NORGES BANK

3|19

SEPTEMBER

PENGEPOLITISK RAPPORT

MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Nøkkeltall

INFLASJONSMÅL

2%

Vår oppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er 2 prosent. Samtidig skal vi bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

STYRINGSRENTE

1,50%

Norges Banks styringsrente øker til 1,50 prosent fra 20. september 2019.

STYRINGSRENTEPROGNOSEN

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

2%

Kravet til den motsykliske kapitalbufferen er fastsatt til 2 prosent. Fra 31. desember 2019 øker kravet til 2,5 prosent

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

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Innhold

HOVEDSTYRETS VURDERING 5

DEL 1: PENGEPOLITIKKEN 7

1 HOVEDBILDET 7
1.1 Utvikling og utsikter internasjonalt 8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge 8
1.3 Pengepolitikk og prognoser 9

2 INTERNASJONAL ØKONOMI 12
2.1 Vekst, priser og renter 12
2.2 Land og regioner 14
Konsekvenser av britisk EU-utmelding uten avtale 17

3 FINANSIELLE FORHOLD 19
3.1 Utlånsrenter og markedsrenter 19
3.2 Kronekursen 20

4 NORSK ØKONOMI 22
4.1 Produksjon og etterspørsel 22
4.2 Arbeidsmarked og produksjonsgap 25
4.3 Kostnader og priser 29

5 PENGEPOLITISK ANALYSE 35
5.1 Mål og tilbakeblikk 35
5.2 Ny informasjon og nye vurderinger 36

DEL 2: FINANSIELL STABILITET 41

6 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET – BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER 41
6.1 Finansielle ubalanser 41
6.2 Kredittmarkedet 41
6.3 Boligmarkedet 43
6.4 Næringseiendomsmarkedet 45
6.5 Bankene 46
6.6 Finansiell stabilitet internasjonalt 48

VEDLEGG 51
Oversikt over rentemøter i Norges Bank 52
Tabeller og detaljerte anslag 53

Rapporten er basert på informasjon frem til og med 13. september 2019. Den ble publisert 19. september 2019, dagen etter hovedstyrets rentemøte.
Rapporten er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

PENGEPOLITIKKEN I NORGE

MÅL

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

GJENNOMFØRING

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

BESLUTNINGSPROSESS

Styringsrenten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter. Hovedstyret har åtte rentemøter i året. I forbindelse med fire av rentemøtene publiseres også Pengepolitisk rapport. Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i pengepolitikken i et møte en til to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om styringsrenten fattes dagen før rapporten offentliggjøres. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i Pengepolitisk rapport, i avsnittet «Hovedstyrets vurdering».

RAPPORTERING

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

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Rådet 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. 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, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

BESLUTNINGSPROSESSEN FOR PENGEPOLITISK RAPPORT 3/19

På møtet 11. september 2019 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 18. september 2019 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen.

Hovedstyrets vurdering

Norges Banks hovedstyre har besluttet å heve styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,50 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli værende på dette nivået den nærmeste tiden.

Veksten hos Norges handelspartnere avtok gjennom fjoråret etter flere år med oppgang. Arbeidsledigheten er lav i mange land. Så langt i år har veksten ute vært om lag som anslått. Det er fortsatt stor usikkerhet rundt Storbritannias utmelding fra EU, og siden forrige rapport har handelskonfliktene tilspisset seg. Det har svekket vekstutsiktene for handelspartnerne. Rentene ute har falt. I begynnelsen av denne uken steg oljeprisen etter angrep på viktige oljeanlegg i Saudi-Arabia. Prisene på leveranser frem i tid er lite endret siden juni.

Oppgangen i norsk økonomi har vart i tre år. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt. I år bidrar særlig høy aktivitet blant oljeleverandørene til å holde veksten i fastlandsøkonomien oppe. Det er utsikter til at veksten etter hvert vil avta, blant annet som følge av lavere investeringer på norsk sokkel.

Fastlandsøkonomien vokste om lag som ventet i andre kvartal. Ifølge bedriftene i Norges Banks regionale nettverk har det vært god vekst i produksjonen også de siste månedene. Fremover venter bedriftene at veksten avtar litt, i tråd med anslagene fra forrige rapport. Sysselsettingen og arbeidsledigheten har utviklet seg om lag som anslått. Til tross for god vekst i sysselsettingen synes knappheten på arbeidskraft å være moderat. Det kan tyde på at arbeidsmarkedet er noe mindre stramt enn tidligere lagt til grunn.

Veksten i konsumprisene har avtatt det siste halvåret etter å ha tatt seg markert opp gjennom fjoråret. Det er særlig lavere vekst i energiprisene som har dempet inflasjonen. Underliggende inflasjon har også avtatt og ligger nå nær inflasjonsmålet.

Siden junirapporten har prisveksten vært litt lavere enn anslått. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 1,6 prosent i august. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer var prisveksten (KPI-JAE) 2,1 prosent. Tilstrammingen i arbeidsmarkedet de siste årene har bidratt til at lønnsveksten har økt. Det er utsikter til at lønnsveksten fremover kan bli noe lavere enn anslått i juni.

Kronekursen har svekket seg markert og er svakere enn lagt til grunn i juni. Vedvarende usikkerhet om utviklingen internasjonalt kan bidra til å holde kronen svak. En svakere krone gir bedre kostnadsmessig konkurranseevne for norske bedrifter. Kronesvekkelsen bidrar også til høyere prisvekst.

Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, og boligprisene er på historisk høye nivåer. De siste to årene har gjeldsveksten avtatt, og boligprisveksten har vært moderat. Det kan blant annet ses i sammenheng med renteøkningene det siste året. Siden forrige rapport har boligprisveksten vært litt høyere enn anslått.

I drøftingen av risikobildet var hovedstyret særlig opptatt av utviklingen internasjonalt. Hendelsene i Midtøsten skaper usikkerhet, blant annet om oljeprisen. Det svært lave rentenivået ute kan være et signal om at vekstutsiktene er svakere enn lagt til grunn.

Dersom Storbritannia skulle forlate EU uten en avtale, eller handelskonfliktene trappes opp ytterligere, kan veksten ute og her hjemme bli lavere enn anslått. Den vedvarende usikkerheten om utviklingen internasjonalt kan bidra til at kronen blir svakere enn lagt til grunn.

Målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Det siste året er styringsrenten satt opp, og pengepolitikken er blitt gradvis mindre ekspansiv. Hovedstyrets vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier en litt høyere rente. Den underliggende prisveksten er nær inflasjonsmålet. Det er fortsatt god vekst i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttingen er noe over et normalt nivå. Det tilsier isolert sett en høyere rente. En høyere rente kan også dempe faren for at gjeld og boligpriser igjen stiger raskt. Samtidig er rentenivået ute svært lavt, og det er betydelig usikkerhet om vekstutsiktene internasjonalt. Det taler for å gå forsiktig frem i rentesettingen.

Prognosen for styringsrenten tilsier en litt mindre oppgang i renten enn i forrige rapport. Svakere vekstutsikter og lavere renter ute har bidratt til nedjusteringen. Litt lavere inflasjon og et noe mindre stramt arbeidsmarked her hjemme enn tidligere lagt til grunn har også trukket rentebanen ned. En svakere krone enn anslått har isolert sett trukket renteprognosen opp. Med en renteutvikling i tråd med prognosen anslås prisveksten å holde seg nær inflasjonsmålet i årene fremover, samtidig som arbeidsledigheten holder seg lav. Skulle de økonomiske utsiktene eller risikobildet endre seg, vil også prognosen for styringsrenten justeres.

Hovedstyret vedtok å heve styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,50 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli værende på dette nivået den nærmeste tiden. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen
18. september 2019

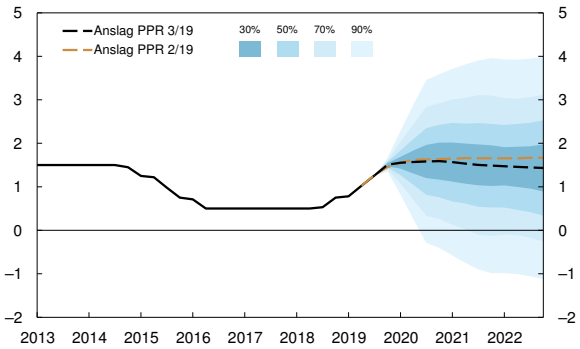
1 Hovedbildet

De siste tre årene har det vært god vekst i norsk økonomi, og sysselsettingen har økt. Kapasitetsutnyttingen ser nå ut til å være noe over et normalt nivå, og den underliggende prisveksten er nær inflasjonsmålet.

Styringsrenten er hevet fra 1,25 til 1,50 prosent, og prognosen tilsier at renten vil være nær dette nivået fremover. Renteprognosen er litt lavere enn i forrige rapport. Svakere vekst-utsikter og lavere renter ute har bidratt til nedjusteringen. Den betydelige usikkerheten ute og risikoen for at utviklingen blir svakere enn vi nå ser for oss, har i seg selv trukket rente-prognosen ytterligere ned. Svakere krone har isolert sett trukket i motsatt retning.

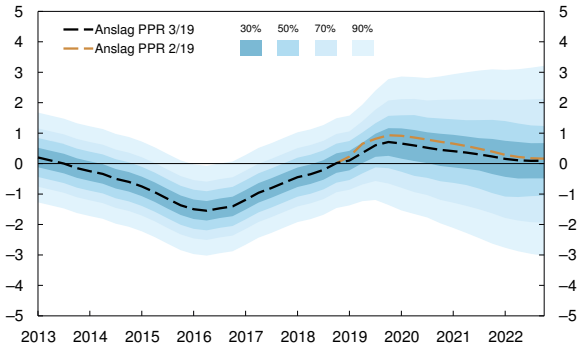
Med en renteutvikling i tråd med prognosen anslås prisveksten å holde seg nær inflasjonsmålet i årene fremover, samtidig som arbeidsledigheten holder seg lav.

Figur 1.1a Styringsrenten med usikkerhetsvifte[1]. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[2]



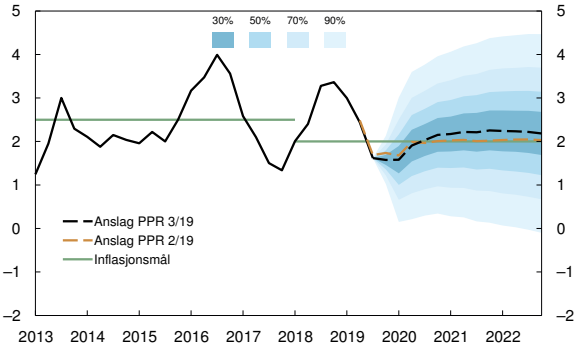
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten. **2)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet[1] med usikkerhetsvifte[2]. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022



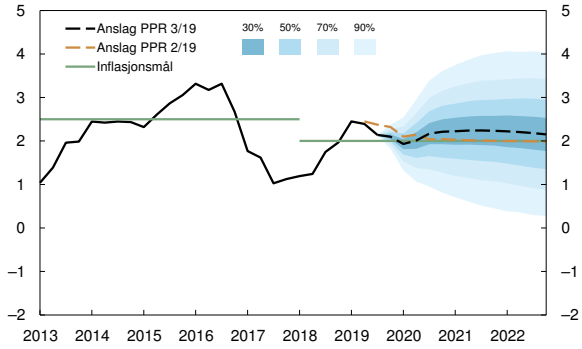
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. **2)** Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte[1]. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[2]



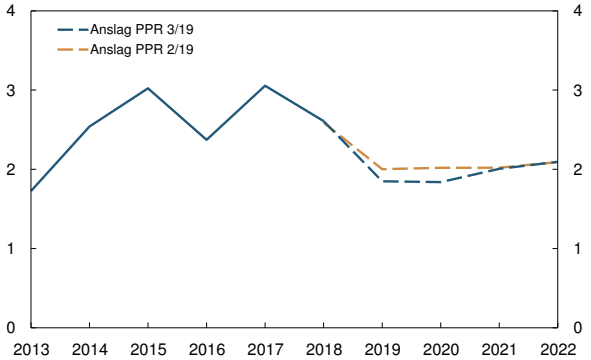
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. **2)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d KPI-JAE[1] med usikkerhetsvifte[2]. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[3]



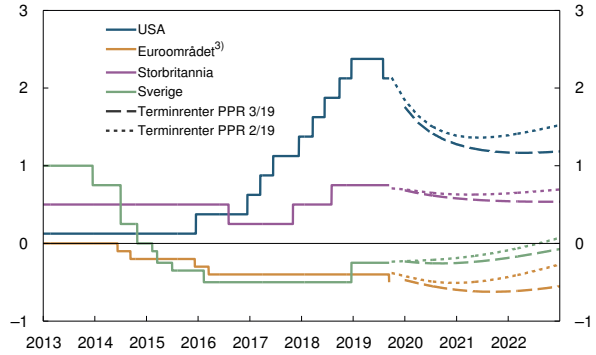
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. **3)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne[1]. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[2]



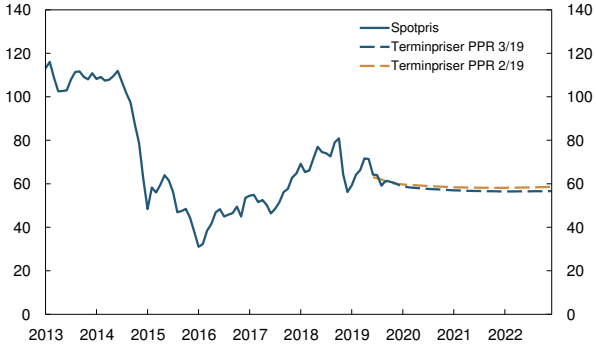
1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter[1] i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2013 – 31. desember 2022[2]



1) Terminrenter per 14. juni 2019 (PPR 2/19) og per 13. september 2019 (PPR 3/19). Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter. **2)** Dagstall til og med 13. september 2019. Kvartalstall fra 4. kv. 2019. **3)** ESBs innskuddsrente.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Oljepris.[1] USD per fat. Januar 2013 – desember 2022[2]



1) Brent Blend. **2)** Terminpriser per 14. juni 2019 (PPR 2/19) og per 13. september 2019 (PPR 3/19).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER INTERNASJONALT

Betydelig usikkerhet

Veksten hos Norges handelspartnere avtok gjennom fjoråret og ser ut til å dempes videre i år, se figur 1.2. Usikkerhet knyttet til utviklingen i internasjonale handelskonflikter og Storbritannias utmelding fra EU har bidratt til avdempingen. Også fremover venter vi at veksten blir lavere enn den har vært de siste årene.

Kapasitetsutnyttingen hos Norges viktigste handelspartnere er nær et normalt nivå, og arbeidsledigheten er lav. Lønnsveksten har tiltatt det siste året. Den underliggende prisveksten har holdt seg stabil i underkant av 1,5 prosent siden starten av 2017. Vi venter at både pris- og lønnsveksten vil øke litt de nærmeste årene.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen internasjonalt. Siden Pengepolitisk rapport (PPR) 2/19, som ble publisert 20. juni, har handelskonflikten mellom USA og Kina tilspisset seg. Det har svekket vekstutsiktene for handelspartnerne ytterligere. Samtidig har styringsrenteforventningene ute falt, se figur 1.3, og langsiktige renter er på svært lave nivåer. Sentralbankene i USA og euroområdet har senket sine styringsrenter, og flere andre sentralbanker har signalisert at pengepolitikken vil bli mer ekspansiv fremover.

Ved skjæringsdato var spot- og terminprisene på olje lite endret siden junirapporten, se figur 1.4.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Oppgangen fortsetter

De siste tre årene har det vært god vekst i norsk økonomi. Oppgang internasjonalt, bedret kostnadsmessig konkurranseevne og høyere oljepris har bidratt til å løfte aktiviteten. Lave renter har trukket i samme retning.

Vi venter at veksten i fastlandsøkonomien vil holde seg godt oppe gjennom andre halvår i år, se figur 1.5. Anslagene for andre og tredje kvartal er samlet sett lite endret siden forrige rapport.

Kapasitetsutnyttingen har tiltatt, og sysselsettingen har økt videre den siste tiden, se figur 1.6. Andelen bedrifter i vårt regionale nettverk som melder om

knapphet på arbeidskraft, er likevel moderat. Det kan tyde på at arbeidsmarkedet strammer seg noe mindre til enn tidligere anslått. Samlet sett vurderer vi kapasitetsutnyttingen til å være litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Kapasitetsutnyttingen anslås å øke litt videre den nærmeste tiden.

De siste to årene har husholdningenes gjeldsvekst avtatt, og boligprisveksten har vært moderat.

Prisvekst nær inflasjonsmålet

Veksten i konsumprisene har avtatt det siste halvåret etter å ha tatt seg markert opp gjennom fjoråret. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 1,6 prosent i august. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 2,1 prosent. Målt ved KPI-JAE har inflasjonen falt litt mer enn anslått i forrige rapport. Vi venter at prisveksten vil holde seg om lag uendret den nærmeste tiden, se figur 1.7.

Lønnsveksten har steget de siste par årene og ventes å øke videre i år. Vi anslår en årslønnsvekst på 3,3 prosent i 2019.

Kronekursen har svekket seg markert og er svakere enn vi la til grunn i juni.

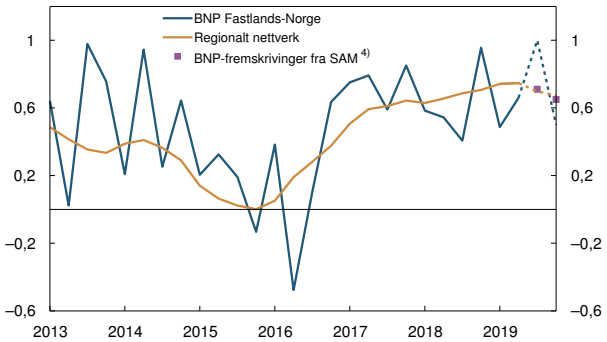
1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSER

Litt høyere rente

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

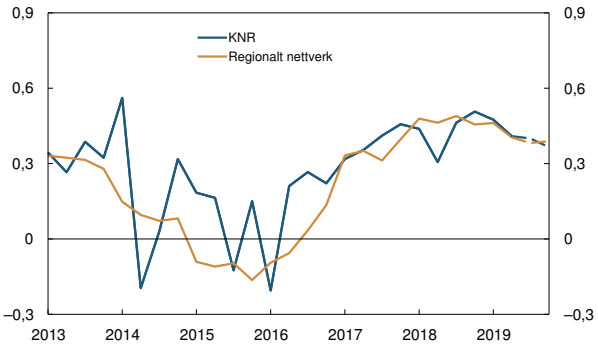
Det siste året er styringsrenten satt opp, og pengepolitikken er blitt gradvis mindre ekspansiv. Utsiktene og risikobildet tilsier samlet sett en litt høyere rente. Den underliggende prisveksten er nær inflasjonsmålet. Det er fortsatt god vekst i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttingen er noe over et normalt nivå. Det tilsier isolert sett en høyere rente. En høyere rente kan også dempe faren for at gjeld og boligpriser igjen stiger raskt. Samtidig er rentenivået ute svært lavt, og det er betydelig usikkerhet om vekstutsiktene

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge[1] og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst [2]. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2019[3]



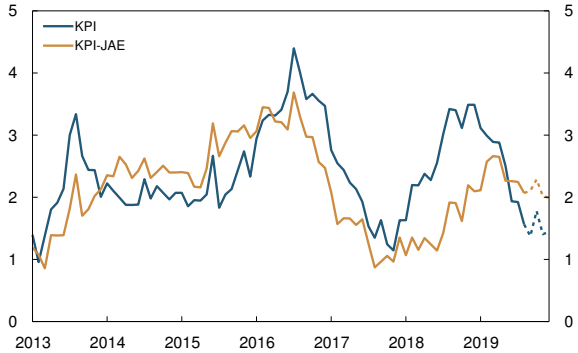
1) Sesongjustert. **2)** Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder og neste seks måneder konvertert til kvartalstall. For 3. kv. 2019 brukes en sammenvekting av historisk og forventet vekst, mens for 4. kv. 2019 brukes forventet vekst. **3)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2019. **4)** System for sammenveiing av korttidsmodeller.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6 Sysselsetting ifølge KNR[1] og Regionalt nettverk[2]. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2019[3]



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap. Sesongjustert. **2)** Rapportert sysselsettingsvekst siste tre måneder og neste tre måneder konvertert til kvartalstall. For 3. kv. 2019 brukes en sammenvekting av historisk og forventet vekst, mens for 4. kv. 2019 brukes forventet vekst. **3)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 KPI og KPI-JAE[1]. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2013 – desember 2019 [2]



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Anslag for september 2019 – desember 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

internasjonalt. Det taler for å gå forsiktig frem i rentesettingen.

Renteprognosen er litt lavere enn i forrige rapport, se figur 1.1a. Svakere vekstutsikter og lavere renter ute har sammen med litt lavere inflasjon og et noe mindre stramt arbeidsmarked her hjemme bidratt til nedjusteringen. Den betydelige usikkerheten ute og risikoen for at utviklingen blir svakere enn vi nå ser for oss, har i seg selv trukket renteprognosen ytterligere ned. Svakere krone har isolert sett trukket i motsatt retning.

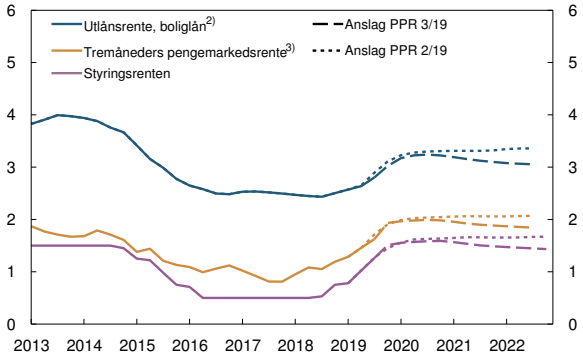
Vi venter at boliglånsrenten stiger litt videre i år og neste år, og at den vil være om lag 3,2 prosent mot slutten av 2020, se figur 1.8.

Prognosene er usikre, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden. Skulle de økonomiske utsiktene eller risikobildet endre seg, vil også prognosen for styringsrenten justeres.

Økt kapasitetsutnytting og inflasjon nær målet

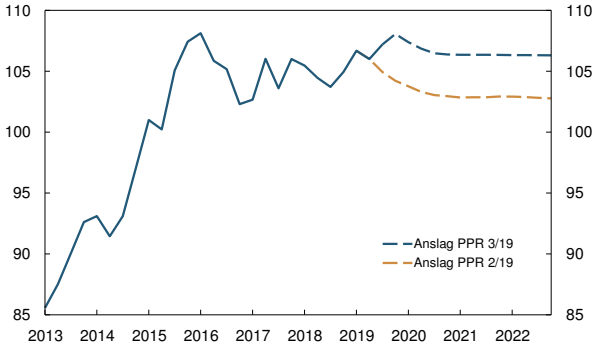
Med en renteutvikling i tråd med prognosen er det utsikter til at kapasitetsutnyttingen øker litt videre

Figur 1.8 Renter. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[1)]



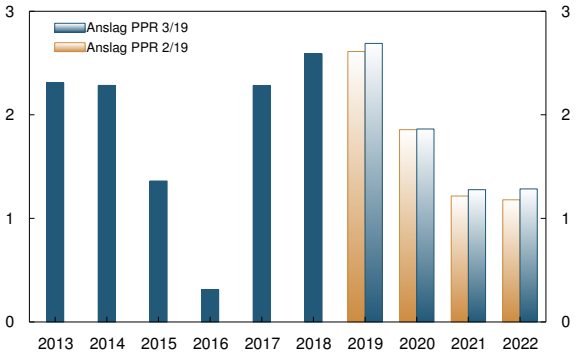
1) Anslag for 3. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (boliglånsrente og tremåneders pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (styringsrente). **2)** Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger, for utvalget av banker og kredittforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk. **3)** Anslag er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedspåslaget.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Importveid valutakursindeks (I-44)[1)]. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[2)]



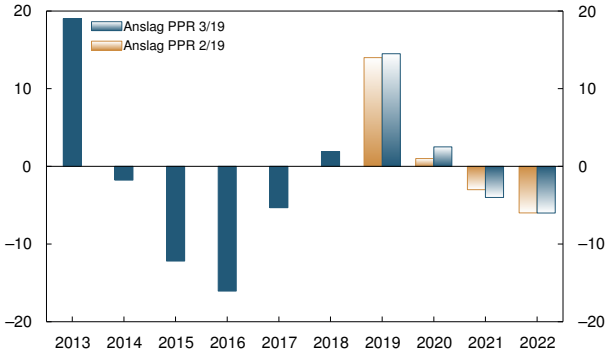
1) Stigende kurve indikerer svakere kronekurs. **2)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.10 BNP for Fastlands-Norge.[1)] Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[2)]



1) Virkedagskorrigert. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11 Petroleumsinvesteringer.[1)] Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[2)]



1) Virkedagskorrigert. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

den nærmeste tiden, før den avtar gradvis, se figur 1.1b. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttingen litt lavere gjennom hele prognoseperioden. Vi legger til grunn at kronen styrker seg litt det nærmeste året, men at den holder seg svakere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.9.

