak.²⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2017



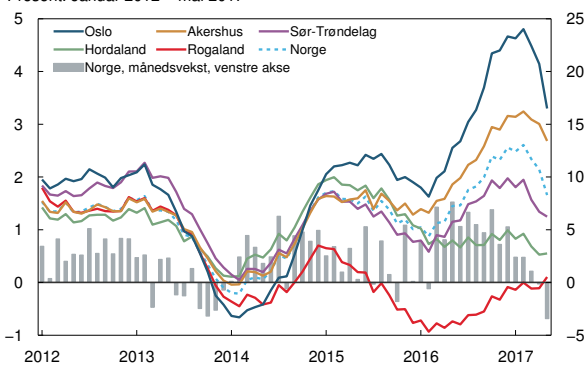
1) Netto rentebærende gjeld som andel av egenkapital.
2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert l.o.m. 3. kv. 2007.
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

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



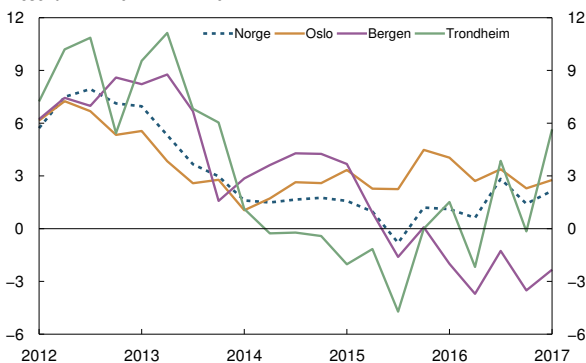
1) Disponibel inntekt er korrigert for ansiått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 1. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.12 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst¹⁾
Prosent. Januar 2012 – mai 2017



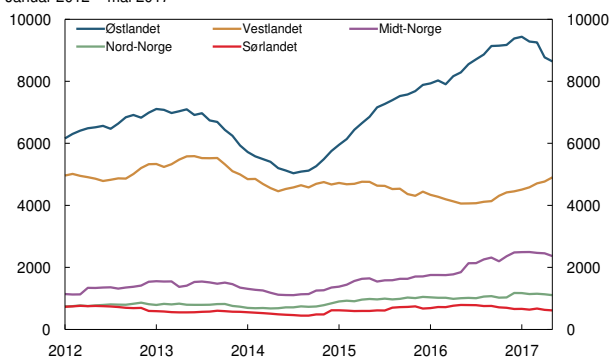
1) Tolv månedersvekst i fylker. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst i Norge.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.13 Leiepriser for bolig. Firekvartalersvekst.
Prosent. 1. kv. 2012 – 1. kv. 2017



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

Figur 5.14 Nyboligsalg. Antall boliger. Sum siste tolv måneder.
Januar 2012 – mai 2017



Kilder: Boligprodusentenes forening, Prognosesenteret og Norges Bank

Regionale forskjeller i næringsseiendom

Bankene har betydelige utlån til næringsseiendom. Det gjør bankene sårbare for utviklingen i markedet for næringsseiendom. Bankene og kredittforetakenes utlånsvekst til næringsseidomsforetak har avtatt noe siden sommeren 2015, mens veksten i obligasjonsgjelden har økt. I tillegg har utlån fra livsfor-sikringsforetak til næringsseidomsforetak økt noe.

Det har vært sterk vekst i prisene på kontoreiendom sentralt i Oslo de siste årene. Beregnede verdier basert på regnskapstall for næringsseidomsforetak viser at verdiene på kontoreiendom i andre byer har økt lite i samme periode, se figur 5.15. Salgsprisen for kontorlokaler med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo har steget betydelig siden sommeren 2013, se figur 5.24.

Det har vært moderat byggeaktivitet innen kontor de siste årene. Det gjelder særlig i Oslo hvor mange eksisterende kontorer i tillegg bygges om til boliger. Moderat byggeaktivitet har sammenheng med nokså stabile leiepriser. Markedsaktørene venter noe høyere leiepriser for kontor av høy standard i Oslo fremover.

