



NORGES BANK

**2|19**

JUNI

**PENGEPOLITISK  
RAPPORT**  
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

# Nøkkeltall

## INFLASJONSMÅL

2%

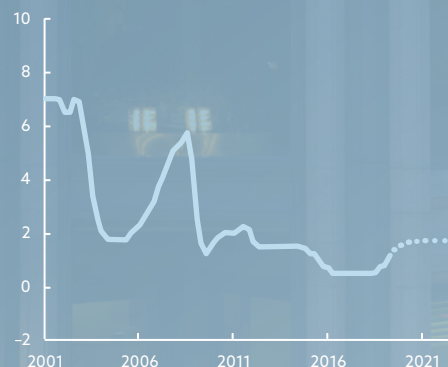
Vår oppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er 2 prosent. Samtidig skal vi bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

## STYRINGSRENTE

1,25%

Norges Banks styringsrente øker til 1,25 prosent fra 21. juni 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.

# Innhold

---

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>DEL 1: PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>7</b>
<b>1 HOVEDBILDET</b>	<b>7</b>
1.1 Utvikling og utsikter internasjonalt	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	9
<b>2 INTERNASJONAL ØKONOMI</b>	<b>12</b>
2.1 Vekst, priser og renter	12
2.2 Land og regioner	14
<i>Hvordan påvirker usikkerhet den økonomiske utviklingen?</i>	18
<b>3 FINANSIELLE FORHOLD</b>	<b>20</b>
3.1 Utlånsrenter og markedsrenter	20
3.2 Kronekursen	21
<b>4 NORSK ØKONOMI</b>	<b>23</b>
4.1 Produksjon og etterspørsel	23
4.2 Arbeidsmarked og produksjonsgap	27
4.3 Kostnader og priser	30
<i>Sysselsettingspotensialet</i>	37
<b>5 PENGEPOLITISK ANALYSE</b>	<b>39</b>
5.1 Mål og tilbakeblikk	39
5.2 Ny informasjon og nye vurderinger	40
<b>DEL 2: FINANSIELL STABILITET</b>	<b>46</b>
<b>6 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>46</b>
6.1 Finansielle ubalanser	46
6.2 Finansiell stabilitet internasjonalt	46
6.3 Kredittmarkedet	47
6.4 Boligmarkedet	49
6.5 Næringseiendomsmarkedet	52
6.6 Bankene	53
<i>Bankenes risiko ved lån til bedrifter engasjert i byggenæringen</i>	56
<b>VEDLEGG</b>	<b>59</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	60
Tabeller og detaljerte anslag	61

## 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. Avveingene 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 2/19

På møtet 12. juni 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 19. juni 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 1,25 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i løpet av året.*

Hos Norges handelspartnere avtok veksten gjennom fjoråret etter flere år med oppgang. Så langt i år har veksten vært litt høyere enn ventet, men fremover er vekstutsiktene noe svakere enn i marsrapporten. Storbritannias forhold til EU er fortsatt uavklart, og handelskonflikten mellom USA og Kina har tilspisset seg. Det har bidratt til et bredt fall i rentene ute. Både spotprisen på olje og prisen på leveranser frem i tid har falt og er noe lavere enn i mars. Økt kapasitetsutnyttning har bidratt til at lønnsveksten hos handelspartnere har tiltatt det siste året. Lønns- og prisveksten er ventet å ta seg litt opp fremover, om lag som anslått i marsrapporten.

Siden høsten 2016 har det vært oppgang i norsk økonomi. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt. Det er utsikter til at oppgangen fortsetter inn i 2020, blant annet som følge av høyere aktivitet i oljeleverandørnæringen. Lenger frem vil trolig en nedgang i investeringene på norsk sokkel dempe veksten.

Veksten i fastlandsøkonomien var noe lavere enn ventet i første kvartal. Produksjonsfall innen kraftforsyning og fiske dempet veksten. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterer om god vekst og forventer at den vil holde seg oppe fremover. Sysselsettingen har økt mer enn ventet. Arbeidsledigheten har falt litt, om lag som anslått i marsrapporten.

Veksten i konsumprisene tiltok gjennom fjoråret, blant annet som følge av en oppgang i elektrisitetsprisene. Så langt i år har konsumprisveksten avtatt noe. Underliggende inflasjon tok seg også opp i fjor, blant annet som følge av høyere lønnsvekst.

Siden marsrapporten har prisveksten vært om lag som anslått. Tolv månedersveksten i konsumisindeksen (KPI) var 2,5 prosent i mai. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer var prisveksten (KPI-JAE) 2,3 prosent. Vårens lønnsoppgjør tyder på at lønnsveksten vil tilta i år, i tråd med anslaget i forrige rapport. Tilstramming i arbeidsmarkedet tilsier at lønnsveksten vil øke videre, men lavere oljepris og fortsatt svak lønnsomhet i deler av næringslivet vil trolig dempe oppgangen. Kronekursen er svakere enn ventet.

Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. Gjeldsveksten i husholdningene har avtatt de siste årene, men er fortsatt høyere enn veksten i disponible inntekter. Boligprisveksten har vært lav den siste tiden.

I drøftingen av risikobildet var hovedstyret særlig opptatt av utviklingen internasjonalt. Skulle handelskonfliktene trappes opp ytterligere, kan veksten hos handelspartnere og oljeprisen bli lavere enn anslått. Det kan dempe veksten her hjemme. Samtidig kan vedvarende usikkerhet føre til at kronekursen holder seg svak. Hovedstyret var også opptatt av at oppgangen i oljenæringen og ringvirkningene til norsk økonomi kan bli sterkere 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.

I vurderingen legger hovedstyret vekt på at pengepolitikken fortsatt er ekspansiv. Det er god vekst i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttningen anslås å være noe over et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er litt høyere enn inflasjonsmålet. Samtidig bidrar handelskonfliktene til betydelig usikkerhet om utviklingen internasjonalt. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. Samlet sett tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten økes noe videre.

Oppgangen i norsk økonomi synes å bli litt sterkere det neste året enn tidligere anslått. På den annen side er det utsikter til svakere vekst og lavere renter ute. Prognosen for styringsrenten indikerer en litt raskere renteoppgang det neste året enn anslått i forrige rapport, men rentebanen er lite endret lenger frem. 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 endre seg, vil også prognosen for styringsrenten justeres.

Hovedstyret vedtok å heve styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,25 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i løpet av året. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen  
19. juni 2019

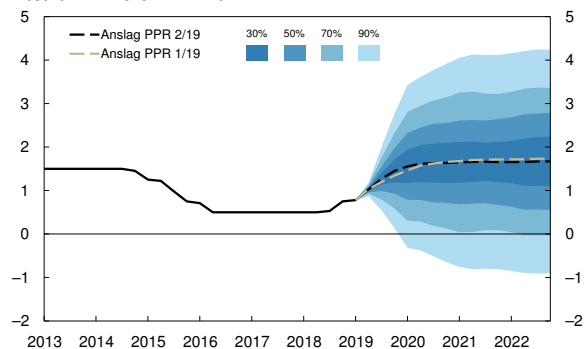
# 1 Hovedbildet

Oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Sysselsettingen øker, og kapasitetsutnyttningen ser ut til å være noe over et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er litt høyere enn inflasjonsmålet.

Styrringsrenten er hevet fra 1 til 1,25 prosent, og prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av året. Ved utgangen av 2022 ligger rentebanen i underkant av 1,75 prosent. Prognosen for styrringsrenten innebærer en litt raskere renteoppgang det nærmeste året enn anslått i forrige rapport, men rentebanen er lite endret lenger frem. Sterkere oppgang blant oljeleverandørene og svakere krone bidrar til oppjusteringen av rentebanen. Lavere oljepris og utsikter til svakere vekst og lavere renter ute trekker isolert sett rentebanen ned.

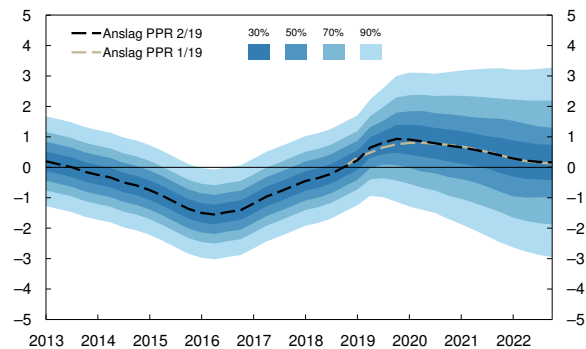
Med en renteutvikling i tråd med prognosen anslås prisveksten å holde seg nær inflasjonsmålet i årene fremover, samtidig som arbeidsledigheten holder seg lav. Anslagene er usikre, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden.

Figur 1.1a Styrringsrenten med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>2)</sup>



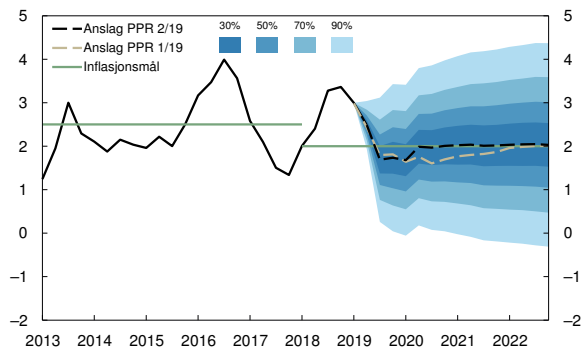
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten. 2) Anslag for 2. kv. 2019 – 4. kv. 2022. Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022



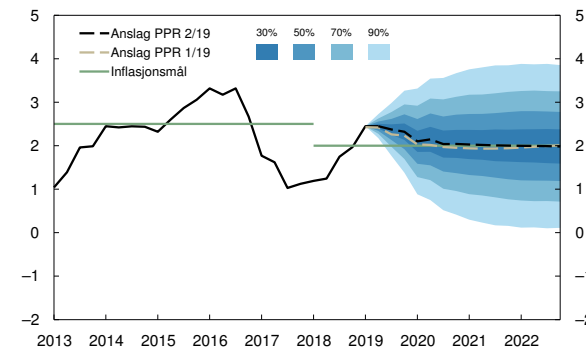
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. 2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>2)</sup>



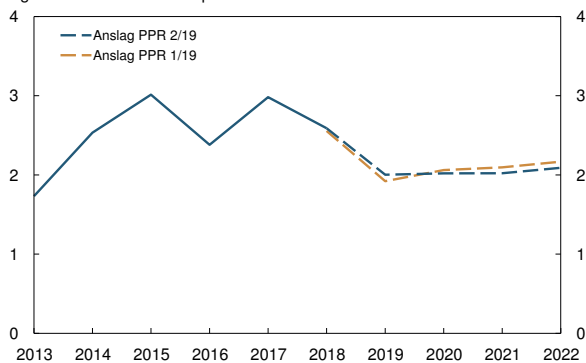
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. 2) Anslag for 2. kv. 2019 – 4. kv. 2022. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d KPI-JAE<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>3)</sup>



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

Figur 1.2 BNP hos handelspartnere.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



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

## 1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER INTERNASJONALT

### Avdemping av veksten

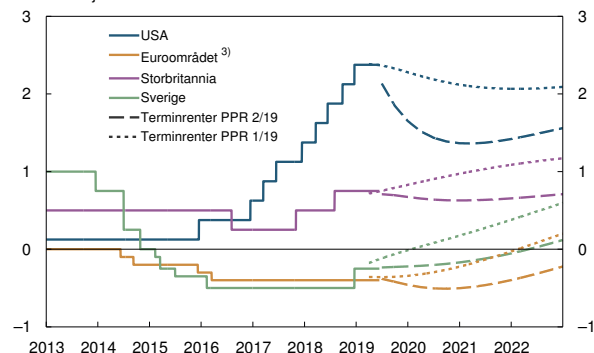
BNP-veksten hos Norges handelspartnere avtok noe fra 2017 til 2018 og ser ut til å dempes videre i år, se figur 1.2. Usikkerhet knyttet til utviklingen i handelskonfliktene og rundt Storbritannias utmelding fra EU har trolig bidratt til avdempingen. Utover i prognoseperioden venter vi at veksten vil holde seg stabil, men at den vil være lavere enn den har vært de siste årene. Samtidig legger vi til grunn at globale offshoreinvesteringer vil vokse etter flere år med nedgang. Det vil trolig trekke norsk eksport opp.

Kapasitetsutnyttningen 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 lønnsveksten vil øke videre, og at også prisveksten etter hvert tar seg opp. Anslagene er lite endret fra Pengepolitisk rapport (PPR) 1/19, som ble publisert 21. mars.

Storbritannias forhold til EU er fortsatt uavklart, og handelskonflikten mellom USA og Kina har tilspisset seg. Det har bidratt til et bredt fall i rentene ute. Markedets styringsrenteforventninger ligger betydelig lavere enn i mars, se figur 1.3, og langsiktige renter er på svært lave nivåer.

Oljeprisene har svingt mye de siste månedene. Spotprisen og terminprisene frem til 2022 er nå noe lavere enn i mars, se figur 1.4.

Figur 1.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter<sup>1)</sup> i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2013 – 31. desember 2022<sup>2)</sup>



1) Terminrenter per 15. mars 2019 (PPR 1/19) og per 14. juni 2019 (PPR 2/19). Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter. 2) Dagstall til og med 14. juni 2019. Kvartalstall fra 3. kv. 2019. 3) ESBS innskuddsrente.  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

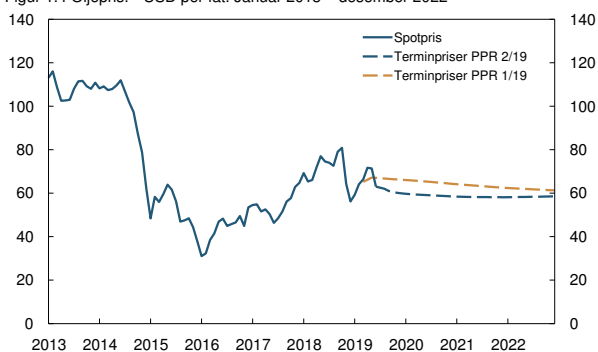
## 1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

### Oppgangen fortsetter

De siste par årene har den økonomiske veksten i Fastlands-Norge tatt seg opp. God vekst hos våre handelspartnere og høyere oljepris har bidratt til å løfte aktiviteten. Lave renter har trukket i samme retning.

I første kvartal i år ble veksten i BNP for Fastlands-Norge dempet av midlertidig produksjonsfall innen kraftforsyning og fiske. Vi venter at veksten tar seg opp i innværende og neste kvartal, i tråd med forventningene hos bedriftene i vårt regionale nettverk og fremskrivingene fra vårt system av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.5. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport.

Figur 1.4 Oljepris.<sup>1)</sup> USD per fat. Januar 2013 – desember 2022<sup>2)</sup>



1) Brent Blend. 2) Terminpriser per 15. mars 2019 (PPR 1/19) og per 14. juni 2019 (PPR 2/19).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank



Sysselsettingen fortsetter å øke, og oppgangen har vært sterkere enn anslått i forrige rapport. Vi anslår at sysselsettingen vil fortsette å vokse den nærmeste tiden, men at veksten blir litt lavere enn i de siste kvartalene, se figur 1.6. Vi venter at kapasitetsutnyttningen fortsatt vil øke, og at arbeidsledigheten vil avta litt videre det neste halve året.

Veksten i husholdningenes gjeld har avtatt de siste kvartalene, men gjelden vokser fremdeles raskere enn inntektene. Boligprisveksten har vært lav den siste tiden.

### Prisvekst over inflasjonsmålet

Veksten i konsumprisene tiltok gjennom fjoråret og holdt seg høy inn i 2019. I mai avtok prisstigningen. Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 2,5 prosent i mai, se figur 1.7. Veksten i KPI justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,3 prosent. Vi venter at den underliggende prisveksten vil holde seg om lag uendret de nærmeste månedene, for deretter å avta gradvis.

Lønnsveksten har steget de siste par årene og ventes å øke også i år. Vi anslår en årslønnsvekst i 2019 på 3,3 prosent, nær rammen i lønnsoppgjøret og i tråd med anslaget i forrige rapport.

Kursen på norske kroner er lite endret siden mars og er svakere enn vi la til grunn i forrige rapport.

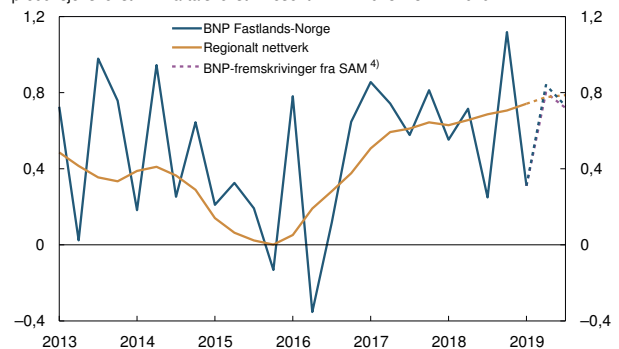
## 1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

### Renten økes noe videre

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.

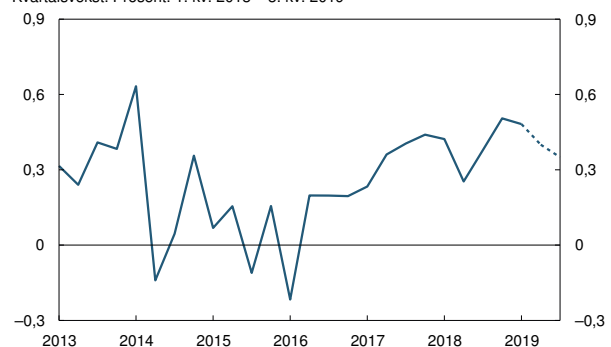
Pengepolitikken er fortsatt ekspansiv. En for lav rente over tid kan føre til at presset i økonomien øker slik at priser og lønninger skyter fart, og at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Settes renten derimot for raskt opp, kan det bremse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker, og prisveksten blir for lav. Handelskonfliktene bidrar til betydelig usikkerhet om utviklingen internasjonalt. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst<sup>2)</sup>. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2019<sup>3)</sup>



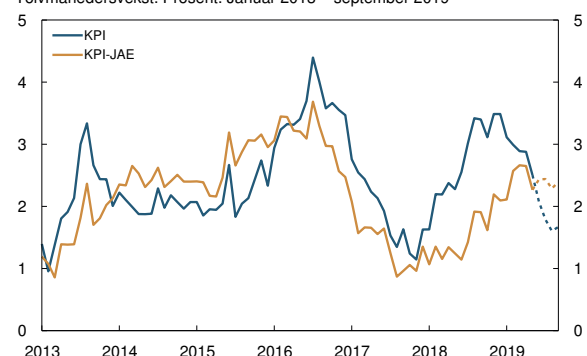
1) Sesongjustert. 2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder og neste seks måneder konvertert til kvartalstall. For 2. kv. 2019 brukes en sammenveking av historisk og forventet vekst, mens for 3. kv. 2019 brukes forventet vekst. 3) Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2019. 4) System for sammenveing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

Figur 1.6 Sysselsetting ifølge KNR<sup>1)</sup>. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2019<sup>2)</sup>



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap. Sesongjustert. 2) Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2019. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2013 – september 2019<sup>2)</sup>



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

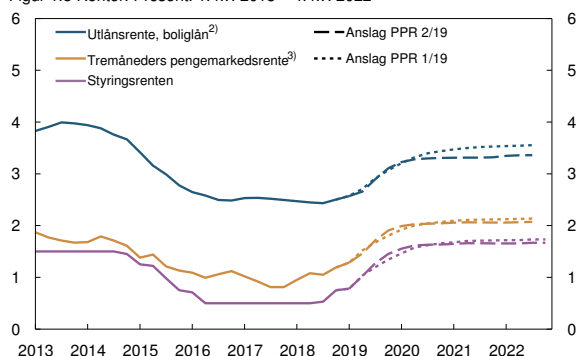
for å gå varsomt frem i rentesettingen. Samlet sett tilsier utsiktene og risikobildet at renten økes noe videre.

Styringsrenten er hevet fra 1 til 1,25 prosent med virkning fra 21. juni 2019. Prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av året. Ved utgangen av 2022 ligger rentebanen i underkant av 1,75 prosent. Rentebanen er litt høyere enn i forrige rapport det nærmeste året, men lite endret lenger frem, se figur 1.1a. Sterkere oppgang blant oljeleverandørene og svakere krone bidrar til oppjusteringen. Lavere oljepris og utsikter til svakere vekst og lavere renter ute trekker isolert sett i motsatt retning.

Økningen av styringsrenten i mars ser ikke ut til å ha fått fullt gjennomslag i bankenes boliglånsrenter. Fremover legger vi til grunn at bankenes utlånsrenter vil øke like mye som styringsrenten, men med et etterslep. Renteprognoisen tilsier at boliglånsrenten øker fra 2,6 prosent i første kvartal i år til 3,4 prosent i 2022, se figur 1.8.

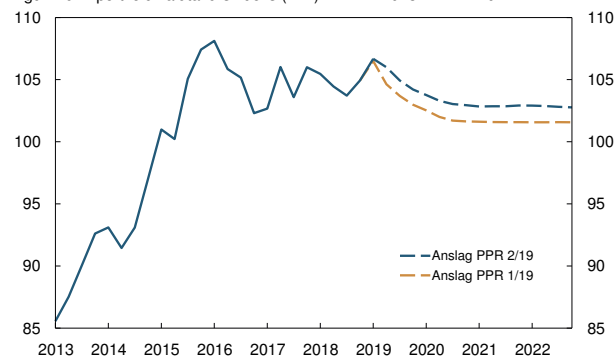
Anslagene er usikre, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden. Renteprognoisen viser utsiktene for styringsrenten gitt at den økonomiske utviklingen blir slik vi nå anslår. Hvis utviklingen blir annerledes, vil også rentebanen endres.

Figur 1.8 Renter. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>1)</sup>



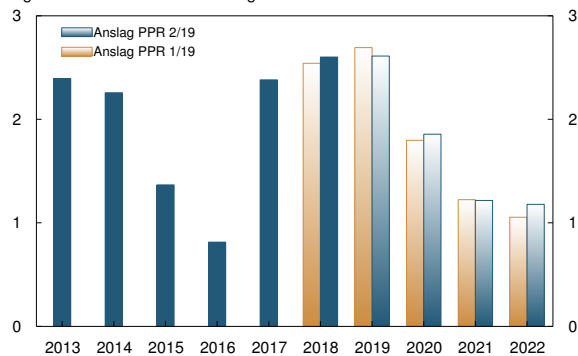
1) Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (boliglånsrente og tremåneders pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (styringsrente). 2) Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger, for utvalget av banker og kredittforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatisikk.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

Figur 1.9 Importveid valutakursindeks (I-44)<sup>1)</sup>. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>2)</sup>



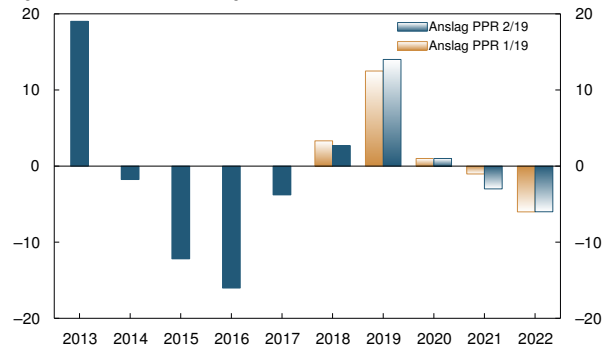
1) Stigende kurve indikerer svakere kronekurs. 2) Anslag for 2. kv. 2019 – 4. kv. 2022.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.10 BNP for Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Årsvkst. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



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

Figur 1.11 Petroleumsinvesteringer.<sup>1)</sup> Årsvkst. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



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

### Økt kapasitetsutnyttning og inflasjon nær målet

Med en renteutvikling i tråd med prognosen er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen øker videre frem til slutten av 2019, før den avtar gradvis, se figur 1.1b. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen litt oppjustert den nærmeste tiden og deretter lite endret. Vi legger til grunn at kronen styrker seg noe fremover, men at den vil holde seg litt svakere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.9.

Vi anslår at prisveksten vil avta til 2 prosent, se figur 1.1c-d. Sterkere krone vil trolig bidra til å dempe prisveksten.

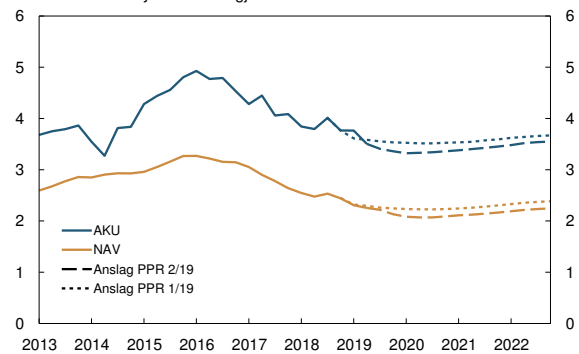
Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 2,6 prosent i år, se figur 1.10. I årene fremover ventet vi at høyere renter og en gradvis styrking av kronekursen vil bidra til at veksten avtar. Investeringene på norsk sokkel er ventet å øke kraftig i år og litt videre neste år, for deretter å falle noe de neste årene, se figur 1.11. Vi legger også til grunn at veksten i offentlig etterspørsel avtar fremover, og at noe lavere importvekst ute vil trekke eksportveksten ned. Anslaget for BNP-veksten de neste årene er litt oppjustert fra forrige rapport.

### Strammere arbeidsmarked og økt lønnsvekst

I årene fremover anslår vi at fortsatt vekst i norsk økonomi vil bidra til at sysselsettingen øker videre. Etter hvert som veksten i BNP for Fastlands-Norge avtar, vil trolig også sysselsetningsveksten dempes. Anslagene for sysselsettingen er litt høyere enn i forrige rapport. Arbeidsledigheten vil trolig avta litt videre, se figur 1.12. Vi anslår at lønnsveksten vil øke videre som følge av bedringen i arbeidsmarkedet, se figur 1.13. Lavere oljepris og fortsatt svak lønnsomhet i deler av næringslivet vil trolig dempe oppgangen.

Figur 1.12 Arbeidsledige ifølge AKU <sup>1)</sup> og NAV <sup>2)</sup>.

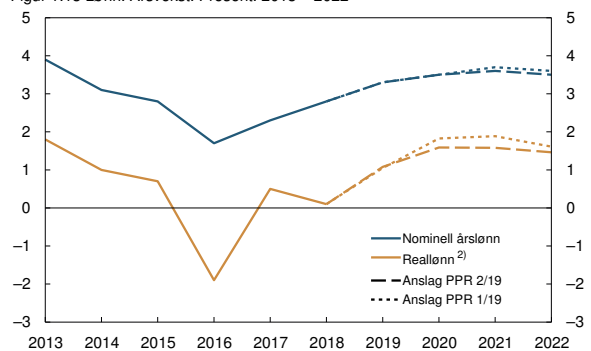
Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>3)</sup>



1) Arbeidskraftundersøkelsen. 2) Registrert arbeidsledighet. 3) Anslag for 1. kv. 2019 (AKU) / 2. kv. 2019 (NAV) – 4. kv. 2022.

Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2019 – 2022. 2) Nominell lønnsvekst deflatert med KPI.

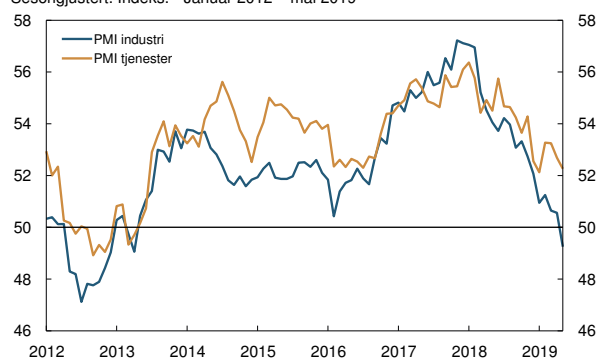
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# 2 Internasjonal økonomi

Kapasitetsutnyttningen hos våre viktigste handelspartnere er nær et normalt nivå, og arbeidsledigheten er lav. Gjennom 2018 bidro strammere finansielle forhold og usikkerhet, særlig knyttet til handelskonfliktene, til å dempe veksten. Den underliggende prisveksten er stabil og noe lavere enn inflasjonsmålene.

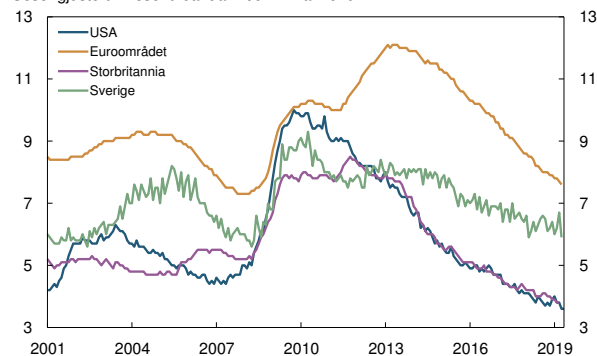
Så langt i år har BNP-veksten hos handelspartnerne vært høyere enn ventet, men vekstutsiktene er litt lavere enn i forrige rapport. Anslagene for lønnsvekst og underliggende prisvekst er om lag som i marsrapporten, mens prisveksten på konsumvarer Norge importerer ser ut til å bli høyere enn ventet. Spot- og terminprisene på olje er noe lavere enn i mars. Forventede pengemarkedsrenter og langsiktige renter hos handelspartnerne har falt.

Figur 2.1 PMI hos handelspartnerne.<sup>1)</sup>  
Sesongjustert. Indeks.<sup>2)</sup> Januar 2012 – mai 2019



1) Eksportvektet. 25 viktige handelspartnere. 2) Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Arbeidsledighet<sup>1)</sup> i utvalgte land.  
Sesongjustert. Prosent. Januar 2001 – mai 2019<sup>2)</sup>



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

## 2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

### Litt svakere vekstutsikter

Strammere finansielle forhold og usikkerhet knyttet til utviklingen i handelskonfliktene og rundt Storbritannias utmelding fra EU bidro til gradvis svakere vekst hos våre handelspartnere gjennom 2018. Siden årsskiftet har BNP-veksten tiltatt både i USA og Europa. Veksten har vært litt sterkere enn ventet, men aktivitetsindikatorer for industrisektoren faller og er nå på det laveste siden 2013, se figur 2.1. For tjenestesektoren ser det ut til at fallet kan ha stoppet opp. Arbeidsmarkedene er stramme i flere land, med høy andel sysselsatte og lav arbeidsledighet, se figur 2.2.

Handelskonflikten mellom USA og Kina har tilspisset seg siden forrige rapport. Straffetollen på en rekke kinesiske eksportvarer er økt fra 10 til 25 prosent og det er innført nye restriksjoner på handel med kinesiske selskaper. Kinesiske myndigheter har gjengjeldt med blant annet økt toll på gassimport. I Europa er det fortsatt usikkerhet knyttet til Storbritannias utmelding av EU. Sammen med signaler fra flere sentralbanker om fortsatt ekspansiv pengepolitikk, har disse faktorene bidratt til at både kortsiktige og langsiktige renter har falt. Langsiktige renter er nå på svært lave nivåer, særlig i Europa, se figur 2.3. Forventede pengemarkedsrenter hos våre viktigste handelspartnere indikerer nå fallende renter de nærmeste årene, se figur 2.4. Globale aksjeindekser er om lag på samme nivå som ved forrige rapport, se figur 2.5.

Vi legger til grunn for våre anslag at handelskonfliktene ikke trappes opp ut over de tollsatser og andre restriksjoner som allerede er innført. Vi venter likevel

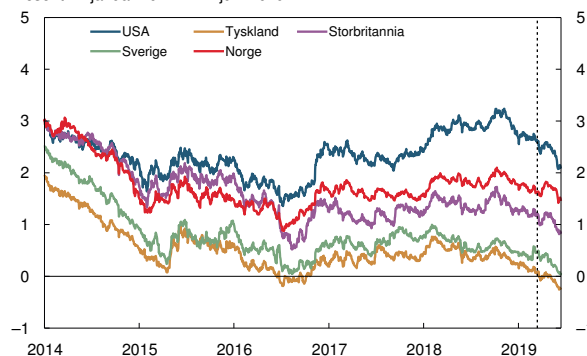
at usikkerhet knyttet til handelskonfliktene vil dempe veksten de nærmeste årene, særlig gjennom lavere investeringsvilje hos bedriftene, se figur 2.6. Vi legger videre til grunn at Storbritannias forhold til EU avklares i løpet av inneværende år, og at utgangen blir ordnet. Ekspansiv pengepolitikk bidrar positivt til veksten i flere land, mens finanspolitikken anslås å være nøytral fra neste år. Vi venter at BNP-veksten hos handelspartnerne holder seg på dagens nivå og at kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå de nærmeste årene. Anslagene for BNP-veksten er litt lavere enn i marsrapporten. I flere fremvoksende økonomier er importinnholdet i vareproduksjonen redusert de siste årene. I tillegg gir den lave investeringsveksten i industrilandene lavere importvekst enn tidligere ventet. Anslagene for importveksten hos handelspartnerne er derfor justert mer ned enn anslagene for BNP-veksten, se tabell 1 i vedlegget og figur 2.7. Utsiktene for globale petroleumsinvesteringer, spesielt offshore-investeringer, ser lysere ut. Etter flere år med nedgang, venter det internasjonale energibyrået (IEA) økte investeringer i 2019.

### Høyere prisvekst på konsumvarer Norge importerer

Den underliggende prisveksten har holdt seg stabil i underkant av 1,5 prosent siden starten av 2017, se figur 2.8, og har siden marsrapporten vært om lag som ventet. Lønnsveksten hos handelspartnerne var lenge lav til tross for en markert nedgang i arbeidsledigheten. Siden i fjor vår har lønnsveksten tatt seg opp, men det ser ut til å ta noe lengre tid enn tidligere før dette slår ut i høyere konsumprisvekst. Samlet prisvekst har likevel økt litt mer enn ventet hos våre viktigste handelspartnere. Det skyldes særlig høyere prisvekst på energivarer etter oppgangen i oljeprisen siden årsskiftet. Vi anslår at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten vil øke litt de nærmeste par årene som følge av at kapasitetsutnyttningen har økt, se tabell 2 i vedlegget. Anslagene for pris- og lønnsveksten er lite endret fra forrige rapport. Spotprisen på olje er nå 63 dollar per fat, noe lavere enn ved forrige rapport. Terminprisene frem til 2022 har også falt (figur 1.4). Oljeprisen er omtalt i en ramme på side 17.

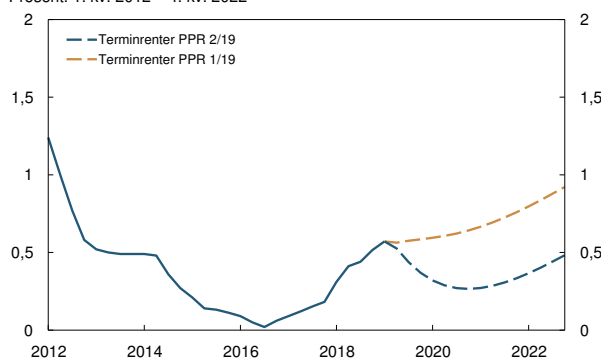
Prisveksten på konsumvarer Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, økte markert gjennom 2018. Prisveksten har holdt seg oppe så langt i år og vært høyere enn anslått i marsrapporten for de fleste varegrupper, men særlig for klær og sko. De siste par

Figur 2.3 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 2. januar 2014 – 14. juni 2019<sup>1)</sup>



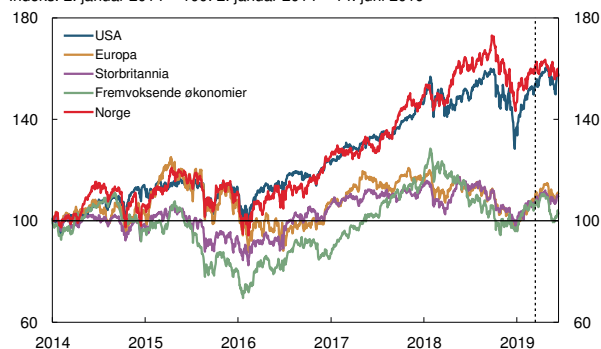
1) PPR 1/19 var basert på informasjon til og med 15. mars 2019, markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.4 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2022<sup>2)</sup>



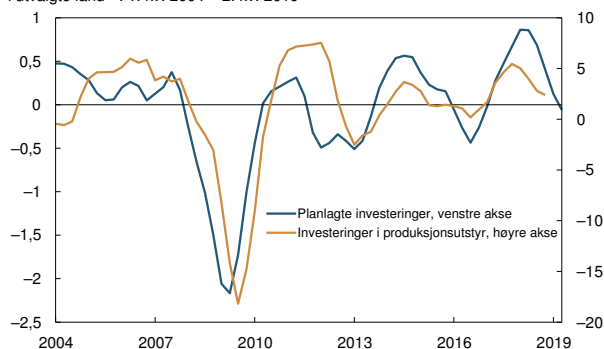
1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015)  
 2) Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter. Norges Bank Memo 2/2015.  
 2) Terminrenter beregnet per 15. mars for PPR 1/19 og per 14. juni for PPR 2/19.  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.5 Aksjekursindekser i utvalgte land.<sup>1)</sup> Indeks. 2. januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 14. juni 2019<sup>2)</sup>



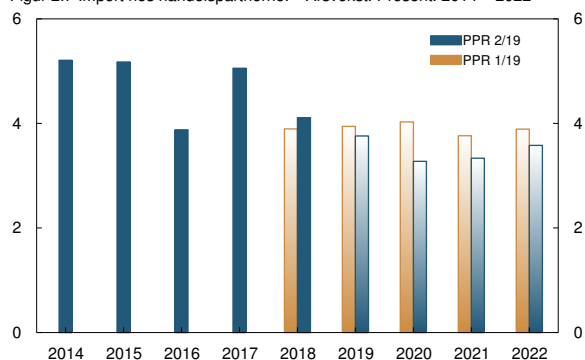
1) Standard and Poor's 500 Index (USA), Euro Stoxx 50 Index (Europa), Financial Times Stock Exchange 100 Index (Storbritannia), MSCI Emerging Markets Index (fremvoksende økonomier), Oslo Børs Benchmark Index (Norge). 2) PPR 1/19 var basert på informasjon til og med 15. mars 2019, markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.6 Planlagte investeringer<sup>1)</sup> og investeringer i produksjonsutstyr<sup>2)</sup> i utvalgte land<sup>3)</sup>. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2019



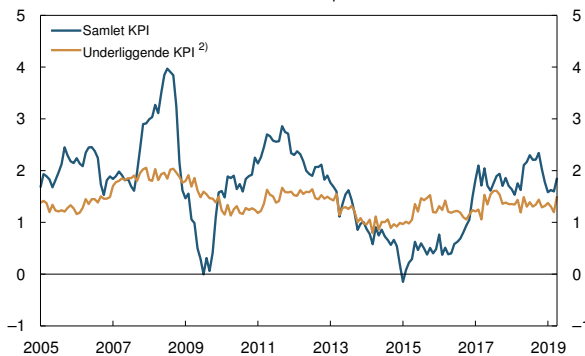
1) Spørreundersøkelser fra respektive land. Normalisert. Tre kvartalers glidende gjennomsnitt.  
2) Vekst tre kvartaler over foregående tre kvartaler. Prosent. 3) BNP-vekter. USA, euroområdet og Japan.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Import hos handelspartnere.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2014 – 2022<sup>2)</sup>



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

Figur 2.8 Konsumpriser i utvalgte land.<sup>1)</sup> Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2005 – april 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

årene har vridningen av den norske importen mot lavkostnadsland som Kina og andre fremvoksende økonomier ikke dempet prisveksten på konsumvarer Norge importerer i like stor grad som tidligere. Dette gjelder særlig for varegruppene klær og sko og lyd- og bildeutstyr. Vi legger til grunn lavere vridningseffekter også fremover. Anslagene på prisveksten på konsumvarer Norge importerer er oppjustert i hele prognoseperioden, se figur 2.9.

### Fortsatt stor usikkerhet

Det er betydelig usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. Forverringen av forholdet mellom USA og Kina er trolig hovedårsaken til at flere usikkerhetsindikatorer, særlig i finansmarkedene, har økt siden marsrapporten. Utviklingen i ulike indikatorer for usikkerhet og hvordan usikkerhet kan tenkes å påvirke den økonomiske utviklingen er omtalt i en ramme på side 18. Dersom handelskonflikten trappes ytterligere opp, kan veksten hos våre handelspartnere bli lavere enn anslått. Dersom Storbritannia forlater EU uten en utmeldingsavtale eller usikkerheten om forholdet til EU vedvarer, kan veksten bli lavere enn vi har lagt til grunn. 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 oppjustering av amerikansk oljeproduksjon kan bidra til at oljeprisen faller mer enn terminprisene indikerer. På den annen side kan USAs sanksjoner mot Iran og Venezuela trekke oljeprisen opp.

## 2.2 LAND OG REGIONER

### Høyere vekst i USA

Veksten i amerikansk økonomi var høy i 2018. Skatte-kutt og utgiftsøkninger løftet både privat og offentlig etterspørsel, men i de siste kvartalene har tilstrømming av finansielle forhold og nedstenging av offentlig sektor bidratt til at veksten i innenlandsk etterspørsel har avtatt noe. Veksten i første kvartal ble likevel høyere enn lagt til grunn i forrige rapport på grunn av høy lagerbygging og positivt bidrag fra nettoeksporten. Sysselsettingsveksten har avtatt noe de siste månedene. Lønnsveksten har vært litt over 3 prosent, noe lavere enn ventet i mars. Arbeidsledigheten har avtatt til 3,6 prosent, det laveste nivået siden 1969 (figur 2.2).

Den amerikanske sentralbanken har holdt styringsrenten uendret siden forrige rapport. På rentemøtet i mars nedjusterte den sine anslag på fremtidig styringsrente. Sentralbanken trakk frem nedsiderisiko i vekstbildet globalt og midlertidig nedgang i amerikansk underliggende inflasjon som faktorer som bidro til nedjusteringen. Markedsprisingen indikerer at sentralbanken setter renten ned i løpet av sommeren 2019. Renteforventningene har falt betydelig siden marsrapporten (figur 1.3).

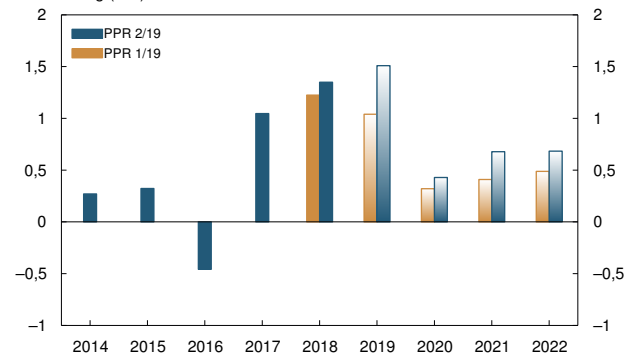
Anslaget for BNP-veksten i 2019 er oppjustert til 2,3 prosent som følge av den sterke veksten i første kvartal. Vi venter at lavere renter og økt lønnsvekst bidrar til at etterspørselen fra husholdningene holder seg oppe. Samtidig venter vi lavere vekst i foretaksinvesteringene som følge av usikkerhet knyttet til handelskonfliktene og avtakende effekter av skatte-kutt. Tiltakende kapasitetsbegrensninger og problemer med å finne kvalifisert arbeidskraft i flere sektorer vil trolig også bidra til å dempe veksten noe. BNP-veksten er nedjustert litt neste år og ventes å være 1,7 prosent årlig de neste årene. Konsumprisveksten har tiltatt noe og vært høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, særlig på grunn av høyere energipriser. Underliggende inflasjon har avtatt. Vi venter fortsatt at konsumprisveksten vil ligge på om lag 2,3 prosent de neste årene og at underliggende inflasjon vil øke litt.

### Litt høyere vekst i euroområdet i år

Etter lav vekst i andre halvår i fjor, tok BNP-veksten i euroområdet seg opp i første kvartal. Veksten var høyere enn ventet i marsrapporten. Fallet i aktivitetsindikatorer for industrien ser ut til å ha stoppet opp, men indikatorene er på lave nivåer. Aktivitetsindikatorer for tjenestesektoren har holdt seg bedre oppe, se figur 2.10. Tillitsindikatorer for husholdningene er lite endret fra forrige rapport og er litt høyere enn det langsiktige gjennomsnittet. Arbeidsledigheten har avtatt videre, og lønnsveksten er på vei opp. Kapasitetsutnyttningen for euroområdet samlet anslås å være nær et normalt nivå.

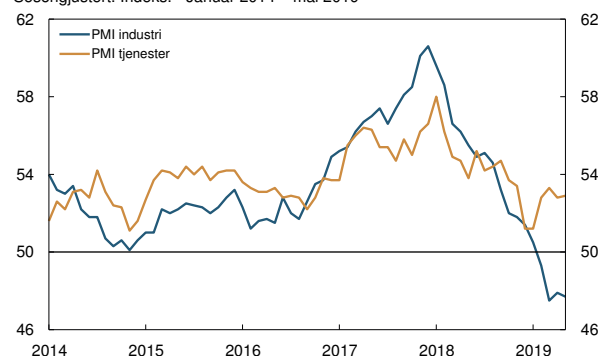
På rentemøtet i juni endret den europeiske sentralbanken omtalen av fremtidig styringsrente og signaliserer nå at den vil holde styringsrenten uendret frem til sommeren 2020. Styringsrenteforventningene har falt siden marsrapporten, og markedsprisingen indikerer nå at sentralbanken setter renten ned i løpet av første kvartal 2020.

Figur 2.9 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer med vridning (IPK). Utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2022<sup>1)</sup>



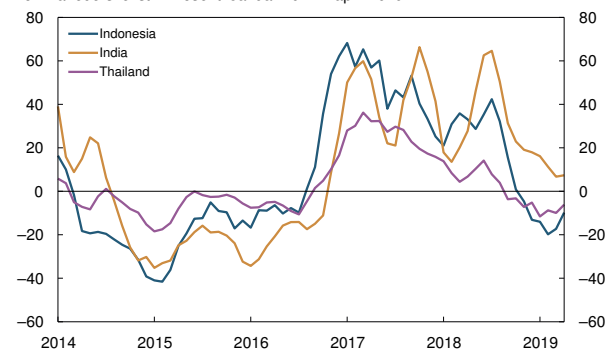
1) Anslag for 2019 – 2022 (gradert).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.10 PMI i euroområdet. Sesongjustert. Indeks.<sup>1)</sup> Januar 2014 – mai 2019



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

Figur 2.11 Eksport til Kina. Tolv månedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2014 – april 2019



1) Trettmåneders glidende snitt.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Vi anslår at BNP-veksten øker fra 1,2 prosent i år til 1,5 prosent i 2022. Lavere terminpriser for olje samt stigende lønnsvekst ventes å øke husholdningenes kjøpekraft, mens usikkerhet knyttet til handelskonflikter og Storbritannias utmelding fra EU trolig vil dempe investeringsviljen hos bedriftene også fremover. Anslaget for inneværende år er litt høyere enn i marsrapporten. Vi venter en gradvis oppgang i underliggende inflasjon de nærmeste årene som følge av at kapasitetsutnyttningen har økt og at lønnsveksten stiger. Sterkere prisvekst enn ventet den senere tiden har bidratt til å trekke opp inflasjonsanslaget for i år. Vi venter at samlet prisvekst holder seg under 2 prosent årlig ut anslagsperioden.

#### **Usikkerheten vedvarer i Storbritannia**

Veksten i Storbritannia var i 2018 den laveste siden finanskrisen. Den svake veksten har sammenheng med vedvarende usikkerhet om det fremtidige forholdet til EU, og foretaksinvesteringene falt gjennom hele året. De siste kvartalene har veksten tatt seg noe opp igjen. Dette skyldes delvis svært høy lageroppbygging og tilpasninger forut for den opprinnelige tidsfristen for en utgang av EU i mars. I første kvartal var veksten høyere enn ventet i forrige rapport. Arbeidsmarkedet har strammet seg ytterligere til, og arbeidsledigheten er på det laveste nivået siden 1974. Sentralbanken har ikke foretatt noen pengepolitiske endringer siden forrige rapport. Den signaliserer fortsatt at det er nødvendig med en gradvis mindre ekspansiv pengepolitikk for å sikre at inflasjonen stabiliserer seg på målet. Markedsprisingen indikerer ingen endringer i styringsrenten i prognoseperioden.

Fristen for en utmeldingsavtale fra EU er nå utsatt til oktober i år. Det vil trolig medføre at usikkerheten og den svake investeringsviljen vedvarer lengre enn tidligere antatt. Lenger frem legger vi til grunn at Storbritannia får en ordnet utgang av EU, og at investeringene tar seg opp igjen etter hvert som fremtidige handelsrelasjoner blir avklart. En mer ekspansiv finanspolitikk og utsikter til høyere reallønnsvekst vil trolig også støtte opp under veksten. Vi venter en BNP-vekst på 1,3 prosent i år og neste år, før den igjen tar seg litt opp. Anslaget for i år er oppjustert fra marsrapporten, mens anslagene de neste par årene er nedjustert. Prisveksten har vært om lag som lagt til grunn, og er ventet å holde seg rundt 2 prosent de neste årene.

#### **Lavere vekst i Sverige**

Etter høy vekst i fjerde kvartal i fjor, avtok veksten i første kvartal. Tillitsindikatoren for husholdningene har falt, mens aktivitetsindikatorne for bedriftene er om lag som ved forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen i svensk økonomi er fortsatt høyere enn normalt. Prisveksten målt ved konsumprisindeksen med faste rentekostnader (KPIF) ligger nær inflasjonsmålet på 2 prosent. I april nedjusterte sentralbanken sine anslag for styringsrenten og inflasjonen. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten heves i løpet av høsten 2021.

Vi venter at den negative impulsen fra lavere boliginvesteringer etter hvert avtar og at sterkere lønnsvekst vil bidra til høyere konsumvekst. Vi anslår at BNP-veksten holder seg litt under 2 prosent i hele prognoseperioden. Anslagene er litt lavere enn i marsrapporten. Inflasjonen anslås å holde seg nær målet de nærmeste årene.

#### **Handelskonflikt demper veksten i Asia**

BNP-veksten i Kina avtok som ventet i første kvartal. Handelskonflikten med USA dempet veksten. På den annen side bidro kinesiske politikktiltak til å understøtte investeringer og privat konsum. Det vanskelige samarbeidsklimaet mellom USA og Kina bidrar til økt usikkerhet om utsiktene, og flere bedrifter har varslet utflytting av sin vareproduksjon fra Kina. Vi legger til grunn at kinesiske myndigheter iverksetter nye politikktiltak for å stimulere økonomien fremover. Veksten anslås å avta til 6 prosent i år og deretter til 5,7 prosent fra 2021. Anslagene mot slutten av prognoseperioden er litt lavere enn i forrige rapport.

Handelskonflikten har negative ringvirkninger til øvrige fremvoksende økonomier, særlig til land med omfattende handel med Kina, som for eksempel Thailand. Svak eksportvekst har også dempet innenlandsk etterspørsel i flere land, se figur 2.11. Aksjekursfall har bidratt til strammere finansielle forhold i en rekke fremvoksende økonomier, til tross for mer ekspansiv pengepolitikk i flere land. I Tyrkia er det fortsatt et markert økonomisk tilbakeslag. Samlet er vekstanslagene for fremvoksende økonomier utenom Kina litt lavere enn i marsrapporten.



## UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Spotprisen på olje er nå 63 dollar per fat, noe lavere enn i mars. Frem til midten av mai steg prisen til nær 75 dollar fatet. Det skyldtes først og fremst forhold på tilbudssiden i oljemarkedet. OPEC+ har mer enn oppfylt kuttene i produksjonen som de ble enige om i desember 2018.<sup>1</sup> I tillegg falt produksjonen enda mer i Iran og Venezuela, blant annet som følge av USAs sanksjoner mot landene. Dette førte til fall i oljelagrene i OECD-landene frem til og med april i år, se figur 2.A. Dessuten har forurensingsproblemer ført til at oljeeksporten fra Russland har blitt redusert. Politiske spenninger i Midtøsten – særlig tilspissingen i forholdet mellom USA og Iran – bidro også til prisoppgangen.

Siden midten av mai har oljeprisen imidlertid falt med vel 10 dollar. Forverringen av handelskonfliktene mellom USA og flere andre land har på nytt kommet i forgrunnen. Utsiktene for verdensøkonomien svekkes og fører trolig til at veksten i globalt oljeforbruk reduseres. I tillegg har oljeproduksjonen i USA fortsatt å øke.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.4). Terminprisen ved utgangen av 2022 har falt til 58 dollar. Det er noe lavere enn lagt til grunn i mars.

Oljeprisen kan bli både lavere og høyere enn vi legger til grunn. 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. Skulle i tillegg anslagene for veksten i amerikansk oljeproduksjon på nytt oppjusteres, vil også det kunne presse oljeprisen ytterligere ned.