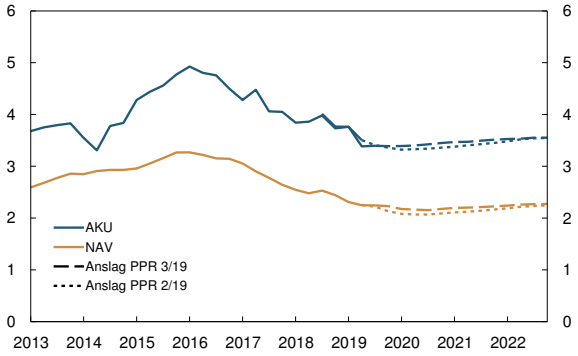
Vi anslår at prisveksten vil holde seg nær inflasjonsmålet i årene fremover, se figur 1.1c-d. Kronesvekkelsen den siste tiden bidrar til å løfte inflasjonen de neste par årene.

BNP for Fastlands-Norge er ventet å øke med 2,7 prosent i år, se figur 1.10. For årene fremover venter vi noe lavere vekst. Vekstutsiktene preges av utviklingen i investeringene på norsk sokkel, se figur 1.11. Svakere vekst ute og mindre ekspansiv penge- og finanspolitikk enn i de foregående årene bidrar også til avdempingen i norsk økonomi. Anslagene for BNP-veksten de neste årene er lite endret siden forrige rapport.

Lav arbeidsledighet

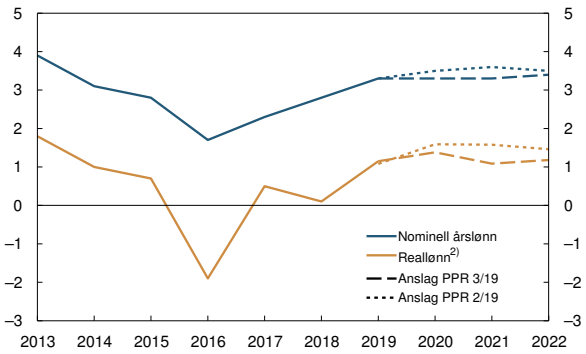
Utsikter til fortsatt vekst i norsk økonomi i årene fremover tilsier at sysselsettingen øker videre. Etter hvert som veksttakten dempes, vil trolig også sysselsettingsveksten avta. Arbeidsledigheten er ventet å endre seg lite, se figur 1.12. Vi anslår at lønnsveksten vil holde seg om lag uendret i årene fremover, se figur 1.13. Svak lønnsomhet i deler av næringslivet og utsikter til fortsatt lav produktivitetsvekst bidrar til å dempe utsiktene for lønnsveksten.

Figur 1.12 Arbeidsledige ifølge AKU[1] og NAV[2].
Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[3]



1) Arbeidskraftundersøkelsen. **2)** Registrert arbeidsledighet. **3)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[1]

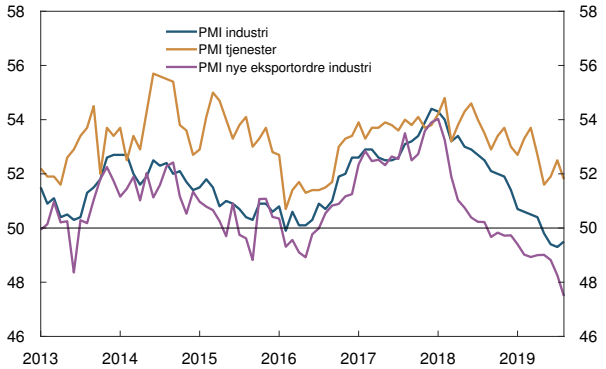


1) Anslag for 2019 – 2022. **2)** Nominell lønnsvekst deflatert med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Internasjonal økonomi

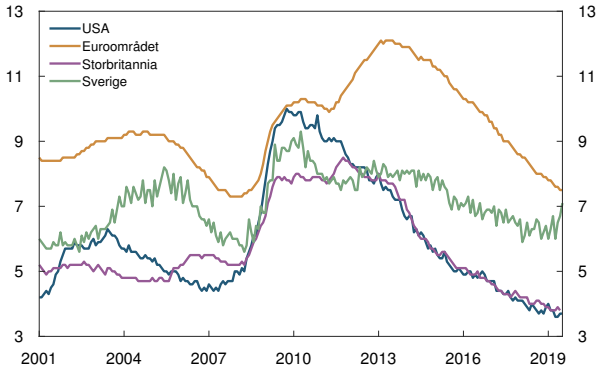
Usikkerhet knyttet til handelskonfliktene og Storbritannias utmelding fra EU demper BNP-veksten internasjonalt. Samtidig er kapasitetsutnyttingen hos våre viktigste handelspartnere nær et normalt nivå, og arbeidsledigheten er lav. Vekstutsiktene er svakere enn i junirapporten. Den underliggende prisveksten er lavere enn inflasjonsmålene. Spot- og terminprisene på olje er om lag som i juni. Både kortsiktige og langsiktige renter hos handelspartnerne har falt.

Figur 2.1 Global PMI.[1] Sesongjustert. Indeks.[2] Januar 2013 – august 2019



1) Vektene er basert på bidrag til global produksjon av varer og tjenester. **2)** Spørreundersøkelse blant innkjøpssjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.2 Arbeidsledighet[1] i utvalgte land.
Sesongjustert. Prosent. Januar 2001 – juli 2019[2]



1) Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. **2)** Siste observasjon er juli 2019 for euroområdet, Sverige og USA, og juni 2019 for Storbritannia.
Kilde: Thomson Reuters

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

Svakere vekstutsikter

Strammere finansielle forhold og usikkerhet knyttet til utviklingen i handelskonfliktene og Storbritannias utmelding fra EU bidro til gradvis svakere BNP-vekst hos våre handelspartnere gjennom 2018. Etter god vekst i starten av 2019 har veksten igjen avtatt både i USA og Europa. I Storbritannia og Tyskland falt BNP i andre kvartal. Også i Kina og andre fremvoksende økonomier har veksten falt i løpet av det siste året. Aktivitetsindikatorer for industrisektoren har falt og er på lave nivåer. Fallet i indikatoren for nye eksportordre har tiltatt i sommer, se figur 2.1. Aktivitetsindikatorer for tjenestesektoren og tillitsindikatorer for husholdningene holder seg bedre oppe. Arbeidsmarkedene er stramme i flere land, med høy andel sysselsatte og lav arbeidsledighet, se figur 2.2.

I Europa er det fortsatt usikkerhet knyttet til Storbritannias utmelding fra EU. Handelskonflikten mellom USA og Kina har tilspisset seg siden forrige rapport. USA har innført en ny straffetoll på 15 prosent på import fra Kina verdt om lag 110 milliarder dollar. Inkludert den siste økningen er det nå innført straffetoll på om lag to tredjedeler av USAs import fra Kina. Kina har kommet med mottiltak, og USA har varslet en ytterligere opptrapping. Sammen med signaler fra flere sentralbanker om mer ekspansiv pengepolitikk har disse faktorene bidratt til at rentene hos handelspartnerne har falt. Sentralbanken i USA satte ned styringsrenten i juli. I september satte også den europeiske sentralbanken ned renten og annonserte at programmet for aktivakjøp startes opp igjen. Langsiktige renter har falt og er i flere land på svært lave nivåer, se figur 2.3. Forventede pengemarkedsrenter hos våre viktigste handelspartnere indikerer fallende renter de nærmeste årene, se figur 2.4. Globale aksjeindekser er litt høyere enn ved forrige rapport, se figur 2.5.

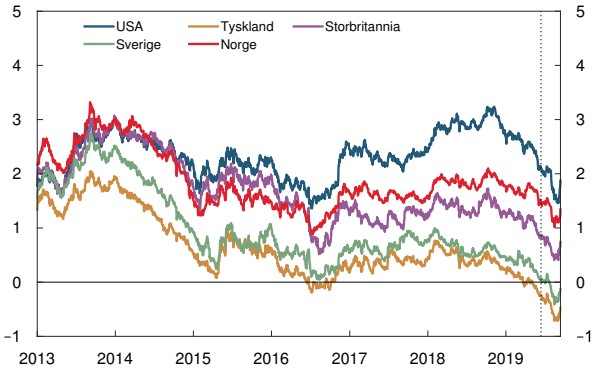
Usikkerhet knyttet til handelskonfliktene og Storbritannias forhold til EU demper vekstutsiktene for våre handelspartnere, særlig gjennom lavere investeringsvilje hos bedriftene, se figur 2.6. Usikkerheten og risikoen for tilbakeslag internasjonalt gjenspeiles i markedsrenter og råvarepriser som vi legger til grunn for anslagene i denne rapporten. Anslagene for BNP-veksten i 2019 og 2020 er lavere enn i junirapporten.

De økonomiske konsekvensene dersom Storbritannia forlater EU uten en utmeldingsavtale er svært usikre, se omtale i ramme på side 17. Vi bygger våre anslag på at Storbritannia ikke forlater EU uten en avtale, men vi ser likevel for oss at veksten i Storbritannia dempes i flere år fremover. Utviklingen i handelskonfliktene i tiden fremover er også forbundet med stor usikkerhet. Det er ikke utsikter til en snarlig løsning på konflikten mellom USA og Kina, og våre anslag bygger på at usikkerheten varer ved. Som en teknisk forutsetning har vi ikke lagt til grunn konkrete tiltak utover de tollsatser og restriksjoner som allerede er innført. Ekspansiv pengepolitikk bidrar positivt til veksten i flere land, mens finanspolitikken anslås å være nøytral fra neste år. Vi venter at BNP-veksten hos handelspartnerne etter hvert øker litt i tråd med at investeringsviljen tar seg opp igjen, se tabell 1 i vedlegget. Importveksten hos våre viktigste handelspartnere har avtatt i første halvår i år, blant annet som følge av lav vekst i investeringene. Anslagene for importveksten hos handelspartnerne er lavere enn i junirapporten, se figur 2.7. Økningen i globale petroleumsinvesteringer kan bli mer moderat enn tidligere antatt.

Utsikter til litt lavere lønnsvekst

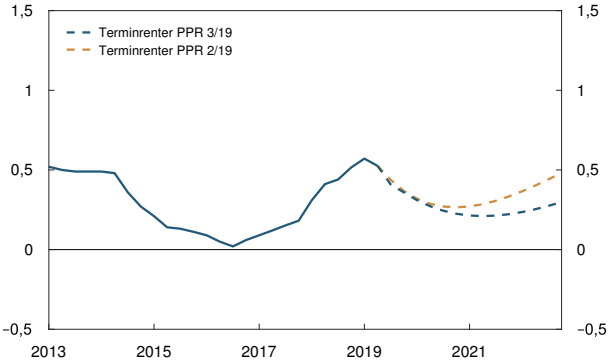
Den underliggende konsumprisveksten hos handelspartnerne har holdt seg stabil i underkant av 1,5 prosent siden starten av 2017, se figur 2.8, og har siden junirapporten vært om lag som ventet. Vi anslår at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten vil øke litt de nærmeste par årene som følge av at kapasitetsutnyttingen har økt, se tabell 2 i vedlegget. Anslagene er litt lavere enn i forrige rapport på grunn av svakere vekstutsikter. Analysene i denne rapporten bygger på informasjon frem til og med 13. september. Da var spot- og terminprisene på olje om lag som ved forrige rapport (figur 1.4). Oljeprisen er omtalt i en ramme på side 16.

Figur 2.3 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land.
Prosent. 2. januar 2013 – 13. september 2019[1)]



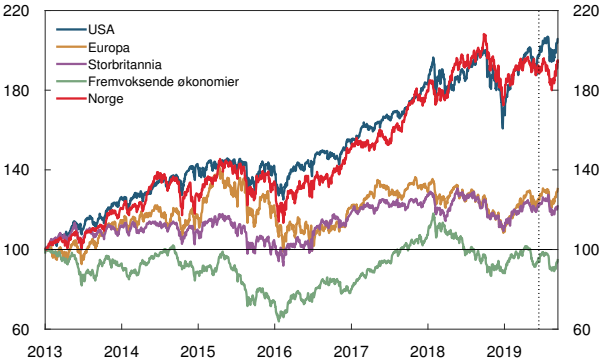
1) PPR 2/19 var basert på informasjon til og med 14. juni 2019, markert ved vertikal linje.
Kilde: Bloomberg

Figur 2.4 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.[1)]
Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[2)]



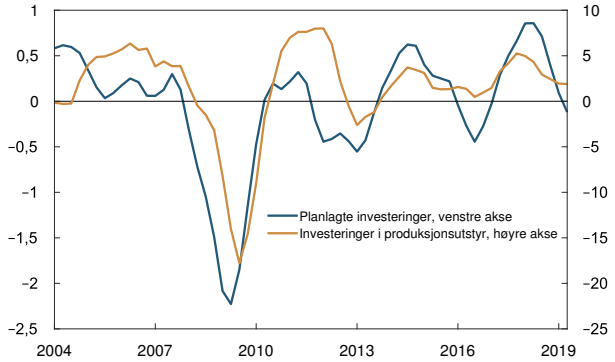
1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter». *Norges Bank Memo* 2/2015.
2) Terminrenter beregnet per 14. juni for PPR 2/19 og per 13. september for PPR 3/19.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.5 Aksjekursindekser i utvalgte land.[1)]
Indeks. 2. januar 2013 = 100. 2. januar 2013 – 13. september 2019[2)]



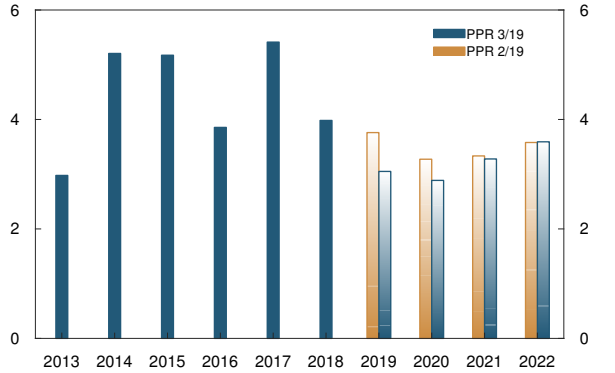
1) Standard and Poor's 500 Index (USA). Euro Stoxx 50 Index (Europa). Financial Times Stock Exchange 100 Index (Storbritannia). MSCI Emerging Markets Index (fremvoksende økonomier). Oslo Børs Benchmark Index (Norge). **2)** PPR 2/19 var basert på informasjon til og med 14. juni 2019, markert ved vertikal linje.
Kilde: Bloomberg

Figur 2.6 Planlagte investeringer[1] og investeringer i produksjonsutstyr[2] i utvalgte land[3]. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2019



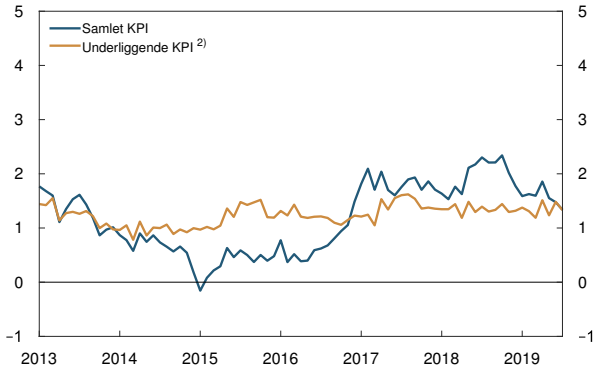
1) Spørreundersøkelser fra respektive land. Normalisert. Tre kvartalers glidende gjennomsnitt.
2) Vekst tre kvartaler over foregående tre kvartaler. Prosent. **3)** BNP-vekter. USA, euroområdet og Japan.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Import hos handelspartnerne.[1] Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[2]



1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.8 Konsumpriser i utvalgte land.[1]
Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2013 – juli 2019



1) Importvekter. USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige. **2)** USA: utenom mat og energi. Storbritannia og euroområdet: utenom mat, tobakk, alkohol og energi. Sverige: utenom energi.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Prisveksten på konsumvarer Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, økte markert gjennom 2018. Prisveksten har holdt seg oppe så langt i år og har vært høyere enn anslått i junirapporten, særlig for klær og sko og biler. Anslagene er oppjustert for i år og neste år, se tabell 2 i vedlegget.

Nedsiderisikoer dominerer fortsatt

Det er betydelig usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. Dette gjenspeiles i flere usikkerhetsindikatorer, se figur 2.9. Dersom handelskonfliktene trappes ytterligere opp, kan veksten hos våre handelspartnere bli lavere enn anslått. Dersom Storbritannia forlater EU uten en utmeldingsavtale, vil trolig veksten i Europa bli lavere enn vi har lagt til grunn, se rammen på side 17. På den annen side kan den økonomiske veksten bli sterkere enn vi anslår, blant annet dersom USA og Kina blir enige om en handelsavtale eller de politiske prosessene i Europa raskt avklares. Et markert fall i globale vekstforventninger eller en ytterligere vekst i amerikansk oljeproduksjon kan bidra til at oljeprisen faller mer enn terminprisene indikerer.

2.2 LAND OG REGIONER

Avtakende vekst i USA

I amerikansk økonomi har veksten avtatt. I andre kvartal var veksten likevel høyere enn ventet, særlig på grunn av god vekst i privat konsum. Sysselsettingsveksten har avtatt noe så langt i år. Arbeidsledigheten er fremdeles på et lavt nivå, og lønnsveksten har holdt seg i overkant av tre prosent.

Den amerikanske sentralbanken satte ned styringsrenten med 0,25 prosentenheter i juli på bakgrunn av usikkerhet knyttet til handelspolitikken og bekymring for at svakere global vekst kan dempe veksten i amerikansk økonomi. Samtidig er inflasjonen lavere enn målet på 2 prosent. Markedsprisingen indikerer at sentralbanken vil sette ned renten ytterligere tre ganger innen sommeren 2020 (figur 1.3).

Vi venter at lavere renter og god utvikling i arbeidsmarkedet bidrar til at etterspørselen fra husholdningene holder seg oppe. Finanspolitikken anslås å være om lag nøytral fra og med neste år. De nye tollsatsene vil trolig få begrensede direkte effekter på BNP-veksten, men vi venter at usikkerhet knyttet til handelskonfliktene vil bidra til å dempe foretaksinvesteringene.

Vi venter at BNP-veksten avtar fra 2,2 prosent i år til 1,7 prosent årlig fra 2020. Vekstanslaget er litt nedjustert for 2019. Konsumprisveksten fremover ventes å bli litt høyere enn tidligere lagt til grunn som følge av økt toll på import av konsumvarer fra Kina.

Svakere vekstutsikter i euroområdet

Den økonomiske veksten i euroområdet har avtatt markert siden konjunkturtoppen i 2017. Veksten i andre kvartal var litt lavere enn ventet i junirapporten. Aktivitetsindikatorer for industrisektoren har falt, mens de holder seg bedre oppe for tjenestesektoren, se figur 2.10. Arbeidsledigheten har avtatt videre og er på det laveste nivået siden 2008. Kapasitetsutnyttingen for euroområdet samlet anslås å være nær et normalt nivå.

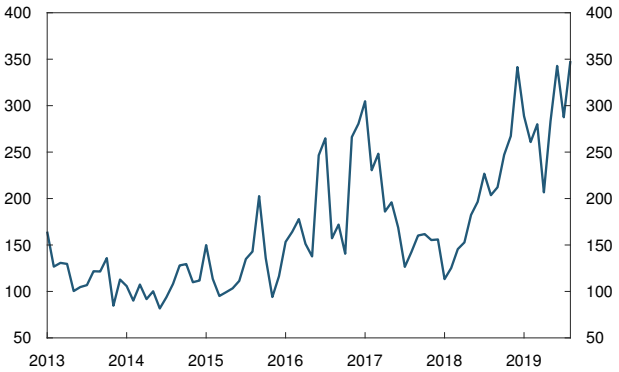
Den europeiske sentralbanken har kommet med nye pengepolitiske lettelser. Styringsrenten er satt ned og sentralbanken har signalisert at den vil holdes på dagens nivå eller lavere inntil inflasjonsutsiktene på mellomlangsikt konvergerer mot et nivå tilstrekkelig nært inflasjonsmålet. Programmet for aktivakjøp startes opp igjen.

Vekstanslagene er nedjustert til litt over 1 prosent årlig for både 2019 og 2020. Investeringsveksten dempes trolig som følge av fortsatt stor usikkerhet blant annet knyttet til handelskonfliktene og Storbritannias utmelding fra EU. Fra 2021 venter vi at usikkerheten avtar, og at investeringsviljen bedres. Dette, sammen med fortsatt god utvikling i privat konsum, ventes å løfte veksten til om lag 1,5 prosent mot slutten av prognoseperioden. Underliggende inflasjon ventes å øke noe fremover som følge av at lønnsveksten har tatt seg opp.

Handelskonflikter demper veksten i Asia

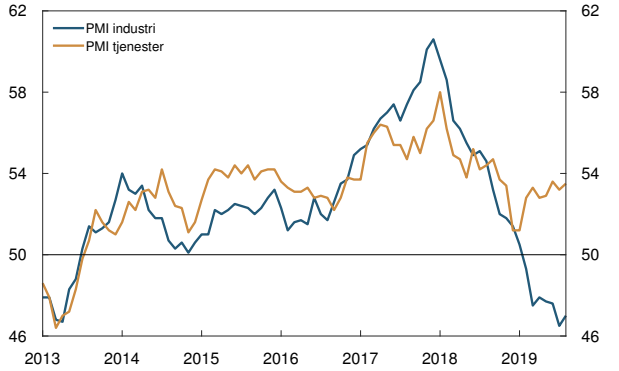
I Kina har BNP-veksten avtatt de siste årene. Vi ser tegn til at handelskonflikten med USA får stadig større negative effekter, men ekspansiv penge- og finanspolitikk har bidratt positivt til veksten. BNP-veksten anslås å avta fra 6 prosent i år til 5,6 prosent i 2022. Anslagene er litt lavere enn i junirapporten. Økt toll og øvrige restriksjoner har særlig bidratt til å dempe handelsstrømmene mellom USA og Kina, men øvrige asiatiske land er også påvirket, se figur 2.11. Anslagene for BNP-veksten hos våre handelspartnere i Asia er nedjustert både i år og neste år som følge av handelskonfliktene.

Figur 2.9 Global økonomisk-politisk usikkerhet.[1)]
Indeks.[2)] Januar 2013 – august 2019



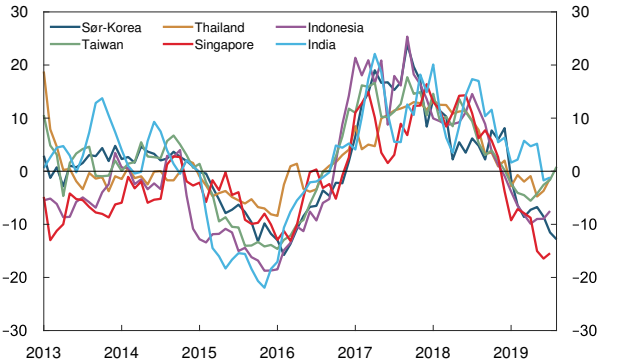
1) Indikator som måler forekomsten av ordet "usikkerhet" i forbindelse med "økonomi" og "politikk" i avisartikler. **2)** Vektet etter PPP-justert BNP. Stigende kurve indikerer større usikkerhet.
Kilde: policyuncertainty.com

Figur 2.10 PMI i euroområdet.
Sesongjustert. Indeks.[1)] Januar 2013 – august 2019



1) Spørreundersøkelse blant innkjøpssjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.11 Eksport i utvalgte asiatiske økonomier.[1)]
Tolvmånedersvekst.[2)] Prosent. Januar 2013 – august 2019[3)]



1) Singapore: innenlandsk eksport uten olje. Taiwan: uten re-eksport. **2)** Tremåneders glidende snitt.
3) Siste observasjon er august 2019 for Sør-Korea og Taiwan, juli 2019 for de resterende landene.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Analysene i denne rapporten bygger på informasjon frem til og med 13. september. Spotprisen på olje var da rundt 60 dollar per fat, nær nivået i juni. Veksten i globalt oljeforbruk har vært lav de siste månedene, og svakere utsikter for verdensøkonomien kan føre til lavere vekst i globalt oljeforbruk også fremover. Forhold på tilbudssiden i oljemarkedet har imidlertid bidratt til å holde oljeprisen oppe. Landene i OPEC+ besluttet i begynnelsen av juli å videreføre produksjonskuttene fra første halvår 2019 til og med første kvartal 2020. Produksjonen i Iran, Libya og Venezuela har falt videre.