5.4 BANKENE

De store norske bankene har hatt god lønnsomhet de siste årene, men egenkapitalavkastningen har avtatt litt. Noen av faktorene som har bidratt til å trekke ned lønnsomheten de siste par årene, har snudd det siste kvartalet. Bankenes utlånsmargin til husholdninger økte i første kvartal 2017, se omtale i kapittel 3. Bankenes samlede utlånstap økte i 2016, særlig på oljerelaterte eksponeringer, men var likevel på forholdsvis lave nivåer. I første kvartal 2017 avtok utlånstapene. De store norske bankene venter at utlånstap i 2017 blir på samme nivå eller lavere enn i 2016. Det er fremdeles usikkerhet rundt fremtidige utlånstap, blant annet om behovet for ytterligere restruktureringer i oljerelatert sektor.

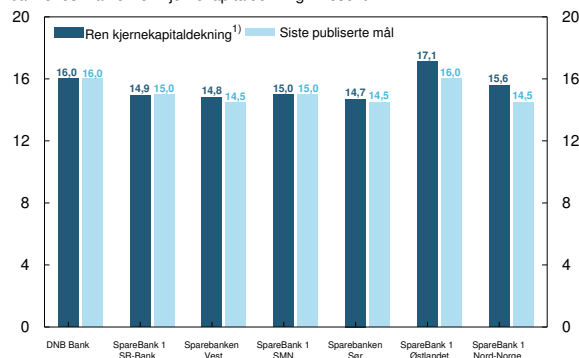
Ved utgangen av første kvartal oppfylte nesten alle de største bankene sine kapitalmål, se figur 5.16. Kapitalmålene ligger noe over de fastsatte kapital-kravene. Ved utgangen av andre kvartal 2017 må bankene også oppfylle krav til uvektet kjernekapital-dekning. DNB, som blir regnet som systemviktig, skal oppfylle et krav på 6 prosent, mens øvrige banker skal

oppfylle et krav på 5 prosent. Uvektet kjernekapitaldekning for norske banker samlet var på 7,3 prosent ved utgangen av første kvartal 2017, og samtlige norske banker oppfyller allerede det kommende kravet.

Norske bankers utlånsvekst til foretakene har økt det siste halvåret, se figur 5.17. Samtidig har utlånsveksten fra filialer av utenlandske banker kommet ned fra høye nivåer. At de norske bankene nå oppfyller eller er nær sine kapitalmål gir rom for utlånsvekst fremover.

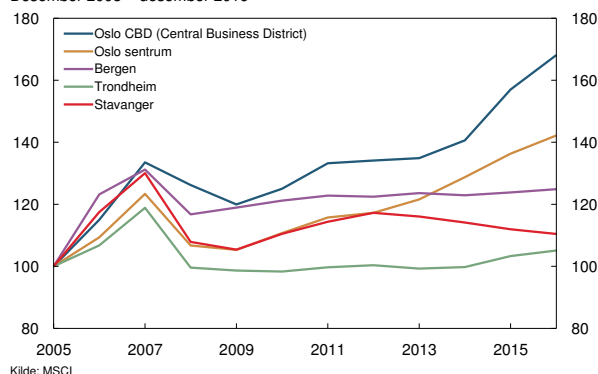
Bankene har god tilgang på markedsfinansiering og hentet mye finansiering i første kvartal 2017. Risikopåslagene på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) utstedt av norske banker og kredittforetak har falt noe siden forrige rapport, se figur 3.3 i kapittel 3. Bankenes markedsfinansieringsandel har vært nokså stabil de siste årene, se figur 5.26.

Figur 5.15 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker per 1. kv. 2017 og bankenes mål for ren kjernekapitaldekning. Prosent



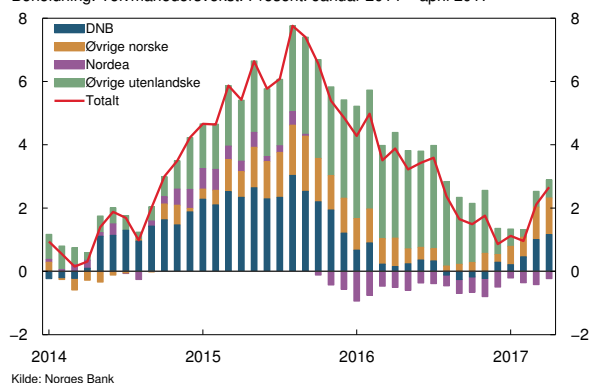
¹⁾ Inkludert hele kvartalsresultatet for 1. kv. 2017.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.16 Verdiutvikling kontorbygg. Indeks. Desember 2005 = 100. Desember 2005 – desember 2016