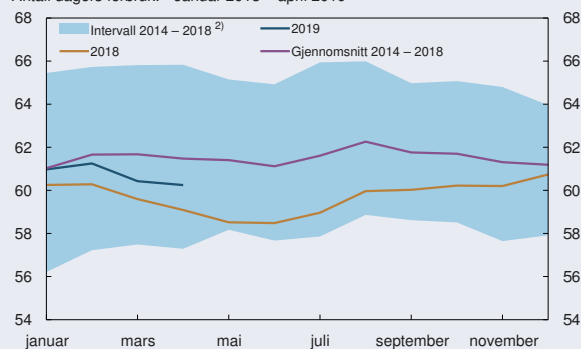
På den annen side kan prisen øke hvis USAs sanksjoner mot Iran og Venezuela fører til ytterligere nedgang i oljeeksporten fra disse landene. Uro i Midtøsten kan også blusse opp igjen.

På møtet i slutten av juni vil OPEC+ etter planen avgjøre om produksjonskuttene fra første halvår skal videreføres ut 2019.

Prisen på europeisk gass har falt videre siden marsrapporten, se figur 2.B. Det henger blant annet sammen med god tilgang på flytende gass (LNG) til Europa og høy gasseskport fra Russland. Gasslagrene i Nordvest-Europa er nå vesentlig høyere enn på samme tid i fjor. 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, slik som i mars.

1 12 OPEC-land og 10 land utenfor OPEC inngikk på nytt en avtale om produksjonskutt på møtet i desember 2018, se pressemelding.

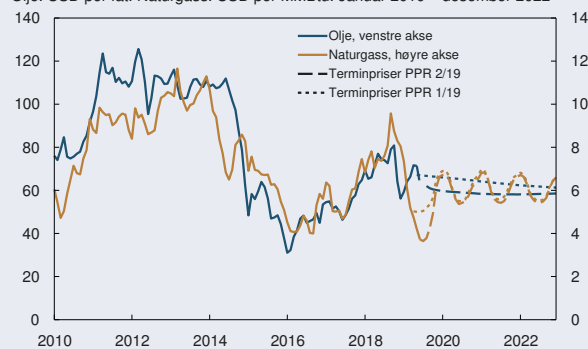
Figur 2.A Samlede oljelagre i OECD-landene. Antall dagers forbruk.<sup>1)</sup> Januar 2018 – april 2019



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig forventet forbruk over de neste tre månedene.  
2) Intervall mellom høyeste og laveste nivå for gitt måned i perioden 2014 – 2018.

Kilder: International Energy Agency og Norges Bank

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



1) Gjennomsnitt av priser på naturgass i Nederland og Storbritannia. 2) Terminpriser per 15. mars 2019 for PPR 1/19 og per 14. juni 2019 for PPR 2/19.

Kilder: Norsk Petroleum, Thomson Reuters og Norges Bank

## HVORDAN PÅVIRKER USIKKERHET DEN ØKONOMISKE UTVIKLINGEN?

Det siste året har blant annet IMF, OECD og flere sentralbanker nedjustert anslagene for veksten i verdensøkonomien. Alle har pekt på økt usikkerhet som en av årsakene til den svake utviklingen. Mange forhold knyttet til både økonomi og politikk kan bidra til denne usikkerheten. Eksempler det siste året er prosessen rundt Storbritannias utmelding fra EU og de pågående handelskonfliktene mellom USA og en rekke andre land.

Usikkerhet kan knyttes til makroøkonomiske størrelser som vekst og inflasjon, til finansielle størrelser som renter, aksje- og valutakurser, men også til rammevilkår, som økonomisk politikk og ulike typer reguleringer. Usikkerhet kan påvirke den økonomiske utviklingen når aktørene i økonomien tar hensyn til usikkerheten i sine beslutninger. Noe usikkerhet må påregnes ettersom aktørene som regel har begrensede kunnskaper om nåsituasjonen i økonomien og utviklingen fremover. Men dersom usikkerheten er større enn den pleier å være, kan den ha en negativ innvirkning på økonomien.<sup>1</sup>

Empiriske studier viser at økt usikkerhet kan medføre nedgang i økonomisk aktivitet.<sup>2</sup> Aastveit m. fl. (2017) viser også at penge- og finanspolitikken blir mindre virkningsfull ved høy usikkerhet.<sup>3</sup> Virkningene av usikkerhet avhenger dessuten av typen usikkerhet. Larsen (2017) finner at ulike typer usikkerhet kan ha ulike effekter på norsk økonomi: Mens økt usikkerhet knyttet til makroøkonomiske forhold kan redusere økonomisk aktivitet, kan økt usikkerhet forbundet med teknologiske nyvinninger og organisatoriske endringer bidra til økt økonomisk aktivitet.<sup>4</sup>

Det er flere grunner til at usikkerhet kan ha negativ innvirkning på økonomisk aktivitet. Ved økt usikkerhet kan husholdninger øke sparingen ut fra forsiktighetshensyn og dermed redusere løpende forbruk. De kan også utsette kjøp av varige forbruksgoder. Bedrifter kan utsette prosjekter og dermed redusere investeringene, særlig hvis de er kostbare å reversere. Av samme grunner vil bedriftene kunne utsette nyansettelser og strategiske valg for virksomheten, mens arbeidstakerne kan bli mer avventende med å bytte jobb. Den økonomiske aktiviteten kan dermed gå ned på både kort og lang sikt.

Banker og andre finansinstitusjoner kan forsterke effektene av usikkerhet dels ved at de blir mer tilbakeholdne med å gi lån, og dels ved at utlånene blir dyrere fordi forventede tap øker og verdsettelsen av panteverdier blir vanskeligere. I tillegg fører gjerne økt usikkerhet til at aksjekursene faller og dermed til at bedriftenes egenkapitalfinansiering blir dyrere.

Usikkerhet er vanskelig å måle. For finansielle størrelser brukes gjerne volatilitetsmål som utledes fra opsjonspriser for aksjer, renter, valutakurser og oljepriser. Disse målene uttrykker usikkerheten om prisene på de underliggende aktivaene typisk tre måneder frem i tid. For makroøkonomiske størrelser brukes blant annet spredningen i ulike institusjoners anslag for vekst og inflasjon.

Usikkerhet om forhold som økonomisk politikk og ulike typer reguleringer er vanskeligere å måle.<sup>5</sup> En tilnærming som har fått stor oppmerksomhet de senere årene er bruken av indikatorer basert på tellinger

1 Se Black, J., N. Hashimzade og G. A. Myles (2013): *Dictionary of Economics* (4 ed.), Oxford University Press.

2 Se Bloom, N. (2014): «Fluctuations in Uncertainty», *Journal of Economic Perspectives* 28 2 153-76.

3 Aastveit, K. A., G. J. Natvik og S. Sola (2017): «Economic uncertainty and the influence of monetary policy», *Journal of International Money and Finance*, 76, pp. 50–67.

4 Se Larsen, V. H. (2017): «Components of Uncertainty», *Norges Bank Working Paper* 5/2017.

5 Slik usikkerhet har blitt definert som de økonomiske aktørers manglende evne til å forutse utfall for tiltak innenfor finans-, penge-, og handelspolitikk, men også innenfor for eksempel finans- og konkurransereguleringer.

av ordet «usikkerhet» og varianter av det i utvalgte aviser eller på nettsider.<sup>6</sup> Usikkerhet knyttet til spesifikke tema identifiseres på grunnlag av forekomsten av ordet «usikkerhet» sammen med andre ord som for eksempel «økonomi», «regulering», eller «handel».<sup>7</sup>

En samleindeks for de ulike volatilitetsmålene fra finansmarkedene og indeksen for økonomisk-politisk usikkerhet illustrerer at usikkerheten varierer over tid, se figur 2.C og 2.D. På slutten av 2018 økte usikkerheten målt ved disse indikatorene mye. Det må blant annet ses i sammenheng med handelskonflikten mellom USA og Kina. Det var også bekymring for at brå økninger i renter og risikopremier kunne føre til uro og betydelige bevegelser i kapitalstrømmer og valutakurser for flere land med høye gjeldsnivåer. I tillegg var det økende usikkerhet rundt Storbritannias utmelding fra EU.

Frem til mars i år falt volatilitetsmålene i finansmarkedene. Det hang blant annet sammen med at den amerikanske sentralbanken uttalte at den ville være mer avventende med å øke renten enn den tidligere hadde signalisert. Indeksen for økonomisk-politisk usikkerhet forble høy. Det kan skyldes at usikkerheten rundt Storbritannias utmelding fra EU var særlig høy i første kvartal 2019.

Siden mars har volatilitetsmålene i finansmarkedene økt. Indeksen for økonomisk-politisk usikkerhet er fortsatt høy. Handelskonfliktene mellom USA og andre land har på nytt kommet i forgrunnen. Ny usikkerhet rundt Storbritannias utmelding fra EU kan også spille inn. I tillegg har politiske spenninger i Midtøsten økt.

De ovennevnte indikatorene må benyttes med varsomhet da de ikke alltid har vært pålitelige. Eksempelvis var flere av volatilitetsindikatorerne svært lave rett før finanskrisen i 2008. En vurdering av usikkerhetsbildet vil derfor omfatte bruk av flere indikatorer og skjønn.<sup>8</sup>

6 Se Baker, S., N. Bloom og S. Davis (2016): «Measuring Economic Policy Uncertainty», Quarterly Journal of Economics.

7 Se nettstedet Economic Policy Uncertainty Index, der det også er flere underindekser.

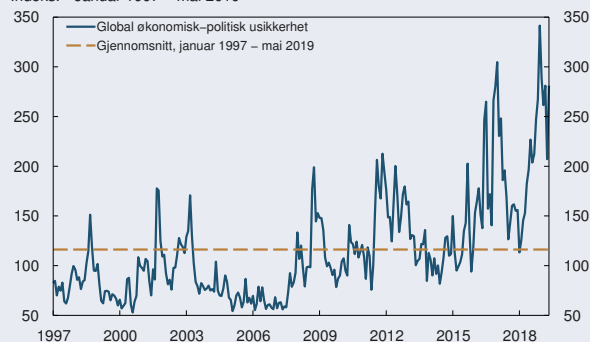
8 Se for eksempel Forbes, K. (2016): «Uncertainty about uncertainty», Bank of England.

Figur 2.C Gjennomsnitt av volatilitet for aksjer, renter, olje og valuta.<sup>1)</sup> Indeks. 2. januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 14. juni 2019



1) Chicago Board of Exchange for aksjemarkedsvolatilitet og oljeprisvolatilitet. Merrill Lynch for rentemarkedsvolatilitet. JP Morgan for valutavolatilitet. Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.D Global økonomisk - politisk usikkerhet.<sup>1)</sup> Indeks.<sup>2)</sup> Januar 1997 – mai 2019



1) Indikator som måler forekomsten av ordet "usikkerhet" i forbindelse med "økonomi" og "politikk" i avisartikler. 2) Vektet etter PPP-justert BNP. Kilder: policyuncertainty.com og Norges Bank

# 3 Finansielle forhold

Renten på boliglån har steget etter at styringsrenten ble hevet i mars, men oppgangen ser ut til å ha vært mindre enn økningen i styringsrenten. Vi venter at utlånsrentene fortsetter å stige etter hvert som styringsrenten settes videre opp. Boliglånsrenten anslås til 3,4 prosent i 2022.

Kursen på norske kroner er lite endret siden forrige rapport og er svakere enn ventet. Vi venter at et økt rentenivå i Norge i forhold til utlandet vil bidra til en styrking av kronekursen fremover. Vi anslår likevel en litt svakere krone enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

## 3.1 UTLÅNSRENTER OG MARKEDSRENTER

### Gradvis økning i bankenes utlånsrenter

Gjennomsnittlig rente på boliglån var 2,6 prosent ved utgangen av første kvartal. Boliglånsrenten steg mindre enn pengemarkedsrenten i første kvartal, slik at utlånsmarginen falt litt gjennom kvartalet. Samtidig steg også innskuddsrenten noe mindre enn pengemarkedsrenten, slik at samlet margin mellom utlånsrenten til bolig og renten på innskudd fra husholdninger var lite endret i første kvartal.

### PENGEPOLITIKKEN SIDEN MARS

På rentemøtet 20. mars ble styringsrenten hevet fra 0,75 til 1 prosent. Analysene i marsrapporten tilsa at renten ville økes igjen i løpet av det nærmeste halve året og deretter videre til 1,75 prosent innen utgangen av 2022. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å holde seg nær målet samtidig som arbeidsledigheten ville forbli lav.

På rentemøtet 8. mai ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene i marsrapporten. Usikkerheten om utviklingen internasjonalt hadde vedvart. Her hjemme så kapasitetsutnyttningen ut til å utvikle seg om lag som anslått, mens prisveksten hadde vært litt høyere enn ventet. Hovedstyrets vurdering var at renteutsiktene for den nærmeste tiden var lite endret siden marsrapporten. Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 1 prosent. Slik Hovedstyret vurderte utsiktene og risikobildet, ville styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i juni.

Utviklingen i bankenes listepriiser frem til juni indikerer at renten på boliglån blir vel 2,7 prosent ved utgangen av andre kvartal. Det er rundt 0,3 prosentenheter høyere enn i tredje kvartal i fjor. Hevingene av styringsrenten i september og mars på til sammen 0,5 prosentenheter har dermed ikke slått fullt gjennom i boliglånsrenten.

Anslaget for boliglånsrenten i andre kvartal er litt nedjustert, se figur 3.1. Fremover antar vi at bankenes utlånsrenter vil reflektere økninger i styringsrenten fullt ut, med et etterslep. I 2022 anslår vi bankenes boliglånsrenter til 3,4 prosent. Anslaget er litt lavere enn i forrige rapport. Det skyldes dels fallet i bankenes utlånsmarginer den siste tiden og dels at prognosen for styringsrenten er litt lavere enn i forrige rapport.

### Økte finansieringskostnader for bankene

Utlånsrentene til husholdninger og foretak avhenger over tid av bankenes finansieringskostnader. De bestemmes både av renten på innskudd og av renten på markedsfinansiering. I markedet betaler bankene pengemarkedsrenten Nibor pluss et risikopåslag som fastsettes ved utstedelse av obligasjoner. Siden forrige rapport har det kun vært små endringer i risikopåslaget bankene betaler. Samtidig har oppgang i Nibor trukket opp prisen på bankenes markedsfinansiering.

Tremåneders Nibor bestemmes av markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og av et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget. Hevingen av styringsrenten i mars var ventet av markedet og ga små utslag i Nibor. Høyere forventninger til styringsrenten har bidratt til at Nibor har steget med om lag

0,20 prosentenheter siden marsrapporten. I samme periode har pengemarkedspåslaget slik vi beregner det, avtatt litt, se figur 3.2. Påslaget så langt i kvartalet har i gjennomsnitt vært om lag 0,35 prosentenheter. Vi venter at pengemarkedspåslaget vil holde seg nær dette nivået det neste kvartalet for så å bli liggende rundt 0,4 prosentenheter de neste årene.

Mens markedsrentene hos våre handelspartnere har falt de siste månedene, har de korteste fremtidige pengemarkedsrentene her hjemme steget siden marsrapporten. Markedet priser likevel inn færre rentehvinger enn vår prognose, se figur 3.3.

### Økte finansieringskostnader for foretak

Renten på bankenes utlån til foretak er ofte direkte knyttet til Nibor. Foretaksrentene har derfor trolig steget litt siden forrige rapport, etter en liten økning også i første kvartal. Større foretak kan også hente finansiering direkte i obligasjonsmarkedet. Siden forrige rapport har det vært små endringer i risikopåslagene i obligasjonsmarkedet, mens Nibor har steget. Samlet sett har foretakenes finansieringskostnader økt noe.

For husholdninger og foretak som ønsker å binde rentene på sine lån, har fastrentene i markedet for rentebytteavtaler (swaprenter) betydning. Disse rentene gjenspeiler forventet gjennomsnittlig pengemarkedsrente. I tråd med utviklingen i rentemarkedene ute, har 5- og 10-års swaprente falt siden forrige rapport, se figur 3.4.

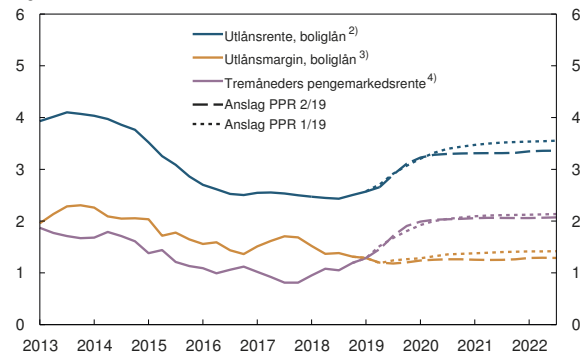
## 3.2 KRONEKURSEN

### Svakere krone enn anslått

Kronen, målt mot den importveide kursindeksen I-44<sup>1</sup>, har utviklet seg svakere enn anslått i forrige rapport. I første del av perioden styrket kronen seg, samtidig som oljeprisen steg og rentedifferansen mot våre viktigste handelspartnere økte. I andre del av perioden har kronen svekket seg. Det kan skyldes økt usikkerhet i finansmarkedene og lavere oljepris. Samlet sett er kronen lite endret siden forrige rapport.

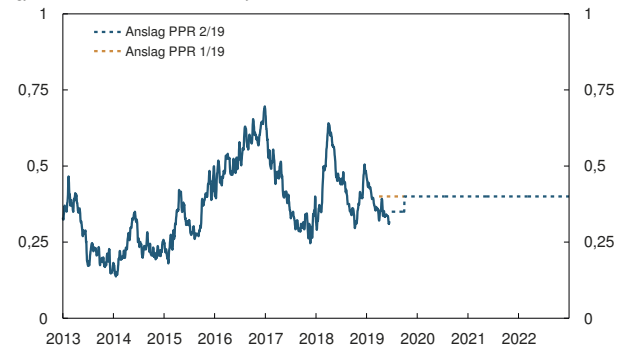
En svakere krone enn tidligere lagt til grunn gir en bedre kostnadmessig konkurransevne for norske

Figur 3.1 Renter. Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2022<sup>1)</sup>



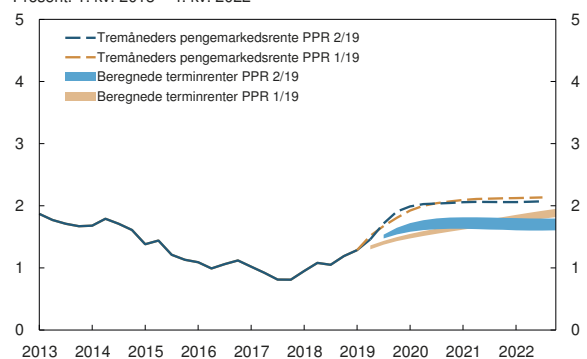
1) Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2022. 2) Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger, for utvalget av banker og kreditforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk. 3) Differansen mellom boliglånsrenten og tremåneders pengemarkedsrente.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

Figur 3.2 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.<sup>1)</sup> Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2013 – 31. desember 2022<sup>2)</sup>



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

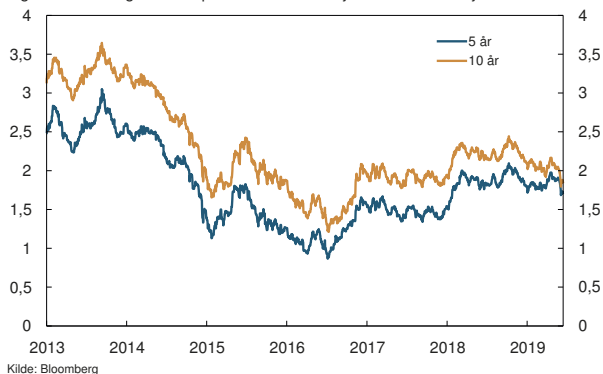
Figur 3.3 Tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>3)</sup>



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal plus anslag på pengemarkedspåslaget. 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Oransje og blå intervall viser høyeste og laveste rente i perioden 4. mars – 15. mars 2019 (PPR 1/19) og 3. juni – 14. juni 2019 (PPR 2/19). 3) Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (terminrenter).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

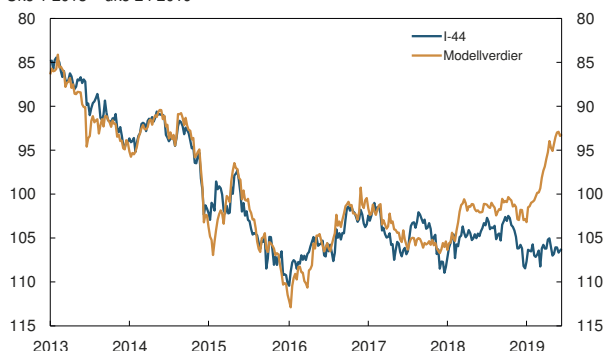
1 I-44 inkluderer valutaene til 44 av Norges handelspartnere. Indeksen beregnes som et vektet geometrisk gjennomsnitt, der vekten til den enkelte valutaen gjenspeiler andel av importen til Norge.

Figur 3.4 Fem- og tiårs swaprenter. Prosent. 2. januar 2013 – 14. juni 2019



Kilde: Bloomberg

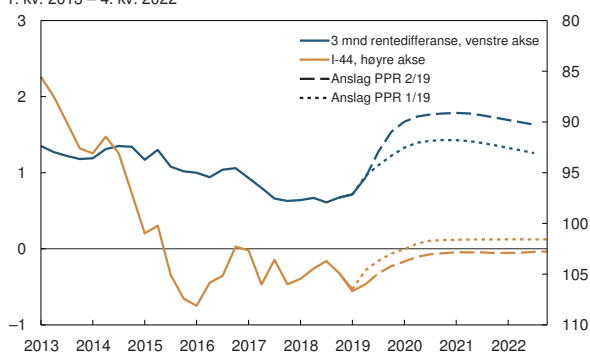
Figur 3.5 Empirisk modell for importveid kronekursindeks (I-44).<sup>1) 2)</sup> Uke 1 2013 – uke 24 2019



1) Oljepris og differanse i ettårs og tiårs swaprenter mot handelspartnerne inngår som forklaringsvariabler. Modellen er estimert på data fra uke 1 2009 til uke 38 2018. I figuren vises modellforklarte verdier frem til uke 38 2018, og modellpredikerte verdier fra uke 39 2018 til uke 24 2019. 2) Stigende verdi i figuren indikerer sterkere kurs.

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.6 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnerne<sup>2)</sup>. Prosentenheter. Importveid valutakursindeks (I-44)<sup>3)</sup>. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>4)</sup>



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedspåslaget. 2) Terminrenter for handelspartnerne beregnet per 15. mars 2019 (PPR 1/19) og per 14. juni 2019 (PPR 2/19). Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnerenes renter». Norges Bank Memo 2/2015. 3) Stigende kurve indikerer sterkere kronekurs. 4) Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (I-44). Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

bedrifter og trekker i retning av økt nettoeksport. Svakere krone bidrar også til høyere inflasjon gjennom at importen av varer og tjenester blir dyrere.

Historisk har det vært en nær sammenheng mellom kronekursen og utviklingen i oljeprisen og rentedifferanser mot handelspartnerne, se figur 3.5. Over noe tid har imidlertid kronen vært svakere enn den historiske sammenhengen skulle tilsa.

En endring i det langsiktige nivået på realvalutakursen, gjerne omtalt som likevektskursen, kan endre sammenhengen mellom den nominelle kronekursen og utviklingen i rentedifferansen og oljeprisen. Likevektskursen er den kursen som over tid er forenlig med balanse i utenriksøkonomien og i økonomien for øvrig. Kronekursen svekket seg markert etter oljeprisfallet i 2014, samtidig som lønnsveksten holdt seg lav. Det kan tolkes som at likevektskursen også har svekket seg. I forrige rapport la vi derfor til grunn et svakere langsiktig nivå på realvalutakursen. Vi har ikke endret vurderingen av likevektskursen i denne rapporten.

At kronen nå har vært svakere enn ventet, kan tolkes som en høyere risikopremie på norske kroner som følge av økt usikkerhet i finansmarkedene. En slik risikopremie kan ventes å fases ut over tid, men det er usikkert hvor rask en slik utfasing vil være.

Vi legger til grunn at rentedifferansen mot våre handelspartnere øker gjennom prognoseperioden, se figur 3.6. Det tilsier en sterkere krone. En gradvis utfasing av en risikopremie på norske kroner vil trekke i samme retning. Lavere oljepris trekker isolert sett i retning av en svakere krone. Vi anslår at kronen styrker seg noe fremover. Lavere terminpriser på olje gjør at vi anslår en litt svakere krone enn i marsrapporten gjennom hele prognoseperioden, til tross for at vi nå ser for oss en større rentedifferanse mot utlandet.

Kronekursen kan utvikle seg annerledes enn våre anslag fremover. 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.

# 4 Norsk økonomi

**Oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Sysselsettingen øker, og arbeidsledigheten faller. Kapasitetsutnyttingen ser ut til å være noe over et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er litt høyere enn inflasjonsmålet.**

Vi anslår veksten i BNP for Fastlands-Norge til 2,6 prosent i år. En markert oppgang i oljeinvesteringene i år vil løfte veksten i fastlandsøkonomien. Utover i prognoseperioden venter vi at oljeinvesteringene faller. Sammen med økte renter her hjemme og lavere vekst ute bidrar det til at veksten i norsk økonomi avtar i årene fremover. Kapasitetsutnyttingen vil trolig øke de nærmeste kvartalene før den gradvis avtar mot et normalt nivå. Lønnsveksten ventes å øke i år og neste år og deretter endre seg lite utover i prognoseperioden. Vi anslår at prisveksten vil holde seg nær inflasjonsmålet i årene fremover.

## 4.1 PRODUKSJON OG ETTERSPORSEL

### Fortsatt oppgang i norsk økonomi

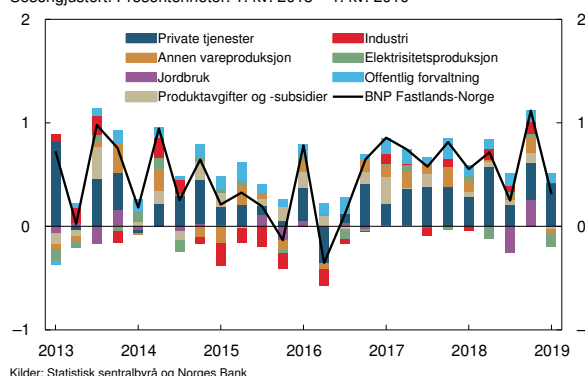
De siste par årene har det vært god vekst i fastlandsøkonomien. Høyere vekst hos våre handelspartnere og høyere oljepris har bidratt til å øke aktiviteten. Fortsatt lave renter har bidratt i samme retning.

I første kvartal i år økte BNP for Fastlands-Norge med 0,3 prosent, se figur 4.1. Det var noe lavere enn vi anslo i forrige rapport. Veksten ble trukket ned av midlertidige produksjonsfall innen kraftforsyning og fiske.

Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterte i mai om litt høyere produksjonsvekst enn tre måneder tidligere, se figur 4.2. Veksten har økt i de fleste næringer og var høyest hos oljeleverandørene, tjenesteyterne og innenfor bygg og anlegg. Samlet ventet bedriftene at veksten vil holde seg oppe de neste seks månedene.