Til tross for betydelig nedgang i produksjonen i OPEC+ i første halvår 2019, har oljelagrene i OECD-landene økt litt de siste månedene, se figur 2.A. Fortsetter landene i OPEC+ å holde igjen på produksjonen, indikerer anslag fra det internasjonale energibyrået (IEA) at oljelagrene i OECD-landene kan falle gjennom andre halvår 2019. For første halvår 2020 indikerer imidlertid IEAs anslag at oljelagrene igjen kan øke med mindre OPEC+ kutter ytterligere i produksjonen fra dagens nivå. Landene i OPEC+ skal etter planen møtes i desember 2019 for å vurdere utsiktene for oljemarkedet i første halvår 2020.

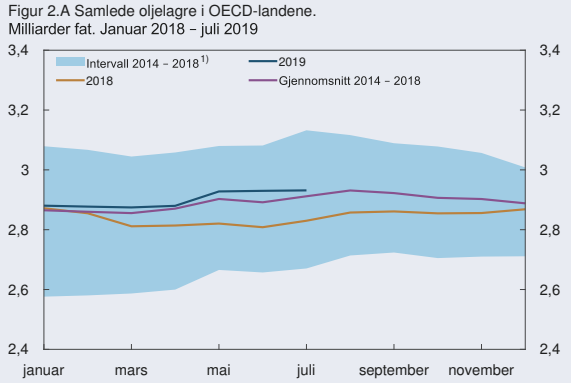
Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.4). Terminprisen ved utgangen av 2022 var 13. september 56 dollar per fat. Det er om lag som lagt til grunn i juni.

Prisen kan falle mer enn terminprisene indikerer hvis veksten i verdensøkonomien blir lavere enn ventet. Særlig gjelder det hvis veksten i fremvoksende økonomier som Kina og India avtar mer enn ventet. Over tid kan også veksten i oljeforbruket dempes som følge av økt energieffektivisering og vridning mot nye energikilder med sikte på å nå de langsiktige klimamålene i Paris-avtalen. Skulle anslagene for veksten i oljeproduksjonen utenfor OPEC ytterligere oppjusteres, vil også det kunne presse oljeprisen ned.

På den annen side kan prisen øke hvis USAs sanksjoner mot Iran og Venezuela fører til ytterligere nedgang i oljeeksporten fra disse landene. Uroen i Midtøsten kan også føre til at prisen blir høyere enn lagt til grunn.

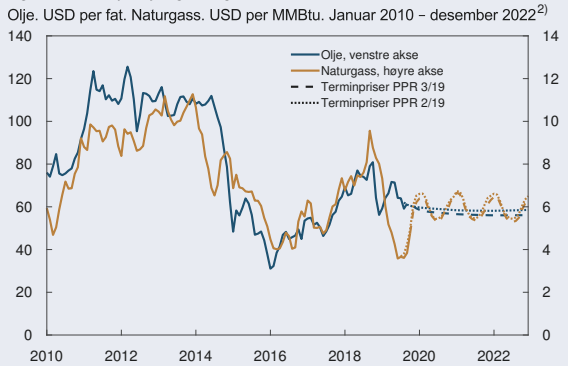
Prisen på europeisk gass er om lag som i juni. Frem til begynnelsen av september falt prisene, se figur 2.B. Gasslagrene i Nordvest-Europa fortsatte å øke, blant annet som følge av god tilgang på flytende gass (LNG). I tillegg kan svakere økonomisk utvikling ha rammet gassforbruket. Den siste tiden har imidlertid prisene økt. Det kan ses i sammenheng med at produksjonen ved Groningen-gassfeltet i Nederland ventes å falle mye. Russisk gasseksport til Europa kan dessuten bli lavere fremover. Redusert kjernekraftproduksjonen i Frankrike kan i tillegg understøtte europeisk gassforbruk i den kommende tiden. Vi legger til grunn at gassprisene utvikler seg i tråd med terminprisene. Både terminprisene for europeisk gass og for LNG i Asia indikerer høyere priser fremover, om lag som i juni.

Figur 2.A Samlede oljelagre i OECD-landene.
Milliarder fat. Januar 2018 – juli 2019



1) Intervall mellom høyeste og laveste nivå for gitt måned i perioden 2014 – 2018.
Kilder: International Energy Agency og Norges Bank

Figur 2.B Priser på olje og naturgass 1).
Olje. USD per fat. Naturgass. USD per MMBtu. Januar 2010 – desember 2022 2)



1) Verdivektet gjennomsnitt av priser på naturgass i Nederland og Storbritannia. 2) Terminpriser per 14. juni 2019 for PPR 2/19 og per 13. september 2019 for PPR 3/19.
Kilder: Norsk Petroleum, Thomson Reuters og Norges Bank

KONSEKVENSER AV BRITISK EU-UTMELDING UTEN AVTALE

Usikkerheten knyttet til Storbritannias utmelding av EU er fremdeles høy. Dersom Storbritannia forlater EU uten en utmeldingsavtale, vil handel mellom de to partene underlegges WTO-regler. Det innebærer blant annet at varer må tollklareres, og at det må inndrives merverdiavgift ved grensekryssende handel. Storbritannia vil heller ikke lenger være omfattet av handelsavtalene EU har inngått med tredjeland.[1] Manglende infrastruktur innebærer at behovet for grensekontroll kan skape problemer og forsinkelser ved inn- og utførsel av varer. Indirekte handelskostnader vil også øke, blant annet som følge av forskjeller i tekniske reguleringer og produktstandarder. Finansielle aktører og andre vil miste den automatiske retten til å selge tjenester fra Storbritannia til alle land i EØS-området. En utgang av EU uten avtale kan også gi markerte utslag i finansmarkedene.

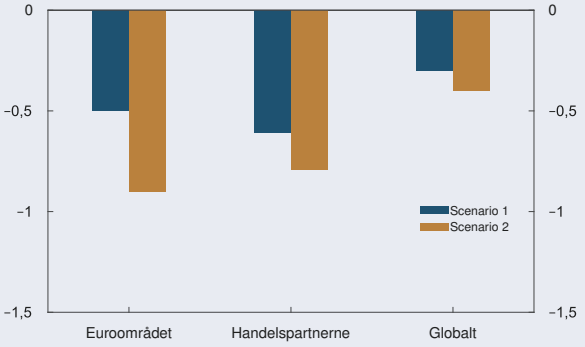
De økonomiske konsekvensene er usikre. Virkningene vil være desidert størst for Storbritannia selv. Ifølge beregninger fra IMF vil britisk BNP kunne bli rundt 3,5 prosent lavere i løpet av tre år sammenlignet med en situasjon der Storbritannia forlater EU med en avtale.[2] Dette er i tråd med anslag fra andre institusjoner.

Et slikt utfall vil gi globale ringvirkninger gjennom lavere etterspørsel fra Storbritannia og økte handelskostnader. Andre land vil også kunne rammes indirekte som følge av økt usikkerhet og en tilstramming av finansielle forhold. For å illustrere de mulige effektene har vi benyttet en prognosemodell som er egnet til å analysere ringvirkninger fra forstyrrelser i én region til andre regioner og til råvarepriser.[3] Vi ser på to ulike scenarioer. I Scenario 1 ser vi på ringvirkningene fra lavere etterspørsel i Storbritannia. I Scenario 2 blir det i tillegg en markert tilstramming av finansielle forhold i euroområdet.

Modellresultatene viser at ringvirkningene er klart størst til europeiske land, mens effektene i andre regioner og på globalt BNP er moderate, se figur 2.C. I 2022 vil BNP i euroområdet kunne bli om lag 0,5 prosent lavere enn i referansebanen som følge av etterspørselseffektene fra lavere vekst i Storbritannia. Dersom vi i tillegg får økt usikkerhet og en markert tilstramming i finansielle forhold i euroområdet, vil BNP kunne bli i underkant av 1 prosent lavere. For Norges handelspartnere vil BNP i disse scenariene bli mellom 0,6 og 0,8 prosent

1 Storbritannia har forberedt midlertidige tiltak som gjør at 87 prosent av landets import vil bli unntatt toll de første 12 månedene etter en eventuell utgang av EU uten uttredelsesavtale. Det har også kommet på plass midlertidige avtaler for en del finansielle tjenester. Disse tiltakene er hensynstatt i analysene.
2 IMF World Economic Outlook, April 2019
3 Vi har benyttet Global Projection Model (GPM) til å beregne scenarioene. GPM er en global, kvartalsvis prognosemodell der 10 regioner og råvarepriser inngår. For hver region er det et sett med ligninger som beskriver forholdet mellom produksjon, inflasjon, rente og valutakurs. Modellen tar hensyn til endringer i ekstern etterspørsel og finansielle forhold og utgjør et strukturelt, globalt modellrammeverk som er egnet til å analysere ringvirkninger på tvers av regioner.

Figur 2.C Ringvirkninger i euroområdet, hos handelspartnerne[1)] og globalt[2)] dersom Storbritannia forlater EU uten en avtale.
Prosentvis endring i BNP i 2022. Sammenlignet med referansebane i PPR 3/19



1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere. **2)** BNP-vekter.
Kilde: Norges Bank

lavere. Til sammenligning får vi en nedgang i globalt BNP på mellom 0,2 og 0,4 prosent. Prisen på olje og andre råvarer avtar noe, men holdes oppe av fortsatt god vekst i USA og i store fremvoksende økonomier.

Scenariene reflekterer ikke alle effektene av Storbritannias utmeldelse av EU. Blant annet er det ikke tatt hensyn til endringer i kapitalflyt eller forstyrrelser av produksjonskjeder som involverer flere land. I tillegg er omfanget og konsekvensene av økte indirekte handelskostnader og endringer i finansielle forhold svært usikre.

I begge scenariene legger vi til grunn at de fleste land vil reagere med mer ekspansiv pengepolitikk. I land med begrenset handlingsrom i rentesettingen kan effektene av lettelser i pengepolitikken nå være mindre enn i en normal situasjon. I så fall kan de negative effektene på vekst og inflasjon bli større. Vi har ikke lagt til grunn at finanspolitikken brukes aktivt for å stabilisere økonomien. Mer ekspansiv finanspolitikk vil kunne bidra til å dempe de negative effektene både i Storbritannia og i andre land.

Konsekvenser for Norge

Storbritannia er Norges viktigste handelspartner målt etter eksportverdi. Rundt 1/5 av den samlede eksporten vår går til Storbritannia. To tredeler av dette er råolje og naturgass. Ser vi bort fra olje og gass, er Norges tjenesteeksport til Storbritannia større enn vareeksporten. Storbritannia er både det landet vi selger mest tjenester til og kjøper mest tjenester fra. En betydelig del av tjenestehandelen med britene er knyttet til oljevirksomheten på norsk og britisk sokkel.

Rammevilkårene for handelen med britene bygger på at Storbritannia er medlem av EU. Norske og britiske myndigheter har kommet til enighet om avtaler som legger til rette for at handelen med varer i stor grad vil kunne fungere som i dag også ved en britisk EU-utmelding uten en avtale. Disse avtalene skal kunne tre i kraft raskt etter en utmeldelse, men de hindrer ikke at det kan oppstå vesentlige forsinkelser når varene skal føres inn i Storbritannia.

Det er mer usikkert hvordan vilkårene for handelen med tjenester vil påvirkes. Det må ses i lys av at EUs indre marked legger godt til rette for grensekryssende handel med tjenester.

En britisk uttreden av EU uten avtale vil ha negative konsekvenser for norsk økonomi. Svakere vekst hos våre viktigste handelspartnere vil redusere etterspørselen for norske eksportbedrifter, og en noe lavere oljepris kan trekke ned investeringene i oljevirksomheten både på norsk sokkel og internasjonalt. Det vil trekke ned aktiviteten i norske bedrifter som har spesialisert seg på leveranser til oljevirksomheten.

Utslagene her hjemme vil avhenge av hvor mye aktiviteten hos våre handelspartnere reduseres, hvordan utslagene i finansmarkedene blir og hvor mye usikkerhet en slik utvikling skaper. Dersom kronekursen samtidig svekker seg, kan det bidra til å dempe utslagene på norsk økonomi.

3 Finansielle forhold

Boliglånsrenten har steget gradvis det siste året, men mindre enn styringsrenten. Vi venter at boliglånsrenten stiger litt videre i år og neste år, og at den vil være om lag 3,2 prosent i slutten av 2020. Kronen har svekket seg og er svakere enn vi anslo i forrige rapport. Vi venter at kronen holder seg svak også i årene fremover.

3.1 UTLÅNSRENTER OG MARKEDSRENTER

Høyere utlånsrente

Den gjennomsnittlige boliglånsrenten var 2,7 prosent ved utgangen av andre kvartal, se figur 3.1. Utviklingen i listepriser for renter på bankenes utlån gjennom sommeren indikerer at boliglånsrenten vil bli om lag 2,9 prosent ved utgangen av tredje kvartal. Mens styringsrenten har blitt hevet med til sammen 0,75 prosentenheter fra september i fjor til juni i år, ser det ut til at den samlede økningen i boliglånsrenten vil være om lag 0,5 prosentenheter frem til utgangen av tredje kvartal. Gjennomslaget fra styringsrenten til boliglånsrenten er lavere enn ventet.

Bankenes innskuddsrenter økte mindre enn pengemarkedsrenten gjennom andre kvartal og frem til juli. Flere banker har samtidig rapportert om sterk konkurranse i markedet for utlån til bolig. Disse forholdene kan ha dempet oppgangen i utlånsrenten.

Fremover venter vi at bankenes utlånsrenter følger utviklingen i styringsrenten, med et etterslep. Vi venter at boliglånsrenten stiger litt videre i år og neste år, og at den vil være om lag 3,2 prosent i slutten av 2020.

Bankenes utlånsrenter til foretak var i juli om lag 0,5 prosentenheter høyere enn før hevingen av styringsrenten i september i fjor.

Økt pengemarkedsrente

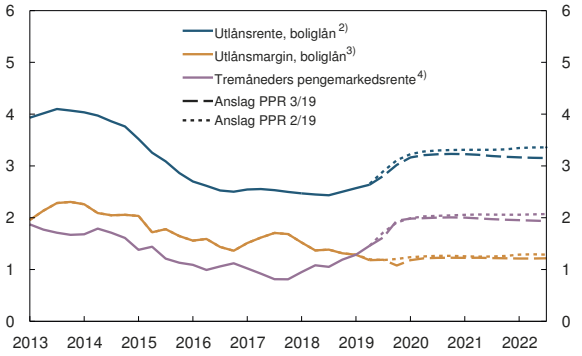
Utlånsrentene til husholdninger og foretak avhenger over tid av bankenes finansieringskostnader, som bestemmes både av renten på innskudd og av renten på markedsfinansiering.

PENGEPOLITIKKEN SIDEN JUNI

På rentemøtet 19. juni ble styringsrenten hevet fra 1 til 1,25 prosent. Analysene i junirapporten tilsa at renten ville heves igjen i løpet av året. Rentebanen var i underkant av 1,75 prosent ved utgangen av 2022. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å holde seg nær målet, samtidig som arbeidsledigheten ville holde seg lav.

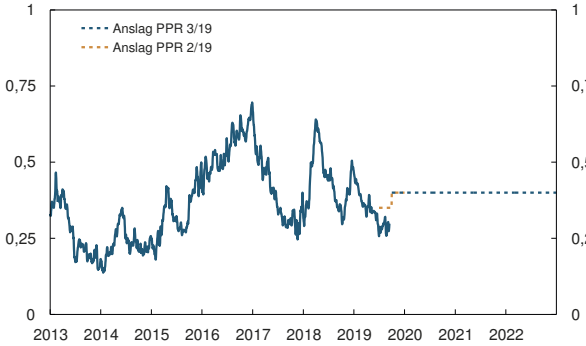
På rentemøtet 14. august ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene fra junirapporten. Oppgangen i norsk økonomi hadde fortsatt om lag som lagt til grunn, mens den underliggende prisveksten hadde vært litt lavere enn anslått. Vekstutsiktene for Norges handelspartnere syntes å være litt svakere enn lagt til grunn. Kronen hadde svekket seg markert. Hovedstyrets vurdering var at renteutsiktene for den nærmeste tiden var lite endret siden junirapporten. Risikobildet internasjonalt ga økt usikkerhet om renteutviklingen fremover. Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 1,25 prosent.

Figur 3.1 Renter. Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2022[1)]



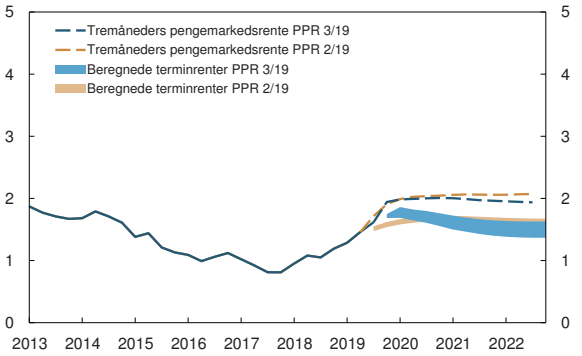
1) Anslag for 3. kv. 2019 – 3. kv. 2022. **2)** Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger for utvalget av banker og kredittforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk. **3)** Differansen mellom boliglånsrenten og tremåneders pengemarkedsrente. **4)** Anslagene er beregnet som tokvartalers glidende gjennomsnitt av styringsrenten pluss anslag på pengemarkedspåslaget.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.2 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.[1)] Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2013 – 31. desember 2022[2)]



1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
2) Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.3 Tremåneders pengemarkedsrente[1)] og beregnede terminrenter[2)]. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[3)]



1) Anslagene for pengemarkedsrenten er beregnet som tokvartalers glidende gjennomsnitt av styringsrenten pluss anslag på pengemarkedspåslaget. **2)** Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Oransje og blå intervall viser høyeste og laveste rente i henholdsvis perioden 3. juni – 14. juni 2019 (PPR 2/19) og perioden 2. september – 13. september 2019 (PPR 3/19). **3)** Anslag for 3. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (terminrenter).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

For markedsfinansiering betaler bankene pengemarkedsrenten Nibor pluss et risikopåslag. Risikopåslaget fastsettes ved utstedelse av obligasjoner. Siden forrige rapport har det kun vært små endringer i risikopåslaget, mens tremåneders Nibor har steget noe gjennom den samme perioden og trukket opp prisen på bankenes markedsfinansiering.

Nibor bestemmes av markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og av et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget. Forventninger om renteheving ved rentemøtet i september har trukket opp Nibor med om lag 0,1 prosentenheter gjennom sommeren etter hvert som rentemøtet har kommet nærmere i tid. Pengemarkedspåslaget, slik vi beregner det, er samlet sett lite endret siden juni, se figur 3.2. Så langt i tredje kvartal har påslaget i gjennomsnitt vært om lag 0,3 prosentenheter. Markedet priser inn et noe høyere pengemarkedspåslag i dollar fremover, noe som kan tilsi høyere påslag også i Nibor. Vi anslår at pengemarkedspåslaget vil stige litt det neste kvartalet for så å bli liggende rundt 0,4 prosentenheter de neste årene.

Endringer i markedsrentene hos våre handelspartnere har ført til store svingninger i fremtidige norske pengemarkedsrenter de siste månedene. Samlet er fremtidige norske pengemarkedsrenter nå noe høyere enn ved forrige rapport, men markedet priser fortsatt inn en noe lavere styringsrente enn vår prognose, se figur 3.3.

Også langsiktige renter har svingt mye de siste månedene som følge av endringer i rentene ute, men er nå lite endret fra forrige rapport, se figur 3.4. De langsiktige rentene har betydning for husholdninger som ønsker å binde renten på sine lån. Andelen husholdninger med rentebinding er lav, slik at boliglånsrenten samlet sett er lite påvirket av endringer i renten på bankenes utlån til fast rente.

3.2 KRONEKURSEN

Kronekursen svakere enn anslått

Kronen, målt mot den importveide kursindeksen I-44, har svekket seg med om lag 2 prosent siden forrige rapport, se figur 3.5. Kronen svekket seg markert i begynnelsen av august da handelskonflikten mellom

Kina og USA tilspisset seg. Rentedifferansen mot handelspartnerne har økt siden forrige rapport, noe som isolert sett skulle tilsi en sterkere krone. Kronen er svakere enn vi la til grunn i juni.

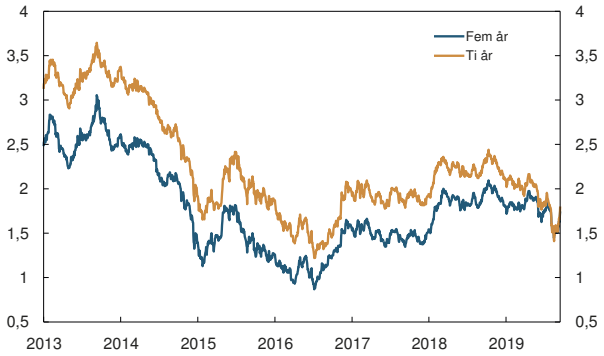
Over noe tid har kronen utviklet seg svakere enn vi har anslått i våre rapporter. Det kan ha sammenheng med økt usikkerhet internasjonalt[1], som kan ha bidratt til en høyere risikopremie på norske kroner og andre valutaer med begrenset likviditet. Utsikter til en avdemping av aktiviteten i oljenæringene og usikkerhet omkring omstillingsbehovet i norsk økonomi kan også ha bidratt til at kronen har holdt seg svak.

Vi legger til grunn at forholdene som har bidratt til svekkelsen av kronen, vil bidra til at kronen holder seg svak også i årene fremover. Vi venter likevel at risikopremien reduseres noe. Sammen med utsikter til at rentedifferansen mot våre handelspartnere øker, se figur 3.6, tilsier det en styrking av kronen det nærmeste året. Anslagene for kronekursen er svakere enn i forrige rapport.

En svakere krone enn tidligere lagt til grunn gir en bedre kostnadsmessig konkurranseevne for norske bedrifter og trekker i retning av økt nettoeksport. Svakere krone bidrar også til høyere inflasjon gjennom at importen av varer og tjenester blir dyrere.

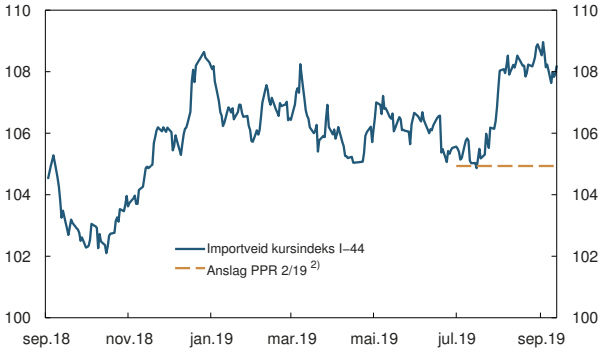
Kronekursen kan utvikle seg annerledes enn vi anslår. Et økende rentenivå relativt til våre handelspartnere kan føre til at kursen styrker seg mer enn vi ser for oss. Avtar usikkerheten internasjonalt, kan også kronen styrke seg raskere enn vi anslår. På den annen side kan vi ikke utelukke at kurssvekkelsen er mer varig, og at kronen vil holde seg svakere enn vi legger til grunn.