Kilde: MSCI

Figur 5.17 Utlån til næringsmarkedet fra banker og kredittforetak. Beholdning. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – april 2017



Kilde: Norges Bank

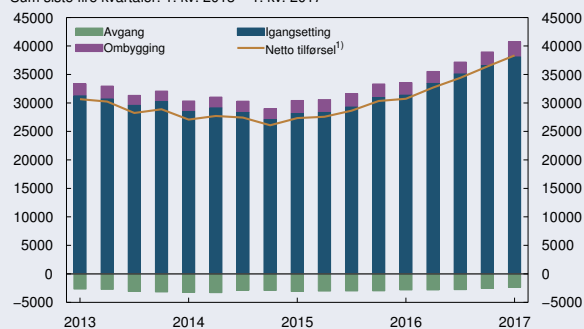
BOLIGBYGGING

Igangsettingen av boliger er en god indikator for hvor mange boliger som tilføres markedet i Norge over tid. Det tilføres også boliger ved ombygging av blant annet næringsbygg og boliger. Disse inngår ikke i igangsettingstallene. Registreringen av slike ombygginger har imidlertid vært på omtrent samme nivå som registrert avgang av boliger, se figur 5.18. Dermed tilsvarer igangsettingen omtrent den samlede endringen i beholdningen av boliger noe frem i tid. Befolkningsveksten i Norge har avtatt de siste årene, i hovedsak som følge av lavere nettoinnvandring. For 2016 og 2017 ventes det at igangsettingen av boliger vil være høyere enn den anslåtte veksten i antall husholdninger.

Oslo er eneste fylke hvor tilførselen av boliger som følge av ombygginger har vært vesentlig høyere enn den registrerte avgangen av boliger. De siste par årene har særlig kontor- og forretningsbygg blitt bygget om til boliger i Oslo. For Norge samlet har ombygging av eksisterende boliger vært en viktigere kilde enn ombygging av kontor- og forretningsbygg til boliger. At ombyggingen av boliger har vært høyere enn avgangen i Oslo innebærer at økningen i beholdningen av boliger i Oslo har vært større enn det igangsettingstallene tilsier. Likevel har samlet tilførsel av boliger i Oslo de tre siste årene vært lavere enn anslått vekst i antall husholdninger, se figur 5.19. Den siste tiden har befolkningsveksten avtatt i Oslo, mens igangsettingen fortsatt har vært høy. I resten av landet har tilførselen av boliger vært lik eller høyere enn husholdningsveksten.

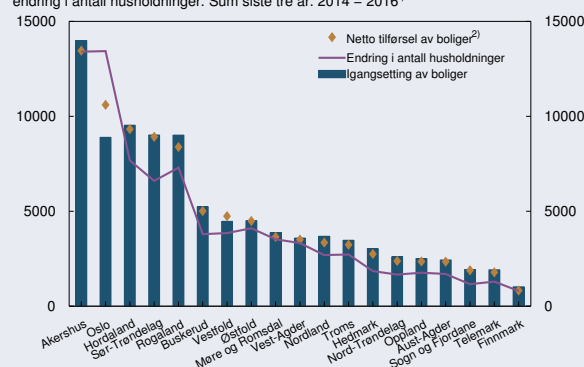
Det går tid fra en igangsettingstillatelse gis til boligen er ferdigstilt. Antallet fullførte boliger har vært nokså stabilt de siste årene, i en periode der igangsettingen har tatt seg opp, se figur 5.20. Ut fra igangsettingstallene og historiske sammenhenger mellom igangsetting og fullføring ventes antallet fullførte boliger å stige fremover, spesielt på Østlandet.