Ifølge månedlig nasjonalregnskap var veksten i april 0,3 prosent. I tråd med det legger vi til grunn at den lave veksten i første kvartal var forbigående og anslår en litt høyere vekst i fastlandsøkonomien i andre og tredje kvartal enn i forrige rapport. Anslagene er i tråd med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk og fremskrivingene i SAM (figur 1.5). På årsbasis venter vi en vekst i fastlandsøkonomien i år på 2,6 prosent, som er det samme som i fjor. Utover i prognoseperioden venter vi gradvis lavere vekst, men

Figur 4.1 BNP for Fastlands-Norge. Markedsverdi. Bidrag til kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosentenheter. 1. kv. 2013 – 1. kv. 2019

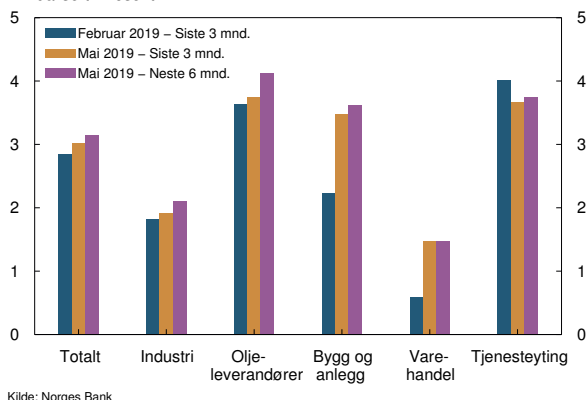


## REGIONALT NETTVERK

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

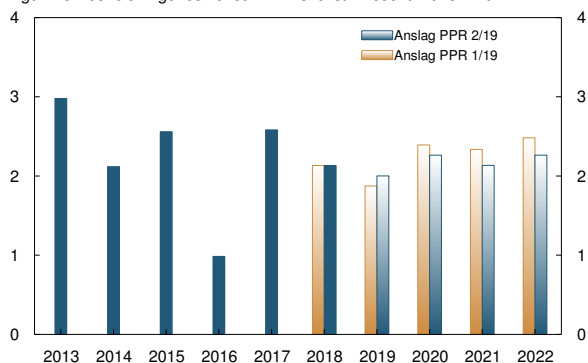
Kontaktene representerer virksomheter i norsk næringsliv samt i kommune- og sykehussektoren. Utvalget gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk.

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



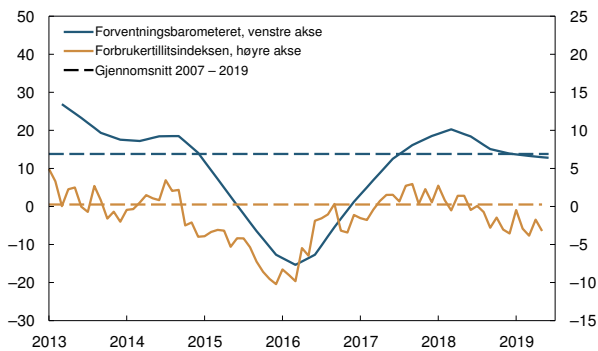
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Virkedagskorrigeret. 2) Anslag for 2019 – 2022. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4 Forbrukertillit. Nettotall. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2013 – 2. kv. 2019. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2013 – mai 2019



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

anslagene er litt høyere enn i forrige rapport (figur 1.10).

Vekstbildet preges av utviklingen i oljeinvesteringene. Etter å ha falt kraftig fra 2013 til 2017, har de tatt seg opp, og vi venter en betydelig investeringsvekst i år (figur 1.11). Neste år vil investeringene trolig øke litt videre, før de faller i årene deretter, se ramme på side 36.

I tillegg venter vi at høyere renter vil dempe konsum og investeringer i hele prognoseperioden. I tråd med anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2019 legger vi til grunn lavere vekst i offentlig etterspørsel i år enn i årene bak oss, se ramme på side 35. 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. Også eksportveksten ventes å falle fremover, som følge av noe sterkere krone og litt lavere vekst i markedene for norsk eksport (figur 2.7).

### Fortsatt vekst i privat konsum

Vi venter om lag samme konsumvekst i år som i fjor, se figur 4.3. I første kvartal ble veksten i varekonsumet trukket opp av økte bilkjøp. Bilkjøpene påvirkes av produsentenes leveringstidspunkter og svinger mye. Samtidig fortsatte veksten i tjenestekonsumet. Konsumveksten var litt sterkere enn ventet i marsrapporten. Mål på forbrukertilliten ligger litt under sine historiske snitt og er lite endret siden forrige rapport, se figur 4.4.

Konsumet ventes å vokse om lag i takt med husholdningenes disponible realinntekt. Høyere lønnsvekst og fortsatt oppgang i sysselsettingen vil bidra til å øke inntektsveksten, samtidig som inflasjonen ventes å avta. Høyere rente vil på den annen side dempe veksten i den disponible inntekten. Høy gjeld hos husholdningene innebærer at virkningen på disponibel inntekt av en gitt renteendring er kraftigere enn den har vært tidligere. Anslaget for inntektsveksten i år og neste år er noe oppjustert, mens anslagene utover i prognoseperioden er litt lavere enn i marsrapporten, se figur 4.5.

Samlet sett venter vi en vekst i privat konsum på 2,0 prosent i år, og noe høyere vekst utover i prognose-



perioden. Anslagene for årene fremover er litt nedjustert fra forrige rapport.

Husholdningenes sparing, som gikk litt ned etter oljeprisfallet, ventes å holde seg nokså stabil i årene fremover, se figur 4.6.

### Moderat vekst i boligprisene fremover

Etter en periode med betydelig vekst i boligprisene, har prisveksten de siste par årene avtatt markert, se figur 4.7. Siden forrige rapport har utviklingen vært om lag som anslått. I mai var tolv månedersveksten 1,8 prosent, som er lavere enn veksten i konsumprisindeksen og lavere enn veksten i husholdningenes disponible inntekt.

Fremover venter vi en moderat vekst i boligprisene. Omsetningen i bruktboligmarkedet holder seg på et høyt nivå. Samtidig er beholdningen av usolgte boliger høy, og det fullføres svært mange nye boliger. Vi venter at det vil dempe prisveksten fremover. Økte renter på boliglån vil bidra i samme retning. Et høyt gjeldsnivå i husholdningene betyr at den dempende effekten på boligprisene av høyere boliglånsrenter kan bli sterkere enn den har vært tidligere. Utsikter til økt sysselsetting og høyere lønnsvekst bidrar på den annen side til å trekke boligprisene opp. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for boligprisveksten lite endret. Boligmarkedet er nærmere omtalt i kapittel 6.

### Stabile boliginvesteringer

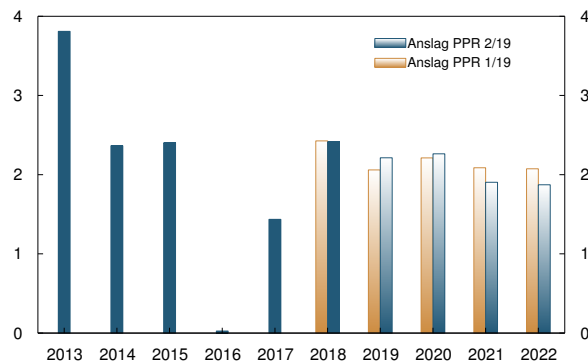
Fallet i boliginvesteringene mot slutten av 2017 og gjennom 2018 har stanset. Nyboligsalget har vært forholdsvis stabilt det siste året og indikerer at boliginvesteringene vil være lite endret de neste kvartalene. Vi venter at investeringsnivået vil endre seg lite fra i fjor til i år.

Utover i prognoseperioden anslår vi at økte realboligpriser vil bidra til å trekke opp boliginvesteringene, se figur 4.8. Anslagene for boliginvesteringene er lite endret fra forrige rapport.

### Økt vekst i foretaksinvesteringene

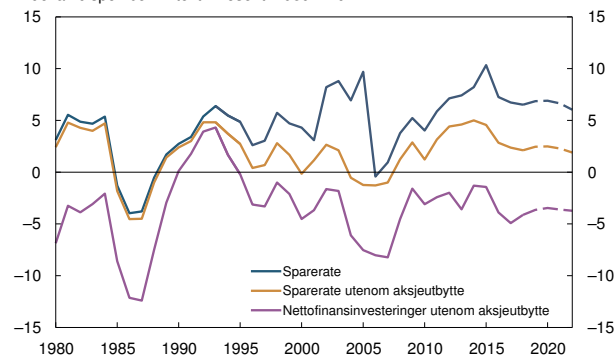
Foretaksinvesteringene har vokst mye siden 2015, og investeringene som andel av Fastlands-Norges BNP har kommet opp på et høyt nivå sammenlignet med sitt historiske gjennomsnitt, se figur 4.9.

Figur 4.5 Husholdningenes disponible realinntekt <sup>1)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



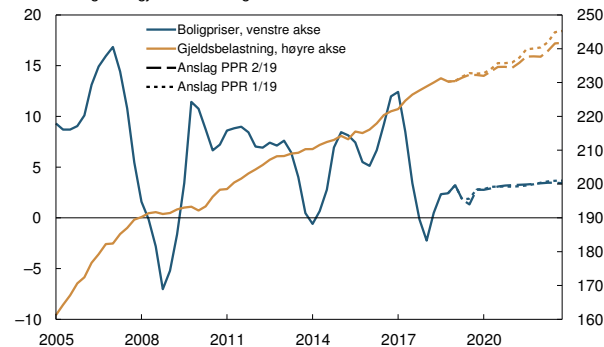
1) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. 2) Anslag for 2019 – 2022. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.6 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1980 – 2022<sup>1)</sup>



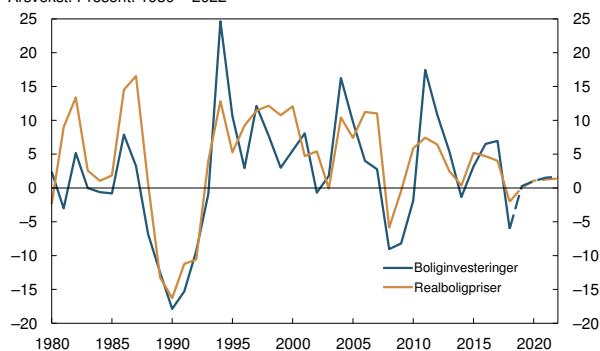
1) Anslag for 2019 – 2022. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.7 Boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. Husholdningenes gjeldsbelastning <sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2022<sup>2)</sup>



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. 2) Anslag for 2. kv. 2019 – 4. kv. 2022. Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

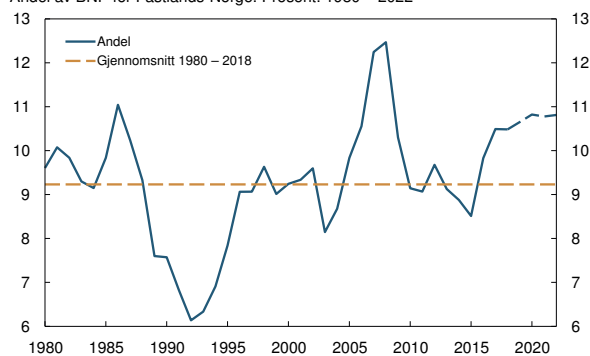
Figur 4.8 Boliginvesteringer<sup>1)</sup> og realboligpriser<sup>2)</sup>.  
Årsvekst. Prosent. 1980 – 2022<sup>3)</sup>



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

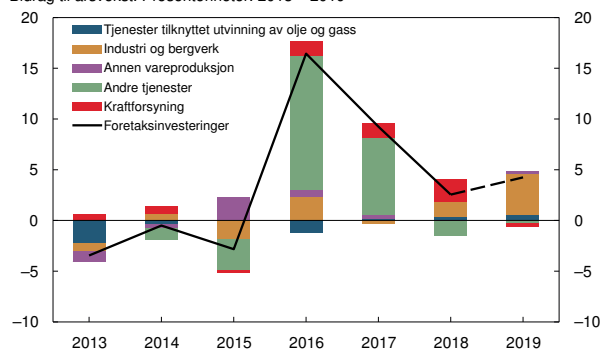
Figur 4.9 Foretaksinvesteringer<sup>1)</sup>.

Andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1980 – 2022<sup>2)</sup>



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

Figur 4.10 Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge i ulike sektorer.<sup>1)</sup>  
Bidrag til årsvekst. Prosentenheter. 2013 – 2019<sup>2)</sup>



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

Vi anslår at sterk vekst i investeringene innen industri og bergverk vil bidra til at årsveksten i foretaksinvesteringene blir høyere i år enn i fjor, se figur 4.10. Statistisk sentralbyrås investeringstelling for andre kvartal indikerer at veksten i investeringene innen industri og bergverk blir litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, og fallet innen kraftforsyning blir noe mindre. Det bidrar til at anslaget for investeringsveksten i år er det samme som sist, selv om utviklingen i første kvartal var litt svakere enn anslått.

I årene fremover venter vi at høyere enn normal kapasitetsutnyttning i næringslivet vil fortsette å bidra til økte foretaksinvesteringer. Høyere renter og litt svakere importvekst hos våre handelspartnere kan samtidig dempe investeringsveksten. At foretakene har investert mye de siste par årene, kan også redusere investeringsbehovet fremover. Samlet venter vi at foretaksinvesteringene vil øke noe i årene fremover. Investeringsanslagene er lite endret fra forrige rapport.

### God eksportvekst i år

Etter å ha falt i 2016 og 2017, økte eksporten i 2018, se figur 4.11. Vi venter klart høyere eksportvekst i år enn i fjor, og høyere enn vi anslo i forrige rapport. Videre fremover anslår vi mer moderat vekst i eksporten som følge av at kronen ventes å styrke seg og veksten i norske eksportmarkeder trolig dempes. Vi anslår litt svakere eksportutvikling etter 2019 enn i forrige rapport.

Også importveksten har vært lav de siste årene, særlig som følge av fallende petroleumsinvesteringer. I år venter vi at økte petroleumsinvesteringer vil bidra til å løfte importveksten, før nye fall i oljeinvesteringene igjen vil dempe importveksten utover i prognoseperioden. Anslagene for importveksten er noe oppjustert for i år og deretter lavere enn i forrige rapport.

### Anslagene er usikre

Oppgangen i oljenæringen ser ut til å bli sterkere på kort sikt enn vi tidligere har lagt til grunn. Oljeselskapene har kuttet kostnadene mye de siste årene, og balanseprisene i nye utbygginger er nå langt lavere enn oljeselskapenes forventninger til langsiktig oljepris. Det kan bidra til å holde petroleumsinvesteringene oppe lenger enn vi har antatt. Historiske erfaringer tilsier også at foretaksinvesteringene kan øke mye i oppgangstider, og veksten kan bli høyere enn vi har

anslått. På den annen side kan den betydelige usikkerheten knyttet til utviklingen internasjonalt gi lavere importvekst ute enn vi har lagt til grunn. Det vil i så fall kunne føre til lavere eksportvekst enn vi anslår. I tillegg er vi usikre på virkningene av økte renter, både for kronkursen og for husholdningenes tilpasning.

## 4.2 ARBEIDSMARKED OG PRODUKSJONSGAP

### Markert vekst i sysselsettingen

Sysselsettingen har økt markert siden konjunkturbunnen i 2016, se figur 4.12. Det siste året har antall i jobb økt med 46 000 personer ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). Sysselsettingen øker innenfor de fleste næringer. Særlig i bygg- og anleggssektoren er sysselsettingsveksten sterk. Det siste året har det på den annen side vært en nedgang i antall som jobber i varehandelen. Siden marsrapporten har samlet sysselsetting økt mer enn ventet.

Arbeidsledigheten har falt i takt med at sysselsettingen har økt. Ledigheten har vært avtakende siden begynnelsen av 2016, se figur 4.13. I mai var den registrerte ledigheten 2,3 prosent, i tråd med vårt anslag i marsrapporten. Ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU) avtok arbeidsledigheten fra 3,7 prosent i desember til 3,5 prosent i mars.

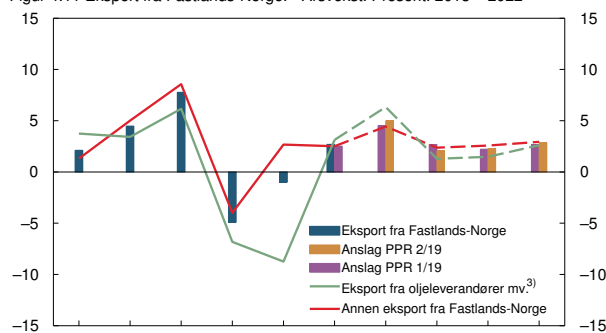
Antall dagpengemottakere har holdt seg på et lavt nivå siden forrige rapport, se figur 4.14. Antall ledige stillinger økte litt i første kvartal i år, ifølge SSB, etter en nedgang i kvartalet før. Det tilsier at etterspørselen etter arbeidskraft fortsetter å øke.

### Videre bedring i arbeidsmarkedet

Kontaktene i vårt regionale nettverk forventer at den høye sysselsettingsveksten fortsetter de neste tre månedene, se figur 4.15. Norges Banks forventningsundersøkelse kan på sin side tyde på at sysselsettingsveksten er i ferd med å dempes noe.

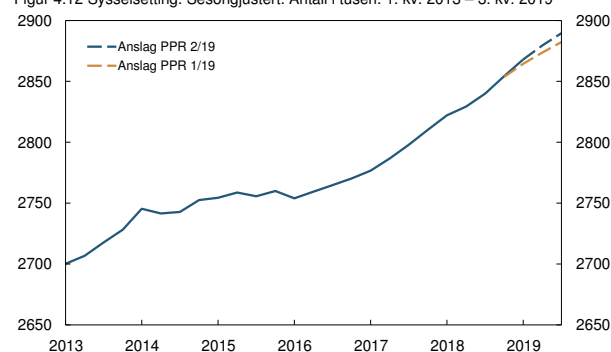
Utsikter til fortsatt vekst i norsk økonomi tilsier at sysselsettingen fortsetter å øke også i årene fremover. Vi anslår at sysselsettingsveksten i år blir om lag som i fjor. For årene fremover venter vi at veksten dempes gradvis, i takt med at veksten i BNP for Fastlands-Norge avtar. Anslagene for sysselsettingsveksten er litt høyere enn i forrige rapport for i år og lite endret videre utover i prognoseperioden. Ifølge anslagene

Figur 4.11 Eksport fra Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



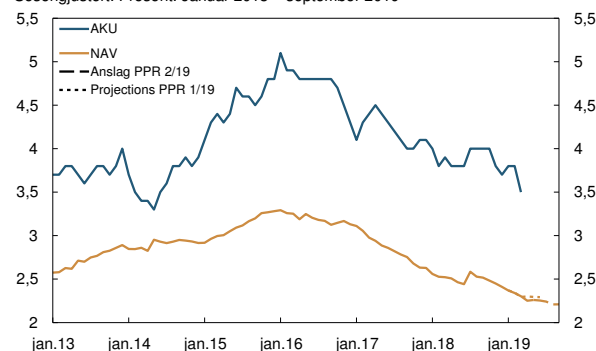
1) Virkedagskorrigert. 2) Anslag for 2019 – 2022. 3) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.12 Sysselsetting. Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2019<sup>1)</sup>



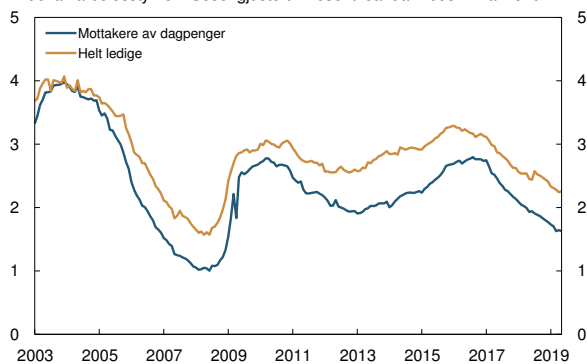
1) Anslag for 2. kv. 2019 – 3. kv. 2019.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.13 Arbeidsledige ifølge AKU<sup>1)</sup> og NAV<sup>2)</sup>. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2013 – september 2019<sup>3)</sup>



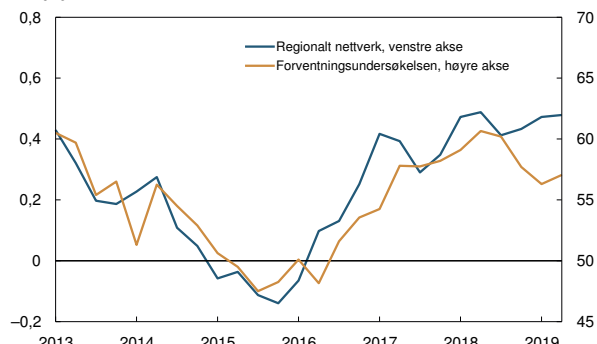
1) Arbeidskraftundersøkelsen. 2) Registrert arbeidsledighet. 3) Anslag for juni 2019 – september 2019 (NAV). Norges Bank gir ikke månedsanslag for AKU.  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Figur 4.14 Dagpengemottakere<sup>1)</sup> og arbeidsledige ifølge NAV. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2003 – mai 2019



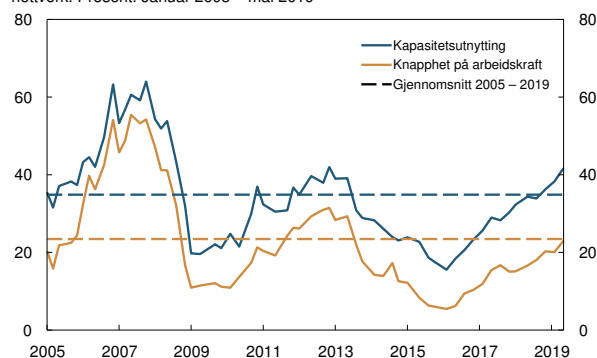
1) Om lag halvparten av de helt ledige mottar dagpenger. I tillegg er det noen delvis ledige og personer på tiltak som har rett på dagpenger.  
Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 4.15 Forventet sysselsetting. Regionalt nettverk.<sup>1)</sup> Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.<sup>2)</sup> 1. kv. 2013 – 2. 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 4.16 Kapasitetsutnyttning<sup>1)</sup> og knapphet på arbeidskraft<sup>2)</sup> ifølge Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – mai 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 kapasitetsutnyttning, men serien viser andelen av alle bedriftene i intervjuundersøkelsen.  
Kilde: Norges Bank

vil antall sysselsatte øke med om lag 70 000 fra utgangen av 2018 til utgangen av 2022.

Vi venter at ledigheten avtar videre, men mindre enn oppgangen i sysselsettingen alene skulle tilsi. Det skyldes at flere trolig vil melde seg på arbeidsmarkedet etter hvert som etterspørselen etter arbeidskraft øker. Vi anslår at arbeidsledigheten avtar i år og neste år før den øker litt igjen mot slutten av prognoseperioden (figur 1.12). Anslagene for ledigheten er lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

I våre tidligere analyser har vi lagt til grunn at en registrert ledighet omkring 2½ prosent er forenlig med normal kapasitetsutnyttning i økonomien. Den faktiske ledigheten har falt under dette nivået og mer enn det vår samlede vurdering av kapasitetsutnyttningen skulle tilsi. Det kan bety at ledighetsnivået som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning, er lavere enn vi tidligere har lagt til grunn. I analysene i denne rapporten har vi nedjustert anslagene for ledigheten noe mer enn endringene i kapasitetsutnyttningen isolert sett skulle tilsi.

### Høyere kapasitetsutnyttning enn normalt

Kapasitetsutnyttningen har vært økende siden 2016 (figur 1.1b), og det har gradvis blitt mindre ledig kapasitet i norsk økonomi. I marsrapporten anslo vi at kapasitetsutnyttningen var nær et normalt nivå ved utgangen av 2018 og at den fortsatte å øke inn i 2019.

Det er flere tegn til at kapasitetsutnyttningen har økt videre siden forrige rapport, se tabell 4.1. Arbeidsledigheten har fortsatt å avta, og lønnsveksten er på vei opp. En økende andel virksomheter i regionalt nettverk rapporterer at de ikke kan øke produksjonen uten å gjøre tilpasninger i utstyr eller sysselsetting, se figur 4.16. Det er flere bedrifter enn tidligere som begrenses av rekrutteringsproblemer. Modellberegninger basert på ulike indikatorer for arbeidsmarkedet tyder på at kapasitetsutnyttningen økte fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år og nå er litt over et normalt nivå, se figur 4.17. Modellberegninger der også indikatorer for andre deler av økonomien inngår, tilsier at kapasitetsutnyttningen endret seg lite i første kvartal og er nær et normalt nivå.

Vår vurdering er at kapasitetsutnyttingen nå er noe over et normalt nivå. Vi anslår at kapasitetsutnyttingen øker videre gjennom 2019 og deretter avtar gradvis (figur 1.1b). Anslagene for produksjonsgapet er litt høyere enn i forrige rapport det nærmeste året og deretter lite endret.

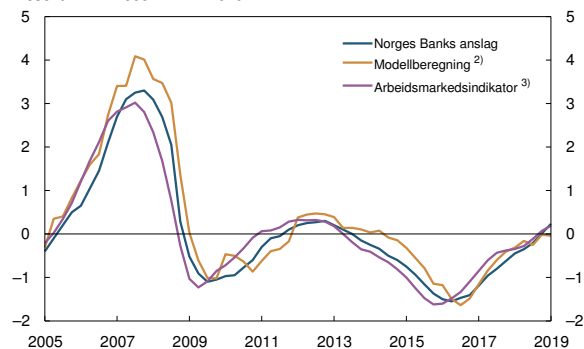
Sysselsettingsandelen synes å være nær det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid, se ramme på side 37.

### Flere sysselsatte på korttidsopphold

Vi anslår at produksjonspotensialet i økonomien øker med 1,6 prosent årlig i gjennomsnitt i årene 2020–2022. Til grunn for anslaget ligger en vekst i trendproduktiviteten på 1 prosent og en trendvekst i sysselsettingen på 0,6 prosent.