Figur 3.4 Fem- og tiårs swaprenter. Prosent.
1. januar 2013 –13. september 2019



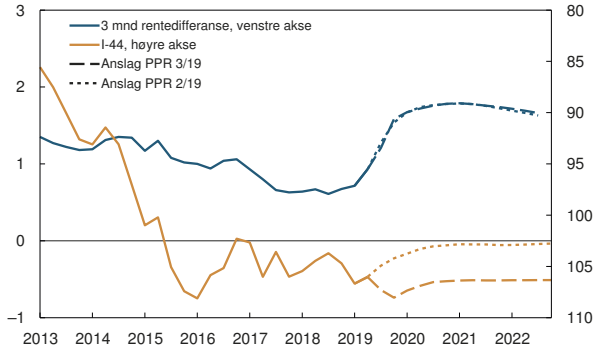
Kilde: Bloomberg

Figur 3.5 Importveid valutakursindeks (I–44).[1)]
1. september 2018 – 13. september 2019



1) Stigende kurve indikerer svakere kronekurs. **2)** Anslag for gjennomsnitt i 3. kvartal 2019.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.6 Importveid valutakursindeks (I-44).[1)] Differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge[2)] og hos handelspartnerne[3)].
Prosentenheter.1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[4)]



1) Stigende kurve indikerer sterkere kronekurs. **2)** Anslagene for pengemarkedsrenten er beregnet som tokvartalers glidende gjennomsnitt av styringsrenten pluss anslag på pengemarkedspåslaget.
3) Terminrenter for handelspartnerne beregnet per 14. juni 2019 (PPR 2/19) og per 13. september 2019 (PPR 3/19). Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter». *Norges Bank Memo* 2/2015. **4)** Anslag for 3. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (I-44).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

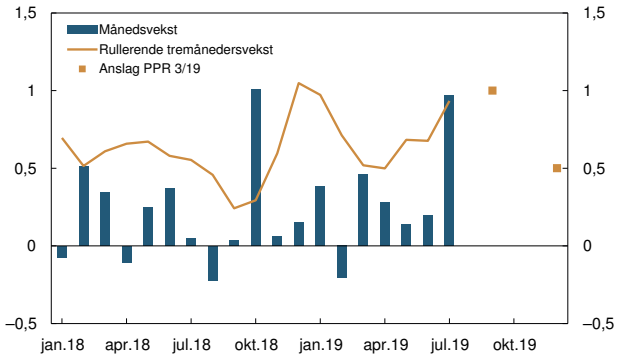
1 Se Akram, Q.F. «Oil price drivers, geopolitical uncertainty and oil exporters' currencies». *Working Paper* 15/2019. Norges Bank.

4 Norsk økonomi

Det har vært god vekst i norsk økonomi de siste tre årene. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt. Kapasitetsutnyttingen ser ut til å være noe over et normalt nivå. Prisveksten er nær inflasjonsmålet.

Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge vil øke med 2,7 prosent i år. En markert oppgang i petroleumsinvesteringene bidrar til å løfte veksten i fastlandsøkonomien på kort sikt. Utover i prognoseperioden venter vi at investeringene på norsk sokkel faller. Sammen med mindre ekspansiv penge- og finanspolitikk her hjemme og svakere vekst ute bidrar det til at veksten i norsk økonomi avtar i årene fremover. Kapasitetsutnyttingen vil trolig øke litt den nærmeste tiden før den gradvis avtar mot et normalt nivå. Lønnsveksten ventes å øke i år og deretter endre seg lite. Vi anslår at prisveksten vil ligge litt over 2 prosent i årene fremover.

Figur 4.1 BNP for Fastlands–Norge. Sesongjustert. Prosent.
Månedsvekst og rullerende tremånedersvekst[1]. Januar 2018 – desember 2019[2]



1) Vekst siste tremånedersperiode sammenlignet med foregående tremånedersperiode. **2)** Anslag for september 2019 – desember 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

REGIONALT NETTVERK

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

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

4.1 PRODUKSJON OG ETTERSPØRSEL

Fortsatt oppgang i norsk økonomi

De siste tre årene har det vært god vekst i norsk økonomi. Oppgang internasjonalt, bedret kostnadsmessig konkurranseevne og høyere oljepris har bidratt til oppgangen. Lave renter har bidratt i samme retning.

I andre kvartal i år økte BNP for Fastlands-Norge med 0,7 prosent etter å ha vokst med 0,5 prosent i første kvartal. Ifølge månedlig nasjonalregnskap har veksten tiltatt ytterligere i juli. I tremånedersperioden fra mai til juli vokste fastlandsøkonomien med 0,9 prosent sammenlignet med de foregående tre månedene, se figur 4.1. Også bedriftene i vårt regionale nettverk melder at veksten samlet sett har holdt seg oppe gjennom sommeren, se figur 4.2. Det var særlig høy aktivitet i oljeleverandørnæringen, mens produksjonsveksten avtok i industrien og i bygge- og anleggsnæringen. For de neste seks månedene melder bedriftene i nettverket om utsikter til litt lavere vekst.

Den markerte oppgangen i juli tilsier at veksten i fastlandsøkonomien vil tilta litt fra andre til tredje kvartal. Deretter vil veksten trolig avta. Samlet er anslagene for andre halvår forenlig med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk og fremskrivingene i vårt system for sammenveiing av korttidsmodeller (SAM) (figur 1.5). Årsveksten for fastlandsøkonomien er anslått til 2,7 prosent i år.

Vekstbildet preges av utviklingen i petroleumsinvesteringene. Etter å ha falt kraftig fra 2013 til 2017 økte investeringene gjennom fjoråret, og vi venter en betydelig vekst i år (figur 1.11). Fremover vil investeringene trolig falle, se ramme på side 34.

For de neste årene legger vi til grunn at finanspolitikken vil virke svakt ekspansivt. Forutsetningene om finanspolitikken innebærer at veksten i den offentlige etterspørselen vil avta videre, se ramme på side 33. Svakere vekst i offentlig etterspørsel og mindre ekspansiv pengepolitikk er ventet å bidra til svakere vekst i fastlandsøkonomien. Lavere etterspørsel hos våre handelspartnere demper også vekstutsiktene noe, mens en svakere krone bidrar positivt til norsk økonomi. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for BNP for Fastlands-Norge lite endret (figur 1.10).

Stabil vekst i konsumet

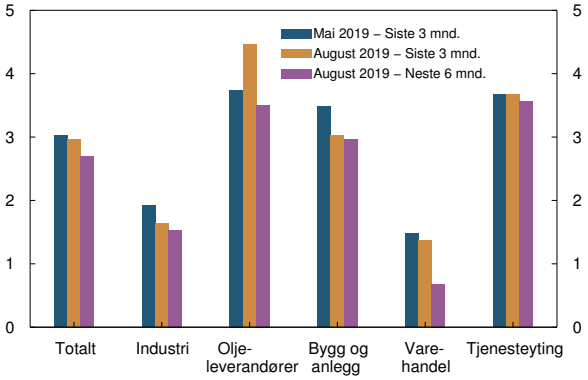
De siste årene har det vært god vekst i husholdningenes konsum. Det er særlig tjenestekonsumet som har økt, mens veksten i varekonsumet har vært moderat. Mål på forbrukertillit ligger nær sine historiske gjennomsnitt og er samlet sett lite endret siden forrige rapport, se figur 4.3.

I år og neste år venter vi at konsumet fortsetter å vokse, men noe mindre enn husholdningenes disponible realinntekt, se figur 4.4. Fremover venter vi at konsumveksten holder seg om lag uendret til tross for at utsiktene til lavere sysselsettingsvekst vil dempe realinntektsveksten. Høyere renter bidrar til at husholdningenes sparerate trolig øker litt fremover, se figur 4.5. Deretter venter vi at spareraten avtar mot et historisk gjennomsnitt.

Moderat vekst i boliginvesteringene

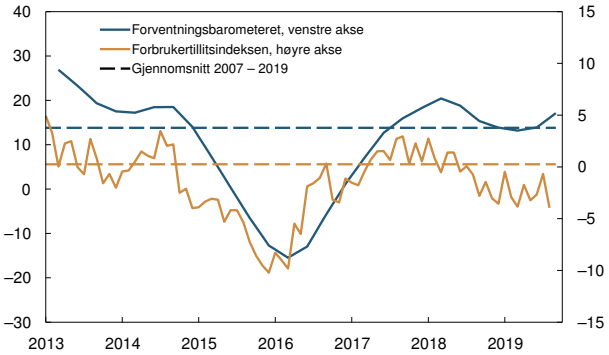
Etter å ha falt markert i andre halvdel av 2017 har boligprisene vokst moderat de siste to årene (figur 6.6). I august var tolvmånedersveksten i prisene 2,6 prosent. Omsetningen i bruktboligmarkedet er høy. Samtidig er beholdningen av usolgte boliger stor, og det fullføres mange nye boliger. Sammen med økte renter på boliglån vil det trolig bidra til å dempe prisveksten fremover. Fortsatt vekst i sysselsetting og lønn kan bidra i motsatt retning. Samlet venter vi moderat vekst i boligprisene i årene som kommer. Boligmarkedet er nærmere omtalt i kapittel 6.

Figur 4.2 Produksjonsvekst i ulike næringer ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



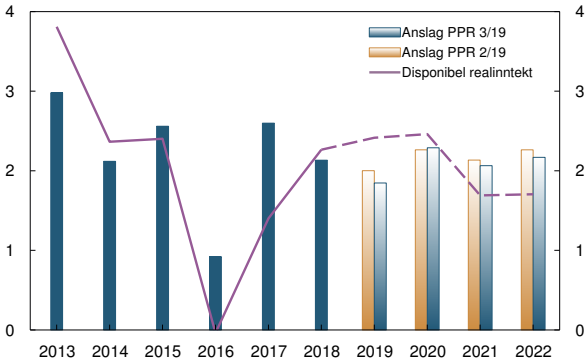
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 Forbrukertillit. Nettotall. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2019. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2013 – august 2019



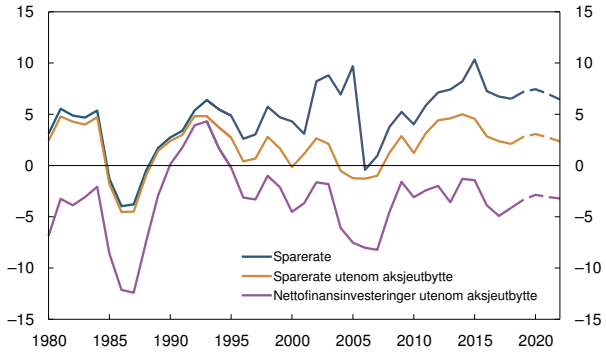
Kilder: ForbrukerMeteret™ fra Opinion, Kantar TNS og Norges Bank

Figur 4.4 Husholdningenes konsum[1] og disponibel realinntekt [2], [3]. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[4]



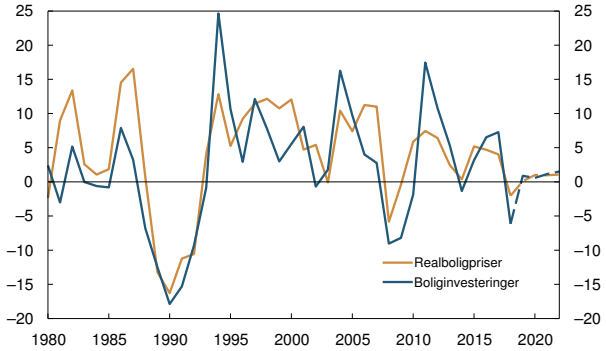
1) Virkedagskorrigert. **2)** Utenom aksjeutbytte. **3)** Inkluderer ideelle organisasjoner.
4) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1980 – 2022[1)]



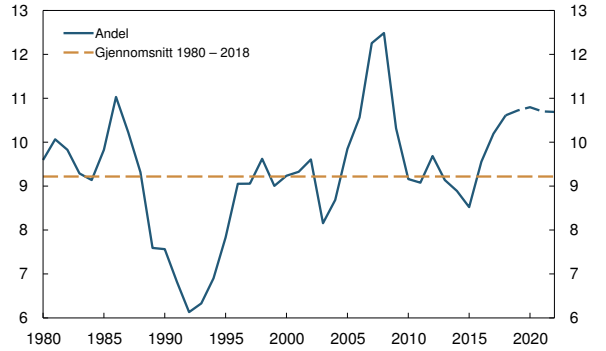
1) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.6 Boliginvesteringer[1)] og realboligpriser[2)]. Årsvekst. Prosent. 1980 – 2022[3)]



1) Virkedagskorrigert. **2)** Deflatert med KPI. **3)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norsk Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.7 Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge.[1)] Andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1980 – 2022[2)]



1) Virkedagskorrigert. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Boliginvesteringene har økt gradvis det siste året. Utviklingen i igangsettingen av nye boliger tilsier at oppgangen i boliginvesteringene vil fortsette de nærmeste kvartalene og bli litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Utover i prognoseperioden anslår vi nokså lav vekst i boliginvesteringene, i tråd med anslagene for realboligprisveksten, se figur 4.6.

Lavere vekst i foretaksinvesteringene

Foretaksinvesteringene økte markert fra 2015 til 2018. Investeringene som andel av BNP for Fastlands-Norge har kommet opp på et høyt nivå sammenlignet med et historisk gjennomsnitt, se figur 4.7.

Reviderte tall viser at oppgangen i foretaksinvesteringene i 2018 var sterkere enn tidligere beregnet. Vi legger til grunn at investeringene øker videre i år, men noe mindre enn de økte i fjor. De fleste næringer i Regionalt nettverk melder om utsikter til investeringsvekst den nærmeste tiden. Hittil er det få tegn til at usikkerheten om vekstutsiktene internasjonalt demper investeringsviljen blant kontaktene i nettverket. Ifølge investeringstellingen fra Statistisk sentralbyrå vil investeringene i industri og bergverk øke klart i år. Kraftinvesteringene ventes å avta som følge av at større investeringsprosjekter fullføres. Det bidrar til å dempe investeringsveksten, se figur 4.8.

For årene fremover venter vi at veksten i investeringene vil avta ytterligere. Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi synes å være noe over et normalt nivå. Det taler for fortsatt vekst i foretaksinvesteringene. På den annen side kan høye foretaksinvesteringer de siste årene ha redusert behovet for ytterligere investeringer.

Eksporten øker videre

Etter et markert fall i 2016 har veksten i fastlandseksporten tiltatt de siste par årene, se figur 4.9. Nasjonalregnskapstall viser sterk eksportvekst i første halvdel av 2019. Veksten var særlig sterk blant oljeleverandører, drevet av god etterspørsel fra global oljesektor. Den svake kronen bedrer den kostnadsmessige konkurranseevnen for norske bedrifter. Bedriftene i Regionalt nettverk melder om fortsatt god vekst i eksporten til tross for økt usikkerhet om vekstutsiktene internasjonalt og svakere vekst hos våre handelspartnere. Neste år venter vi at eksportveksten vil avta som følge av svakere vekst i

norske eksportmarkeder, for deretter å tilta i takt med at etterspørselen ute tar seg opp.

Vi venter at den sterke veksten i oljeinvesteringene vil bidra til en markert oppgang i importen i år. Lenger frem tilsier lavere vekst i fastlandsinvesteringene og nedgang i oljeinvesteringene at importen vil vokse saktere. Vi anslår en relativt beskjeden effekt av svakere kronekurs på importaktiviteten, i tråd med historiske sammenhenger.[1]

Anslagene er usikre

Vi legger til grunn at investeringsveksten i fastlandsøkonomien og på norsk sokkel vil avta. Med god lønnsomhet i oljesektoren, kapasitetsutnytting over et normalt nivå, god tilgang på finansiering og fortsatt optimisme kan vi likevel ikke utelukke at investeringene holder seg oppe lenger enn anslått. På den annen side kan den betydelige usikkerheten internasjonalt gi lavere vekst hos våre handelspartnere enn vi har lagt til grunn. Det vil i så fall kunne føre til lavere vekst i eksporten. Prosessen rundt Storbritannias utmelding fra EU og utviklingen i pågående handelskonflikter kan føre til større forstyrrelser i internasjonal handel og i globale finansmarkeder enn vi nå legger til grunn. Storbritannias utmelding fra EU er nærmere omtalt i ramme på side 17.

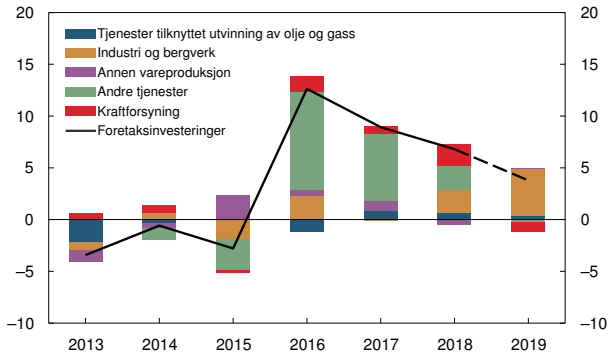
4.2 ARBEIDSMARKED OG PRODUKSJONSGAP

Bred oppgang i sysselsettingen

Siden 2016 har det vært god vekst i sysselsettingen, se figur 4.10. De siste fire kvartalene har 52 000 flere kommet i jobb ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). Om lag en tredel av jobbene har kommet i bygge- og anleggsnæringen og de oljerelaterte næringene, men sysselsettingen har økt i de fleste næringer det siste året. Innenfor varehandel er det blitt færre jobber i samme periode. Reviderte nasjonalregnskapstall viser at veksten i sysselsettingen de siste årene har vært noe sterkere enn tidligere beregnet. I andre kvartal økte sysselsettingen om lag som anslått. Vårt regionale nettverk indikerer at sysselsettingsveksten har fortsatt i tredje kvartal, se figur 4.11. Antall ledige stillinger økte fra første til andre kvartal, se figur 4.12. Det tyder på at etterspørselen etter arbeidskraft har fortsatt å øke.

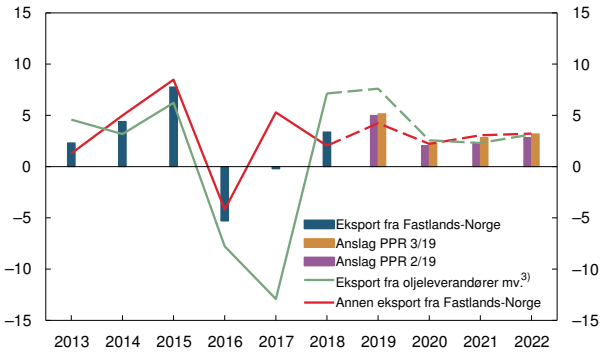
1 Se Naug, B. og E. Nordbø (2018) «Hvor mye drahjelp har vi fått av kronekursen del 2». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 23. november 2018

Figur 4.8 Foretaksinvesteringer i Fastlands–Norge i ulike sektorer.[1)] Bidrag til årsvekst. Prosentenheter. 2013 – 2019 [2)]



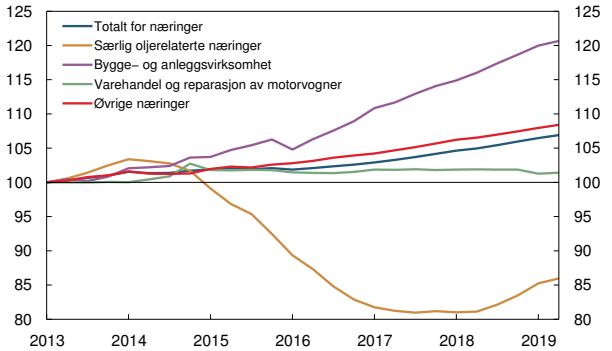
1) Virkedagskorrigert. **2)** Anslag for 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.9 Eksport fra Fastlands-Norge.[1)] Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[2)]



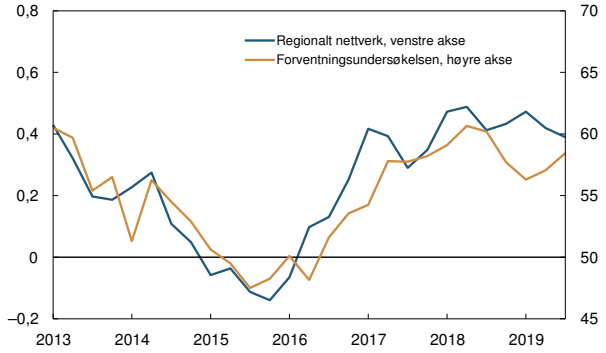
1) Virkedagskorrigert. **2)** Anslag for 2019 – 2022. **3)** Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.10 Sysselsatte personer. Lønnstakere og selvstendige. Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 2013 = 100. 1. kv. 2013 – 2. kv. 2019



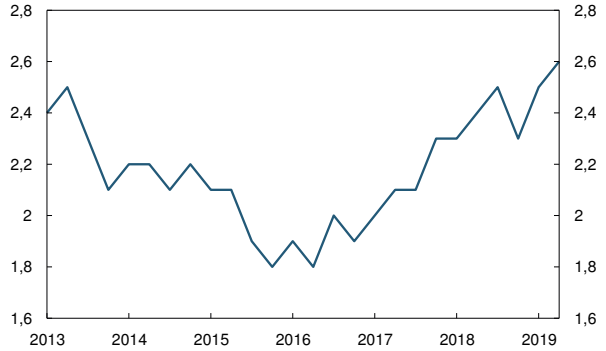
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.11 Forventet sysselsetting.[1] Regionalt nettverk. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.[2] 1. kv. 2013 – 3. kv. 2019



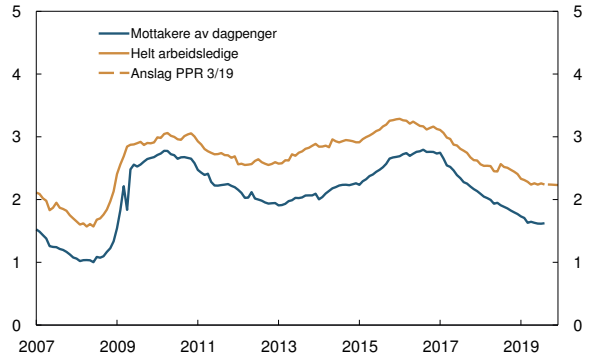
1) Forventet endring i sysselsetting neste tre måneder. **2)** Andel av næringslivsledere som venter "flere ansatte" i egen bedrift neste tolv måneder + 1/2 * andel som venter "like mange ansatte".
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 4.12 Ledige stillinger. Andel av totalt antall stillinger. Sesongjustert. Prosent.1. kv. 2013 – 2. kv. 2019



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.13 Dagpengemottakere[1] og arbeidsledige ifølge NAV. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2007 – desember 2019[2]



1) Om lag halvparten av de helt arbeidsledige mottar dagpenger. I tillegg er det noen delvis arbeidsledige og personer på tiltak som har rett på dagpenger. **2)** Anslag for september 2019 – desember 2019.
Kilder: NAV og Norges Bank

Arbeidsledigheten falt fra starten av 2016 og inn i 2019, se figur 4.13. De siste månedene har ledigheten endret seg lite. I august var den registrerte ledigheten 2,2 prosent av arbeidsstyrken. Det var i tråd med vårt anslag i forrige rapport. Andelen personer som mottar dagpenger, har holdt seg stabil siden i vår.

Fortsatt bedring i arbeidsmarkedet

Vi venter at sysselsettingen tar seg videre opp i årene fremover. Normalt vil sysselsettingsveksten følge BNP-veksten med et tidsetterslep og kan derfor ventes å holde seg oppe i noe tid etter at BNP-veksten begynner å avta. Vi anslår at sysselsettingsveksten i år blir om lag som i fjor. I årene fremover venter vi at veksten avtar. Ifølge anslagene øker antall sysselsatte med nær 90 000 fra utgangen av 2018 til utgangen av 2022.

De nærmeste årene venter vi at også arbeidsstyrken vokser videre, slik at arbeidsledigheten endrer seg lite. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at ledigheten øker litt.

Litt lavere kapasitetsutnytting enn ventet

Siden 2016 har veksten i BNP vært sterkere enn det vi anslår er vekstpotensialet i økonomien, og det har blitt stadig færre ledige ressurser. I juni var vår vurdering at kapasitetsutnyttingen nådde et normalt nivå ved utgangen av 2018, og at den hadde økt videre i 2019 (figur 1.1b).

Det er flere tegn til at kapasitetsutnyttingen har tatt seg videre opp siden forrige rapport, se tabell 4.1. En sammenvekting av ulike arbeidsmarkedsindikatorer tyder på at kapasitetsutnyttingen økte fra første til andre kvartal og nå er litt over et normalt nivå, se figur 4.14. En modellberegning som også tar hensyn til utviklingen i andre deler av økonomien, tilsier også at kapasitetsutnyttingen har økt. Samtidig indikerer begge beregningene at kapasitetsutnyttingen i andre kvartal økte noe mindre enn vi anslo i forrige rapport.