Figur 5.18 Tilførsel av boliger i Norge. Antall boliger. Sum siste fire kvartaler. 1. kv. 2013 – 1. kv. 2017



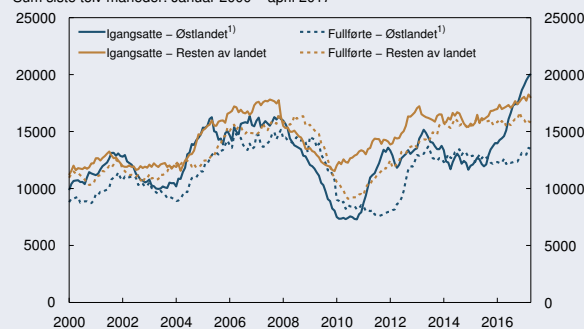
1) Igangsetting pluss ombygging til boliger fratrukket avgang av boliger.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.19 Tilførsel av boliger og husholdningsvekst. Antall boliger og endring i antall husholdninger. Sum siste tre år. 2014 – 2016¹⁾



1) For 2016 er endring i husholdninger anslått ut ifra befolkningsvekst.
2) Igangsetting pluss ombygging til boliger fratrukket avgang av boliger.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.20 Igangsatte og fullførte boliger. Sum siste tolv måneder. Januar 2000 – april 2017



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

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal dempe systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Ifølge EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) skal bufferkrav anerkjennes over landegrenser, såkalt resiprositet.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 1. 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, 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	8,1 prosent
USA	0 prosent	4,0 prosent
Danmark	0 prosent	2,9 prosent
Storbritannia	0 prosent	2,4 prosent
Litauen	0 prosent	2,2 prosent
Finland	0 prosent	1,9 prosent
Polen	0 prosent	1,8 prosent
Latvia	0 prosent	1,2 prosent
Singapore	0 prosent	1,2 prosent
Canada	-	1,1 prosent

¹ Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 2. kv. 2015 til 1. 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. Se kapittel 5 for en nærmere beskrivelse.

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 i omtrent samme takt som verdiskapingen. Det har ført til at avvik mellom samlet kreditt som andel av BNP og beregnet trend har avtatt, se figur 5.21.² Det er husholdningenes kredittvekst som holder avviket oppe, mens foretakenes kredittvekst trekker ned, se figur 5.3.

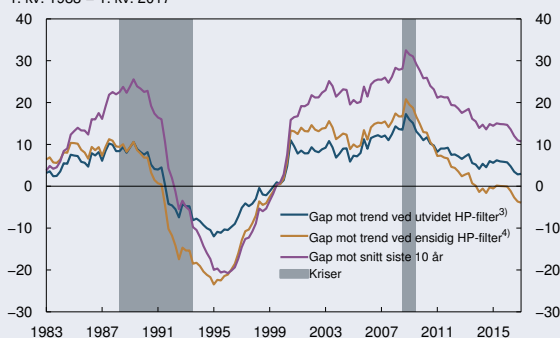
Baselkomiteen for banktilsyn har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.³ Referanseverdien for bufferkravet blir 0,25 prosent i første kvartal 2017 når trend er beregnet med et ensidig HP-filter 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 har steget betydelig de siste fire kvartalene, se figur 5.11. Avviket fra beregnede trender har også steget og er på sitt høyeste nivå etter finanskrisen, se figur 5.23. Realprisene på næringsseiendom har steget betydelig de siste årene og avvik mot beregnede trender har økt, se figur 5.24 og 5.25. Markedsfinansieringsandelen i bankene har vært lite endret de siste årene, og avvik mot beregnede trender er redusert, 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 kritesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Figuren viser at sannsynlighetene for krise er redusert siden finanskrisen, men at spredningen mellom anslagene fra de ulike modellene har økt noe de siste kvartalene.

- 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.

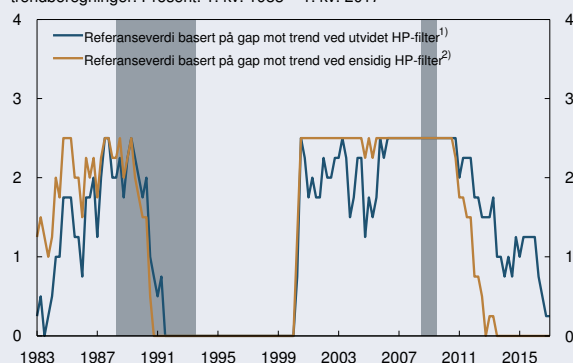
Figur 5.21 Kredittgap. Samlet kreditt for Fastlands-Norge¹ som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender.² Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2017



- 1 Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 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

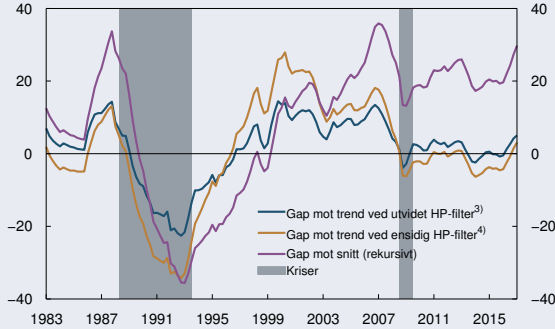
Figur 5.22 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2017



- 1 Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
- 2 Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.