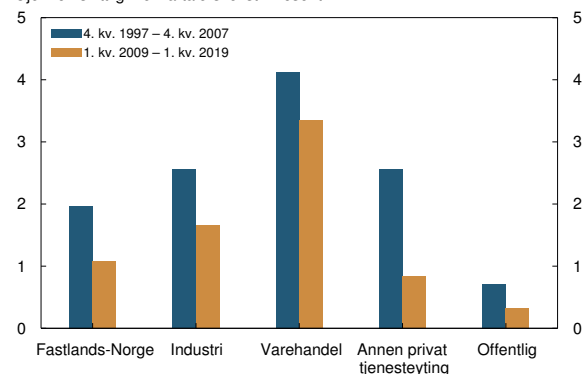
Trendveksten i sysselsettingen anslås med utgangspunkt i befolkningsfremskrivninger. Lavere innvandring og aldring av befolkningen har trukket ned trendveksten i sysselsettingen de siste årene. Det siste året har arbeidsinnvandringen økt mindre enn ventet, og vi har nedjustert anslagene for innvandringen i årene fremover. De oppdaterte anslagene innebærer fortsatt at arbeidsinnvandringen vil øke litt fremover. Mens antall som innvandrer til Norge, har vært lavere enn ventet, har det de siste årene vært en betydelig økning i antall personer som jobber i Norge uten å være bosatt. Vi anslår at antall lønnstakere på korttidsopphold fortsetter å øke i årene fremover. Samlet

Figur 4.17 Beregninger av produksjonsgapet<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. 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 4.18 Produktivitet fordelt etter næring. Gjennomsnittlig firekvarteralsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4.1 Indikatorer for kapasitetsutnyttning<sup>1</sup>

Indikator type	Lav	Nær normal	Høy
Sysselsetting og arbeidsledighet	Sysselsetting 25–54 år AKU	Arbeidsledighet AKU	Registrert arbeidsledighet
	Arbeidsstyrke AKU		Sysselsetting KNR
Priser og lønn	Lønnsvekst		Innenlandsk inflasjon <sup>2</sup>
Spørreundersøkelser bedrifter		Tilgang på arbeidskraft (RN) <sup>3</sup>	Kapasitetsutnyttning (RN) <sup>3</sup>
		Kapasitetsutnyttning (SSB) <sup>4</sup>	
Annet		Ledige stillinger (SSB)	

1 Plasseringen i de ulike kolonnene angir om indikatoren tilsier at kapasitetsutnyttningen er lav, nær normal eller høy. Fargen angir endring siden forrige rapport. Rødt angir lavere kapasitetsutnyttning. Grønn angir økt kapasitetsutnyttning.

2 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE.

3 Regionalt nettverk.

4 Konjunkturbarometeret for industri og bergverk.

## PRODUKSJONGAP

Produksjonsgapet, eller kapasitetsutnyttningen, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial er det høyest mulige produksjonsnivået som er forenlig med 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 kapasitetsutnyttning.

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.

er anslagene for trendveksten i sysselsettingen litt høyere enn i forrige rapport.

### Stabil produktivetsvekst

Trendproduktiviteten er anslått på grunnlag av utviklingen i den faktiske produktiviteten. Det siste tiåret har veksten i produktiviteten i Fastlands-Norge vært omlag 1 prosent og rundt 1 prosentenheter lavere enn i det foregående tiåret. Produktivetsveksten i varehandelen har holdt seg forholdsvis høy, mens det har vært lav vekst i annen privat tjenesteyting, se figur 4.18. Også i industrien har veksten i produktiviteten vært lavere enn tidligere. Anslaget for veksten i trendproduktiviteten fremover er uendret fra forrige rapport.

### Usikkerhet om produksjonspotensialet fremover

Den faktiske produktiviteten vokser normalt raskere enn trenden tidlig i en konjunkturoppgang. Sammenlignet med tidligere oppgangsperioder har produktivetsveksten holdt seg lav de siste årene. Det kan være en indikasjon på at den underliggende veksten i produktiviteten er lavere enn vi legger til grunn. På den annen side kan vekst i bedriftsinvesteringene og økt digitalisering i økonomien føre til høyere trendproduktivitet enn vi nå legger til grunn. Vi er også usikre på hvor mye sysselsettingen kan øke i årene fremover. De siste par årene har sysselsettingen økt mer enn ventet. Vi har oppjustert vårt anslag på trendveksten i sysselsettingen fremover, men det er usikkert hvor sterk trendveksten er.

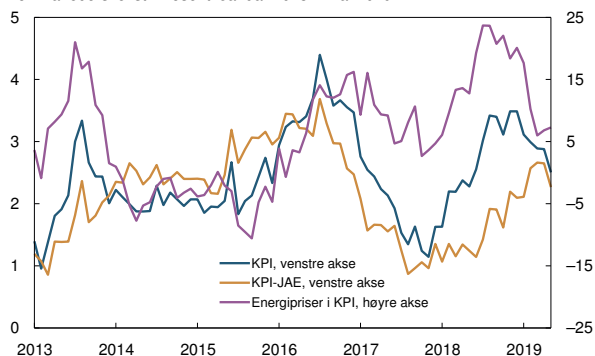
## 4.3 KOSTNADER OG PRISER

### Prisvekst over inflasjonsmålet

Gjennom 2018 tok inflasjonen seg markert opp, se figur 4.19. Både høyere lønnsvekst og økte elektrisitetspriser bidro til oppgangen. Oppgangen i konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) fortsatte inn i 2019, mens lavere energipriser dempet veksten i konsumprisindeksen (KPI). Andre indikatorer for underliggende inflasjon økte klart frem til mars i år, men har siden avtatt litt, se ramme på side 34.

I mai falt tolv månedersveksten i KPI-JAE til 2,3 prosent, ned tre tideler fra måneden før. Prisveksten er fortsatt litt høyere enn inflasjonsmålet. Tolv månedersveksten i KPI var 2,5 prosent i mai. Langsiktige inflasjonsforventninger var samlet sett uendret fra første til andre

Figur 4.19 KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og energipriser i KPI<sup>2)</sup>.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2013 – mai 2019



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. 2) Målt ved gruppene drivstoff og smøremidler og elektrisitet og brensel.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kvartal og ligger fortsatt noe over inflasjonsmålet, se ramme side 34.

### Inflasjon om lag som ventet

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tiltatt siden i fjor sommer, se figur 4.20. Høyere lønnsvekst har bidratt til utviklingen, men prisveksten har vært høyere enn veksten i lønnskostnader per produsert enhet, se figur 4.21. Det har trolig sammenheng med at kronesvekkelsen i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014 har gitt økte importpriser og dermed bidratt til å øke andre kostnader for bedriftene.

Siden forrige rapport har prisveksten på norskproduserte varer og tjenester samlet sett vært om lag som ventet. Prisveksten på importerte konsumvarer har vært noe lavere enn våre anslag i forrige rapport. Tolv månedersveksten i både KPI og KPI-JAE har vært om lag som anslått.

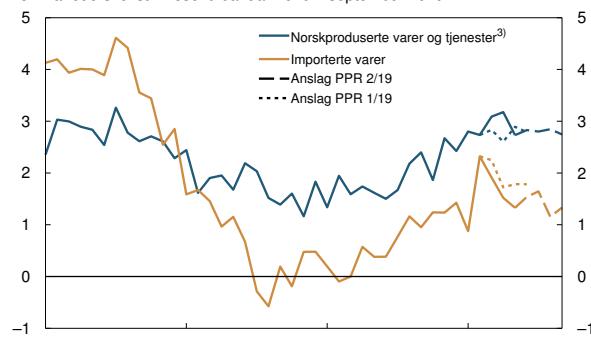
### Lønnsveksten på vei opp

Lønnsveksten har steget de siste par årene, og øker trolig også i 2019, se figur 4.22. Vi anslår en årslønnsvekst på 3,3 prosent i år, det samme som i forrige rapport. Anslaget er nær forventningene i Norges Banks forventningsundersøkelse og hos bedriftene i Regionalt nettverk. Det er også forenlig med rammen i årets lønnsoppgjør.

Med en kapasitetsutnyttning noe over et normalt nivå og bedring i arbeidsmarkedet venter vi at lønnsveksten vil øke ytterligere neste år og deretter endre seg lite resten av prognoseperioden. Sammen med utsikter til nedgang i inflasjonen tilsier det en oppgang i reallønnsveksten neste år. Norges Banks forventningsundersøkelse viser også økte lønnsforventninger neste år, men litt lavere enn våre anslag. Forventningsundersøkelsen har historisk hatt en tendens til å undervurdere lønnsveksten i oppgangsperioder.

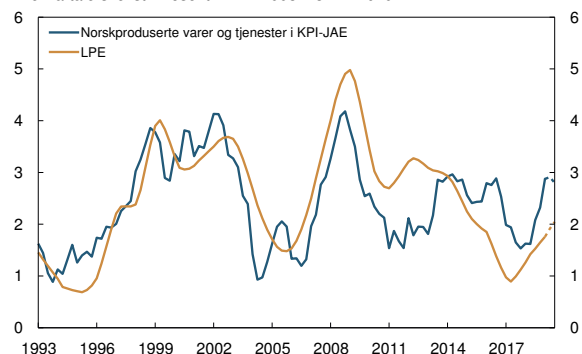
Lønnsandelen i Fastlands-Norge har kommet opp på et høyt nivå sammenlignet med sitt historiske gjennomsnitt, se figur 4.23. Økningen i oljeprisen fra de lave nivåene i 2016 har så langt ikke ført til noen bedring i lønnsomheten i Fastlands-Norge slik den beregnes i nasjonalregnskapet. Den høye lønnsandelen ventes å bidra til å dempe lønnsveksten fremover.

Figur 4.20 KPI-JAE<sup>1)</sup> fordelt etter leveringssektor. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2016 – september 2019<sup>2)</sup>



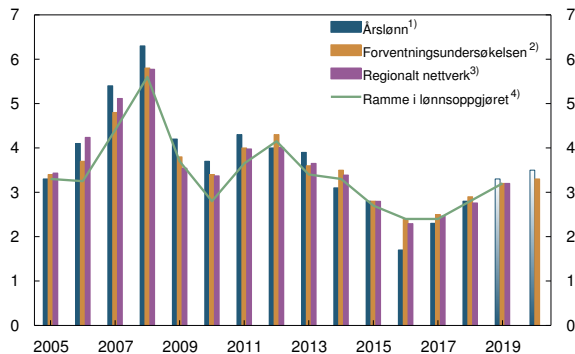
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. 2) Anslag for juni 2019 – september 2019. 3) Norges Banks beregninger. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.21 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE<sup>1)</sup> og LPE<sup>2),3)</sup> Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1993 – 3. kv. 2019



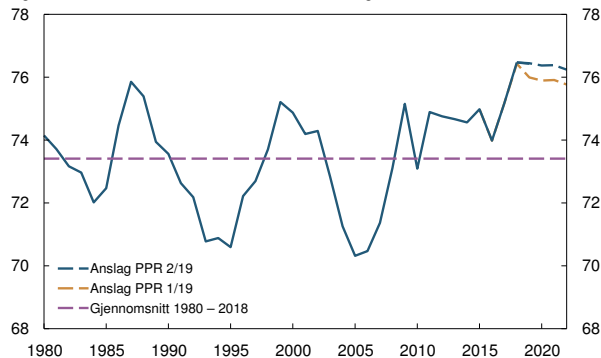
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. 2) Lønn per produsert enhet forskjøvet frem tre kvartaler. LPE gitt ved differansen mellom årslønnsvekst og trendproduktivtetsvekst for Fastlands-Norge. Trend anslått ved tosidig, utvidet HP-filter med lambda = 20000. 3) Norges Banks beregninger. 1. kv. 1996 – 1. kv. 2019. Anslag for 2. kv. – 3. kv. 2019. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.22 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 2. kvartal hvert år og forventningene til årslønnsvekst i 2020 målt i 2. kvartal 2019. 3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i 2. 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 4.23 Lønnskostnadsandel for Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Prosent. 1980 – 2022<sup>2)</sup>



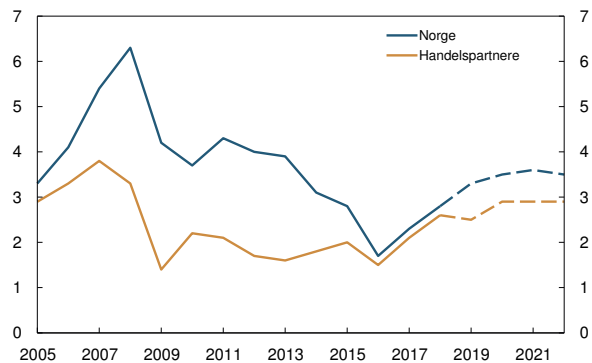
1) Lønnskostnader som andel av faktormtekter. 2) Anslag for 2019 – 2022.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lønnsanslagene innebærer noe høyere lønnsvekst enn hos våre handelspartnere i hele prognoseperioden, se figur 4.24.

### Prisveksten vil nærme seg målet

Vi venter at den underliggende prisveksten vil holde seg om lag uendret de nærmeste månedene, for deretter å avta gradvis. Årsveksten i KPI-JAE anslås til 2,4 prosent i år. Det er én tidel høyere enn vi anslo i forrige rapport. Anslagene for KPI-JAE er nær fremskrivingene fra SAM for de nærmeste to kvartalene, se figur 4.25.

Figur 4.24 Lønnsvekst i Norge og hos viktige handelspartnere<sup>1)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2022<sup>2)</sup>

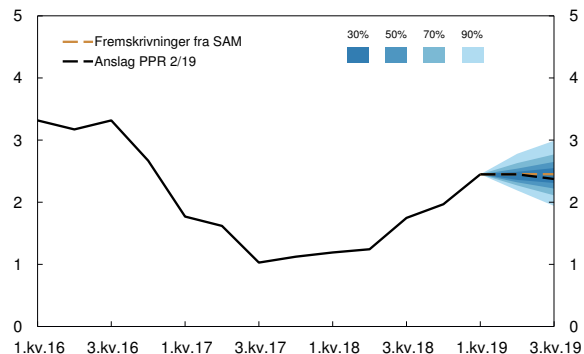


1) Aggregat for lønnsvekst for handelspartnere er basert på lønnskostnader per ansatt i euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. 2) Anslag for 2019 – 2022.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Utover i prognoseperioden venter vi at en noe sterkere krone og lavere prisimpulser fra utlandet vil dempe veksten i importprisene. Samtidig vil en kapasitetsutnyttning over et normalt nivå og stigende lønnsvekst isolert sett bidra til å holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester oppe. Samlet anslår vi at veksten i KPI-JAE vil avta til 2 prosent, se figur 4.26.

Anslagene for de nærmeste par årene er litt høyere enn i forrige rapport. Anslagene for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester er lite endret fra forrige rapport, mens prisveksten på importerte varer ser ut til å bli noe høyere. Det må ses i sammenheng med at vi venter en litt svakere krone enn vi la til grunn sist, og at prisveksten i utlandet på konsumvarer vi importerer, ser ut til å bli litt høyere enn ventet (figur 2.9).

Figur 4.25 KPI-JAE<sup>1)</sup> med usikkerhetsvitte fra SAM<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 3. kv. 2019<sup>3)</sup>



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

Energiprisveksten har avtatt det siste halvåret, og terminprisene for elektrisitet og drivstoff indikerer ytterligere fall i prisveksten utover året. Terminprisene for de neste årene ligger samtidig noe høyere enn i forrige rapport, se figur 4.27. Veksten i KPI anslås til 2,2 prosent i år, som er lite endret fra forrige rapport. Anslagene for energiprisene innebærer at veksten i KPI vil komme ned litt raskere enn veksten i KPI-JAE. Anslagene for KPI-veksten de nærmeste årene er litt høyere enn i forrige rapport.

Samlet innebærer anslagene for KPI og lønnsveksten at reallønnsveksten øker fra 2019 til 2020 og deretter holder seg stabil utover i prognoseperioden (figur 1.13). Anslagene for reallønnsveksten er litt lavere enn i forrige rapport. Nedjusteringen av reallønnsveksten fremover gjenspeiler at lønnsandelen i Fastlands-Norge i år og neste år ser ut til å bli litt høyere enn

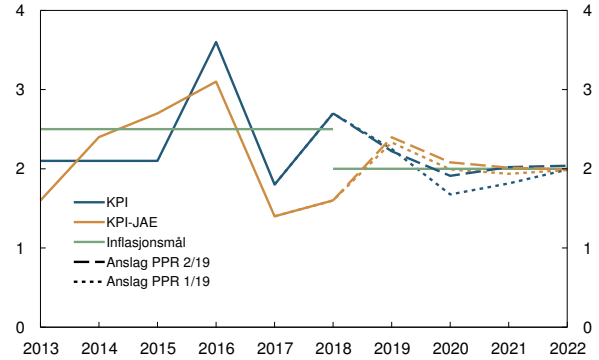


anslått sist. Det må til dels ses i sammenheng med utsikter til lavere oljepriser enn i forrige rapport.

### Anslagene er usikre

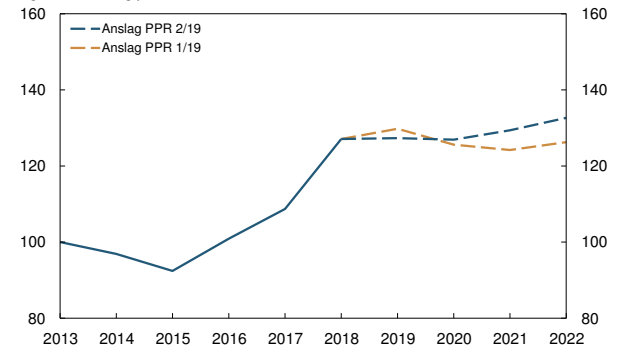
Vi legger til grunn at avdempingen av prisveksten vil fortsette fremover. Samtidig kan tilstramningen i arbeidsmarkedet og den økte aktiviteten blant oljeleverandørene gi seg utslag i sterkere lønnsvekst enn vi anslår. Vi legger også til grunn at lønnsomheten i næringslivet vil ta seg litt opp. Hvis det ikke skjer eller tar lengre tid enn vi har antatt, kan lønnsveksten bli lavere enn vi nå anslår.

Figur 4.26 KPI og KPI-JAE <sup>1)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022 <sup>2)</sup>



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

Figur 4.27 Energipriser i KPI. <sup>1)</sup> Indeks. 2013 = 100. 2013 – 2022 <sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Vektet gjennomsnitt av prisene for drivstoff og smøremidler og for elektrisitet og brensel i KPI. Anslaget er basert på terminpriser for elektrisitet, bensin og olje. <sup>2)</sup> Anslag for 2019 – 2022.  
Kilder: Nord Pool, Norges vassdrags- og energidirektorat, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

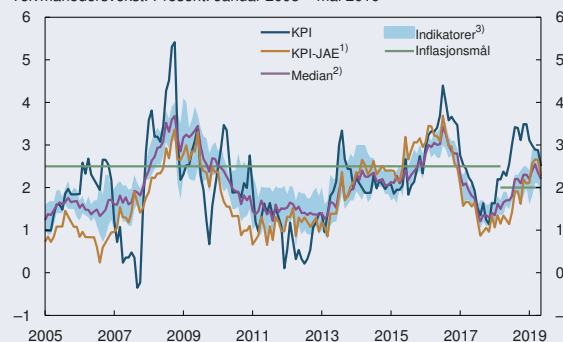
## INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

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.<sup>1</sup>

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 mai mellom 1,7 og 2,5 prosent, se figur 4.A. Gjennomsnittet av tolvmånedersveksten i disse indikatorene var 2,2 prosent, opp fra 1,7 prosent i mai i fjor. Indikatorene for underliggende inflasjon økte klart frem til mars i år, men har siden avtatt litt.

<sup>1</sup> 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 – mai 2019



<sup>1</sup>) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. <sup>2</sup>) Median av KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, vektet median, KPI-XV og KPI-felles. <sup>3</sup>) 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

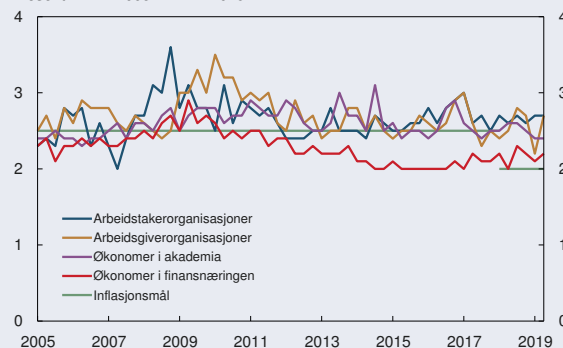
Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt reagerer lite på ny informasjon og ligger stabilt nær inflasjonsmålet, omtales ofte inflasjonsforventningene 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.<sup>1</sup> 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 andre kvartal<sup>2</sup> viste at de langsiktige inflasjonsforventningene samlet sett var uendret fra kvartalet før og fortsatt ligger over målet. Økonomer i finansnæringen har de laveste forventningene på 2,2 prosent.

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

<sup>2</sup> Forventningsundersøkelsen ble gjennomført fra 29. april til 19. mai 2019.

Figur 4.B Forventet tolvmånedersvekst i konsumprisene om fem år. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2019



Kilder: Epinion, Kantar TNS og Opinion

## FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2019 og annen tilgjengelig informasjon. Bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å utgjøre 7,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i år, se figur 4.C. Det er 0,3 prosentenheter høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Oppjusteringen kan knyttes til lavere avgiftsinntekter som en følge av økt elbilsalg, delvis utsettelse av salg av klimavoter og utgiftsøkninger i det reviderte budsjettet.

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 prosentenheter over nivået i 2017.

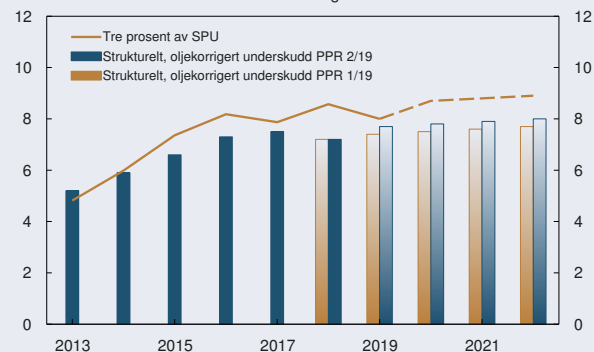
Veksten i de reelle, underliggende utgiftene gir også en pekepinn på hvor ekspansivt budsjettet er. I det reviderte budsjettet anslås veksten i denne størrelsen å bli på 2,0 prosent i år, noe som er så vidt under gjennomsnittet i perioden siden 2001.

Som i forrige rapport legger vi som en beregningsteknisk forutsetning til grunn at det strukturelle underskuddet øker med 0,1 prosentenheter 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 året, men uttaksandelen kan bli noe lavere gjennom resten av prognoseperioden. Det skyldes at verdien av fondet har steget mye siden nyttår.

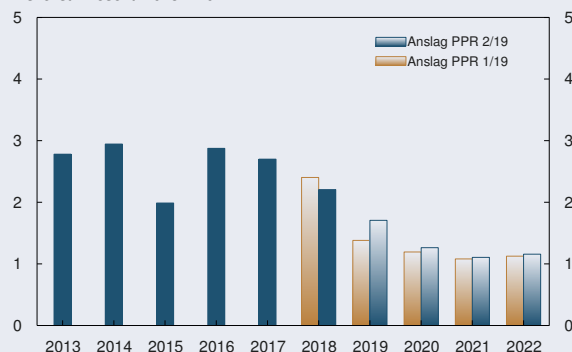
Siden 2013 har etterspørselen fra offentlig forvaltning vokst med mellom 2 og 3 prosent i året, se figur 4.D. I tråd med anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2019 legger vi til grunn lavere vekst i den offentlige etterspørselen i år, men vekstanslaget er noe høyere enn i forrige rapport. Veksten i den offentlige etterspørselen ventes å avta videre fremover. Anslagene for de kommende årene er lite endret fra forrige rapport.

Figur 4.C Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU<sup>1)</sup>. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



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

Figur 4.D Etterspørsel fra offentlig forvaltning<sup>1)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022<sup>2)</sup>



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

## ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene i oljenæringen har tatt seg opp det siste året etter å ha falt markert fra 2013 til 2017. Vi venter at investeringene vil øke betydelig i år, 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 17.

Investeringene i de pågående utbyggingene økte med nesten 10 milliarder kroner i 2018. Vi anslår at de vil øke med ytterligere 14 milliarder kroner i år, for deretter å falle frem mot 2022 i takt med at utbyggingsprosjektene blir ferdige. Denne nedgangen vil et stykke på vei 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,<sup>1</sup> noe som har sammenheng med at det er gjort få store funn de siste årene. Anslagene innebærer derfor at utbyggingsinvesteringene vil falle fra 2019 til 2022, særlig mot slutten av perioden. Vi venter at brønn- og driftsinvesteringene på felt i drift vil øke klart i år, i tråd med investeringsstillingen for andre kvartal, og deretter øke moderat gjennom prognoseperioden.

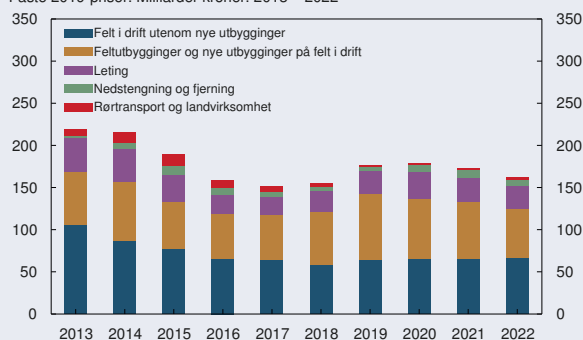
Utgiftene til leting økte med 4 milliarder kroner i fjor etter å ha blitt nesten halvert fra 2013 til 2017. Vi anslår at leteinvesteringene vil øke ytterligere fremover, drevet av fallet i borekostnadene siden 2013 og utsiktene for olje- og gassprisene.

Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil øke med 14 prosent i år og med 1 prosent til neste år. Deretter venter vi at investeringene vil falle med 3 prosent i 2021 og med 6 prosent i 2022. Anslåtte investeringer i år og neste år er høyere enn i forrige rapport, mens anslagene for 2021 og 2022 er lavere. Vi har økt anslagene for 2019 og 2020 i lys av den siste investeringstillingen, særlig for felt i drift. Nedjusteringen for 2021 og 2022 skyldes at olje- og gassprisene har falt siden mars og at noen utbygginger ser ut til å komme i gang senere enn anslått i forrige rapport.<sup>2</sup>

- 1 Utbygging av funnene Wisting og Alta-Gohta kan gi investeringer på til sammen 80–100 milliarder kroner over 5–6 år. Vi venter at disse utbyggingene vil bli satt i gang mot slutten av prognoseperioden.
- 2 Dette gjelder Fogelberg, Garantiana og Noaka/Krafla.

Figur 4.E Petroleumsinvesteringer.