I vårt regionale nettverk er andelen bedrifter med kapasitetsproblemer høyere enn sitt historiske gjennomsnitt, se figur 4.15. Andelen som opplever knapphet på arbeidskraft, er fortsatt nær sitt historiske gjennomsnitt. Begge størrelsene har endret seg lite siden forrige rapport. I lys av den markerte oppgangen i sysselsettingen hadde vi ventet at bedriftene ville

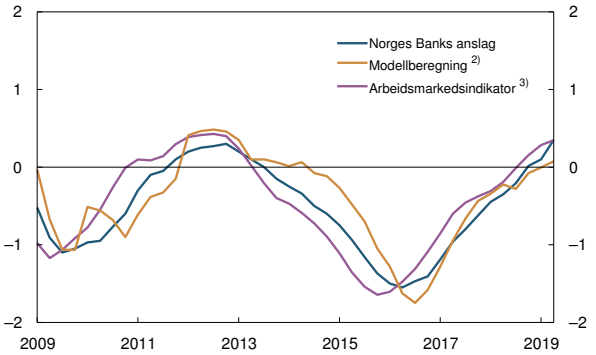
rapportere om større knapphet på arbeidskraft. Lønnsveksten øker, men det er tegn til at den vil ta seg mindre opp fremover enn vi tidligere har sett for oss. Ledigheten ser ut til å stabilisere seg, mens sysselsettingsveksten holder seg godt oppe og har vært sterkere de siste årene enn tidligere lagt til grunn. Det kan tyde på at flere melder seg på arbeidsmarkedet enn vi så langt har sett for oss. Det kan dermed se ut til at arbeidsmarkedet strammer seg noe mindre til enn vi anslo i forrige rapport. Samlet sett har vi justert anslaget for kapasitetsutnyttingen i år litt ned.

Vi anslår at kapasitetsutnyttingen øker videre ut 2019 og deretter avtar gradvis til et normalt nivå mot slutten av 2022. Anslagene for produksjonsgapet er litt lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Høy sysselsettingsandel

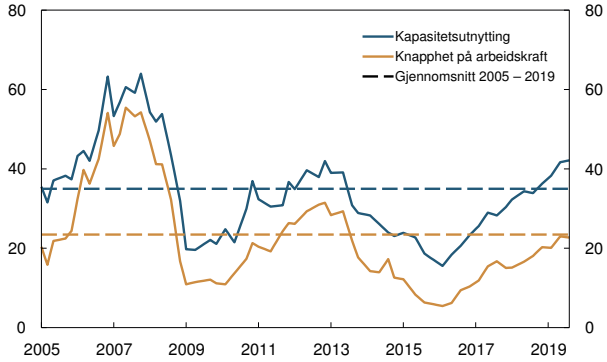
Oppgangen i sysselsettingen gjenspeiler dels en oppgang i antall lønnstakere på korttidsopphold. Også blant bosatte har sysselsettingen økt markert, ifølge registerdata. KNR og registerstatistikk viser at bosatte sysselsatte som andel av befolkningen har fortsatt å øke siden forrige rapport, se figur 4.16. Aldring av befolkningen har isolert sett bidratt til en trendmessig nedgang i sysselsettingsandelen de siste årene. Korrigert for effekten av aldring er sysselsettingsandelen blant bosatte nå klart høyere enn den var i 2013, da kapasitetsutnyttingen etter vår vurdering var nær et normalt nivå. At knappheten på arbeidskraft likevel synes å være moderat, tilsier at

Figur 4.14 Estimater på produksjonsgapet.[1)]
Prosent. 1. kv. 2009 – 2. kv. 2019



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

Figur 4.15 Kapasitetsutnytting[1)] og knapphet på arbeidskraft[2)] ifølge Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – august 2019



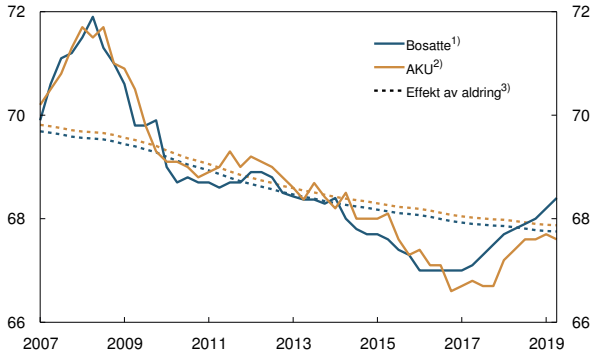
1) Andel av kontaktene som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte vekst i etterspørselen.
2) Andel av kontaktene som svarer at knapphet på arbeidskraft begrenser produksjonen. Spørsmålet om arbeidskraft er bare stilt til de bedriftene som har oppgitt å ha full kapasitetsutnytting, men serien viser andelen av alle kontaktene i intervjurunden. Kommune– og sykehussektoren svarer ikke på spørsmålet om kapasitetsutnytting, men svarer likevel på spørsmålet om arbeidskraft.
Kilde: Norges Bank

Tabell 4.1 Indikatorer for kapasitetsutnytting[1]

Indikator type	Lav	Nær normal	Høy
Sysselsetting og arbeidsledighet	Sysselsetting 25–54 (AKU)	Registrert arbeidsledighet (NAV)	Sysselsetting KNR (2013-trend)[2]
	Arbeidsstyrke (AKU, 2013-trend)[2]	Arbeidsledighet (AKU)	
Priser og lønn	Lønnsvekst	Innenlandsk inflasjon[3]	
Spørreundersøkelser bedrifter		Tilgang på arbeidskraft (RN)[4]	Kapasitetsutnytting (RN)[4]
		Kapasitetsutnytting (SSB)[5]	
Annet		Ledige stillinger (SSB)	Tilgang nye arbeidssøkere (NAV)

1 Plasseringen i de ulike kolonnene angir om indikatoren tilsier at kapasitetsutnyttingen er lav, nær normal eller høy. Fargen angir endring siden forrige rapport. Rødt angir lavere kapasitetsutnytting. Grønn angir økt kapasitetsutnytting.
2 Utvikling i arbeidsstyrken og sysselsettingen dersom andelene for hvert femårige alderstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013.
3 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE.
4 Regionalt nettverk.
5 Konjunkturbarometeret for industri og bergverk.

Figur 4.16 Sysselsatte som andel av befolkning 15 – 74 år.
Prosent. 1. kv. 2007 – 2. kv. 2019



1) Sysselsetting (KNR) fratrukket personer på korttidsopphold (registerdata). Serien for personer på korttidsopphold er justert for brudd i 2015. **2)** Arbeidskraftsundersøkelsen. **3)** Utvikling i sysselsettingsandelen dersom sysselsettingsandelene for hvert femårige årskull hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkningen 15–74 år. 2013 er valgt fordi kapasitetsutnyttingen dette året var etter vår vurdering nær et normalt nivå.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

PRODUKSJONSGAP

Produksjonsgapet, eller kapasitetsutnyttingen, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial er det høyest mulige produksjonsnivået som er forenlig med stabil pris- og lønnsvekst. Over tid bestemmes veksten i produksjonspotensialet av trendveksten i sysselsettingen og produktiviteten.

Produksjonsgapet er en sentral størrelse i pengepolitikken. I rentesettingen legger vi vekt på å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. For å oppfylle dette sikter vi mot å holde produksjonsgapet nær null. Det omtaler vi gjerne som normal kapasitetsutnytting.

Hvis vi forsøker å holde produksjon og sysselsetting høyere enn dette, kan lønns- og prisveksten bli for høy. Produksjonsgapet er derfor også en viktig indikator for fremtidig inflasjon og er knyttet til Norges Banks mål om å sikre lav og stabil inflasjon.

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

sysselsettingspotensialet er høyere enn en ren alderskorrigering av sysselsettingsandelen i 2013 indikerer. AKU tyder på at sysselsettingsandelen har endret seg lite i det siste. AKU er en utvalgsundersøkelse, og det er betydelig usikkerhet knyttet til endringer i tallene på kort sikt. Vår vurdering er samlet sett at sysselsettingsandelen er nær det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid.

Uendret trendvekst fremover

Vi anslår at produksjonspotensialet i økonomien øker med i overkant av 1½ prosent i gjennomsnitt i prognoseperioden. Til grunn for anslaget ligger en vekst i trendproduktiviteten i underkant av 1 prosent og en vekst i sysselsettingspotensialet på omkring ¾ prosent. Sammenlignet med forrige rapport har vi justert anslaget for produktivitetsveksten litt ned og veksten i sysselsettingspotensialet litt opp. Anslaget for produksjonspotensialet samlet er om lag uendret.

Trendveksten i sysselsettingen anslås med utgangspunkt i befolkningsfremskrivinger fra Statistisk sentralbyrå. Lavere innvandring og aldring av befolkningen har trukket ned trendveksten i sysselsettingen de siste årene. Anslagene innebærer at arbeidsinnvandringen vil øke litt de nærmeste årene. Samtidig legger vi til grunn at antall lønnstakere på korttidsopphold fortsetter å øke fremover. Det ser ut til at sysselsettingspotensialet blant bosatte er litt høyere enn vi tidligere har lagt til grunn, og vi venter at det de neste årene kan vokse noe mer enn vi tidligere har anslått.

Trendveksten i produktiviteten er anslått på grunnlag av utviklingen i den faktiske produktiviteten. Det siste tiåret har veksten i produktiviteten i Fastlands-Norge vært i underkant av 1 prosent per år, om lag halvparten av produktivitetsveksten det foregående tiåret, se figur 4.17.

Usikkerhet om sysselsettingspotensialet

Vi er usikre på hvor mye sysselsettingen kan øke i årene fremover. Over noe tid har sysselsettingen økt betydelig mer enn det vi anslår er potensialet. Likevel har knappheten på arbeidskraft holdt seg moderat, og det ser ut til at flere har meldt seg på arbeidsmarkedet enn hva historiske erfaringer skulle tilsi. Vi har oppjustert anslaget for veksten i sysselsettingspotensialet noe, men kan ikke utelukke at arbeids-

kraftreserven blant bosatte fortsatt er større enn vi ser for oss. Vi er også usikre på utviklingen i antall lønnstakere på korttidsopphold.

4.3 KOSTNADER OG PRISER

Inflasjonen er nær målet

Inflasjonen økte markert gjennom fjoråret (figur 1.7). Høyere strømpriser, stigende lønnsvekst og kapasitetsutnytting samt høyere priser i norske kroner på varene vi importerer fra utlandet bidro til oppgangen, se figur 4.18 og 4.19.

Det siste halvåret har inflasjonen avtatt. I august var tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) og konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) henholdsvis 1,6 og 2,1 prosent. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har også avtatt, se ramme på side 32.

En stor del av nedgangen i inflasjonen den siste tiden skyldes lavere prisvekst på pakketurer, matvarer og klær. Det er de samme vare- og tjenestegruppene som stod for en stor del av oppgangen i prisveksten i fjor. Historisk har disse gruppene hatt stor variasjon i prisveksten.

Langsiktige inflasjonsforventninger falt samlet sett litt fra andre til tredje kvartal, men ligger fortsatt noe over målet, se ramme på side 32.

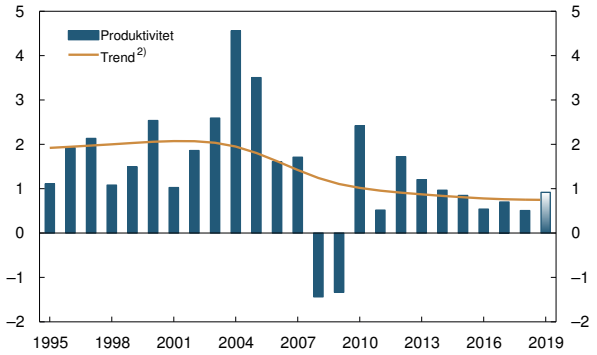
Litt lavere inflasjon enn ventet

Siden junirapporten har tolvmånedersveksten i KPI-JAE falt litt mer enn lagt til grunn. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært lavere enn anslått, mens prisveksten på importerte konsumvarer har vært om lag som ventet, se tabell 3c i vedlegget. Det er særlig matvareprisene som har økt mindre enn anslått. Energiprisveksten har avtatt mindre enn ventet. Samlet har tolvmånedersveksten i KPI vært om lag som lagt til grunn.

Lønnsveksten tiltar litt i år

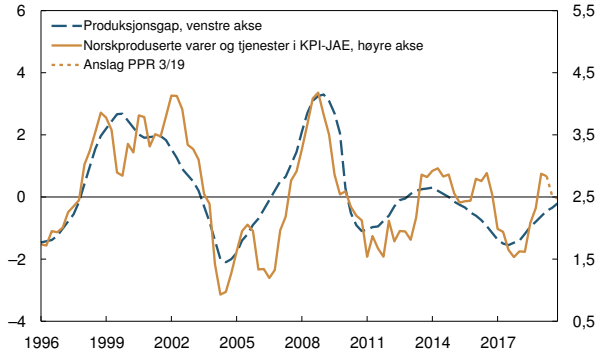
Tilstrammingen i arbeidsmarkedet de siste årene har bidratt til at lønnsveksten har økt. Vi venter at den vil øke videre til 3,3 prosent i år, se figur 4.20. Anslaget ligger nær rammen i lønnsoppgjøret og er i tråd med den løpende lønnsstatistikken. God sysselsettingsvekst i næringer med høyt lønnsnivå ser ut til å trekke opp samlet lønnsvekst i år.

Figur 4.17 Produktivitet. BNP for Fastlands–Norge per sysselsatt. Årsvekst. 1995 – 2019 [1)]



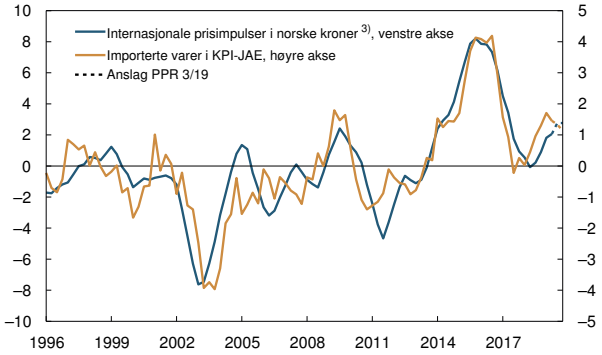
1) Anslag for 2019. **2)** Beregnet med et Hodrick Prescott filter med lambda = 100.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.18 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE [1), 2)] Firekvartalersvekst. Prosent. Tidsforskjøvet produksjonsgap.[3)] Prosent. 1. kv. 1996 – 4. kv. 2019



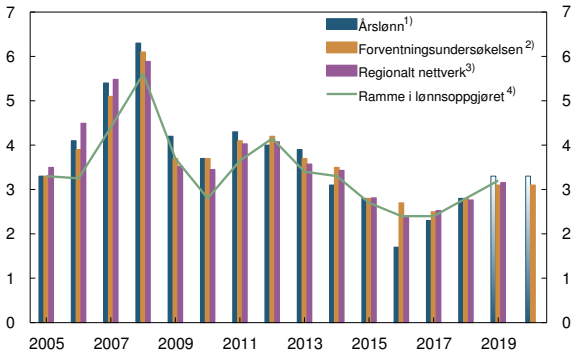
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Norges Banks estimater. 1. kv. 1996 – 2. kv. 2019. Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2019. **3)** Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. Gapet er forskjøvet frem fem kvartaler og viser tall for 4. kv. 1994 – 3. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.19 Importerte varer i KPI-JAE[1)] og internasjonale prisimpulser i norske kroner. Firekvartalersvekst. 1. kv. 1996 – 4. kv. 2019[2)]



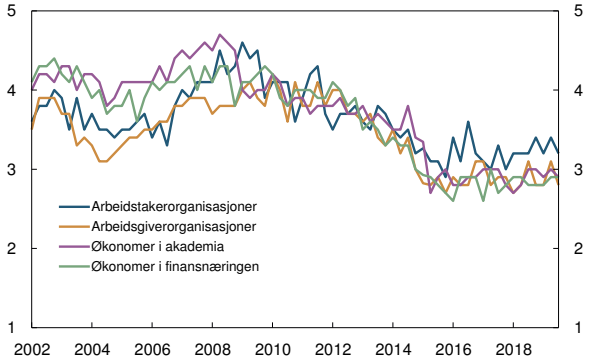
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2019.
3) Enkelt gjennomsnitt siste åtte kvartaler.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 4.20 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger.
Årsvekst. Prosent. 2005 – 2020



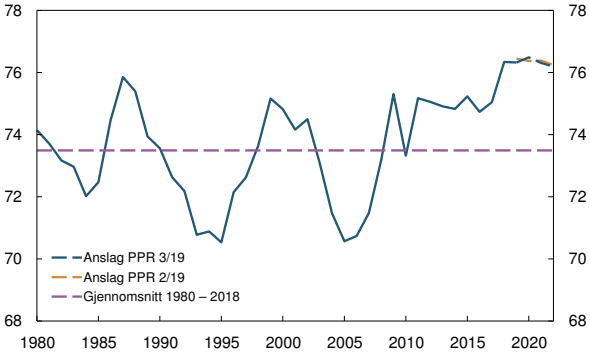
1) Faktisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2019 og 2020. **2)** Partene i arbeidslivets forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt ved Norges Banks forventningsundersøkelse i 3. kvartal hvert år og forventningene til årslønnsvekst i 2020 målt i 3. kvartal 2019. **3)** Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i løpet av 3. kvartal hvert år. **4)** Før 2014: for industriarbeidere, som anslått av riksmegler eller NHO. Fra 2014: for industrien samlet, basert på vurderinger gjort av NHO i forståelse med LO.
Kilder: Epinion, Kantar TNS, LO, NHO, Opinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.21 Forventet årslønnsvekst om fem år.
Prosent. 1. kv. 2002 – 3. kv. 2019



Kilder: Epinion, Kantar TNS og Opinion

Figur 4.22 Lønnskostnadsandel for Fastlands-Norge.[1)] Prosent. 1980 – 2022 [2)]



1) Lønnskostnader som andel av faktorinntekter. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at lønnsveksten holder seg om lag uendret i årene fremover (figur 1.13). Lønnsanslagene for i år og neste år ligger samlet sett litt over forventningene i Norges Banks forventningsundersøkelse og hos bedriftene i Regionalt nettverk. Begge undersøkelsene har hatt en tendens til å undervurdere lønnsveksten i oppgangsperioder.

Sett i et historisk perspektiv har lønnsveksten vært lav de siste årene. Samtidig har respondentene i Norges Banks forventningsundersøkelse redusert sine langsiktige lønnsforventninger, se figur 4.21. Utviklingen må blant annet ses i sammenheng med nedgangen i den underliggende produktivitetsveksten, og med at det har vært lav lønnsomhet i enkelte næringer i etterkant av oljeprisnedgangen i 2014, se figur 4.22. Lavere lønnsforventninger kan også reflektere utsikter til en avdemping av aktiviteten i oljenæringene og usikkerhet omkring omstillingsbehovet i norsk økonomi.

Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for lønnsveksten justert noe ned for årene fremover. Nedjusteringen er i tråd med at vi nå vurderer arbeidsmarkedet som litt mindre stramt enn tidligere lagt til grunn. Også respondentene i forventningsundersøkelsen har justert ned sine lønnsforventninger for neste år.

Kronesvekkelsen bidrar til å løfte inflasjon

Vi venter at den underliggende prisveksten vil holde seg om lag uendret den nærmeste tiden. Årsveksten i KPI-JAE anslås til 2,3 prosent i år. Det er én tidel lavere enn vi anslo i forrige rapport. Anslagene for KPI-JAE er nær fremskrivingene fra SAM for de nærmeste to kvartalene, se figur 4.23.

Fra årsskiftet er inflasjonen ventet å tilta noe etter hvert som kronesvekkelsen den siste tiden slår gjennom til importprisene. Lenger frem er prisveksten ventet å avta gradvis etter hvert som effekten av kronesvekkelsen fases ut. Samtidig vil kapasitetsutnytting over et normalt nivå og fortsatt vekst i lønnskostnader per produsert enhet isolert sett bidra til å holde inflasjonen oppe. Samlet sett anslår vi at veksten i KPI-JAE vil holde seg litt over 2 prosent de neste årene, se figur 4.24.

Anslagene for de nærmeste par årene er litt høyere enn i forrige rapport. Det skyldes i hovedsak utsikter til en svakere krone enn lagt til grunn i junirapporten, se figur 4.25.

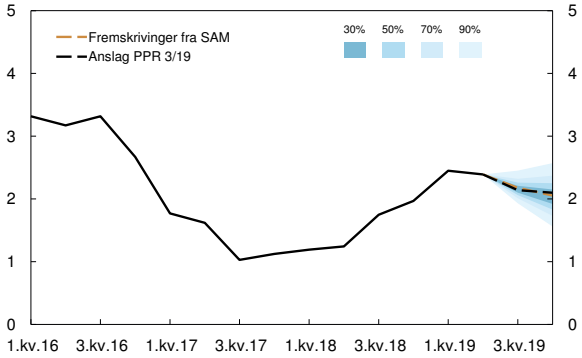
Energiprisene i KPI er lavere nå enn for ett år siden. Terminprisene for elektrisitet og drivstoff indikerer at energiprisveksten vil tilta gradvis gjennom prognoseperioden. Samlet sett anslår vi årsveksten i KPI til 2,2 prosent i år. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at KPI-veksten vil ligge litt over 2 prosent.

Samlet sett innebærer anslagene for KPI og lønnsveksten at reallønnsveksten øker fra i år til neste år før den avtar litt mot slutten av prognoseperioden (figur 1.13). Anslagene for reallønnsveksten er lavere enn i forrige rapport. Nedjusteringen er i tråd med at vi nå vurderer arbeidsmarkedet som litt mindre stramt enn tidligere lagt til grunn, samt utsikter til litt lavere produktivitetsvekst enn tidligere ventet.

Anslagene er usikre

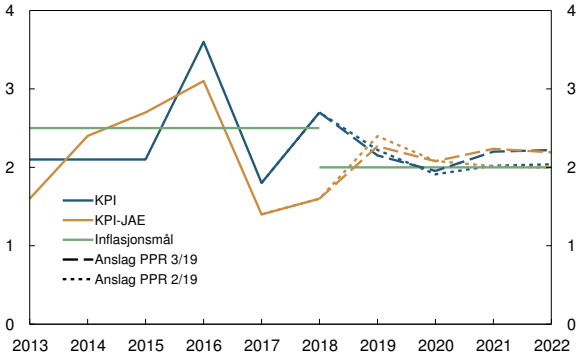
Vi legger til grunn at kronekursen vil styrke seg i årene fremover. Dersom kronekursen blir værende svakere enn vi nå venter, vil prisveksten trolig bli høyere enn anslått. Det er også usikkerhet rundt utsiktene for lønnsomheten i næringslivet. Hvis lønnsomheten utvikler seg svakere enn anslått, kan lønns- og prisveksten bli lavere enn vi ser for oss.

Figur 4.23 KPI-JAE[1] med usikkerhetsvifte fra SAM[2].
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019[3]



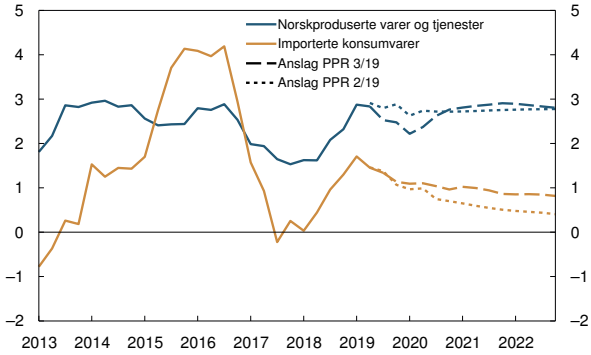
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** System for sammenveiing av korttidsmodeller.
3) Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.24 KPI og KPI-JAE[1]. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[2]



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.25 Norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer i KPI-JAE[1]. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[2]



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

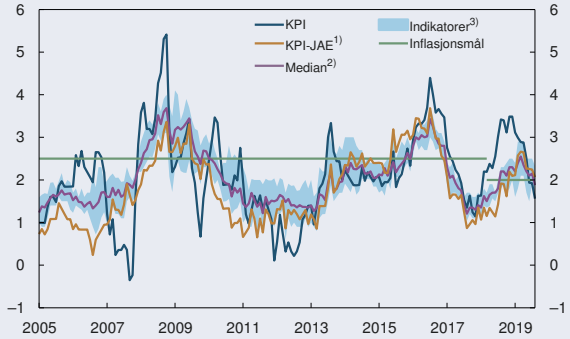
INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere årsveksten i KPI på mellomlang sikt. På kort sikt kan forbigående forhold føre til betydelige svingninger i veksten i KPI. Indikatorer for underliggende inflasjon kan være til hjelp for å se gjennom slike svingninger.[1]

Den viktigste indikatoren for underliggende inflasjon i våre analyser er KPI-JAE, men det kan være nyttig å supplere den med andre indikatorer. Tolvmånedersveksten i de andre indikatorene vi ser på var i august mellom 1,6 og 2,3 prosent, se figur 4.A. Gjennomsnittet av tolvmånedersveksten i disse indikatorene var 1,9 prosent. Indikatorene for underliggende inflasjon økte klart frem til mars i år, men har siden avtatt.