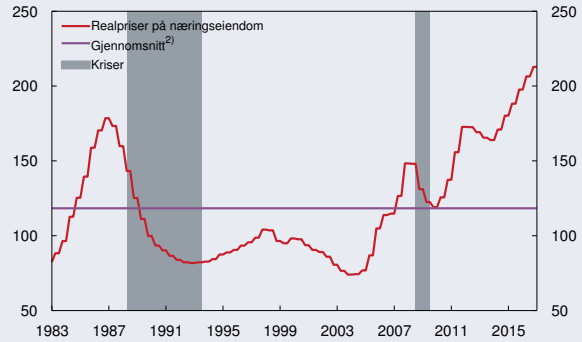
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



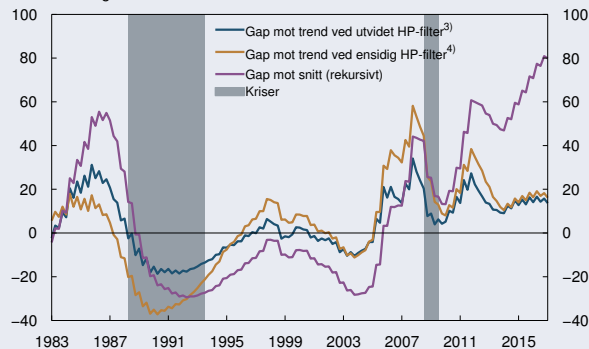
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 1. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978.
 3) Ensidig 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 Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.24 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2017



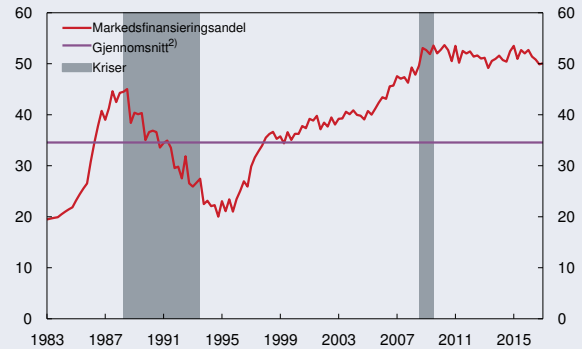
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo. Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.
 2) Basert på data fra 2. kv. 1981.
 Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.25 Næringsseiendomsprisgap. Realpriser på næringsseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2017



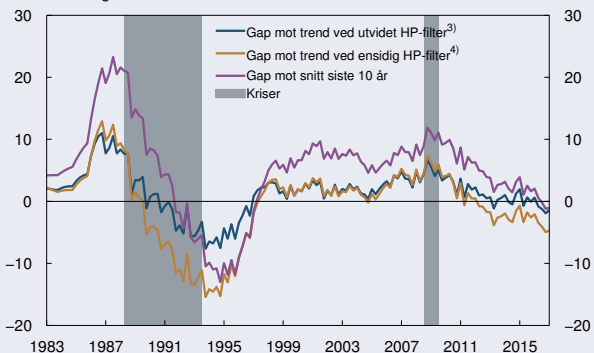
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981.
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 4) Ensidig Hodrick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

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



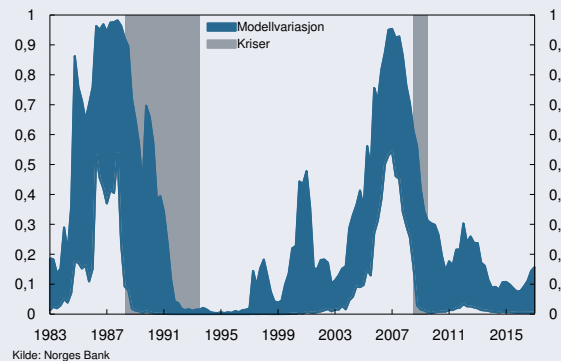
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker.
 2) Basert på data fra 4. kv. 1975.
 Kilde: Norges Bank

Figur 5.27 Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. 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 modellspesifikasjoner. 1. kv. 1983 – 1. 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 nøkkelindikatorerne og sammenligne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 54. 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.