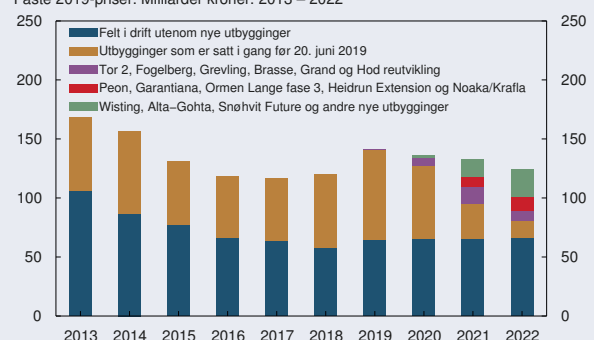
Faste 2019-priser. Milliarder kroner. 2013 – 2022<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2019 – 2022. Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstillingen 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<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2019 – 2022. Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og er deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingsprosjekter.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## SYSSELSETTINGSPOTENSIALET

Pengepolitikken skal bidra til at sysselsettingen stabiliseres på det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid.<sup>1</sup> Dette nivået vil øke over tid som følge av befolkningsvekst. Det påvirkes også av sammensetningen av befolkningen, og av forhold knyttet til lønnsdannelsen og skatte- og trygdesystemet. Nivået, som vi kan omtale som sysselsettingspotensialet, kan ikke observeres.

For å anslå sysselsettingspotensialet, tar vi utgangspunkt i utviklingen i sysselsettingsandelen, det vil si antall sysselsatte som andel av befolkningen. Ulike datakilder gir imidlertid litt ulike svar på hvor mange som er i jobb, og på hvordan sysselsettingsandelen har utviklet seg de siste årene.

Kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR), som omfatter alle som er sysselsatt i Norge, viser at sysselsettingen har økt gradvis siden konjunkturbunnen i 2016. Veksten i antall sysselsatte har vært sterkere enn veksten i befolkningen, slik at sysselsettingsandelen har økt, se den blå linjen i figur 4.G.

### Flere på korttidsopphold

Noe av oppgangen i sysselsettingen skyldes at det er stadig flere lønnstakere på korttidsopphold i Norge, se figur 4.H. Det er personer som venter å oppholde seg i Norge i mindre enn seks måneder. Det er nå om lag 90 000 lønnstakere på korttidsopphold i Norge. Det tilsvarer 3 prosent av alle sysselsatte i Norge. Rundt 60 prosent av personer på korttidsopphold er bosatt i EU-land i Sentral- og Øst-Europa. Om lag 30 prosent er ansatt i bygg- og anleggsbransjen. I tillegg er rundt 20 prosent tilknyttet bemanningsforetak, og det er trolig også mange av disse som jobber i bygg- og anleggssektoren.

Antall som kommer på korttidsopphold for å arbeide i Norge, har økt over tid. I tillegg ser det ut til at tilstrømmingen svinger i takt med jobbmulighetene i Norge. I årene 2006–2008, da norsk økonomi var i en markert konjunkturoppgang, økte antall på korttidsopphold kraftig. Året etter, i kjølvannet av finanskrisen, gikk antallet ned.

### Økt sysselsetting blant bosatte

Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) omfatter kun personer som er bosatt i Norge og fanger ikke opp sysselsettingen blant personer på korttidsopphold. I likhet med KNR viser AKU en økning i sysselsettingsandelen siden 2016, men sysselsettingsandelen i AKU har endret seg lite siden i fjor høst, se den lilla linjen i figur 4.G. AKU er en utvalgsundersøkelse, og det er betydelig usikkerhet knyttet til tallene.

Et annet mål på sysselsetting blant bosatte får vi hvis vi trekker ut lønnstakere på korttidsopphold fra sysselsettingstallene i KNR. Dette målet viser at sysselsettingsandelen blant bosatte har fortsatt å øke siden i fjor høst, se den gule linjen i figur 4.G.

### Arbeidsstyrken er blitt eldre

De siste årene har en stadig større andel av befolkningen mellom 15 og 74 år kommet opp på alderstrinn der yrkesdeltakelsen er lav. Aldringen trekker i retning av at sysselsettingsandelen faller over tid. For å illustrere effekten av aldring av befolkningen, har vi beregnet en trend for sysselsettingsandelen der vi forutsetter at sysselsettingsandelen for alle femårige alderstrinn mellom 15 og 74 år holdes konstant på 2013-nivå, se stiplede linjer i figur 4.H. I 2013 var kapasitetsutnyttningen etter vår vurdering nær et normalt nivå. Ifølge KNR er sysselsettingsandelen nå klart høyere enn 2013-trenden. Det kunne tilsa at sysselsettingen

<sup>1</sup> Se ramme i *Pengepolitisk rapport 2/18* om hvordan pengepolitikken kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

er høyere enn det som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning i økonomien. Den beregnede sysselsettingsandelen for bosatte ligger også høyere enn 2013-trenden, men avstanden er mindre enn for den samlede sysselsettingen i KNR.

Det er imidlertid flere forhold enn aldring av befolkningen som kan ha påvirket trendveksten i sysselsettingen. Pensjonsreformen, som trådte i kraft i 2011, og et økende utdanningsnivå i befolkningen kan ha bidratt til en økning i sysselsettingsandelen. At den registrerte arbeidsledigheten forenlig med normal kapasitetsutnyttning ser ut til å ha avtatt over tid, trekker i samme retning. På den annen side har det over tid vært en nedgang i sysselsettingsandelen blant unge.

Avstanden mellom sysselsettingsandelen for bosatte og 2013-trenden kan være ett mål på forskjellen mellom den faktiske og den potensielle sysselsettingsandelen. Frem til konjunkturbunnen i 2016 var det godt samsvar mellom dette sysselsettingsgapet og vår vurdering av kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi. De siste årene har imidlertid dette gapet lukket seg raskere enn andre indikatorer for kapasitetsutnyttningen samlet sett tilsier.

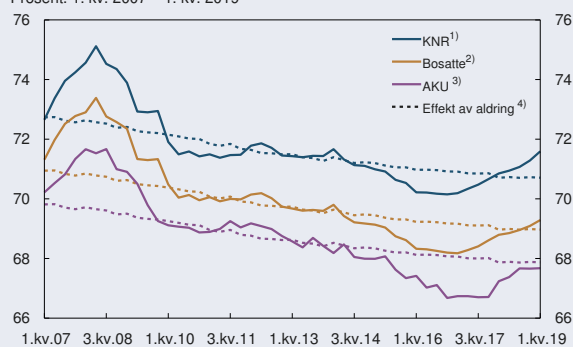
Vår vurdering er at trenden i sysselsettingsandelen ikke har avtatt de siste årene, slik aldringen av befolkningen isolert sett kunne tilsa, og sysselsettingsandelen ser nå ut til å være nær potensialet.

### Fortsatt vekst i sysselsettingspotensialet

Fremover vil pensjonsreformen trolig fortsette å bidra til å øke sysselsettingsandelen. På den annen side kan sysselsettingsandelen blant unge fortsette å falle, blant annet som følge av at flere står lenger i utdanning. Vi har lagt til grunn at sysselsettingsandelen blant bosatte vil holde seg stabil fremover. Aldrings-effekten er i ferd med å bli uttømt ettersom de store etterkrigskullene er på vei ut av arbeidsstyrken.

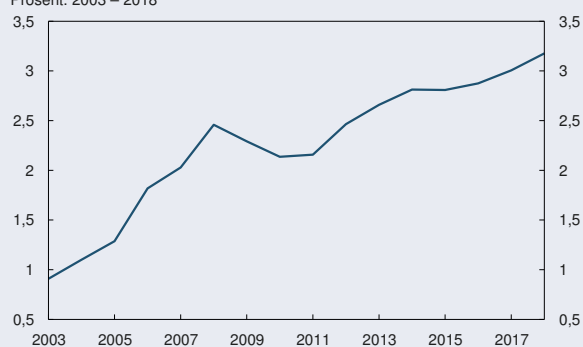
Samtidig legger vi til grunn at antall lønnstakere på korttidsopphold øker videre fremover, slik at trendveksten i sysselsettingen samlet er litt høyere enn befolkningsveksten.

Figur 4.G Sysselsatte som andel av befolkning 15-74 år. Prosent. 1. kv. 2007 – 1. kv. 2019



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap. 2) Sysselsetting ifølge KNR fratrukket registerdata for personer på korttidsopphold. Serien for personer på korttidsopphold er justert bakover i tid for brudd i serien i 2015. 3) Arbeidskraftsundersøkelsen. 4) Utvikling i sysselsettingsandelen dersom sysselsettingsandelene for hvert femårige årskull hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkning 15-74 år. 2013 er valgt fordi kapasitetsutnyttningen etter vår vurdering var nær et normalt nivå dette året.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.H Lønnstakere på korttidsopphold som andel av alle sysselsatte<sup>1), 2)</sup>. Prosent. 2003 – 2018



1) I følge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). 2) Serien for personer på korttidsopphold er justert bakover i tid for brudd i serien i 2015. Veksten fra 2014 til 2015 er antatt å være den samme som i kvartalsvis nasjonalregnskap. Serien er videreført bakover ved å bruke seriens egne vekststrater fra årene før 2015.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# 5 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten er hevet fra 1 til 1,25 prosent, og prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av året. Ved utgangen av 2022 ligger rentebanen i underkant av 1,75 prosent.

Prognosen for styrringsrenten innebærer en litt raskere renteoppgang det neste året enn anslått i forrige rapport, men rentebanen er lite endret lenger frem. Sterkere oppgang blant oljeleverandørene og svakere krone har bidratt til oppjusteringen av rentebanen. Lavere oljepris og utsikter til svakere vekst og lavere renter ute har isolert sett trukket rentebanen ned.

Prognosene er usikre, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden. Dersom utsiktene eller vår vurdering av sammenhengene i økonomien endres, vil også renteprognosen endres.

## 5.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

### Lav og stabil inflasjon

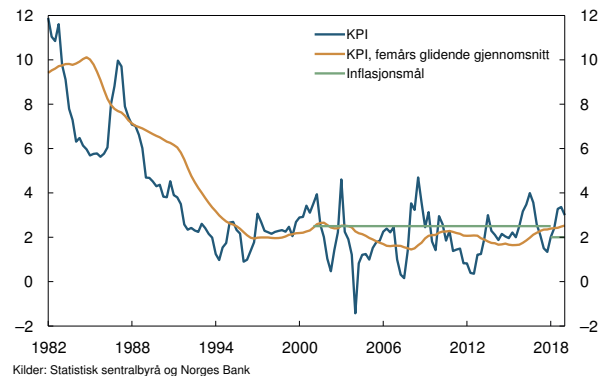
Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 var det operative målet en årsvekst i konsumprisene på 2,5 prosent. I mars 2018 ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden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

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 sysselsetting 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 avveieringer i pengepolitikken er nærmere beskrevet i en ramme på side 45.

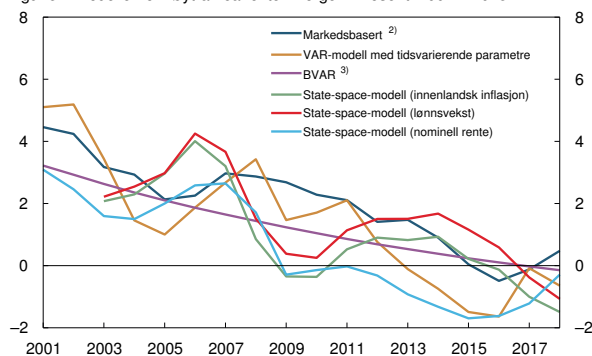
### Fortsatt ekspansiv pengepolitikk

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 renten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Den kan ikke observeres. Modellberegninger indikerer at den nøytrale realrenten har holdt seg lav også de siste par

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



Figur 5.2 Modeller for nøytral realrente i Norge.<sup>1)</sup> Prosent. 2001 – 2018



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 lemmrenter om fem år basert på swaprenter med 5- og 10- års løpetid for Norge. 3) Den underliggende trenden i renten i en bayesiansk vektorautoregressiv modell. Kilde: Norges Bank

årene, se figur 5.2. Vi anslår at den nøytrale realrenten i Norge, målt som tremåneders pengemarkedsrente fratrukket inflasjon, er nær 0, men usikkerheten rundt et slikt anslag er stor.

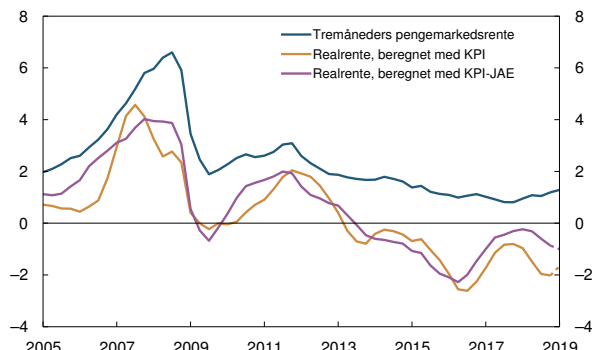
Pengemarkedsrenten har steget noe den siste tiden, se figur 5.3, i tråd med at styringsrenten er satt opp. Høyere inflasjon har bidratt til at realrenten har falt og den er lavere enn vårt anslag på den nøytrale realrenten.

## 5.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

### Videre renteoppgang

Det er god vekst i norsk økonomi. Det blir gradvis mindre ledige ressurser, og kapasitetsutnyttningen synes å være noe høyere enn et normalt nivå. Lønnsveksten har økt, og bedringen i arbeidsmarkedet tilsier at den vil øke videre. Den underliggende prisveksten er litt høyere enn inflasjonsmålet.

Figur 5.3 Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2019<sup>2)</sup>



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

Pengepolitikken er fortsatt ekspansiv. En for lav rente over tid kan føre til at presset i økonomien øker slik at priser og lønninger skyter fart. Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. Gjeldsveksten i husholdningene har avtatt de siste årene, men den er fortsatt noe høyere enn veksten i disponibel inntekt. Hvis renten holdes lav lenge, øker faren for at gjeld og boligpriser igjen stiger raskt. En videre oppbygging av finansielle ubalanser øker risikoen for et kraftig tilbakeslag i økonomien frem i tid.

Gradvis økte renter kan bidra til at boligprisveksten forblir moderat og at husholdningenes gjeldsvekst dempes videre. Settes renten derimot for raskt opp, kan det bremse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav. At den nøytrale realrenten har falt over tid, tilsier dessuten at styringsrenten settes mindre opp enn i tidligere høykonjunkturer.

Risikobildet preges særlig av utviklingen internasjonalt. Handelskonflikten mellom USA og Kina har tilspisset seg. Det har bidratt til et bredt fall i rentene ute. Skulle handelskonfliktene trappes opp ytterligere, kan veksten hos handelspartnerne og oljeprisen bli lavere enn anslått. Det kan dempe veksten her hjemme. Samtidig kan vedvarende usikkerhet internasjonalt føre til at kronekursen holder seg svak. Storbritannias



forhold til EU er fortsatt uavklart. Vi har lagt til grunn at forholdet blir avklart i løpet av inneværende år, og at det blir en ordnet utgang. Dersom Storbritannia forlater EU uten en utmeldingsavtale eller usikkerheten om forholdet til EU-vedvarer, kan veksten i Europa bli lavere enn vi har lagt til grunn.

Det er også usikkerhet om styrken i oppgangen her hjemme. Oljeselskapene har kuttet kostnadene mye de siste årene, og balanseprisene i nye utbygginger er nå langt lavere enn oljeselskapenes forventninger til langsiktig oljepris. Oppgangen i oljenæringen kan bli mer varig og gi større ringvirkninger til resten av norsk økonomi enn vi har lagt til grunn. Vi er også usikre på utsiktene for sysselsettingen. De siste par årene har sysselsettingen økt mer enn ventet og mer enn andre indikatorer for stramheten i arbeidsmarkedet skulle tilsi. Vi har oppjustert vårt anslag på trendveksten i sysselsettingen fremover, men det er usikkert hvor sterk trendveksten er.

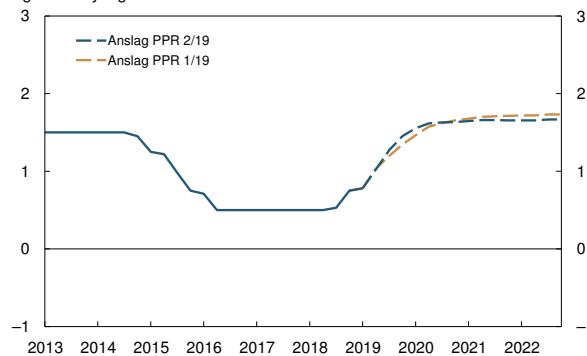
Virkningene av pengepolitikken er usikker. Vi har lagt til grunn at en økt rentedifferanse fremover vil føre til at kronen styrker seg, men vi er usikre på hvor sterk denne effekten er. Hevingen av styringsrenten siden i fjor høst har så langt ikke slått fullt gjennom i renten til husholdningene. Den høye gjeldsbelastningen blant husholdningene gjør at økte renter trolig vil dempe husholdningenes etterspørsel mer enn det som følger av historiske erfaringer. Den lange perioden med lave renter og tiltakende gjeldsbelastning har økt usikkerheten om virkningen av høyere renter. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen.

Samlet sett tilsier utsiktene og risikobildet at renten økes noe videre.

### Høyere kapasitetsutnyttning

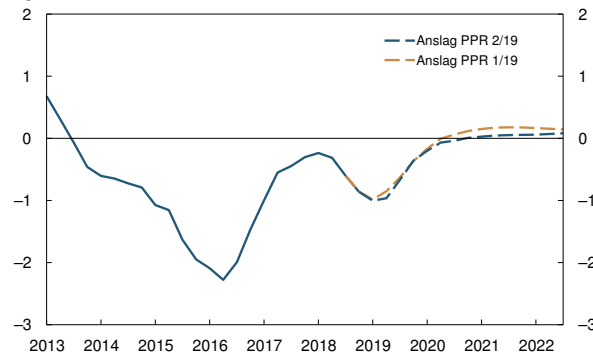
Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ser ut til å øke litt raskere enn vi anslo i forrige rapport. Det skyldes blant annet utsikter til at petroleumsinvesteringene og eksporten fra oljeleverandørene blir høyere enn vi så for oss, samtidig som finanspolitikken er litt mer ekspansiv enn ventet. Kronekursen har vært svakere enn anslått. Ute er det utsikter til lavere vekst og lavere renter enn vi så for oss i mars.

Figur 5.4 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2. kv. 2019 – 4. kv. 2022.  
Kilde: Norges Bank

Figur 5.5 Realrente.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2022<sup>2)</sup>



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

En modellteknisk analyse av ny informasjon indikerer at med en renteutvikling i tråd med prognosen i forrige rapport, vil både kapasitetsutnyttningen og inflasjonen bli litt høyere enn anslått gjennom hele prognoseperioden, se ramme på side 43. Ny informasjon trekker dermed i retning av at renten økes litt raskere fremover enn det rentebanen i forrige rapport indikerte.

### **Renten er satt opp**

Styringsrenten er hevet fra 1 til 1,25 prosent med virkning fra 21. juni 2019, og prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av året, se figur 5.4. Ved utgangen av 2022 ligger rentebanen i underkant av 1,75 prosent. Prognosen for styringsrenten er litt høyere enn i forrige rapport det nærmeste året og litt lavere lenger frem. I rammen på side 44 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 stiger i takt med styringsrenten (figur 1.8). Anslagene innebærer at realrenten stiger de nærmeste par årene og deretter endres lite, se figur 5.5.

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognosen i denne rapporten anslår vi at produksjons-gapet er positivt gjennom hele prognoseperioden. Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen når en topp mot slutten av 2019 før den avtar (figur 1.1b). Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn i forrige rapport den nærmeste tiden og deretter lite endret.

Inflasjonen anslås å være nær 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 endres, eller dersom vår vurdering av sammenhengen mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien endrer seg, vil også rentebanen endres.

## MODELLTEKNISK TOLKNING AV NY INFORMASJON

For å analysere hvordan ny informasjon og nye vurderinger påvirker utsiktene for inflasjonen og kapasitetsutnyttningen, gjør vi en modellteknisk øvelse der rentebanen fra forrige rapport ligger fast. Vi bruker Norges Banks makromodell NEMO<sup>1</sup> 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.

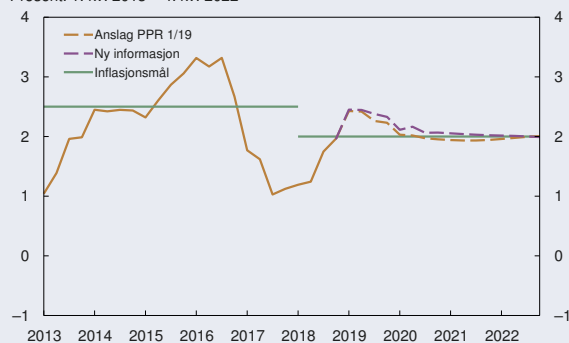
Den modelltekniske analysen tilsier at med uendret rentebane fra sist, blir prisstigningen målt ved KPI-JAE litt høyere enn vi anslo i forrige rapport frem til slutten av prognoseperioden, se figur 5.A. Det skyldes dels at inflasjonen på kort sikt anslås å være litt høyere enn tidligere lagt til grunn, og dels en svakere krone. Med uendret rentebane holder kronen seg svakere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, til tross for at rentedifferansen mot utlandet er høyere enn i forrige rapport. Det må ses i sammenheng med at kronen har vært svakere enn ventet og at terminprisene på olje er lavere enn sist.

Kapasitetsutnyttningen øker litt raskere og kommer opp på et litt høyere nivå enn vi anslo i marsrapporten, se figur 5.B. Det skyldes særlig at anslagene for oljeleverandørnæringen og offentlig etterspørsel er oppjustert siden forrige rapport. Uendret rentebane og litt høyere inflasjon innebærer at realrenten blir lavere enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Det bidrar til litt høyere etterspørsel og kapasitetsutnyttning. På den annen side vil lavere oljepris og lavere vekst og renter ute isolert sett trekke kapasitetsutnyttningen ned.

Høyere inflasjon og høyere kapasitetsutnyttning den nærmeste tiden trekker i retning av at renten økes litt raskere enn rentebanen i forrige rapport indikerte.

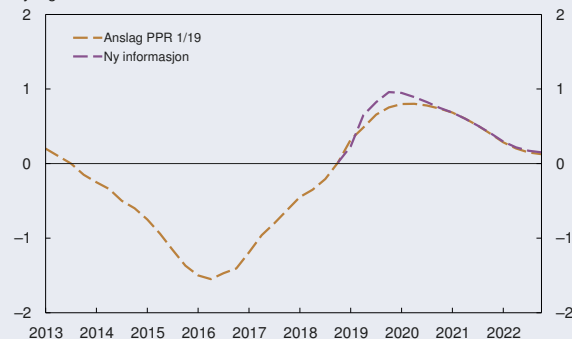
1 NEMO er beskrevet i Kravik, E.M og Y. Mimir (2019) «Navigating with NEMO». Staff memo 5/2019. Norges Bank.

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



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

Figur 5.B Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup>. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/19. 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.

Utsiktene for importveksten hos handelspartnerne synes litt 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.

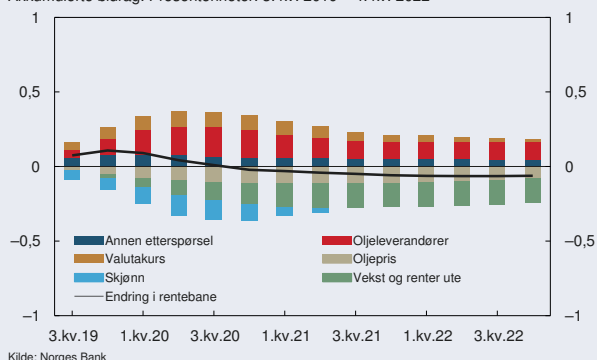
Kronekursen er svakere enn anslått og svakere enn utviklingen i rentedifferansen og oljeprisen skulle tilsi. Svakere krone bidrar til en høyere rentebane, se oransje søyler.

Terminprisene på olje er lavere enn ved forrige rapport. Det bidrar til lavere oljeinvesteringer og lavere vekst i den oljerelevante eksporten. Samtidig bidrar lavere oljepris isolert sett til å løfte veksten hos handelspartnerne. Samlet sett trekker lavere oljepris rentebanen ned, se beige søyler.

Til tross for lavere oljepris er utsiktene for oljeleverandørene bedret på kort sikt. Det skyldes både at oljeinvesteringene på norsk sokkel ser ut til å bli litt høyere enn tidligere lagt til grunn, og at eksporten fra denne sektoren ser ut til å vokse raskere enn anslått. På lengre sikt er oljeinvesteringene og oljeleverandøreksporten nedjustert, men mindre enn fallet i oljeprisen isolert sett skulle tilsi. Endringer i etterspørselen rettet mot oljeleverandørnæringen trekker rentebanen opp, se røde søyler.

Endring i andre innenlandske etterspørselsforhold trekker rentebanen litt opp. Det skyldes dels litt sterkere impulser fra finanspolitikken, og dels at bankene så langt ikke har hevet utlånsrentene like mye som økningen i styringsrenten. Effekten på rentebanen av endringer i innenlandske etterspørselsforhold er illustrert med mørkeblå søyler.

Figur 5.C Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 1/19. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2019 – 4. kv. 2022



Kilde: Norges Bank

Siden forrige rapport tilsier ny informasjon samlet sett at rentebanen justeres opp på kort sikt og litt ned lenger ut i prognoseperioden. Handelskonfliktene bidrar til betydelig usikkerhet om utviklingen internasjonalt. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. Denne skjønnsutøvelsen innebærer at rentebanen heves litt mindre enn ny informasjon isolert sett skulle tilsi. Det kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

## 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 avveining mellom disse hensynene.

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

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

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

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

# 6 Vurdering av finansiell stabilitet

## – beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

---

**Veksten i kreditt til norske husholdninger har avtatt de siste årene, men gjeldsbelastningen er høy. Gjeldsveksten i foretakene opprettholdes. Boligmarkedet har de siste to årene vært preget av moderat boligprisvekst og høy omsetning. Boligpriser relativt til husholdningenes disponible inntekt har avtatt. I markedet for næringseiendom har prisveksten avtatt noe. Bankene har god lønnsomhet, lave tap og god tilgang på markedsfinansiering. Vår vurdering av finansielle ubalanser er ikke vesentlig endret fra 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 svært høye nivåer.

Husholdningenes gjeld vokser fremdeles raskere enn inntektene, men veksttakten har avtatt noe de siste kvartalene. Veksten i foretakenes kreditt holder seg oppe og er høyere enn veksten i økonomien. Foretakene har god tilgang på finansiering.

Boligpriser relativt til husholdningenes disponible inntekt har avtatt de siste to årene. I det siste har boligprisveksten vært klart lavere enn veksten i disponibel inntekt. I markedet for næringseiendom har den sterke prisveksten avtatt noe de siste kvartalene.

Vår vurdering av finansielle ubalanser er ikke vesentlig endret fra forrige kvartal. Fremover venter vi at økte renter og en moderat boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten i husholdningene videre. I markedet for næringseiendom ventes det at den moderate prisveksten vi har sett de siste kvartalene, vil fortsette. Samlet vil den ventede utviklingen trolig bidra til å dempe videre oppbygging av finansielle ubalanser. Det er positivt for finansiell stabilitet. På sikt kan utviklingen gi nedgang i finansielle ubalanser og redusere faren for et brått og mer markert tilbakeslag i økonomien lenger frem i tid.