1 For en nærmere gjennomgang av ulike indikatorer, se Husabø, E. (2017) «Indikatorar for underliggjande inflasjon i Noreg» *Staff Memo* 13/2017. Norges Bank.

Figur 4.A KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2005 – august 2019



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Median av KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, vektet median, KPI-XV og KPI-felles. **3)** Båndet viser høyeste og laveste verdi for KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, vektet median, KPI-XV og KPI-felles.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

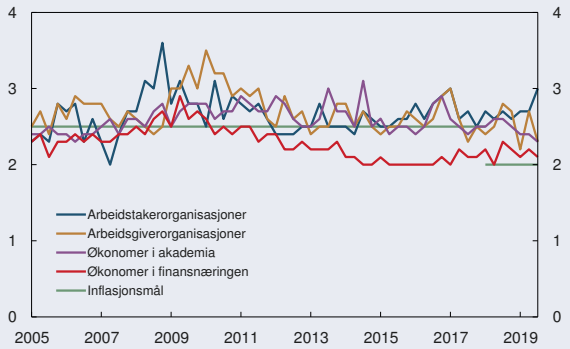
INFLASJONSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt reagerer lite på ny informasjon og ligger stabilt nær inflasjonsmålet, omtales ofte inflasjonsforventningene som forankret. Forankrede inflasjonsforventninger kan gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

De siste årene har forventningene til prisveksten på lengre sikt, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, samlet sett vært nær 2,5 prosent, se figur 4.B.[1] Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble senket fra 2,5 prosent til 2 prosent i mars 2018. I de pengepolitiske rapportene som vi har publisert etter endringen av inflasjonsmålet, har vi lagt til grunn at det vil ta noe tid før inflasjonsforventningene tilpasser seg det nye målet. Forventningsundersøkelsen for tredje kvartal[2] viste at de langsiktige inflasjonsforventningene samlet sett falt litt fra kvartalet før, men fortsatt ligger noe over målet. Økonomer i finansnæringen har de laveste forventningene på 2,1 prosent.

1 For en nærmere gjennomgang, se Erlandsen, S. K. og P. B. Ulvedal (2017) «Er inflasjonsforventningene i Norge forankret?». Staff Memo 12/2017. Norges Bank.
2 Forventningsundersøkelsen ble gjennomført fra 30. juli til 17. august 2019.

Figur 4.B Forventet tolvmånedersvekst i KPI om fem år. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2019



Kilder: Epinion, Kantar TNS og Opinion

FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2019 og annen offentlig tilgjengelig informasjon. Bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet, anslås å utgjøre 7,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i år, se figur 4.C. Anslaget er ikke endret fra forrige rapport.

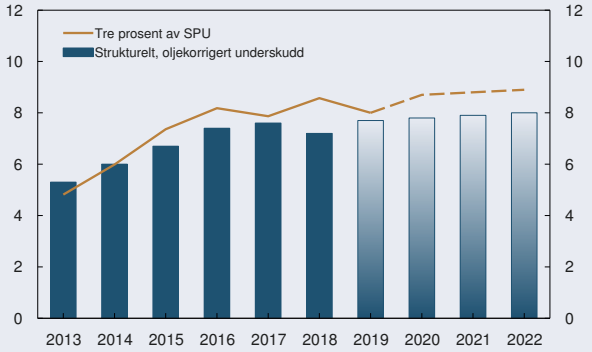
Endringen i underskuddet som andel av trend-BNP brukes som et enkelt mål på budsjettets virkning på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. I det reviderte budsjettet anslås denne budsjettimpulsen å bli på 0,5 prosentenheter i år, noe som er over gjennomsnittet i perioden siden handlingsregelen for bruk av oljepenger ble innført i 2001. At statens utbytteinntekter fra fastlandsforetak ventes å gå ned fra et særskilt høyt nivå i 2018, bidrar til den høye budsjettimpulsen i år. Det anslåtte underskuddet i år er 0,1 prosentenhet over nivået i 2017.

Som i forrige rapport legger vi som en beregningsteknisk forutsetning til grunn at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet øker med 0,1 prosentenhet som andel av BNP hvert år fra og med 2020.

Det er utsikter til at bruken av oljepenger i år vil tilsvare 2,9 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til 2019, men uttaksandelen kan bli noe lavere neste år. Det skyldes at verdien av fondet har steget mye siden nyttår.

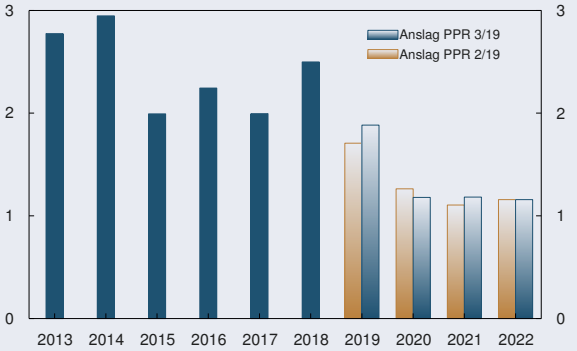
Siden 2013 har etterspørselen fra offentlig forvaltning vokst med mellom 2 og 3 prosent i året, se figur 4.D. Vi anslår at veksten i den offentlige etterspørselen avtar fra i fjor til i år, men anslaget for i år er noe oppjustert fra forrige rapport. Det skyldes at nasjonalregnskapet indikerer forholdsvis høy vekst i den offentlige etterspørselen hittil i år. Veksten i den offentlige etterspørselen ventes å avta ytterligere videre fremover. Anslagene for de kommende årene er i sum om lag uendret fra forrige rapport.

Figur 4.C Strukturelt, oljekorrigert underskudd og tre prosent av SPU[1]. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2013 – 2022[2]



1) Statens pensjonsfond utland. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 4.D Etterspørsel fra offentlig forvaltning[1]. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022[2]



1) Virkedagskorrigert. **2)** Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene på norsk sokkel har tatt seg godt opp det siste året etter å ha falt markert fra 2013 til 2017. Vi venter at investeringene vil fortsette å vokse i høst og inn i 2020, se figur 4.E. Den økte aktiviteten har sammenheng med at oljeselskapene har kuttet kostnadene mye de siste årene, og at prisene på olje og gass har økt markert siden starten av 2016. Kostnadskuttene har ført til at balanseprisene i nye utbygginger nå er på 10–35 dollar per fat olje, som er langt lavere enn oljeselskapenes forventninger til langsiktig oljepris. Oljeselskapene har derfor satt i gang en rekke utbygginger på nye og eksisterende felt siden 2016. De vil trolig sette i gang over 20 utbygginger i prognoseperioden dersom olje- og gassprisene utvikler seg om lag som lagt til grunn i denne rapporten, se ramme på side 16.

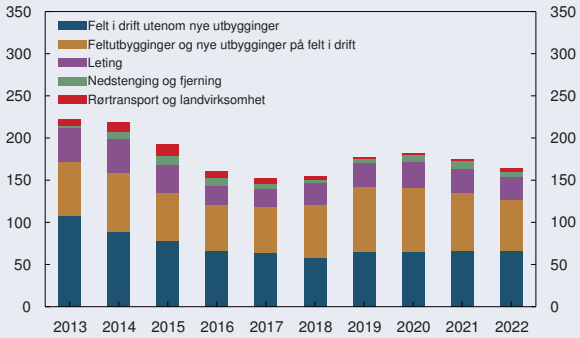
Investeringene i de pågående utbyggingene økte med 10 milliarder kroner i fjor, og de ser ut til å øke enda mer i år. Deretter vil de falle frem mot 2022 i takt med at utbyggingsprosjektene blir ferdige. Denne nedgangen vil i noen grad bli motvirket av nye utbygginger som vil bli satt i gang fremover, se figur 4.F. De fleste av de kommende utbyggingene er imidlertid små sammenlignet med utbyggingene som pågår,[1] noe som har sammenheng med at det er gjort få store funn de siste årene. Anslagene innebærer derfor at utbyggingsinvesteringene vil falle betydelig fra 2019 til 2022, særlig mot slutten av perioden. Vi anslår at brønn- og driftsinvesteringene på felt i drift vil øke klart i år, i tråd med investeringstellingen for tredje kvartal, og deretter øke moderat gjennom prognoseperioden.

Utgiftene til leting økte med 4 milliarder kroner i fjor etter å ha blitt nesten halvert fra 2013 til 2017. Vi venter at leteinvesteringene vil øke ytterligere i år og neste år, drevet av fallet i borekostnadene siden 2013 og utsiktene for olje- og gassprisene. Etter 2020 venter vi at leteaktiviteten vil falle noe som følge av svake leteresultater de siste årene.

Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil øke med 14,5 prosent i år og med 2,5 prosent til neste år. Deretter venter vi at investeringene vil falle med 4 prosent i 2021 og med 6 prosent i 2022. Anslagene for investeringsveksten er i sum litt høyere enn i forrige rapport. Vi har økt anslagene for i år og neste år i lys av den siste investeringstellingen og ny informasjon om kommende utbygginger.

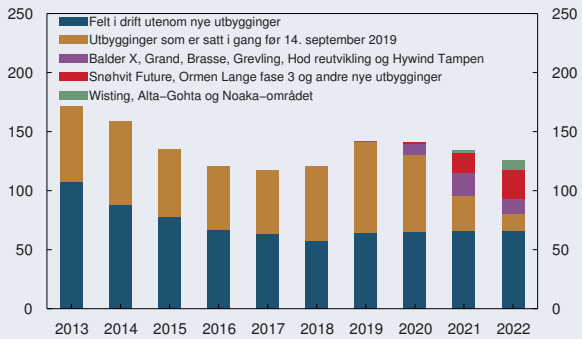
1 Utbygging av Wisting, Alta-Gohta og Noaka-området kan gi investeringer på over 100 milliarder kroner over fem–seks år. Vi anslår at disse utbyggingene vil bli satt i gang mot slutten av prognoseperioden.

Figur 4.E Petroleumsinvesteringer. Faste 2019-priser.
Milliarder kroner. 2013 – 2022 1)



1) Anslag for 2019 – 2022. Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstellingen til Statistisk sentralbyrå og er deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 2 prosent per år i 2019 og 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.F Investeringer innen feltutbygging og felt i drift. Faste 2019-priser.
Milliarder kroner. 2013 – 2022 1)



1) Anslag for 2019 – 2022. Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstellingen til Statistisk sentralbyrå og er deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 2 prosent per år i 2019 og 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

5 Pengepolitisk analyse

Styringsrenten er hevet fra 1,25 til 1,50 prosent. Prognosen tilsier at renten vil være nær dette nivået fremover.

Renteprognosen er litt lavere enn i forrige rapport. Svakere vekstutsikter og lavere renter ute har bidratt til nedjusteringen. Den betydelige usikkerheten ute og risikoen for at utviklingen blir svakere enn vi nå ser for oss, har i seg selv trukket renteprognosen ytterligere ned. Svakere krone enn anslått har isolert sett trukket rentebanen opp.

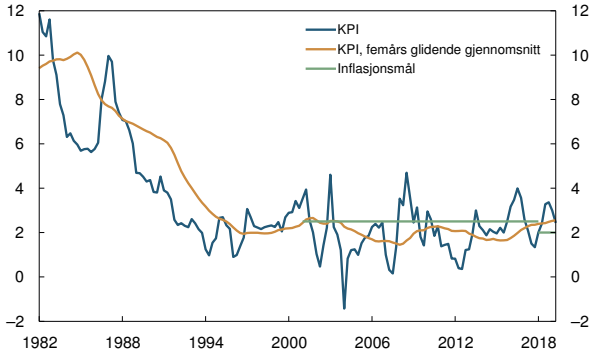
Prognosene er usikre, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden.

5.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

Lav og stabil inflasjon

Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 var det operative målet en årsvekst i konsumprisene på 2,5 prosent. I mars 2018 ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden 2001, se figur 5.1.

Figur 5.1 Konsumprisindeksen (KPI).
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1982 – 2. kv. 2019



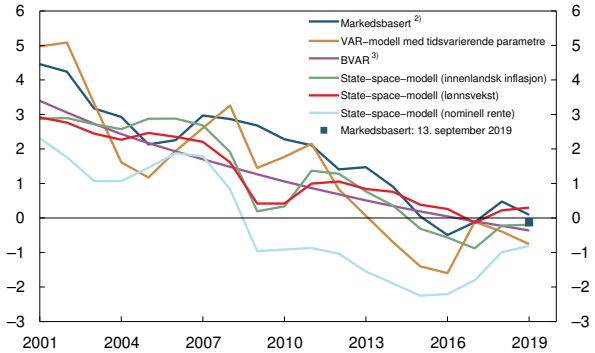
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Det siste tiåret har svingningene i produksjon og etterspørsel vært relativt begrensede til tross for at økonomien har vært utsatt for store forstyrrelser. En fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe utslagene i realøkonomien. Mål og avveiinger i pengepolitikken er nærmere beskrevet i en ramme på side 40.

Mindre ekspansiv pengepolitikk

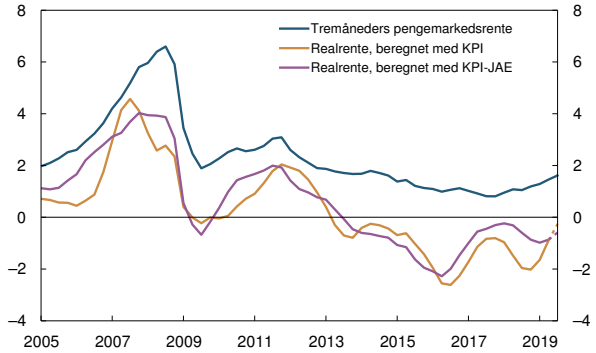
Rentenivået har de siste årene vært historisk lavt både internasjonalt og i Norge. Det skyldes dels at det har vært behov for en ekspansiv pengepolitikk, og dels at nivået på den nøytrale realrenten har falt over tid. Den nøytrale realrenten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Den kan ikke observeres og må anslås. Modellberegninger og langsiktige renter hjemme og ute tyder på at den nøytrale realrenten har holdt seg lav også de siste årene, se figur 5.2. Vi anslår at den nøytrale realrenten i Norge, målt som tremåneders pengemarkedsrente

Figur 5.2 Modellanslag for nøytral realrente i Norge.[1] Prosent. 2001 – 2019



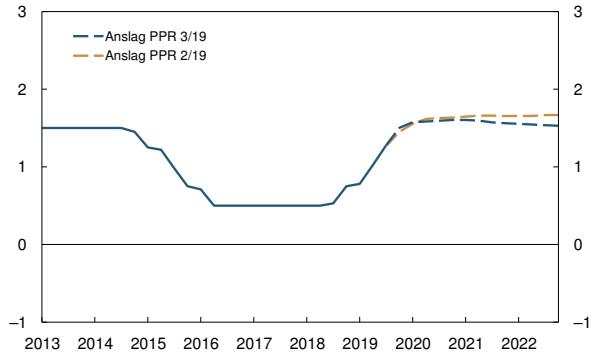
1) Nærmere utdypning er gitt i Brubakk, L., J. Ellingsen, Ø. Robstad (2018) "Estimates of the neutral rate of interest in Norway". *Staff Memo* 7/2018. Norges Bank. **2)** Implisitte femårs terminrenter om fem år basert på swaprenter med fem og ti års løpetid for Norge fratrukket inflasjonsmålet. **3)** Den underliggende trenden i renten i en bayesiansk vektorautoregressiv modell.
Kilde: Norges Bank

Figur 5.3 Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter[1]. Prosent.1. kv. 2005 – 2. kv. 2019[2]



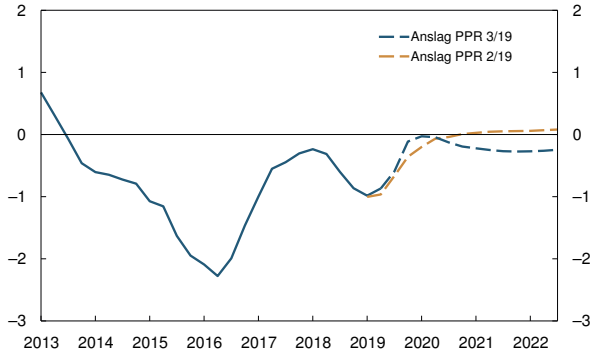
1) Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med trekvartalers sentrert, glidende gjennomsnitt av firekvartalers prisvekst. **2)** Anslag for 2. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.4 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[1]



1) Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilde: Norges Bank

Figur 5.5 Realrente.[1] Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2022[2]



1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket trekvartalers sentrert, glidende gjennomsnitt av firekvartalers prisvekst, målt ved KPI-JAE. **2)** Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fratrukket inflasjon, er nær 0. Usikkerheten rundt anslaget er stor.

Pengemarkedsrenten har steget det siste året, se figur 5.3, i tråd med at styringsrenten er satt opp. Også realrenten har steget den siste tiden.

5.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

Litt høyere rente

Lenge holdt vi renten lav for å bidra til å stimulere den økonomiske aktiviteten og stabilisere inflasjonen nær målet. Siden 2016 har det vært oppgang i norsk økonomi, og arbeidsledigheten har kommet ned. I september i fjor begynte vi å heve styringsrenten, og det siste året har pengepolitikken blitt gradvis mindre ekspansiv.

En for lav rente over tid kan føre til at presset i økonomien øker slik at priser og lønninger skyter fart og til at finansielle ubalanser bygger seg opp. En for høy rente kan på den annen side dempe den økonomiske aktiviteten slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav.

Oppgangen fortsetter i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttingen er noe over et normalt nivå. Sysselsettingsandelen synes å være nær det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Den underliggende prisveksten er nær inflasjonsmålet, men svekkelsen av kronekursen vil bidra til å løfte prisveksten fremover. Det tilsier en høyere rente. En videre renteoppgang kan også redusere faren for at gjeld og boligpriser igjen stiger raskt.

Samtidig er rentenivået ute svært lavt, og det er betydelig usikkerhet om vekstutsiktene internasjonalt. Det svært lave rentenivået ute kan være et signal om at vekstutsiktene er svakere enn lagt til grunn. Dersom Storbritannia forlater EU uten en avtale eller handelskonfliktene trappes opp ytterligere, kan veksten ute og her hjemme bli lavere enn anslått. Den betydelige usikkerheten om vekstutsiktene ute, og risikoen for at utviklingen blir svakere enn vi nå ser for oss, taler for å gå forsiktig frem i rentesettingen.

Hovedstyrets vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier en litt høyere rente.

Styringsrenten er hevet fra 1,25 prosent til 1,50 prosent med virkning fra 20. september 2019. Prognosen tilsier at renten vil være nær dette nivået fremover, se figur 5.4.

Litt lavere renteprognose

Prognosen for styringsrenten er litt lavere enn i forrige rapport. En modellteknisk analyse av ny informasjon indikerer at med en renteutvikling i tråd med prognosen i forrige rapport, ville kapasitetsutnyttingen bli litt lavere og inflasjonen litt høyere enn i junirapporten gjennom hele prognoseperioden, se ramme på side 38.

Siden forrige rapport har kronekursen vært svakere enn anslått. Det trekker isolert sett i retning av en høyere rentebane. På den annen side ser det ut til at arbeidsmarkedet strammer seg noe mindre til enn vi anslo i forrige rapport. Prisveksten har vært litt lavere enn ventet og lønnsveksten fremover ser ut til å bli noe lavere enn tidligere anslått. Ute er det utsikter til lavere vekst og lavere renter enn vi så for oss i juni. Disse forholdene tilsier en nedjustering av rentebanen. En ren modellteknisk analyse tilsier samlet sett en litt høyere rentebane på kort sikt og en litt lavere rentebane lenger frem.

Samtidig legger hovedstyret vekt på at det er betydelig usikkerhet om utsiktene ute. Risikoen for at utviklingen blir svakere enn vi nå ser for oss, har bidratt til at rentebanen er litt lavere enn i forrige rapport. I rammen på side 39 beskriver vi nærmere hvordan ulike faktorer har bidratt til endringene i renteprognosen.

Både realrenten og den nominelle renten kan ha betydning for hvordan pengepolitikken virker inn i norsk økonomi. I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten følger utviklingen i styringsrenten (figur 1.8). Anslagene innebærer at realrenten stiger det nærmeste året og deretter faller litt, se figur 5.5.

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognosen i denne rapporten, anslår vi at kapasitetsutnyttingen øker litt videre i år og deretter avtar gradvis til et normalt nivå (figur 1.1b). Sysselsettingen holder seg høy, og ledigheten forblir lav. Anslagene for kapasitetsutnyttingen er litt lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Inflasjonen anslås å være litt over 2 prosent ved utgangen av 2022 (figur 1.1c-d). Anslagene for både KPI og KPI-JAE er litt høyere enn i forrige rapport.

Prognosene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Det er stor usikkerhet i anslagene, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden. Når de økonomiske utsiktene eller risikobildet endres, eller dersom vi endrer vår vurdering av sammenhengen mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien, vil også rentebanen endres.

MODELLTEKNISK TOLKNING AV NY INFORMASJON

For å vurdere hvordan ny informasjon og nye vurderinger påvirker utsiktene for inflasjonen og kapasitetsutnyttingen, gjør vi en modellteknisk øvelse der rentebanen fra forrige rapport ligger fast. Vi bruker Norges Banks makromodell NEMO[1] og tar utgangspunkt i våre oppdaterte anslag for inneværende og neste kvartal. Enkelte variabler anslår vi utenfor modellen for hele prognoseperioden. Det gjelder importvekst, inflasjon og renter hos handelspartnerne, samt oljepris, pengemarkedspåslag, offentlig etterspørsel og oljeinvesteringer her hjemme.

Over noe tid har kronen utviklet seg svakere enn vi har anslått i våre rapporter. Sammen med usikkerhet internasjonalt kan utsikter til en avdemping av aktiviteten i oljenæringene og usikkerhet omkring omstillingsbehovet i norsk økonomi ha bidratt til at kronen har holdt seg svak. Prognosene bygger på at forholdene som har bidratt til svekkelsen av kronen, vil bidra til at kronen holder seg svak også i årene fremover. I modellberegningen har vi ivaretatt dette ved å justere det langsiktige nivået på realvalutakursen. En svakere likevektskurs innebærer lavere lønnsvekst fremover. Se ramme i PPR 1/19 for en nærmere omtale av hvordan en justering av likevektskursen virker i NEMO.

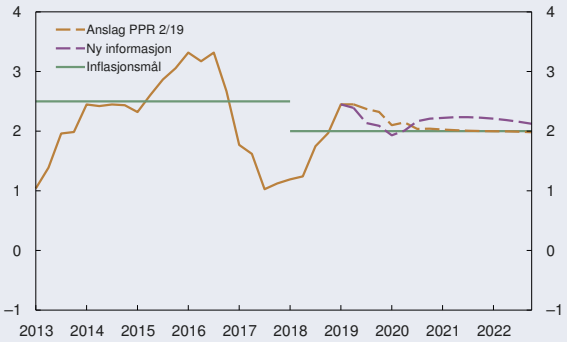
Den modelltekniske analysen tilsier at med uendret rentebane fra sist, blir prisstigningen målt ved KPI-JAE litt lavere det nærmeste året enn vi anslo i forrige rapport og litt høyere utover i prognoseperioden, se figur 5.A. Inflasjonen har vært lavere enn ventet den siste tiden, og vi har nedjustert korttidsanslagene. Oppjusteringen lenger ut skyldes at svakere krone gir høyere importert inflasjon. Lavere lønnsvekst bidrar isolert sett til lavere inflasjon.

Kapasitetsutnyttingen holder seg lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 5.B. Det skyldes i hovedsak at vi har nedjustert korttidsanslagene, og at anslagene for vekst og renter ute er lavere enn i forrige rapport.

Høyere inflasjon og lavere kapasitetsutnytting trekker i hver sin retning på renteutsiktene.

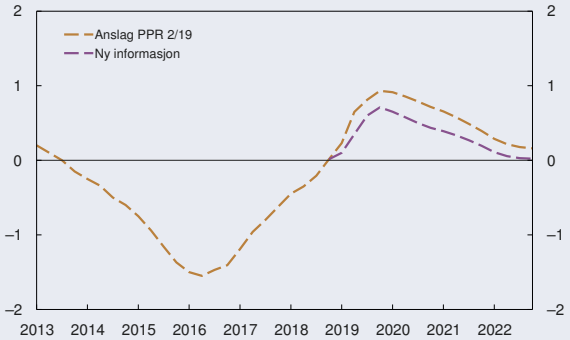
1 NEMO er beskrevet i Kravik, E.M. og Y. Mimir (2019) «Navigating with NEMO». *Staff memo* 5/19. Norges Bank.