Nøkkelindikatorerne 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 med endringer i styringsrenten

Dato ¹	Styringsrente ²	Endring
25. oktober 2017		
20. september 2017		
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 i anslag fra PPR 1/17 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	1,6 (0)	2 (-0,2)	2,4 (0)	2,1 (0)	2 (0)
Euroområdet	12	17	32	1,7 (0)	1,9 (0,3)	1,6 (0,1)	1,5 (0,1)	1,4 (0)
Storbritannia	2	4	10	1,8 (0)	1,7 (-0,1)	1,5 (0)	1,6 (0)	1,6 (0)
Sverige	0,4	0,7	11	2,9 (-0,2)	2,5 (0)	2,2 (0)	2,1 (0)	2,1 (0)
Øvrige industriland ²	7	10	20	1,8 (0,2)	2 (0,1)	2 (0)	2 (0)	2 (0,1)
Kina	18	14	6	6,7 (0)	6,5 (0,2)	5,9 (0,2)	5,7 (0)	5,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	12	12	1,9 (0,1)	3,2 (0)	3,9 (0)	4 (0)	4 (0)
Norges handelspartnere ⁴	73	78	100	2,2 (0)	2,4 (0,1)	2,3 (0)	2,2 (0)	2,2 (0)
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,2 (0,1)	3,4 (-0,1)	3,6 (0)	3,6 (-0,1)	3,6 (-0,1)
Verden (markedskurser) ⁵	100	100		2,5 (0,1)	2,8 (-0,1)	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 i anslag fra PPR 1/17 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 (-0,4)	2,3 (-0,2)	2,5 (0)	2,4 (0)
Euroområdet	34	53	0,2 (0)	1,5 (-0,1)	1,3 (-0,1)	1,5 (0)	1,6 (0)
Storbritannia	8	7	0,7 (0)	2,6 (0,1)	2,5 (0)	2,3 (0)	2,2 (0)
Sverige	15	12	1 (0)	1,5 (0)	2,1 (0)	2,9 (0)	2,9 (0)
Øvrige industriland ¹	15		0,3 (0)	1,2 (0)	1,4 (0)	1,7 (0)	1,8 (0)
Kina	12		2 (0)	2,1 (-0,2)	2,4 (0)	2,7 (0)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ²	10		6 (0,1)	4,4 (-0,5)	4,6 (-0,2)	4,8 (0,1)	4,7 (0)
Norges handelspartnere ³	100		1,1 (0)	1,9 (-0,1)	2 (-0,1)	2,3 (0)	2,3 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet ⁴			0,6 (0)	1,7 (-0,1)	1,7 (-0,1)	2 (0)	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

	2016 4. kv	1. kv	2017 2. kv	3. kv
Faktisk	0,4	0,6		
Anslag i PPR 1/17		0,4	0,5	
Anslag i PPR 2/17			0,6	0,6

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	mars	april	mai	2017 juni	juli	aug	sept
Faktisk	2,8	2,8	2,8				
Anslag i PPR 1/17	2,9	2,9	2,9	2,9			
Anslag i PPR 2/17				2,7	2,7	2,7	2,7

Kilder: NAV og Norges Bank

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

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3d Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	mars	april	mai	2017 juni	juli	aug	sept
KPI							
Faktisk	2,4	2,2	2,1				
Anslag i PPR 1/17	2,7	2,9	2,6	2,2			
Anslag i PPR 2/17				1,6	1,0	1,4	1,8
KPI-JAE¹							
Faktisk	1,7	1,7	1,6				
Anslag i PPR 1/17	1,8	2,1	1,9	1,7			
Anslag i PPR 2/17				1,3	0,8	1,1	1,3
IMPORTERTE VARER I KPI-JAE¹							
Faktisk	1,5	1,0	1,2				
Anslag i PPR 1/17	1,7	1,6	1,5	1,4			
Anslag i PPR 2/17				0,5	-0,4	0,1	0,4
NORSKPRODUSERTE VARER OG TJENESTER I KPI-JAE^{1,2}							
Faktisk	1,9	2,0	1,7				
Anslag i PPR 1/17	2,0	2,4	2,1	1,9			
Anslag i PPR 2/17				1,8	1,4	1,5	1,7