### 6.2 FINANSIELL STABILITET INTERNASJONALT

Høye gjeldsnivåer i mange land gjør at verdensøkonomien er sårbar overfor brå fall i formuespriser og økte gjeldsbetjeningskostnader. Risikoprisingen i internasjonale finansmarkeder har vært nokså lav lenge, til tross for usikkerhet knyttet til utviklingen i de internasjonale handelskonfliktene og Storbritannias uttreden fra EU. Det har imidlertid vært betydelige bevegelser i markedsprisene det siste halvåret. Uro i internasjonale finansmarkeder kan føre til forstyrrelser i det norske finansielle systemet, i første rekke gjennom at prisen på bankenes markedsfinansiering kan øke og påvirke kreditttilbudet til husholdninger og foretak. Det kan hemme veksten i norsk økonomi.

Risikotakingen i internasjonale finansmarkeder er fremdeles høy. Risikopåslagene i obligasjonsmarkedene er nå noe høyere enn hva de var før markedsuroen tiltok på slutten av fjoråret, se figur 6.1. I det internasjonale aksjemarkedet har verdsettelsen av foretakene vært om lag uendret siden forrige rapport. Det er til tross for vesentlig nedjustering av forventningene til vekst i foretakenes inntjening og vedvarende usikkerhet om den økonomiske og politiske utviklingen, se nærmere omtale i kapittel 2. I USA fortsatte veksten i lån til foretak som normalt har høy gjeld og svak kredittvurdering (leveraged loans) i første kvartal. Reduserte renteforventninger internasjonalt og høy risikotaking kan gi opphav til økte finansielle ubalanser globalt.

I EU fortsetter bankene å redusere sine beholdninger av misligholdte lån. Det frigjør kapital og bedrer bankenes evne til å yte nye lån. Lønnsomheten i europeiske banker er likevel fortsatt lav. Flere nordiske banker med aktiviteter i de baltiske landene er under etterforskning for manglende rutiner i arbeidet mot hvitvasking. Det har gitt store utslag i markedsfinansieringskostnadene til de berørte bankene, se figur 6.2. Det synes ikke å ha vært noen særlig smitte til norske banker eller andre nordiske banker som har hatt aktivitet i de baltiske landene.

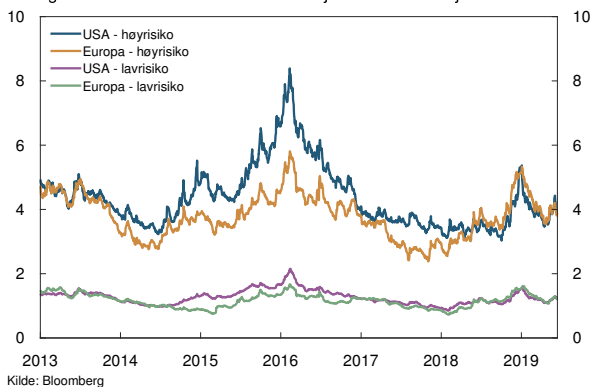
### 6.3 KREDITTMARKEDET

I Norge har kreditten lenge steget raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, se figur 6.3. De siste par årene har denne kredittindikatoren vært om lag uendret. Kredittgapet, som viser avviket mellom indikatoren og en beregnet trend, blir stadig mindre positivt, se figur 6.4.

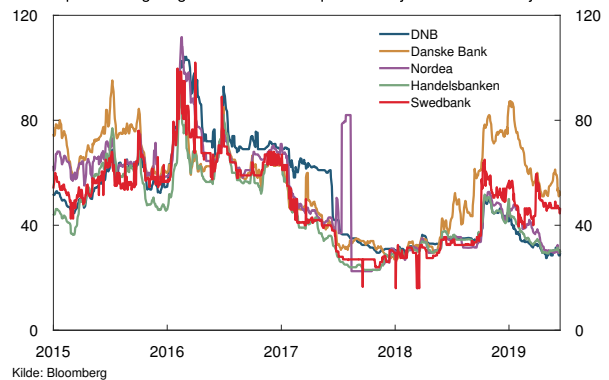
#### Husholdningenes gjeld vokser fremdeles raskere enn inntektene

Gjeldsbelastningen i husholdningene, det vil si gjeld i forhold til inntekt, er høy og har økt betydelig over

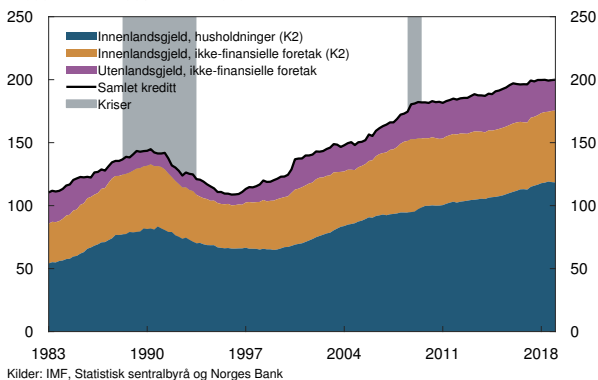
Figur 6.1 Risikopåslag på foretaksobligasjoner. Påslag over statsrenter. Prosentenheter. 1. januar 2013 – 14. juni 2019



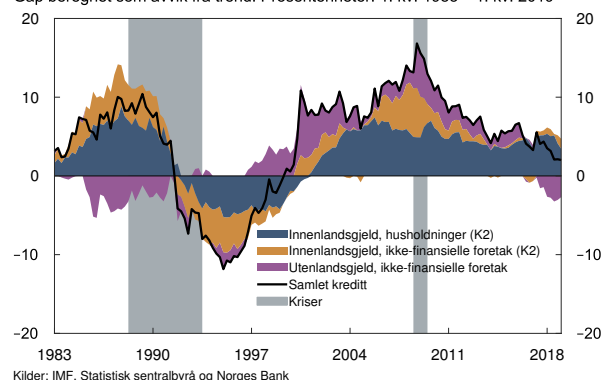
Figur 6.2 CDS-priser for nordiske bankers seniorobligasjoner. 5 års løpetid. 5-dagers glidende snitt. Basispunkter. 1. januar 2015 – 14. juni 2019



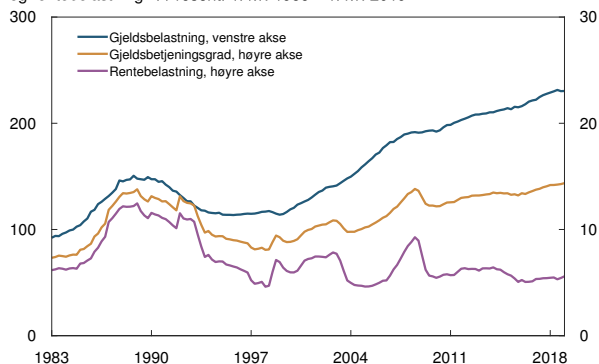
Figur 6.3 Kreditt som andel av BNP. Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2019



Figur 6.4 Dekomponert kredittgap. Kreditt som andel av BNP. Fastlands-Norge. Gap beregnet som avvik fra trend. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2019



Figur 6.5 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup>, gjeldsbetjeningsgrad<sup>2)</sup> og rentebelastning<sup>3)</sup>. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2019



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.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

en lengre periode, se figur 6.5. En høy gjeldsbelastning medfører risiko for at husholdningene må stramme betydelig inn på konsumet dersom inntektene faller mye eller rentenivået øker markert.

Veksten i kreditt til husholdningene har avtatt de siste årene og er nå den laveste siden 1997, se figur 6.6. Tolvmånedersveksten har vært uendret på 5,6 prosent siden januar. Fremover ventet vi at husholdningenes kredittvekst vil avta noe videre, se tabell 4 i vedlegget. Gjeldsbelastningen ventet å fortsette å øke, men med noe lavere takt, se figur 4.7.

Figur 6.6 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2011 – april 2019



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Gjeldsbetjeningsgraden, det vil si andelen av inntekten som går til å betjene renter og normale avdrag, er høy og på samme nivå som under finanskrisen i 2008 og bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet (figur 6.5). Rentebelastningen, det vil si renteutgifter i forhold til inntekten, ventet å ha økt ytterligere etter rentehevingen i mars. I et historisk perspektiv er rentebelastningen likevel lav (figur 6.5). De fleste husholdningene har god evne til å betjene noe høyere renter. For husholdninger som har store forbrukslån, bidrar de høye rentene på slike lån til at deres rentebelastning blir høy. Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad signaliserer høy risiko i temperaturkartet, se figur 6.A.

Usikrede lån, som forbrukslån, utgjør i underkant av 4 prosent av husholdningenes samlede gjeld. De nye kravene til bankenes utlånspraksis for forbrukslån vil trolig innebære en innstramning i dette lånesegmentet. Kravene kan bidra til å redusere oppbyggingen av sårbarhet i særlig utsatte husholdninger. 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*. Bankene hadde krav om å tilpasse seg de nye kravene innen 15. mai 2019.

Bankene som rapporterer til Norges Banks utlånsundersøkelse, ventet noe økt etterspørsel etter lån med pant i bolig i andre kvartal. De melder også om økt konkurranse i markedet for boliglån. Bankene ventet uendret kredittpraksis overfor husholdningene.

### Foretakenes gjeldsvekst opprettholdes

Foretakene har god tilgang på kreditt. Veksten i innenlandsk kreditt til foretakene økte gjennom 2017 og lå rundt 6 til 7 prosent i 2018 (figur 6.6). De siste måne-



dene har veksten holdt seg oppe. Utviklingen i foretakenes gjeld signaliserer lav risiko i temperaturkartet (figur 6.A).

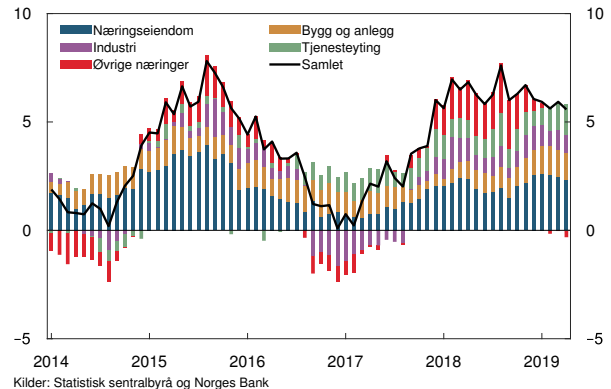
I årene før bankkrisen og finanskrisen vokste gjelden i foretakene markert raskere enn verdiskapingen, se figur 6.3. Etter finanskrisen har gjelden i forhold til verdiskapingen vært nokså stabil, men siden 2017 har gjeldsveksten vært noe høyere enn veksten i økonomien. Sammenlignet med andre land, er ikke gjelden i norske foretak spesielt høy, se *Finansiell stabilitet 2018*. Fremover legger vi til grunn at kredittveksten i ikke-finansielle foretak vil holde seg om lag på dagens nivå.

Utlån til næringseiendom har over lang tid hatt det største bidraget til bankenes kredittvekst, se figur 6.7. Samtidig har salgsprisene på næringseiendom økt kraftig. Utlån til bygg og anlegg har det siste året vokst raskere enn bankenes samlede kredittvekst til foretak. Økt kredittvekst til eiendomsrelaterte næringer kan bidra til å bygge opp finansielle ubalanser. Tapsrisikoen innen bygg og anlegg synes å være lav, selv om høy boligbygging de siste årene trolig har bidratt til den økte kredittveksten i denne næringen, se ramme på side 56. Bankenes samlede utlånstap til foretakssektoren falt litt fra 2017 til 2018, blant annet drevet av lavere utlånstap til kraftforsyning, se figur 6.8. Oljerelaterte næringer bidrar også til lavere tap, men det er nokså ulik utvikling innen de forskjellige undernæringene.

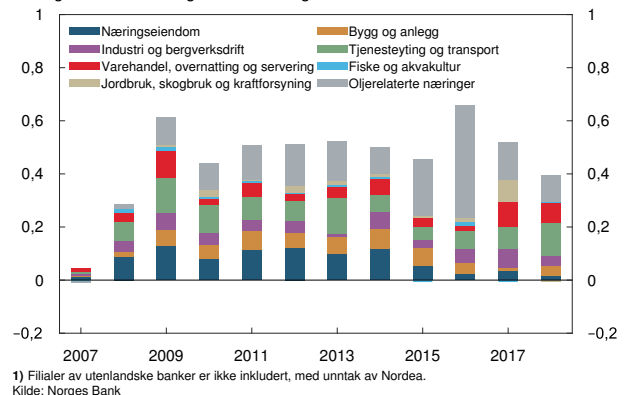
Veksten i obligasjons- og sertifikatgjeld falt gjennom 2018, og utstedelsene var lave i første kvartal sammenlignet med første kvartal i fjor. Så langt i andre kvartal har utstedelsene tatt seg noe opp. Eiendoms- og industrisektoren bidrar mest til den samlede veksten, selv om vekstbidragene har falt fra sommeren 2018. Kraftsektoren bidrar negativt. Forfallene øker noe gjennom 2019, og det ventes derfor at aktiviteten vil ta seg videre opp. Risikopåslagene har falt så langt i år, selv om de har økt noe den siste tiden, i likhet med utviklingen internasjonalt.

Alle foretaksindikatorerne signaliserer lav risiko i temperaturkartet (figur 6.A).

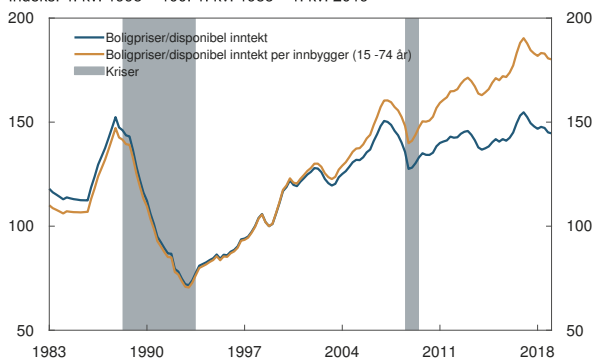
Figur 6.7 Banker og kredittforetaks utlån til norske ikke-finansielle foretak. Bidrag til tolv månedersvekst i beholdning fra ulike næringer. Prosent. Januar 2014 – april 2019



Figur 6.8 Bankenes<sup>1)</sup> utlånstap til næringsmarkedet som andel av totale utlån til næringsmarkedet. Bidrag fra hver næring. Prosent. 2007 – 2018



Figur 6.9 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt.  
Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2019



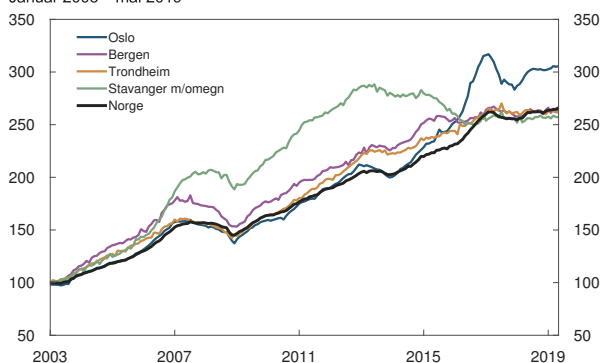
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.10 Boligprisvekst. Prosent. Januar 2013 – mai 2019



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 6.11 Boligpriser. Indeks. Sesongjustert. Januar 2003 = 100.  
Januar 2003 – mai 2019



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

## 6.4 BOLIGMARKEDET

Boligprisene har steget kraftig over lengre tid og er på historisk høye nivåer. De siste to årene har boligprisene relativt til husholdningenes disponible inntekt imidlertid avtatt, se figur 6.9. I temperaturkartet har utviklingen i boligmarkedet signalisert lav risiko siden fjerde kvartal 2017 (figur 6.A). Samtidig innebærer det høye nivået på boligprisene en sårbarhet for det norske finansielle systemet, se Finansiell stabilitet 2018.

Etter en lengre periode med betydelig boligprisvekst, falt boligprisene i 2017 med om lag 3 prosent fra prisene var på sitt høyeste i mars til de nådde bunnen på nyåret 2018. Priset falt ble hentet inn igjen i løpet av fjoråret. Den siste tiden har boligprisveksten som ventet vært lav og lavere enn veksten i husholdningenes disponible inntekt. Tolv månedersveksten var 1,8 prosent i mai, se figur 6.10. Den lavere veksten i boligprisene vil trolig bidra til redusert risiko for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid.

### Mindre regionale forskjeller

De siste fem årene har det vært store regionale forskjeller i boligprisveksten. I Oslo økte boligprisene kraftig i 2015 og 2016, mens prisene falt markert i Stavanger, se figur 6.11. Boligprisfallet i 2017 var mye større i Oslo enn i de andre byene. I det siste har de regionale forskjellene i boligprisveksten blitt mindre. For perioden 2003 til i dag sett under ett har prisene i de store byene vokst omtrent like mye, med unntak av Oslo hvor prisene har vokst betydelig mer (figur 6.11). Det må blant annet ses i sammenheng med at boligbyggingen i Oslo over lengre tid har vært lavere enn befolkningsveksten skulle tilsi.<sup>1</sup> I Stavanger vokste prisene svært raskt i årene før finanskrisen og hadde en raskere veksttakt enn de andre store byene helt frem til oljeprisfallet i 2014.

### Fortsatt høy aktivitet

Det er høy aktivitet i bruktboligmarkedet. Gjennom store deler av 2018 var antall boliger til salgs på sitt høyeste månedsnivå siden finanskrisen, og i mai i år ble det lagt ut spesielt mange boliger, se figur 6.12. Det høye utbudet av boliger gjelder de fleste deler av landet. Økningen må ses i sammenheng med at det

<sup>1</sup> Se Mæhlum, S., P. M. Pettersen og H. Xu (2018) «Boligbygging og husholdningsvekst». Staff Memo 12/2018. Norges Bank

nå fullføres mange nye boliger. Mange som overtar en ny bolig, skal flytte fra og selge en bolig de eier.

Omsetningen av bruktboliger er også høy, både gjennom fjoråret og hittil i år, se figur 6.13. Økt etterspørsel etter boliger kan skyldes god utvikling i norsk økonomi, med lavere arbeidsledighet og økt inntektsvekst. Likevel har ikke omsetningen økt like mye som boliger lagt ut for salg. Det har ført til en økning i antallet usolgte bruktboliger fra allerede høye nivåer, se figur 6.14. Økningen gjelder store deler av landet, men antallet usolgte boliger er spesielt høyt i Midt-Norge, på Sørlandet og på Vestlandet.

I markedet for nye boliger har antall usolgte boliger avtatt noe de siste fire månedene, særlig for igangsatte boliger. Det skyldes både at det legges ut få nye

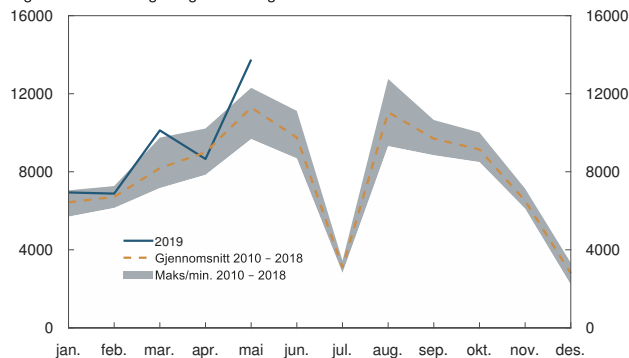
boliger for salg sammenlignet med samme periode i fjor, og at etterspørselen holder seg oppe. Det indikerer at markedet for nye boliger er i balanse, se ramme på side 56.

### Moderat boligprisvekst fremover

Vi venter en moderat boligprisvekst de neste årene, se tabell 4 i vedlegget. Antall igangsettelser forventes å holde seg oppe, og mange boliger vil ferdigstilles i 2019, se figur 6.15. Antall bruktboliger lagt ut for salg vil derfor trolig holde seg høyt. Denne utviklingen sammen med økte renter ventes å trekke boligprisveksten ned, mens utsikter til økt sysselsetting og høyere lønnsvekst trekker i motsatt retning.

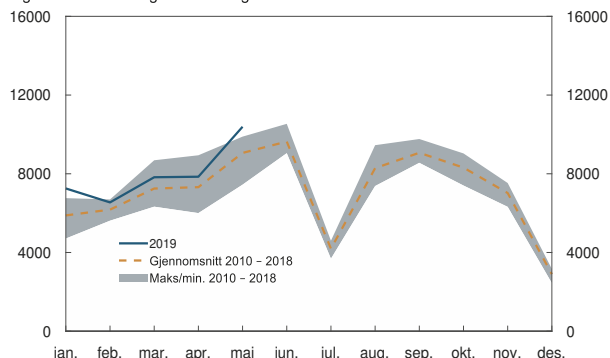
Boligbyggingen har over lengre tid vært lavere enn økningen i antall husholdninger. Dette etterslepet i

Figur 6.12 Bruktboliger lagt ut for salg. Antall. Januar 2010 – mai 2019



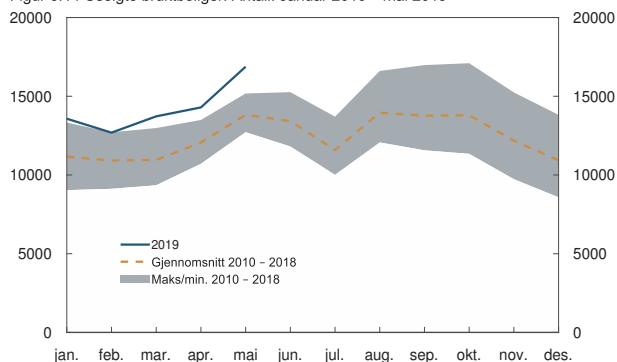
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 6.13 Omsetning av bruktboliger. Antall. Januar 2010 – mai 2019



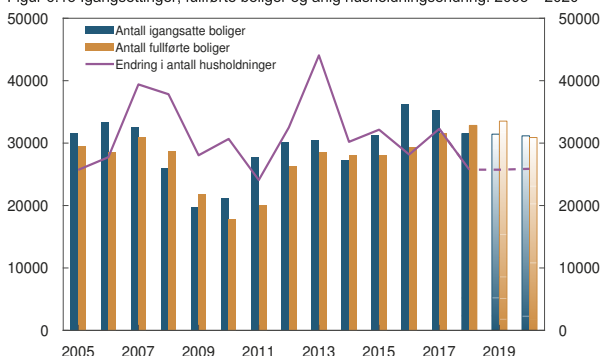
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 6.14 Usolgte bruktboliger. Antall. Januar 2010 – mai 2019



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

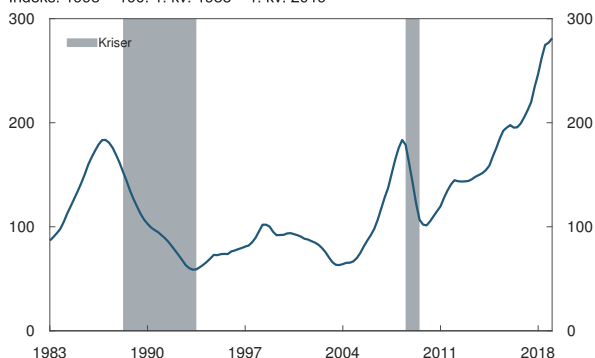
Figur 6.15 Igangsettelser, fullførte boliger og årlig husholdningsendring. 2005 – 2020<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2019 og 2020 (stiplet og gradert).

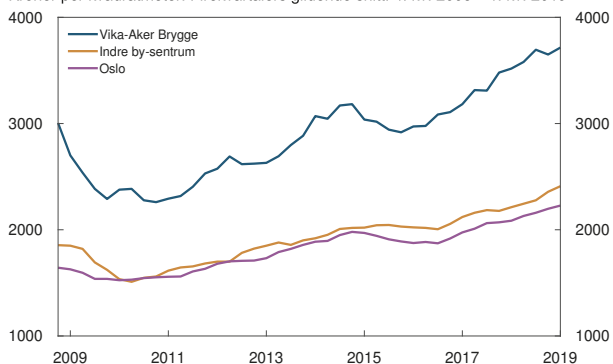
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.16 Realpriser på næringsseiendom.<sup>1)</sup>  
Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 - 1. kv. 2019



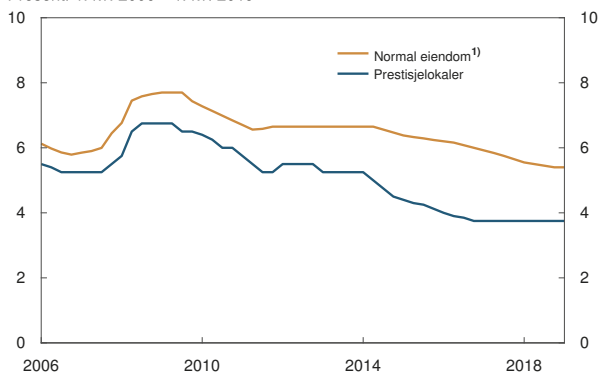
<sup>1)</sup> Beregnede reelle salgspriser per kvadratmeter på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig salgspris siste fire kvartaler.  
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.17 Leiepriser på kontorlokaler i Oslo.  
Kroner per kvadratmeter. Firekvarterals glidende snitt. 4. kv. 2008 - 1. kv. 2019



Kilde: Arealstatistikk

Figur 6.18 Direkteavkastningskrav (yield) for kontorlokaler i Oslo.  
Prosent. 1. kv. 2006 - 1. kv. 2019



<sup>1)</sup> Lokaler langs Ring 3. 5 års leiekontrakt.  
Kilde: DNB Næringsmegling

boligbyggingen reduserer sannsynligheten for at det høye antallet av ferdigstilte boliger vil forårsake et betydelig fall i boligprisene.

### Anslagene er usikre

Som følge av at utlånsrentene har vært lave lenge og husholdningenes gjeldsbelastning er historisk høy, er det knyttet større usikkerhet enn tidligere til hvilken effekt økte renter vil ha på boligprisene. Anslagene for boligprisene er også omtalt i kapittel 4.1.

## 6.5 NÆRINGSEIENDOMSMARKEDET

Det har vært sterk prisstigning i markedet for næringsseiendom over lengre tid. Prisene er på historisk høye nivåer. Utviklingen i næringsseiendomsmarkedet er viktig for bankene siden de har betydelige utlån til næringsseiendomsforetak. Næringsseiendomsindikatoren signaliserer høy risiko i temperaturkartet (figur 6.A).