Figur 5.A KPI-JAE.[1)] Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/19. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022[2)]



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. **2)** Anslag for 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.B Anslag på produksjonsgapet[1)]. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/19. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022



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

FAKTORER BAK ENDRINGER I RENTEBANEN

De viktigste faktorene som har bidratt til endring i renteprognosen siden forrige rapport, er illustrert i renteregnskapet i figur 5.C.

Søylene viser bidragene fra de ulike faktorene. Den svarte linjen viser den samlede endringen i rentebanen. Vi bruker makromodellen NEMO som et hjelpemiddel for å identifisere drivkreftene i økonomien, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen.

Kronekursen har vært svakere enn anslått i forrige rapport. Vi legger til grunn at forholdene som har bidratt til svekkelsen av kronen, vil bidra til at kronen holder seg svak også i årene fremover. En svakere krone trekker rentebanen opp, se oransje søyler.

Arbeidsmarkedet ser ut til å stramme seg noe mindre til enn ventet, og sysselsettingspotensialet synes å være litt høyere enn vi tidligere har anslått. Det trekker i retning av en lavere rentebane, se mørkeblå søyler.

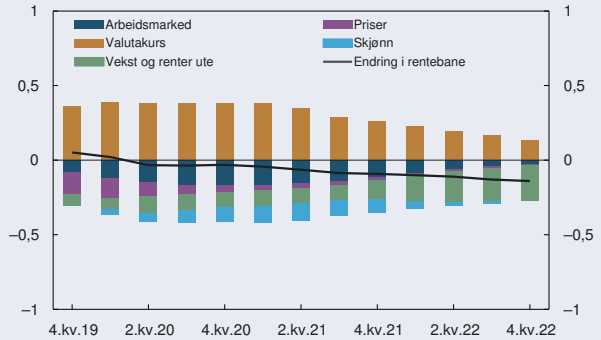
Prisveksten har vært lavere enn ventet, til tross for at kronekursen har vært svakere enn lagt til grunn. Isolert sett tilsier det en lavere rentebane, se lilla søyler.

Utsiktene for importveksten hos handelspartnerne synes svakere enn lagt til grunn i forrige rapport, og terminrentene ute er lavere. Begge deler trekker i retning av en lavere rentebane, illustrert i de grønne søylene.

Siden forrige rapport tilsier ny informasjon samlet sett en litt høyere rentebane på kort sikt og en litt lavere rentebane lenger frem.

Samtidig legger hovedstyret vekt på at det er betydelig usikkerhet om utsiktene ute. Risikoen for at utviklingen blir svakere enn vi nå ser for oss, har bidratt til at rentebanen er litt lavere enn i forrige rapport. Denne skjønnsutøvelsen kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

Figur 5.C Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 2/19.
Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2019 – 4. kv. 2022



Kilde: Norges Bank

MÅL OG AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

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

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

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

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

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

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

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

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

6 Vurdering av finansiell stabilitet
– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskere enn inntektene, men forskjellen har avtatt. Gjeldsveksten i foretakene opprettholdes. I boligmarkedet er det moderat prisvekst og høy omsetning. I markedet for næringseiendom har den sterke prisveksten avtatt. Bankene har god lønnsomhet, lave tap og god tilgang på markedsfinansiering. Vurderingen av finansielle ubalanser er ikke vesentlig endret siden forrige kvartal.

6.1 FINANSIELLE UBALANSER

Finansielle ubalanser har bygget seg opp over lang tid. Husholdningenes gjeldsbelastning er høy og har økt mye gjennom mange år. Etter å ha vokst kraftig i lengre tid er både boligpriser og næringseiendomspriser på historisk høye nivåer. Vurderingen av finansielle ubalanser er ikke vesentlig endret siden forrige kvartal.

Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskere enn inntektene, men forskjellen har avtatt det siste året. Det skyldes både høyere vekst i disponibel inntekt og lavere vekst i husholdningenes gjeld. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt holder seg oppe og har i hovedsak vært høyere enn veksten i økonomien siden første kvartal 2017.

I boligmarkedet har prisveksten vært moderat de siste to årene. Samtidig holder aktiviteten seg oppe. Det er et stort utbud av boliger og høy omsetning. Boligpriser relativt til husholdningenes disponible inntekt har falt siden toppen i 2017. I markedet for næringseiendom har beregnede salgspriser på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo hatt en mer moderat vekst det siste året.

Avdempingen i husholdningenes gjeldsvekst og i boligprisveksten kan ses i sammenheng med krav til bankenes utlånspraksis og renteøkningene det siste året. Fremover venter vi at det økte rentenivået og fortsatt moderat boligprisvekst vil bidra til å dempe gjeldsveksten videre.

6.2 KREDITTMARKEDET

I Norge har kreditten i fastlandsøkonomien lenge vokst raskere enn verdiskapingen, men forskjellen har avtatt de siste årene, se kredittindikatoren i figur 6.1. Kredittindikatoren økte noe i andre kvartal i år og er nær tre prosentenheter høyere enn i andre kvartal i fjor. I andre kvartal var det særlig en økning i foretaksgjelden relativt til BNP som bidro til å trekke indikatoren opp. Kredittgapet, som viser avviket mellom indikatoren og en beregnet trend, økte også etter å ha falt de siste kvartalene, se figur 6.2.

Husholdningenes gjeldsvekst avtar

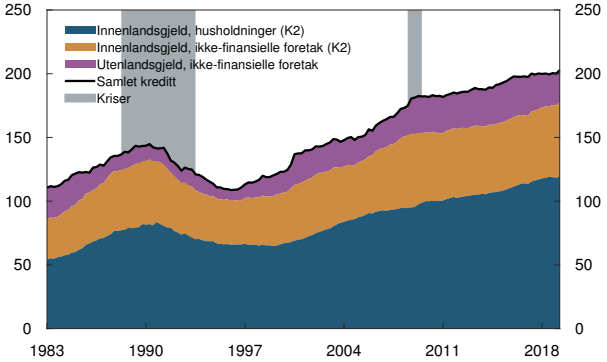
Husholdningenes gjeldsbelastning, det vil si gjeld i forhold til inntekt, har økt over lang tid og er på et historisk høyt nivå, se figur 6.3. Det gjør husholdningene sårbare for et brått fall i inntektene eller en markert økning i rentenivået. I det siste har forskjellen mellom husholdningenes gjeldsvekst og inntektsvekst blitt mindre. Det bidrar til at gjeldsbelastningen øker saktere enn før.

Gjeldsveksten i husholdningene har gradvis avtatt de siste årene, se figur 6.4. Tolvmånedersveksten på 5,5 prosent i juni var den laveste siden midten av 90-tallet. I juli falt tolvmånedersveksten ytterligere til 5,3 prosent, men denne reduksjonen skyldtes i hovedsak endret periodisering for omgjøring av studielån til stipend. Husholdningenes kredittvekst signaliserer nå lav risiko i temperaturkartet, se figur 6.A. Vi venter at kredittveksten vil ligge på om lag dagens nivå frem til november, for deretter å øke til rundt 5,5 prosent ved utgangen av året (figur 6.4).[1]

Fremover venter vi at økte renter og fortsatt moderat boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten videre i 2020. Mot slutten av prognoseperioden venter vi noe høyere årsvekst, se tabell 4 i vedlegget. Anslagene er litt oppjustert siden forrige rapport, blant annet

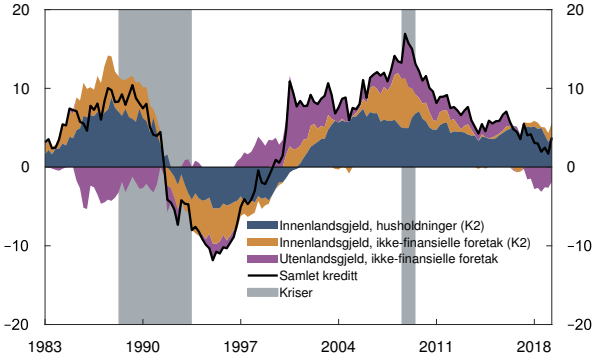
1 Perioden for omgjøring av studielån til stipend er endret fra november til juli. Det bidrar til lavere tolvmånedersvekst i juli og ventes å bidra til høyere tolvmånedersvekst i november.

Figur 6.1 Kreditt som andel av BNP. Fastlands-Norge.
Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2019



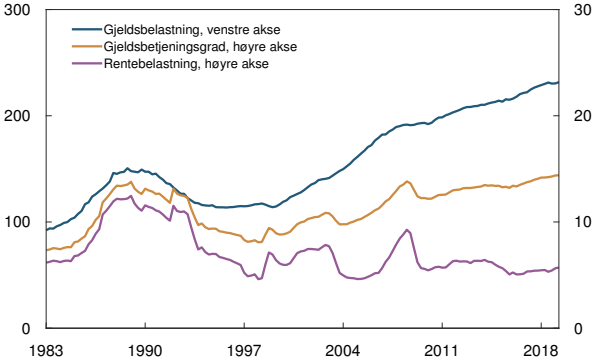
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.2 Dekomponert kredittgap. Kreditt som andel av BNP. Fastlands-Norge.
Gap beregnet som avvik fra trend. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2019



Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.3 Husholdningenes gjeldsbelastning[1], gjeldsbetjeningsgrad[2] og rentebelastning[3]. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2019[4]



1) Lånegjeld som andel av disponibel inntekt. **2)** Renteutgifter og anslått avdrag på lånegjelden som andel av disponibel inntekt og renteutgifter. **3)** Renteutgifter som andel av disponibel inntekt og renteutgifter. **4)** Anslag for disponibel inntekt for 2. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fordi vi nå venter lavere realrenter enn tidligere lagt til grunn.

Det lave rentenivået gjør at rentebelastningen, det vil si renteutgifter i forhold til inntekten, fortsatt er lav (figur 6.3). Etter rentehevingene det siste året har rentebelastningen økt litt. De fleste husholdningene har god evne til å betjene noe høyere renter. Til tross for lave renteutgifter har den stadig høyere gjeldsbelastningen bidratt til at gjeldsbetjeningsgraden, det vil si andelen inntekt som går til å betjene renter og normale avdrag, også har økt over lengre tid (figur 6.3). Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad signaliserer høy risiko i temperaturkartet (figur 6.A).

Usikrede lån, som forbrukslån, utgjør litt under fire prosent av husholdningenes samlede gjeld. Nye krav til bankenes utlånspraksis ble innført i år, og bankene måtte tilpasse seg kravene innen 15. mai. Analyser Norges Bank har gjort, viser at nesten en fjerdedel av husholdningene med forbrukslån i 2016 ville vært begrenset av minst ett av kravene, se *Finansiell stabilitet* 2018. 1. juli i år ble det etablert to nye registre som gir finansforetakene oversikt over lånesøkeres usikrede gjeld. De nye kravene og kredittregistrene kan bidra til å redusere oppbyggingen av sårbarhet i særlig utsatte husholdninger og vil trolig også virke dempende på husholdningenes gjeldsvekst.

Foretakenes gjeldsvekst opprettholdes

Foretakene har god tilgang på kreditt. Veksten i innenlandsk kreditt til fastlandsforetakene tiltok gjennom 2017 og har siden ligget relativt stabilt på 6–8 prosent (figur 6.4). Tolvmånedersveksten var 7,4 prosent i juli. Den sterkere kredittveksten kan ses i sammenheng med at foretaksinvesteringene økte markert fra 2015 til 2018, se kapittel 4.1. Vi venter at fortsatt høye foretaksinvesteringer vil holde kredittveksten oppe den nærmeste tiden (figur 6.4). Alle foretaksindikatorene signaliserer lav risiko i temperaturkartet (figur 6.A).

I årene før bank- og finanskrisen vokste gjelden i fastlandsforetakene markert raskere enn verdiskapingen, mens den etter finanskrisen lenge var nokså stabil (figur 6.1). Siden 2017 har den innenlandske kredittveksten tiltatt, og innenlandsk foretaksgjeld som andel av BNP er nå på omtrent samme nivå som før finanskrisen. Samtidig har foretakenes utenlandsgjeld falt de siste årene og bidratt til å holde foretakenes

samlede gjeld som andel av verdiskapingen nokså stabil.

Bankenes utlånsvekst til foretakene har ligget på om lag 5–7 prosent det siste året, se figur 6.5. Fra mai til juli falt kredittveksten i de fleste næringer. Samtidig økte kredittveksten i næringseiendom, som står for 43 prosent av bankenes utlån til foretak. Utlånsveksten til flere av fastlandsnæringene er betydelig høyere enn den samlede utlånsveksten til foretakene. Det gjelder blant annet bygg- og anleggsnæringen, tjenesteytende næringer og varehandelen. Utlån til oljerelaterte næringer og utenriks sjøfart bidrar negativt til bankenes samlede utlånsvekst til foretak.

Veksten i obligasjons- og sertifikatgjeld falt gjennom 2018, og utstedelsene av nye obligasjoner var lave ved starten av året. Det førte til at bidraget fra verdipapirgjelden til samlet gjeldsvekst var svært begrenset. I andre kvartal tiltok emisjonsaktiviteten og bidro til å øke vekstbidraget fra verdipapirgjelden noe. Risikopåslagene i det norske høy- og lavrisikomarkedet for foretaksobligasjoner har falt så langt i år. Ifølge markedsaktører har etterspørselen i markedet vært større enn utstedelsen av nye obligasjoner. Det har gitt gunstige finansieringsforhold for utstederne.

Anslagene er usikre

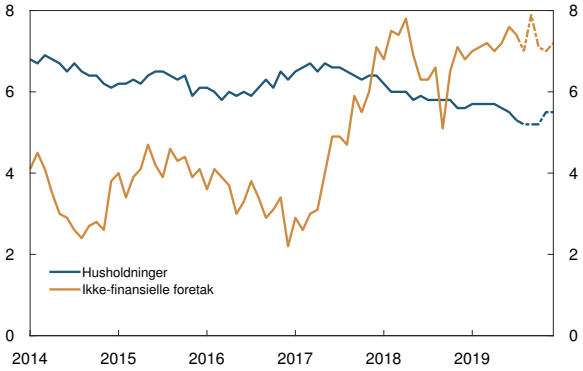
Vi venter at det økte rentenivået vil bidra til å dempe gjeldsveksten hos husholdningene også fremover, men er usikre på hvor mye. Den lange perioden med lave renter og tiltakende gjeldsbelastning har økt usikkerheten om virkningen av høyere renter. Det er også usikkerhet knyttet til varigheten og størrelsen på effekten av nye krav til bankenes utlånspraksis for forbrukslån og innføringen av de nye kredittregistrene.

6.3 BOLIGMARKEDET

Boligprisene har steget kraftig over lengre tid og er i dag over 60 prosent høyere enn før finanskrisen. Det høye nivået på boligprisene innebærer en sårbarhet for det norske finansielle systemet, se *Finansiell stabilitet* 2018.

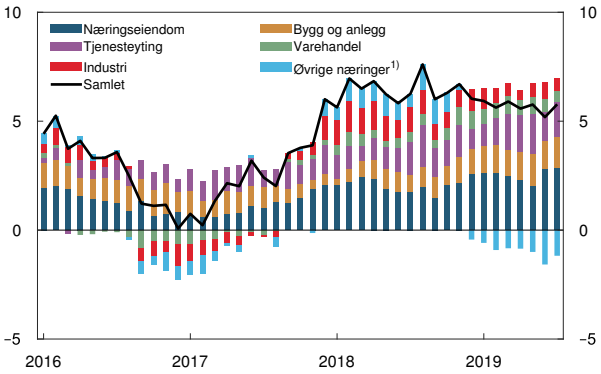
Selv om boligprisnivået fortsatt er høyt, har veksten avtatt. Etter en lengre periode med betydelig prisvekst, falt boligprisene med om lag 3 prosent fra prisene var på sitt høyeste i mars 2017 til de nådde bunnen på nyåret i 2018. Siden da har tolvmåneders-

Figur 6.4 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Januar 2014 – desember 2019[1)]



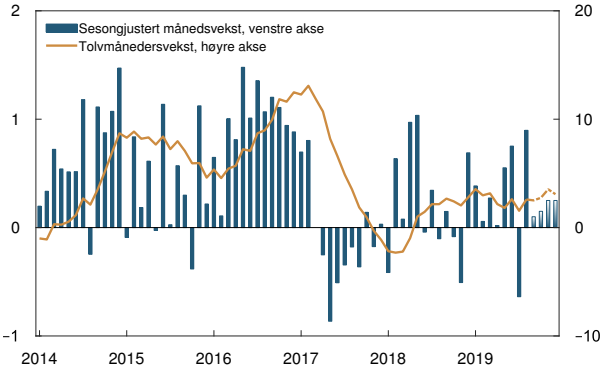
1) Anslag for august 2019 – desember 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.5 Banker og kredittforetaks utlån til norske ikke-finansielle foretak. Bidrag til tolvmånedersvekst i beholdning fra ulike næringer. Prosent. Januar 2016 – juli 2019



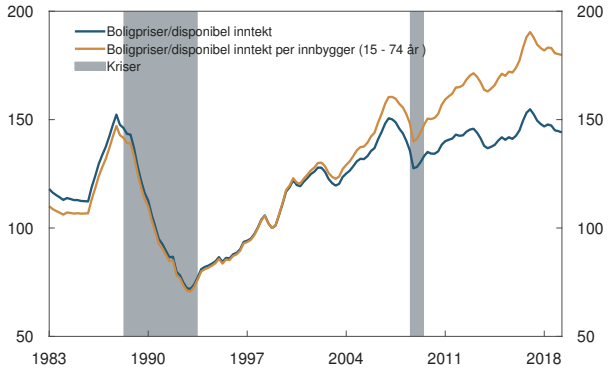
1) Øvrige næringer inkluderer utvinning av naturressurser, tjenester tilknyttet utvinning av naturressurser, utenriks sjøfart og offentlige foretak.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.6 Boligprisvekst. Prosent. Januar 2014 – desember 2019[1)]



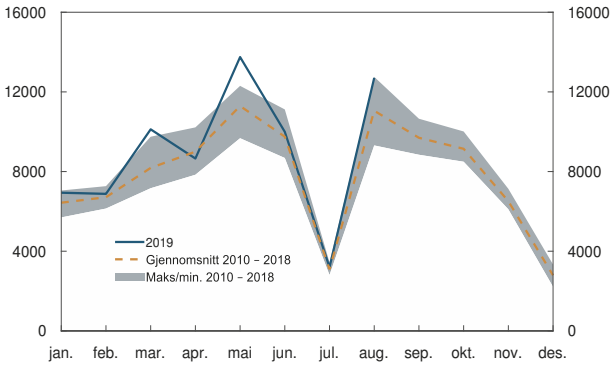
1) Anslag for september 2019 – desember 2019.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

Figur 6.7 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt.
Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2019[1)]



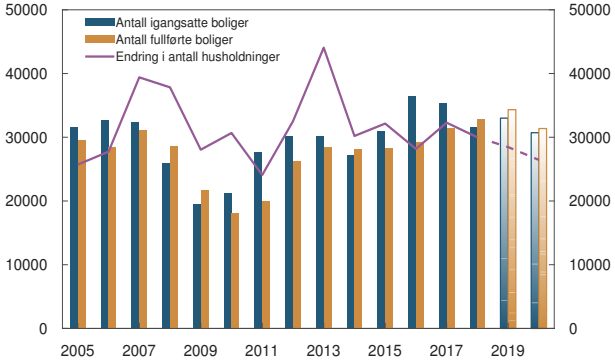
1) Anslag for disponibel inntekt for 2. kv. 2019.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.8 Antall bruktboliger lagt ut for salg. Januar 2010 - august 2019



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 6.9 Igangsettinger, fullførte boliger og årlig husholdningsendring. 2005 – 2020[1)]



1) Anslag for 2019 og 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

veksten stabilisert seg på et moderat nivå, se figur 6.6. De to siste årene har også boligpriser målt i forhold til husholdningenes disponible inntekt falt, se figur 6.7. Relativt til disponibel inntekt per innbygger er boligprisene nå om lag seks prosent lavere enn ved toppen i 2017. Utviklingen i boligmarkedet siden 2017 reduserer risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid.

I temperaturkartet har utviklingen i boligmarkedet signalisert lav risiko de siste to årene (figur 6.A).

Fortsatt høy aktivitet i bruktboligmarkedet

Så langt i år har det vært lagt ut mange boliger for salg relativt til tidligere år, se figur 6.8. Det ble særlig lagt ut mange boliger i mai. Økningen må ses i sammenheng med at det nå fullføres et høyt antall nye boliger. Mange som overtar en ny bolig selger en bolig de allerede eier. Selv om omsetningen i bruktboligmarkedet har holdt seg oppe, har det høye antallet boliger lagt ut for salg hittil i år ført til at antall usolgte boliger har økt. I august var det om lag 17 400 usolgte boliger, som er 5 prosent høyere enn i august i fjor.

Det bygges mange nye boliger

Det ble fullført rekordmange nye boliger i 2018, og vi venter en ny fullføringstopp i år, se figur 6.9. Selv om boligbyggingen nå er høyere enn veksten i antall husholdninger, har det over lengre tid vært bygget mindre enn husholdningsveksten isolert sett skulle tilsi. Det tyder på at det er et etterslep i boligbyggingen som reduserer sannsynligheten for at det høye antallet igangsatte og ferdigstilte boliger vil forårsake et betydelig fall i boligprisene.

Det har over tid blitt fullført et høyt antall nye boliger over hele landet, se figur 6.10. Økningen har vært særlig stor for *Østlandet unntatt Oslo*, men det siste året har fullføringen av nye boliger økt betydelig også i hovedstaden. Analyser Norges Bank har gjort, tyder ikke på at det bygges for mye i disse områdene.[2]

Figur 6.11 viser veksten i antall boliger og husholdninger fra 2006 til 2018 for Oslo og seks ulike sentralitetsklasser.[3] Siden 2006 har veksten i antall husholdninger klart oversteget veksten i antall boliger i hovedstaden.

2 Se Mæhlum, S., P. M. Pettersen og H. Xu (2018) «Boligbygging og husholdningsvekst». *Staff Memo* 12/2018. Norges Bank.
3 Sentralitetsklassene er beskrevet i Høydahl, E. (2017) «Ny sentralitetsindeks for kommunene». *Notater* 2017/40. Statistisk sentralbyrå.

Sentralitetsklasse 1 unntatt Oslo viser utviklingen i områdene rundt Oslo, mens sentralitetsklasse 2 viser utviklingen i de andre storbyene Stavanger, Bergen og Trondheim. Også i disse områdene har veksten i antall husholdninger oversteget veksten i antall boliger. Kun i de to laveste sentralitetsklassene har det vært bygget flere nye boliger enn tilveksten i antall husholdninger. Til sammen står de to laveste sentralitetsklassene for under 15 prosent av befolkningen. Nasjonalt har det derfor vært bygget færre nye boliger i denne perioden enn veksten i antall husholdninger.

De siste fem årene har det vært bedre samsvar mellom boligbyggingen og veksten i antall husholdninger i alle områder bortsett fra i Oslo, der boligbyggingen fortsatt har vært klart lavere enn husholdningsveksten.

Moderat boligprisvekst fremover

Vi venter moderat boligprisvekst fremover, se figur 6.6 og tabell 4 i vedlegget. Det høye antallet fullførte boliger som ventes i tredje kvartal, vil trolig bidra til at antall bruktboliger lagt ut for salg vil holde seg høyt. Det bidrar isolert sett til lavere boligprisvekst. Samtidig tror vi at denne effekten dempes av fortsatt høy etterspørsel etter boliger i sentrale strøk. Det økte rentenivået ventes å trekke boligprisveksten noe ned. Utsikter til økt sysselsetting og høyere lønnsvekst trekker i motsatt retning.

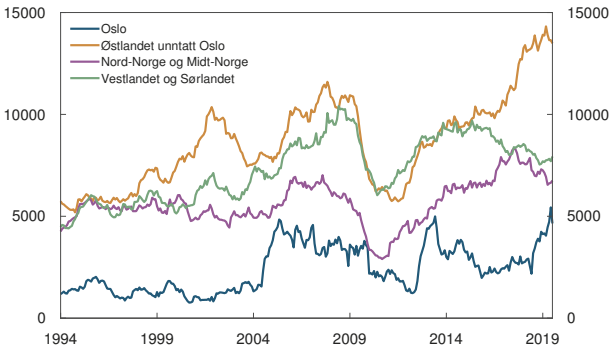
Anslagene er usikre

Usikkerheten rundt anslagene er særlig knyttet til effekten av den høye boligbyggingen på boligprisene. Våre analyser viser at det i hovedsak bygges der veksten i antall husholdninger er størst. Endringen i antall husholdninger gir en nyttig pekepinn på etterspørselen etter boliger, men det er usikkert hvor sterk sammenhengen er.