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 1/17 i parentes.				
		Anslag				
	2016	2016	2017	2018	2019	2020
Priser og lønninger						
KPI		3,6 (0)	1,8 (-0,4)	1,4 (0,1)	1,2 (0)	1,5 (0,1)
KPI-JAE ¹		3,0 (0)	1,4 (-0,3)	1,6 (0,1)	1,5 (0,2)	1,5 (0,1)
Årslønn ²		1,7 (0)	2,4 (-0,1)	2,8 (0)	3,1 (0)	3,4 (0,1)
Realøkonomi						
BNP	3113	1,1 (0,1)	1,2 (0,2)	1,1 (0)	1,2 (-0,2)	2,4 (0)
BNP for Fastlands-Norge	2716	0,9 (0,1)	2,0 (0,4)	1,9 (-0,1)	1,9 (-0,3)	2,2 (0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-1,6 (0)	-1,2 (0,3)	-0,9 (0,3)	-0,6 (0,1)	0,0 (0,1)
Sysselsetting, personer, KNR		0,2 (0,1)	0,8 (0,2)	1,0 (0,1)	0,9 (-0,1)	0,9 (-0,1)
Arbeidsstyrke, AKU		0,3 (0)	-0,3 (0)	0,9 (0,2)	0,9 (0,1)	0,8 (0)
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,7 (0)	4,2 (-0,1)	4,0 (-0,1)	3,7 (-0,3)	3,6 (-0,2)
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0 (0)	2,8 (-0,1)	2,6 (-0,2)	2,6 (-0,1)	2,5 (-0,1)
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴	2756	2,7 (0)	2,9 (0)	2,4 (0)	1,9 (0)	1,6 (0,1)
- Husholdningenes konsum ⁵	1407	1,6 (0)	2,1 (0,2)	2,3 (0,1)	2,0 (0,1)	1,8 (0,1)
- Foretaksinvesteringer	239	3,1 (0,3)	3,8 (-0,9)	8,5 (0,8)	6,4 (0,3)	2,9 (0,1)
- Boliginvesteringer	182	9,9 (0)	9,8 (-1,5)	0,2 (-2,7)	-0,4 (-1,2)	1,0 (0,8)
- Offentlig etterspørsel ⁶	927	3,1 (0,1)	2,4 (0)	1,5 (0,3)	1,2 (0,1)	1,1 (-0,1)
Petroleumsinvesteringer ⁷	157	-16,4 (-1,7)	-5,2 (4,6)	1,0 (-2,4)	5,1 (-0,1)	4,9 (0)
Eksport fra Fastlands-Norge ⁸	587	-6,0 (0,7)	1,1 (-0,2)	3,8 (0)	3,6 (-0,1)	3,4 (-0,1)
Import	1021	0,8 (0,5)	2,2 (1,9)	1,8 (-1,1)	2,1 (-1,2)	2,3 (0)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		8,3 (0)	7,0 (-1,9)	1,1 (-0,9)	2,7 (1,2)	2,6 (1,2)
Kreditt til husholdningene (K2)		6,1 (0)	6,6 (-0,2)	6,7 (-0,2)	6,5 (-0,1)	6,3 (0)
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ⁹		0,6 (0)	0,5 (0,1)	0,5 (0,1)	0,6 (0)	1,0 (-0,1)
Importveid valutakurs (I-44) ¹⁰		105,3 (0)	104,7 (1,8)	103,7 (1,5)	102,2 (0,8)	101,6 (0,5)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹¹		0,1 (0)	0,1 (-0,1)	0,3 (-0,2)	0,5 (-0,3)	0,7 (-0,4)
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹²		44 (0)	50 (-4)	50 (-4)	51 (-3)	52 (-2)

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

5 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

6 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

7 Utvinning og rørtransport.

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

9 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

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

11 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

12 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. 2017 er gjennomsnitt av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året.

Endring fra PPR 1/17 i parentes, målt i USD per fat.

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

Pengepolitisk rapport 2|17 – juni