### Noe mer moderat vekst i næringsseiendomsprisene

Veksten i beregnede reelle salgspriser for prestisjelokaler i Oslo har vært sterk de siste årene, se figur 6.16. Prisene fortsatte å stige i første kvartal 2019, men prisveksten har avtatt noe. Salgsprisene beregnes som markedsleie delt på et avkastningskrav (yield). Veksten i salgsprisene ble lenge drevet oppover av fallende avkastningskrav. De to siste årene har imidlertid økte leiepriser bidratt mest til veksten, mens avkastningskravet har vært stabilt.

Leieprisene i Oslo fortsatte å stige noe i første kvartal, se figur 6.17. Markedsaktørene peker særlig på lav tilførsel av nye kontorbygg og sterk etterspørsel etter kontorer i sentrum som årsaker til leieprisveksten. Ifølge Entras konsensusrapport venter markedsaktørene nokså sterk leieprisvekst i Oslo sentrum i 2019 og noe mer moderat vekst i områdene utenfor. Fra 2020 ventes det at økt fullføring av nye kontorbygg vil bidra til moderat vekst også i Oslo sentrum. I Bergen, Trondheim og Stavanger er det høy etterspørsel etter kontorlokaler i sentrumsområdene, noe som har bidratt til å øke leieprisene der. Utenfor sentrum er bildet mer blandet.

Avkastningskravet for kontorlokaler i Oslo var uendret i første kvartal, både for prestisjelokaler og normal kontoreiendom i Oslo, se figur 6.18. De siste kvartalene har bankmarginen på utlån til næringsseiendom vært

noe synkende. Det kan skyldes sterkere konkurranse. Lange renter er lavere sammenlignet med forrige rapport (figur 3.4), slik at det samlede nivået på finansieringskostnadene har falt noe. Fortsatt høy etterspørsel etter gode investeringsobjekter og reduserte renteforventninger ute og hjemme bidrar til at markedsaktørene venter at avkastningskravet vil holde seg nokså flatt de neste årene, med kun en marginal økning neste år.

Samlet tilsier forventningene til leieprisvekst og avkastningskrav at salgsprisene vil øke videre fremover, men med en mer moderat veksttakt enn de siste årene.

## 6.6 BANKENE

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

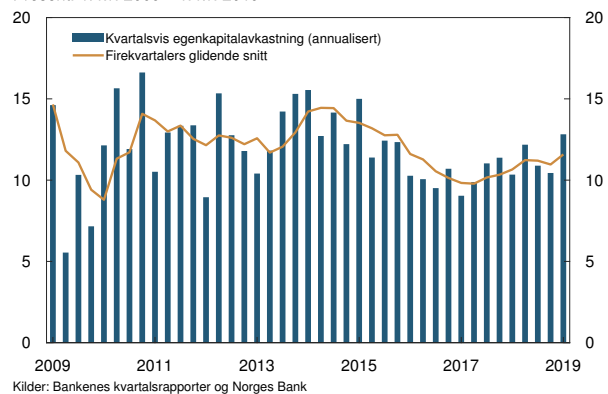
### Bankene har god lønnsomhet

Lønnsomheten i norske banker er god, se figur 6.19. I første kvartal var egenkapitalavkastningen til flere av de store norske bankene påvirket av en engangsgjinst knyttet til fusjonen av SpareBank 1 Skadeforsikring og DNB Forsikring. Den underliggende lønnsomheten er også god, og i tillegg bidrar økte markedspriser på verdipapirbeholdningene positivt. Netto renteinntekter trekker lønnsomheten noe ned, se figur 6.20, blant annet på grunn av nye beregningsregler for bankenes bidrag til innskuddsgarantifondet. Lave driftskostnader og tap bidrar positivt til lønnsomheten. De lave tapene gjenspeiler god utvikling i norsk økonomi.

### Bankene oppfyller kapitalkravene

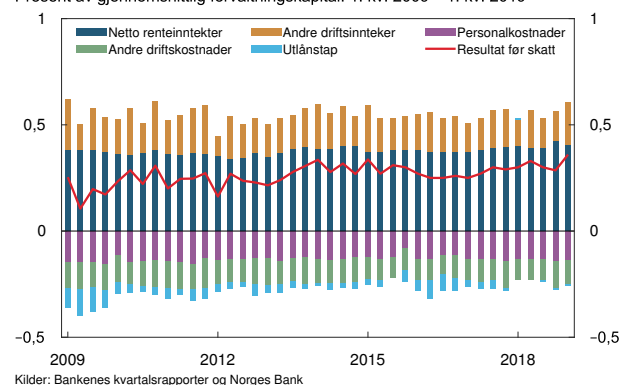
Bankene ligger godt an til å møte endringer i kapitalkravene, herunder økningen i motsyklisk kapitalbuffer til 2,5 prosent fra utgangen av 2019. Kapitaldekningen i bankene er i tråd med regulatoriske krav og bankenes egne langsiktige mål til ren kjernekapitaldekning, se figur 6.21. Finansdepartementet har besluttet at det ikke vil bli endring i kriteriene for identifisering av systemviktige banker. Finanstilsynet hadde foreslått et regionkriterium, som Norges Bank støttet. Det ville gitt flere store regionale banker høyere kapitalkrav.

Figur 6.19 Egenkapitalavkastning i store norske banker. Prosent. 1. kv. 2009 – 1. kv. 2019



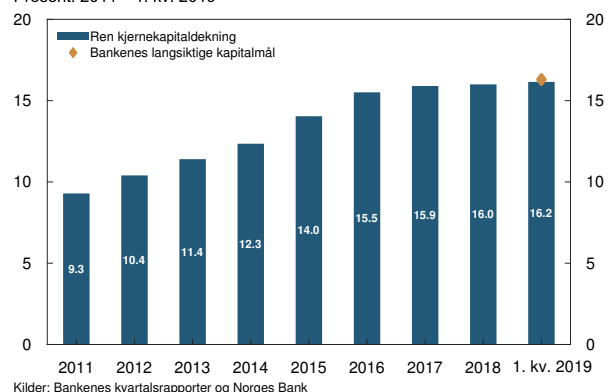
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 6.20 Dekomponert resultatutvikling i store norske banker. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. 1. kv. 2009 – 1. kv. 2019



Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 6.21 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker. Prosent. 2011 – 1. kv. 2019



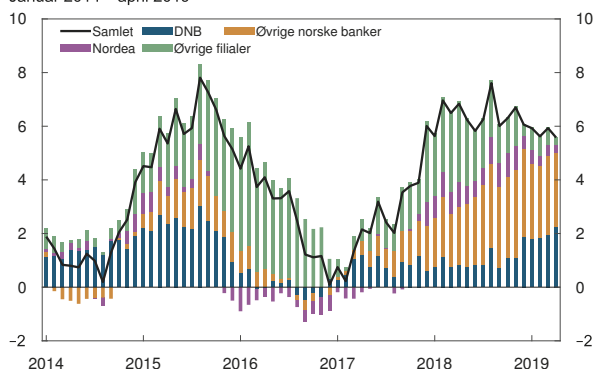
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 6.22 Kursutvikling for banksektoren.  
Indeks. 2. januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 14. juni 2019



Kilde: Thomson Reuters

Figur 6.23 Banker og kredittforetaks utlån til norske ikke-finansielle foretak.  
Bidrag til tolv månedersvekst i beholdning fra ulike bankgrupper. Prosent.  
Januar 2014 – april 2019



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 vil om kort tid sende på høring et utkast til mulige tilpasninger i de norske kapitalkravene som kan 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.

Markedsverdiene til norske banker falt betydelig under børsfallet i fjerde kvartal 2018, men har siden hentet seg inn igjen, se figur 6.22. Markedsverdiene er noe lavere enn ved forrige rapport, men bankene har god tilgang på markedsfinansiering i både norske kroner og valuta. Risikopåslagene de norske bankene betaler for seniorobligasjoner og OMF, er omtrent som ved forrige rapport. I likviditetsundersøkelsen meldte bankene om fortsatt god tilgang på finansiering. I løpet av året vil Finanstilsynet fastsette krisetiltaksplan og minstekrav til summen av ansvarlig kapital og konvertibel gjeld (MREL) for de største og mest komplekse bankene. Det kan påvirke bankenes finansierungsstruktur.

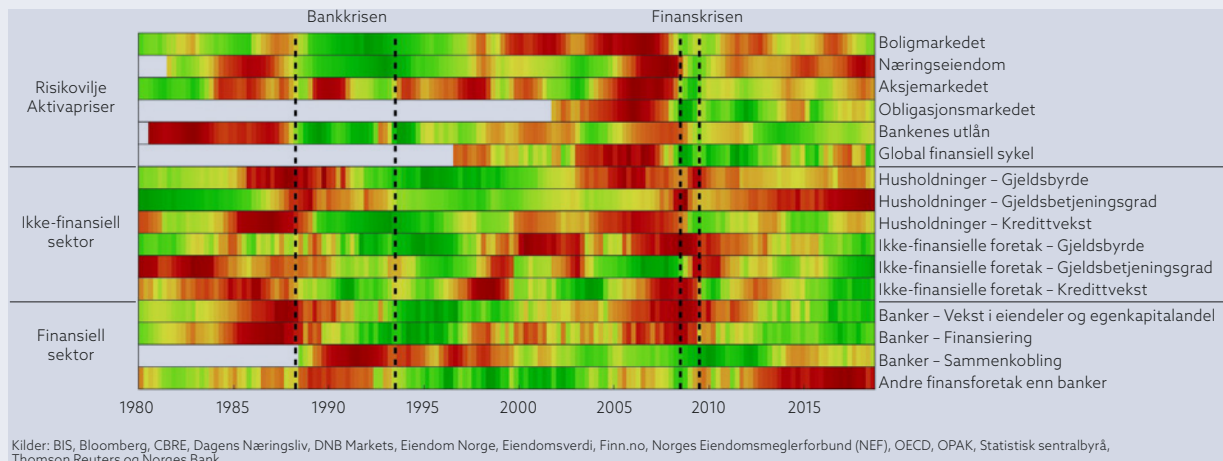
Vi venter at bankene fremover vil ha god kapasitet til å imøtekomme etterspørsel etter kreditt. Tolv månedersveksten i bankenes utlån til norske foretak økte gjennom 2017 og har siden vært rundt 6 prosent, se figur 6.23. De norske bankenes andel av utlånsveksten til foretak har økt de siste tolv månedene relativt til filialer av utenlandske banker, mens andelen av utlånsveksten til husholdningene har avtatt.

## TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

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

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

Figur 6.A Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 1. kv. 2019<sup>2</sup>



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).

## BANKENES RISIKO VED LÅN TIL BEDRIFTER ENGASJERT I BYGGENÆRINGEN<sup>1</sup>

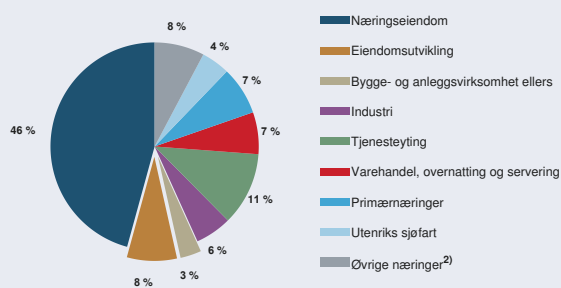
Norske banker har betydelig eksponering mot bygg og anlegg. Historisk har næringen hatt en nokså høy konkursfrekvens, særlig i nedgangstider. De fleste konkursene kommer i byggevirksomhet, men det meste av gjelden ligger innenfor eiendomsutvikling. Bankenes tap på utlån til eiendomsutvikling har vært lav siden finanskrisen. Krav om forhåndssalg bidrar til å holde tapsrisikoen i byggeprosjektene nede. Til tross for høy boligbygging, har antall usolgte boliger i ferdigstilte prosjekter vært lav de siste årene.

Bygg- og anleggsnæringen står for om lag 8 prosent av BNP for Fastlands-Norge og 11 prosent av bankenes gjeld til foretak, se figur 6.B. Bankenes tap på utlån til eiendomsutvikling har vært lave siden finanskrisen, se figur 6.C. Tap på utlån til resten av bygg- og anleggsnæringen har vært høyere enn snittet for tap på foretakslån, men dette er en mindre andel av bankenes utlån.

For en eiendomsutvikler er usolgte boliger i et eiendomsprosjekt en betydelig kilde til risiko. Ferdigstilte nybygg som ikke har kjøpere, vil kunne påføre både banker og eiendomsutviklere store finansielle tap. Høy andel av forhåndssalg er derfor viktig for å redusere risikoen knyttet til gjelden i disse foretakene. Ved forhåndssalg betaler kjøper normalt et mindre forskudd og forplikter seg til å betale resten av den fastsatte kjøpesummen når boligen er ferdigstilt.

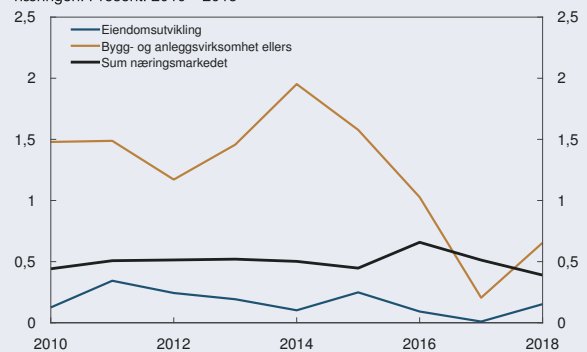
<sup>1</sup> Se også Hagen, M., I. N. Hjelseth, H. Solheim og B. H. Vatne (2019) «Kan høy boligbygging gi økte tap i bankene?». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 20. juni 2019.

Figur 6.B Utlån til næringsmarkedet<sup>1)</sup> fra alle banker og kreditforetak. Prosent. Per 31. mars 2019



<sup>1)</sup> Totale næringslån er 1 484 milliarder kroner. <sup>2)</sup> Øvrige næringer inkluderer oljeservice, transport ellers, forsyning og utvinning av naturressurser. Oljeservice er her snevert definert. Kilde: Norges Bank

Figur 6.C Bankenes<sup>1)</sup> utlåntap per næring som andel av totale utlån til næringen. Prosent. 2010 – 2018



<sup>1)</sup> Filialer av utenlandske banker er ikke inkludert, med unntak av Nordea. Kilde: Norges Bank



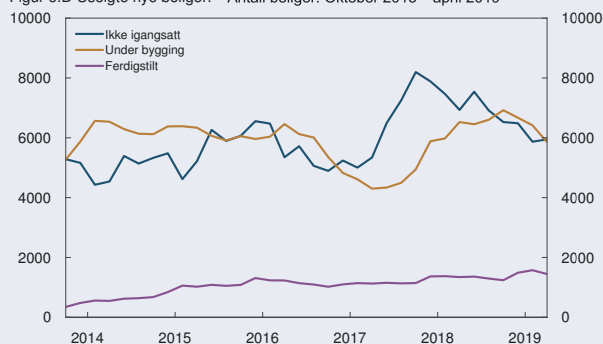
Høye krav om forhåndssalg betyr at det er kjøper av de ferdigstilte boligene som tar mye av prissikoen i prosjektet. Det kan være hensiktsmessig. Kjøper vil, så sant ikke boligen er kjøpt utelukkende med tanke på videresalg, ha nytte av boligen selv om den skulle ha falt i pris siden den ble kjøpt.

Samtidig kan et høyt krav til forhåndssalg gjøre det vanskelig å starte opp nye eiendomsprosjekter i perioder hvor kjøperne ikke er villige til å ta prissisiko. Krav om forhåndssalg kan derfor bidra til at igangsetting av nybygg faller i perioder med svak utvikling i eiendomspriser og gjøre byggevirksomhet mer medsyklisk.

Boligbyggingen i Norge var høy i årene frem til 2017, men igangsettingen har avtatt noe i 2018 og 2019, se figur 6.15. Den høye aktiviteten kom etter en periode hvor boligbyggingen var lavere enn befolkningsveksten. Beholdningen av usolgte nye boliger økte markert da boligprisveksten falt i 2017, se figur 6.D. Økningen var særlig stor på Østlandet hvor igangsettingen hadde vært høyest og fallet i boligprisveksten var størst. Antallet usolgte boliger i *ferdigstilte* prosjekter på Østlandet har imidlertid ikke økt vesentlig selv om forventningene om prisvekst kan ha avtatt, se figur 6.E. Under finanskrisen steg antallet usolgte ferdigstilte boliger markert på Østlandet. Etter oljeprisfallet i 2014 har det vært litt økning i usolgte ferdigstilte boliger på Vestlandet.

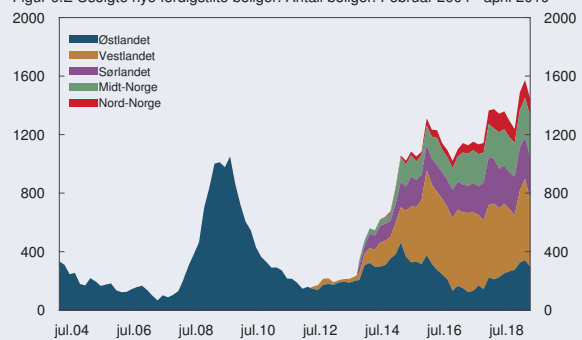
Over hele landet har usolgte nye boliger under bygging avtatt i det siste, noe som tyder på at de fleste usolgte boligene selges underveis i byggeperioden, og at det ikke vil komme en opphopning av usolgte ferdigstilte boliger. Det indikerer at markedet for nye boliger er i balanse, og at bankenes tapsrisiko knyttet til næringen samlet sett synes å være lav.

Figur 6.D Usolgte nye boliger.<sup>1)</sup> Antall boliger. Oktober 2013 – april 2019



<sup>1)</sup> Statistikken dekker alle prosjekter med mer enn 15 enheter.  
Kilder: ECON og Samfunnsøkonomisk analyse

Figur 6.E Usolgte nye ferdigstilte boliger. Antall boliger. Februar 2004 – april 2019<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Statistikken dekker alle prosjekter med mer enn 15 enheter. Tall er tilgjengelig fra april 2012 for Vestlandet og fra oktober 2013 for Midt-Norge, Sørlandet og Nord-Norge, men antall usolgte ferdigstilte boliger kan være noe undervurdert i begynnelsen av statistikken for hver av disse regionene.  
Kilder: ECON og Samfunnsøkonomisk analyse

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

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

# Vedlegg

---

**Oversikt over rentemøter i Norges Bank**

**Tabeller og detaljerte anslag**

---

## Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato <sup>1</sup>	Styringsrente <sup>2</sup>	Endring
18. september 2019		
14. august 2019		
<b>19. juni 2019</b>	<b>1,25</b>	<b>0,25</b>
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
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	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 1/19 i parentes	Andel av verdens BNP <sup>1</sup>			Prosentvis endring fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere <sup>4</sup>	2018	2019	2020	2021	2022
USA	16	25	9	2,9 (0)	2,3 (0,1)	1,7 (-0,1)	1,7 (0)	1,7 (0)
Euroområdet	12	16	33	1,9 (0,1)	1,2 (0,1)	1,4 (0)	1,4 (-0,1)	1,5 (0)
Storbritannia	2	4	10	1,4 (0)	1,3 (0,2)	1,3 (-0,1)	1,4 (-0,1)	1,5 (0)
Sverige	0,4	0,7	12	2,5 (0,1)	1,7 (0,1)	1,7 (0)	1,7 (-0,1)	1,8 (-0,2)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	7	10	18	1,9 (0)	1,6 (-0,1)	1,6 (-0,1)	1,8 (-0,1)	1,8 (-0,1)
Kina	16	15	6	6,6 (0)	6 (0)	5,8 (0)	5,7 (-0,1)	5,7 (-0,1)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	19	11	12	3,7 (0,1)	3 (-0,3)	3,8 (0)	3,8 (-0,1)	3,9 (-0,1)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	72	79	100	2,6 (0)	2 (0,1)	2 (-0,1)	2 (-0,1)	2,1 (-0,1)
Verden (PPP) <sup>5</sup>	100			3,6 (0)	3,2 (0)	3,5 (0)	3,5 (-0,1)	3,6 (-0,1)
Verden (markedskurser) <sup>5</sup>		100		3,1 (0)	2,6 (0)	2,7 (-0,1)	2,8 (-0,1)	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 1/19 i parentes	Handels- partnere <sup>4</sup>	Prosentvis endring fra foregående år				
		2018	2019	2020	2021	2022
USA	8	2,4 (0)	1,9 (0,1)	2,2 (-0,1)	2,3 (0)	2,3 (0)
Euroområdet	33	1,8 (0)	1,3 (0,1)	1,5 (0)	1,6 (0)	1,7 (0)
Storbritannia	6	2,3 (0)	2 (0,1)	2,1 (0)	2 (0)	1,9 (0)
Sverige <sup>1</sup>	13	2,1 (0)	1,9 (0)	2 (0)	2 (0)	2 (0)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	17	1,1 (0)	1,1 (-0,3)	1,5 (-0,1)	1,6 (-0,1)	1,7 (0,1)
Kina	12	2,1 (0)	2,3 (0,1)	2,4 (0)	2,7 (0)	2,6 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	10	4,4 (-0,3)	5 (-0,2)	4,7 (-0,1)	4,5 (0)	4,5 (0,2)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	100	2 (-0,1)	2 (0)	2,1 (0)	2,2 (0)	2,2 (0,1)
Underliggende prisvekst <sup>5</sup>		1,4 (0)	1,5 (0)	1,7 (0)	1,9 (0)	1,9 (0)
Lønnsvekst <sup>6</sup>		2,6 (-0,1)	2,5 (-0,1)	2,9 (0)	2,9 (0)	2,9 (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.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

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

	2018		2019	
	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.
Faktisk	1,1	0,3		
Anslag i PPR 1/19		0,6	0,8	
Anslag i PPR 2/19			0,8	0,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2019						
	mars	april	mai	juni	juli	aug	sep
Faktisk	2,3	2,2	2,3				
Anslag i PPR 1/19	2,3	2,3	2,3	2,3			
Anslag i PPR 2/19				2,3	2,2	2,2	2,2

Kilder: NAV og Norges Bank

**Tabell 3c** Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2019						
	mars	april	mai	juni	juli	aug	sep
<b>Konsumprisindeksen (KPI)</b>							
Faktisk	2,9	2,9	2,5				
Anslag i PPR 1/19	2,9	2,5	2,6	2,2			
Anslag i PPR 2/19				2,1	1,8	1,6	1,7
<b>KPI-JAE<sup>1</sup></b>							
Faktisk	2,7	2,6	2,3				
Anslag i PPR 1/19	2,6	2,3	2,5	2,4			
Anslag i PPR 2/19				2,4	2,4	2,3	2,4
<b>Importerte varer i KPI-JAE</b>							
Faktisk	1,9	1,5	1,3				
Anslag i PPR 1/19	2,2	1,7	1,8	1,8			
Anslag i PPR 2/19				1,5	1,6	1,2	1,3
<b>Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE<sup>2</sup></b>							
Faktisk	3,1	3,2	2,7				
Anslag i PPR 1/19	2,8	2,6	2,9	2,8			
Anslag i PPR 2/19				2,8	2,8	2,8	2,7

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 4** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 1/19 i parentes	Milliarder kroner 2018	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) Anslag				
		2018	2019	2020	2021	2022
<b>Priser og lønninger</b>						
Konsumprisindeksen (KPI)		2,7 (0)	2,2 (-0,1)	1,9 (0,2)	2,0 (0,2)	2,0 (0)
KPI-JAE <sup>1</sup>		1,6 (0)	2,4 (0,1)	2,1 (0,1)	2,0 (0,1)	2,0 (0)
Årslønn		2,8 (0)	3,3 (0)	3,5 (0)	3,6 (-0,1)	3,5 (-0,1)
<b>Realøkonomi<sup>2</sup></b>						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3536	1,8 (0,1)	2,0 (-0,4)	2,3 (0,3)	1,8 (0,1)	1,5 (0)
BNP for Fastlands-Norge	2907	2,6 (0,1)	2,6 (-0,1)	1,9 (0,1)	1,2 (0)	1,2 (0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		-0,2 (0)	0,7 (0,1)	0,8 (0)	0,5 (0)	0,2 (0)
Sysselsetting, personer, KNR		1,6 (0)	1,7 (0,3)	0,8 (0)	0,3 (0)	0,2 (0,1)
Arbeidsstyrke, AKU <sup>4</sup>		1,5 (0)	0,9 (-0,4)	0,8 (0,1)	0,3 (-0,1)	0,2 (0)
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,8 (0)	3,5 (-0,1)	3,3 (-0,2)	3,4 (-0,2)	3,5 (-0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,4 (0)	2,2 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,1 (-0,2)	2,2 (-0,2)
<b>Etterspørsel<sup>2</sup></b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5</sup>	3068	1,6 (0)	2,0 (0,2)	2,0 (0,1)	1,6 (-0,1)	1,8 (-0,1)
– Husholdningenes konsum <sup>6</sup>	1539	2,1 (0)	2,0 (0,1)	2,3 (-0,1)	2,1 (-0,2)	2,3 (-0,2)
– Foretaksinvesteringer	312	2,5 (0,7)	4,2 (0,1)	3,5 (1,0)	0,8 (-0,2)	1,5 (-0,3)
– Boliginvesteringer	192	-6,0 (0)	0,3 (0,3)	1,0 (-0,2)	1,5 (0,2)	1,7 (0,2)
– Offentlig etterspørsel <sup>7</sup>	1025	2,2 (-0,2)	1,7 (0,3)	1,3 (0,1)	1,1 (0)	1,2 (0,1)
Petroleumsinvesteringer <sup>8</sup>	155	2,7 (-0,6)	14,0 (1,5)	1,0 (0)	-3,0 (-2,0)	-6,0 (0)
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>9</sup>	650	2,7 (0,2)	5,0 (0,5)	2,0 (-0,7)	2,2 (0)	2,8 (0,2)
Import	1154	0,6 (-0,3)	3,4 (0,7)	2,2 (-1,1)	2,8 (-0,5)	2,6 (-0,5)
<b>Boligpriser og gjeld</b>						
Boligpriser		0,7 (0)	2,3 (-0,1)	3,0 (0)	3,3 (0,1)	3,4 (-0,2)
Kreditt til husholdningene (K2) <sup>10</sup>		5,5 (0)	5,6 (0,2)	5,2 (0)	5,3 (-0,1)	5,4 (-0,3)
<b>Rente og valutakurs (nivå)</b>						
Styringsrente <sup>11</sup>		0,6 (0)	1,1 (0)	1,6 (0)	1,7 (0)	1,7 (0)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>12</sup>		104,6 (0)	105,4 (1,0)	103,3 (1,3)	102,9 (1,3)	102,8 (1,2)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>13</sup>		0,4 (0)	0,5 (-0,1)	0,3 (-0,3)	0,3 (-0,4)	0,4 (-0,5)
<b>Oljepris</b>						
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>14</sup>		71 (0)	63 (-3)	59 (-6)	58 (-5)	58 (-4)

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 14. juni 2019.

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](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 2|19 – juni