6.4 NÆRINGSEIENDOMSMARKEDET

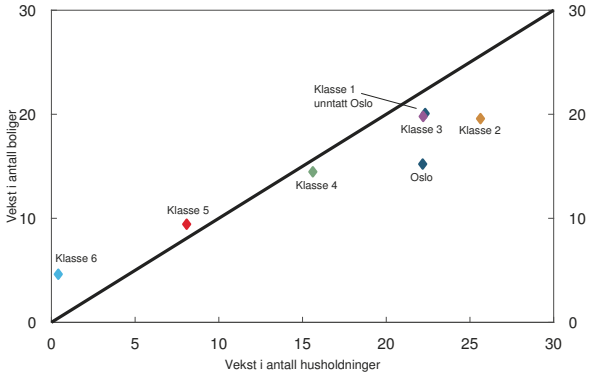
Det har vært sterk prisstigning i markedet for næringseiendom over lengre tid. Utviklingen i næringseiendomsmarkedet er viktig for bankene, som har betydelige utlån til næringseiendomsforetak. Næringseiendomsindikatoren signaliserer høy risiko i temperaturkartet (figur 6.A).

Figur 6.10 Antall fullførte boliger. Sum siste tolv måneder. Januar 1994 – juli 2019



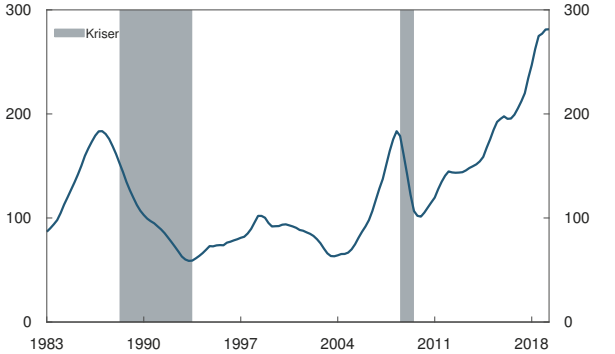
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.11 Vekst i antall husholdninger og boliger etter sentralitetsklasse[1]. Prosent. 2006 – 2018



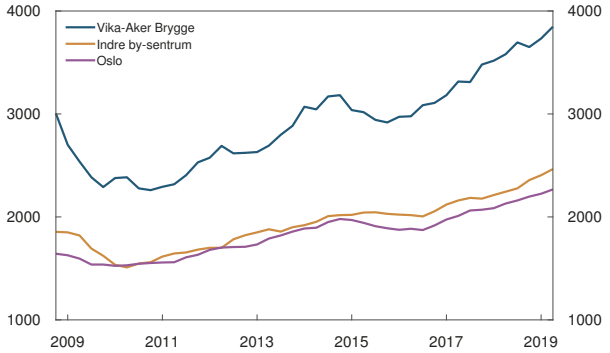
1) Rangert fra 1-6, hvor sentralitetsklasse 1 er mest sentral og sentralitetsklasse 6 er minst sentral.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.12 Realpriser på næringseiendom.[1] Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2019



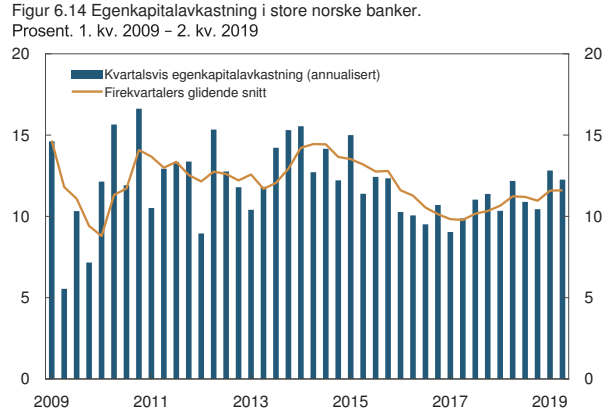
1) Beregnede reelle salgspriser per kvadratmeter på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig salgspris siste fire kvartaler.
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.13 Leiepriser på kontorlokaler i Oslo.
Kroner per kvadratmeter. Firekvartalers glidende snitt. 4. kv. 2008 – 2. kv. 2019



Kilde: Arealstatistikk

Figur 6.14 Egenkapitalavkastning i store norske banker.
Prosent. 1. kv. 2009 – 2. kv. 2019



Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 6.15 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker.
Prosent. 2011 – 2. kv. 2019

Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Mer moderat vekst i næringseiendomsprisene

Veksten i beregnede salgspriser på prestisjelokaler i Oslo har vært sterk i flere år, men veksten har avtatt de siste kvartalene, se figur 6.12. Salgsprisene beregnes som markedsleie delt på et avkastningskrav (yield), og prisene ble lenge drevet oppover av fallende avkastningskrav. De siste to årene har avkastningskravet vært nokså stabilt, mens leieprisveksten har vært sterk og bidratt til økningen i salgsprisene.

Kontorleieprisene steg noe videre i Oslo i andre kvartal, se figur 6.13. Ifølge markedsaktører er det sterk etterspørsel etter kontorer i Oslo sentrum. Sammen med lav tilførsel av nye kontorbygg i Oslo i år, bidrar det til forventninger om relativt sterk leieprisvekst. Det ventes noe mer moderat vekst i leieprisene i områdene utenfor sentrum. Fra 2020 ventes det at økt fullføring av nye kontorbygg vil bidra til moderat vekst også i Oslo sentrum. Ifølge Entras konsensusrapport for andre kvartal er tendensen i markedet den samme som ved forrige rapportering, men anslagene for kontorledigheten i Oslo er ytterligere nedjustert, og leieprisene er oppjustert.

Samlede finansieringskostnader for næringseiendomslån har falt litt det siste året. Det skyldes både at lange renter har falt i 2019, og at bankmarginen har falt gradvis siden starten av 2018. Gjennom fjoråret var lange renter på vei oppover, og markedsaktørene ventet at avkastningskravet på næringseiendom gradvis ville tilta. Da markedets renteforventninger ute og hjemme begynte å falle tidligere i år, bidro det til at markedsaktørene ventet at avkastningskravet ville utvikle seg ganske flatt fremover. Siden forrige rapport har lange renter falt videre. Det bidrar til at avkastningskravet holder seg lavt.

Samlet tilsier forventningene til leieprisvekst og avkastningskrav at salgsprisene vil øke litt videre i år, men med en mer moderat veksttakt.

6.5 BANKENE

Strengere krav til kapital, likviditet og krisehåndtering etter finanskrisen har bidratt til at bankene har blitt mer robuste mot tap og markedsuro. Et flertall av bankindikatorene i temperaturkartet signaliserer lav risiko (figur 6.A).

Bankene har god lønnsomhet

Lønnsomheten i norske banker er god, se figur 6.14. Egenkapitalavkastningen økte i første og andre kvartal i år og var høyere enn de tre foregående årene. Noe av økningen skyldtes imidlertid at flere store banker var påvirket av engangsgevinster i første og andre kvartal. Økte markedspriser på verdipapirbeholdningene bidrar positivt til bankenes lønnsomhet.

Bankenes netto renteinntekter var om lag uendret fra første til andre kvartal. Lave driftskostnader og tap bidrar positivt til lønnsomheten. De lave tapene gjenspeiler god utvikling i norsk økonomi.

Bankene oppfyller kapitalkravene

Bankene ligger godt an til å møte endringer i kapitalkravene, herunder økningen i motsyklisk kapitalbuffer til 2,5 prosent fra utgangen av 2019. Kapitaldekningen i bankene er i tråd med regulatoriske krav og bankenes egne langsiktige mål til ren kjernekapitaldekning, se figur 6.15.

Kommende implementeringer av EU-regelverk i norsk rett vil føre til at det kreves mindre kapital for å oppnå samme nivå på risikovektet kapitaldekning. Finansdepartementet har sendt på høring et utkast til mulige tilpasninger i de norske kapitalkravene. Tilpasningene skal forhindre uønskede svekkelser av kapitalnivået som er bygget opp i norske banker etter finanskrisen, og bidra til likere kapitalkrav for norske og utenlandske bankers virksomhet i Norge.

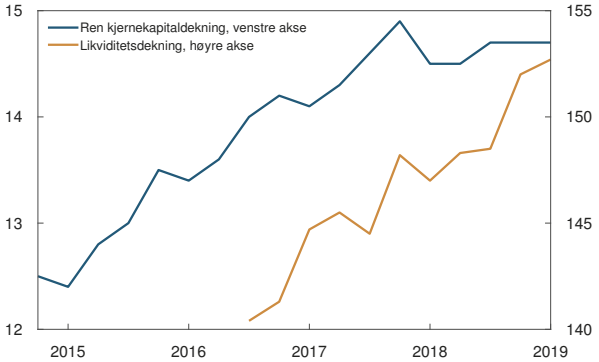
Bankene har god tilgang på markedsfinansiering i både norske kroner og utenlandsk valuta. Risikopåslagene som de norske bankene betaler for seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett, har falt noe siden forrige rapport, se figur 6.16. I Norges Banks likviditetsundersøkelse meldte bankene om fortsatt god tilgang på finansiering. I løpet av året vil Finanstilsynet fastsette krisetiltaksplaner og minstekrav til summen av ansvarlig kapital og konvertibel gjeld (MREL) for de største og mest komplekse bankene. Det kan påvirke bankenes finansieringsstruktur.

Fremover venter vi at bankene vil ha god kapasitet til å imøtekomme etterspørselen etter kreditt. Tolvmånedersveksten i bankenes utlån til norske foretak økte gjennom 2017 og har siden den gang vært på

Figur 6.16 Risikopåslag på OMF og seniorobligasjoner utstedt av norske banker. 5 års løpetid, basispunkter over tremåneders pengemarkedsrente. Uke 1 2015 – uke 37 2019 [1)]

1) PPR 2/19 var basert på informasjon til og med 14. juni 2019, markert ved vertikal linje.
Kilde: Nordic Bond Pricing

Figur 6.17 Kapital- og likviditetsdekning i EUs banksystem. Vektet gjennomsnitt. Prosent. 4. kv. 2014 – 1. kv. 2019



Kilde: EBA

over fem prosent (figur 6.5). Siden forrige rapport har de norske bankenes andel av utlånsveksten til foretak avtatt noe relativt til filialer av utenlandske banker.

6.6 FINANSIELL STABILITET INTERNASJONALT

Internasjonalt er det vedvarende usikkerhet om flere forhold som kan få stor betydning for den videre økonomiske utviklingen, se omtale i kapittel 2. Høy gjeld i flere land gjør at en brå endring i risikoappetitten og tilhørende økning i risikopåslagene er den største sårbarheten for finansiell stabilitet internasjonalt. Fallet i risikofrie renter det siste året har isolert sett bidratt til lavere gjeldsbetjeningskostnader i mange land. Vedvarende lave renter og høy risikotaking kan bidra til fortsatt vekst i gjeldsnivåene internasjonalt.

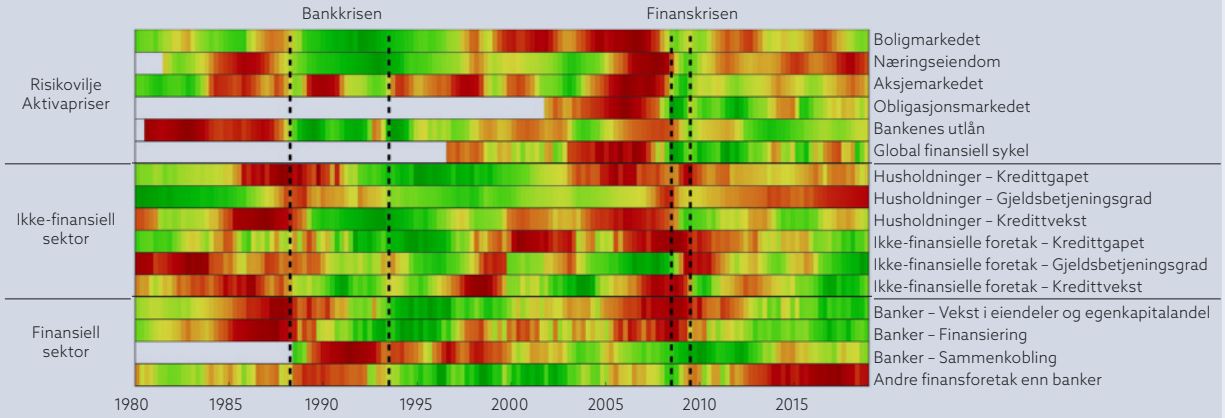
Til tross for lav lønnsomhet har bankene i EU økt den rene kjernekapitaldekningen siden 2015, selv om oppgangen har stanset opp det siste året, se figur 6.17. Også bankenes likviditetsdekning (LCR) har økt og er i gjennomsnitt klart over det regulatoriske kravet på 100 prosent. Misligholdsraten fortsatte å falle i første kvartal, som et resultat av økt utlånsvekst. Omfanget av misligholdte lån økte imidlertid noe. Utsikter til svakere økonomisk vekst i EU kan svekke bankenes lønnsomhet og gjøre det mer krevende å redusere misligholdsraten fremover.

TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

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

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

Figur 6.A Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 2. kv. 2019[2]



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

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

2 Indikatoren for aksjemarkedet er revidert til å kun reflektere utviklingen i aksjekursene i forhold til trend. Denne indikatoren har tidligere også reflektert utviklingen i pris /inntjeningsgrad i aksjemarkedet (P/E ratio).

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER[1]

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1 Se også Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer». *Norges Bank Memo* 1/2013.
2 Se Norges Banks hjemmesider «Indikatorer for finansielle ubalanser». Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av indikatorer videreutvikles.
3 Se ESRB (2014) «Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates».

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato[1]	Styringsrente[2]	Endring
18. desember 2019		
23. oktober 2019		
18. september 2019	**1,50**	**0,25**
14. august 2019	1,25	0
19. juni 2019	1,25	0,25
8. mai 2019	1,00	0
20. mars 2019	1,00	0,25
23. januar 2019	0,75	0
12. desember 2018	0,75	0
24. oktober 2018	0,75	0
19. september 2018	0,75	0,25
15. august 2018	0,50	0
20. juni 2018	0,50	0
2. mai 2018	0,50	0
14. mars 2018	0,50	0
24. januar 2018	0,50	0
13. desember 2017	0,50	0
25. oktober 2017	0,50	0
20. september 2017	0,50	0
21. juni 2017	0,50	0
3. mai 2017	0,50	0
14. mars 2017	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

1 Fra og med rentemøtet 13. mars 2013 har rentebeslutningen blitt publisert dagen etter rentemøtet. På rentemøtet 14. mars 2017 ble rentebeslutningen publisert to dager 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.

Tabell 1 Anslag på BNP-vekst i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 2/19 i parentes	Andel av verdens BNP[1]			Prosentvis endring fra foregående år				
	PPP	Markeds-kurser	Handels-partnere[4]	2018	2019	2020	2021	2022
USA	16	25	9	2,9 (0)	2,2 (-0,1)	1,7 (0)	1,7 (0)	1,7 (0)
Euroområdet	12	16	33	1,9 (0)	1,1 (-0,1)	1,2 (-0,2)	1,4 (0)	1,5 (0)
Storbritannia	2	4	10	1,4 (0)	1,1 (-0,2)	1 (-0,3)	1,4 (0)	1,5 (0)
Sverige	0,4	0,7	12	2,4 (-0,1)	1,5 (-0,2)	1,4 (-0,3)	1,7 (0)	1,8 (0)
Øvrige industriland[2]	7	10	18	2 (0,1)	1,4 (-0,2)	1,3 (-0,3)	1,8 (0)	1,8 (0)
Kina	16	15	6	6,6 (0)	6 (0)	5,7 (-0,1)	5,7 (0)	5,6 (-0,1)
Øvrige fremvoksende økonomier[3]	19	11	12	3,7 (0)	2,6 (-0,4)	3,6 (-0,2)	3,8 (0)	3,9 (0)
Norges handelspartnere[4]	72	79	100	2,6 (0)	1,8 (-0,2)	1,8 (-0,2)	2 (0)	2,1 (0)
Verden (PPP)[5]	100			3,6 (0)	3,1 (-0,1)	3,4 (-0,1)	3,5 (0)	3,6 (0)
Verden (markedskurser)[5]		100		3,1 (0)	2,5 (-0,1)	2,7 (0)	2,8 (0)	2,9 (0)

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta. Gjennomsnitt 2015–2017.
2 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Japan, Singapore, Sveits og Sør-Korea. Eksportvekter.
3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Polen, Russland, Thailand og Tyrkia. 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.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 2 Anslag på konsumpriser i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 2/19 i parentes	Handels-partnere[4]	Prosentvis endring fra foregående år				
		2018	2019	2020	2021	2022
USA	8	2,4 (0)	1,8 (-0,1)	2,3 (0,1)	2,3 (0)	2,3 (0)
Euroområdet	33	1,8 (0)	1,2 (-0,1)	1,3 (-0,2)	1,5 (-0,1)	1,6 (-0,1)
Storbritannia	6	2,3 (0)	1,9 (-0,1)	2,1 (0)	2,1 (0,1)	2 (0,1)
Sverige[1]	13	2,1 (0)	1,7 (-0,2)	1,8 (-0,2)	1,9 (-0,1)	2 (0)
Øvrige industriland[2]	17	1,1 (0)	0,7 (-0,4)	1,3 (-0,2)	1,6 (0)	1,6 (-0,1)
Kina	12	2,1 (0)	2,4 (0,1)	2,3 (-0,1)	2,6 (-0,1)	2,6 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier[3]	10	4,4 (0)	4,8 (-0,2)	4,7 (0)	4,5 (0)	4,5 (0)
Norges handelspartnere[4]	100	2 (0)	1,8 (-0,2)	2 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,1 (-0,1)
Underliggende prisvekst[5]		1,4 (0)	1,4 (-0,1)	1,7 (0)	1,8 (-0,1)	1,8 (-0,1)
Lønnsvekst[6]		2,6 (0)	2,5 (0)	2,8 (-0,1)	2,8 (-0,1)	2,8 (-0,1)
Priser på konsumvarer Norge importerer[7]		1,4 (0,1)	1,8 (0,3)	0,6 (0,2)	0,6 (-0,1)	0,7 (0)

1 Konsumpriser uten rentekostnader (KPIF).
2 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Japan, Singapore, Sveits og Sør-Korea. Importvekter.
3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Polen, Russland, Thailand og Tyrkia. BNP-vekter (markedskurser).
4 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.
5 I aggregatet for underliggende prisvekst inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.
6 Anslag på lønnskostnader per ansatt. I aggregatet inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.
7 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

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

	2019			
	1. kv.	2. kv	3.kv	4.kv
Faktisk	0,5	0,7		
Anslag i PPR 2/19		0,8	0,7	
Anslag i PPR 3/19			1,0	0,5

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2019						
	juni	juli	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	2,2	2,3	2,2				
Anslag i PPR 2/19	2,3	2,2	2,2	2,2			
Anslag i PPR 3/19				2,2	2,2	2,2	2,2

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3c Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2019						
	juni	juli	aug	sep	okt	nov	des
Konsumprisindeksen (KPI)							
Faktisk	1,9	1,9	1,6				
Anslag i PPR 2/19	2,1	1,8	1,6	1,7			
Anslag i PPR 3/19				1,4	1,8	1,4	1,5
KPI-JAE[1]							
Faktisk	2,3	2,2	2,1				
Anslag i PPR 2/19	2,4	2,4	2,3	2,4			
Anslag i PPR 3/19				2,1	2,3	2,0	2,0
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	1,5	1,8	1,1				
Anslag i PPR 2/19	1,5	1,6	1,2	1,3			
Anslag i PPR 3/19				1,2	1,2	1,1	1,1
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE[2]							
Faktisk	2,6	2,6	2,6				
Anslag i PPR 2/19	2,8	2,8	2,8	2,7			
Anslag i PPR 3/19				2,4	2,7	2,4	2,3

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2 Aggregatet «norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE» er beregnet av Norges Bank.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 2/19 i parentes	Milliarder kroner 2018	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) Anslag				
		2018	2019	2020	2021	2022
Priser og lønninger						
Konsumprisindeksen (KPI)		2,7 (0)	2,2 (0)	2,0 (0,1)	2,2 (0,2)	2,2 (0,2)
KPI-JAE[1]		1,6 (0)	2,3 (-0,1)	2,1 (0)	2,2 (0,2)	2,2 (0,2)
Årslønn		2,8 (0)	3,3 (0)	3,3 (-0,2)	3,3 (-0,3)	3,4 (-0,1)
Realøkonomi[2]						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3531	1,6 (-0,2)	1,3 (-0,7)	2,2 (-0,1)	1,9 (0,1)	1,6 (0,1)
BNP for Fastlands-Norge	2907	2,6 (0)	2,7 (0,1)	1,9 (0)	1,3 (0,1)	1,3 (0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)[3]		-0,2 (0)	0,4 (-0,3)	0,5 (-0,3)	0,3 (-0,2)	0,1 (-0,1)
Sysselsetting, personer, KNR		1,7 (0,1)	1,8 (0,1)	1,2 (0,4)	0,3 (0)	0,3 (0,1)
AKU-ledighet[4] (rate, nivå)		3,8 (0)	3,5 (0)	3,4 (0,1)	3,5 (0,1)	3,5 (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,5 (0)	2,3 (0,1)	2,2 (0,1)	2,2 (0,1)	2,3 (0,1)
Etterspørsel[2]						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge[5]	3062	2,1 (0,5)	2,0 (0)	1,8 (-0,2)	1,5 (-0,1)	1,7 (-0,1)
– Husholdningenes konsum[6]	1538	2,0 (-0,1)	1,8 (-0,2)	2,3 (0)	2,1 (0)	2,2 (-0,1)
– Foretaksinvesteringer	311	6,8 (4,3)	3,8 (-0,4)	2,6 (-0,9)	0,4 (-0,4)	1,2 (-0,3)
– Boliginvesteringer	194	-6,1 (-0,1)	0,9 (0,6)	0,6 (-0,4)	1,1 (-0,4)	1,5 (-0,2)
– Offentlig etterspørsel[7]	1020	2,5 (0,3)	1,9 (0,2)	1,2 (-0,1)	1,2 (0,1)	1,2 (0)
Petroleumsinvesteringer[8]	153	1,9 (-0,8)	14,5 (0,5)	2,5 (1,5)	-4,0 (-1,0)	-6,0 (0)
Eksport fra Fastlands-Norge[9]	661	3,4 (0,7)	5,2 (0,2)	2,3 (0,3)	2,8 (0,6)	3,2 (0,4)
Import	1155	1,9 (1,3)	4,3 (0,9)	1,2 (-1,0)	2,5 (-0,3)	2,4 (-0,2)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		0,7 (0)	2,2 (-0,1)	3,0 (0)	3,2 (-0,1)	3,3 (-0,1)
Kreditt til husholdningene (K2)[10]		5,6 (0,1)	5,5 (-0,1)	5,4 (0,2)	5,7 (0,4)	5,8 (0,4)
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente[11]		0,6 (0)	1,1 (0)	1,6 (0)	1,6 (-0,1)	1,5 (-0,2)
Importveid valutakurs (I-44)[12]		104,6 (0)	107,0 (1,6)	106,8 (3,5)	106,4 (3,5)	106,3 (3,5)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere[13]		0,4 (0)	0,5 (0)	0,3 (0)	0,2 (-0,1)	0,3 (-0,1)
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat[14]		71 (0)	63 (0)	57 (-2)	56 (-2)	56 (-2)

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2 Alle tall er virkedagskorrigert.
3 Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
4 Arbeidskraftundersøkelsen.
5 Husholdningenes konsum og private brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge og offentlig etterspørsel.
6 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.
7 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.
8 Utvinning og rørtransport.
9 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleumstjenester og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge.
10 Kredittveksten er beregnet som firekvartalersveksten ved utgangen av året.
11 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.
12 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Høyere verdi betyr svakere valutakurs.
13 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.
14 Spotpris for 2018, mens 2019 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året. Terminpriser for 2020–2022. Terminpriser per 13. september 2019.

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

Omslag og grafisk utforming: Brandlab
Trykk: 07 Media AS
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Light
Foto: Esten Borgos
ISSN: 1894-0226 (trykk) | 1894-0234 (online)

NORGES BANK
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon 22316000
www.norges-bank.no

Pengepolitisk rapport 3|19 – september