

Økonomisk overblikk 4/2018

Prognoser for
2019-2021



Innhold:

Innhold:	1
Sammendrag.....	2
Prognoser 2019-2021	3
1 Internasjonal økonomi	4
1.1 USA.....	5
1.2 Eurosonen.....	13
1.3 Storbritannia	15
1.4 Sverige.....	16
1.5 Fremvoksende økonomier.....	17
1.6 Ultraekspansiv pengepolitikk ved veis ende.....	17
2 Innenlandske konjunkturer.....	22
2.1 Kapasitetsutnyttelsen nær normalt nivå.....	22
2.2 Høyere eksportvekst til neste år.....	25
2.3 Økt fart i petroleumsinvesteringene.....	27
2.4 Næringsinvesteringer på fastlandet øker forsiktig.....	28
2.5 Utviklingen i næringsinvesteringene over tid	29
2.6 Flat utvikling i boligprisene siste kvartal.....	33
2.7 ...mens boliginvesteringene faller.....	34
2.8 Svak utvikling i varekonsumet	34
2.9 Mindre stimulans fra penge- og finanspolitikken	35
2.10 Flere jobber, men stabil ledighet	36
2.11 Klare forventninger om produksjonsvekst i næringslivet.....	43

Sammendrag

Høsten har vært turbulent. Verdens to største økonomier, USA og Kina, står midt oppe i en potensielt ødeleggende handelskrig. Storbritannia står på terskelen til å forlate EU, som det første landet i historien, og muligvis på en uryddig måte, uten en avtale om på hvilke vilkår utmeldingen skal skje. Etter flere år med oppgang, har børsene stort sett falt i høst. Og siden begynnelsen av oktober har oljeprisen falt 30 prosent. Er verdensøkonomien på vei inn i et nytt tilbakeslag i 2019, ti år etter det forrige?

Få tror det. Anslagene fra de store tenketankene, med OECD og IMF i spissen, som vi bygger våre anslag på, er riktig nok noe nedjustert det siste halvåret, men peker fortsatt mot relativt solid vekst rundt oss. Vi legger nå til grunn en global vekst på gjennomsnittlig vel $3\frac{1}{2}$ prosent årlig de tre kommende årene, noen tideler lavere enn veksten de siste årene. Mens vekstøkonomiene trolig vil oppvise en årlig BNP-vekst på drøye $4\frac{3}{4}$ prosent, ligger industrilandene an til en vekst på vel 2 prosent neste år, og nærmere $1\frac{1}{2}$ prosent de to påfølgende. All den tid fire femdel av vår eksport går til andre industriland, peker dette mot begrenset drahjelp utenfra de neste tre årene. Og sannsynligheten for et svakere utfall er ikke neglisjérbar.

Etter høstens G20-møte i Buenos Aires utsatte amerikanske myndigheter den annonserte opptrapningen av tollene på kinesisk import med tre måneder, mot at Kina lempet på adgangen til det kinesiske markedet. Det er uvisst om dette vil føre frem. Både IMF og OECD har gjort modellbaserte beregninger som tyder på at en eventuell videre opptrapning av handelskrigen vil svekke handel og aktivitet, og mest i de to berørte økonomiene. Eksempelvis anslår IMF at globalt BNP vil reduseres med 0,8 prosent om USA gjør alvor av de annonserte tolløkningene, i tillegg legger toll på biler og bildeler, Kina svarer med samme mynt, bedriftenes fremtidstro svekkes, og långivere øker prisingen av risiko. Isolert sett ikke nok til å knekke den globale økonomien, men nok til en markant vekstbrems i USA.

Hvis det britiske parlamentet sier ja til den utmeldingsavtalen EUs 27 øvrige medlemsland allerede har godkjent, forblir Storbritannia underlagt EUs regler ut 2020, men uten stemmerett etter 29. mars neste år. Deretter forblir landet i EUs tollunion inntil en ny avtale er på plass. Hva slags avtale det blir, er uvisst. Og det vil ta år før den er på plass. I lang

tid vil derfor Storbritannias handelsvilkår være usikre. Dette vil særlig holde bedriftenes investeringsetterpørsel tilbake, som IMF anslår at allerede er 7 prosent lavere enn de ville vært uten *brexit*. Om parlamentet sier nei, vil Storbritannia 29. mars 2019 forlate EU uten en avtale. Dette kan gi sammenbrudd i deler av handelen. Også de anslåtte virkningene av *brexit* – ryddig eller ei – er store, men i seg selv ikke nok til å knekke verdensøkonomien.

Oljeprisfallet svekker oljeselskapenes inntjening og statens skatteinntekter. Men begge deler har bare små direkte økonomiske konsekvenser. Takket være kostnadskutt er balanseprisene på nye utbygginger på norsk sokkel kraftig redusert de siste tre-fire årene. Derfor vil oljeinvesteringene holde seg godt oppe, selv med ytterligere noe prisfall. På bakgrunn av den siste tellingen øker vi nå anslått investeringsvekst i 2019 til 15 prosent.

Også bedriftsinvesteringene er på vei opp. Etter en vekst på 9 prosent i fjor, venter vi en samlet økning på ytterligere 16 prosent i årene 2018-21. I denne rapporten skriver vi nærmere om hva som driver utviklingen i bedriftenes investeringer.

Fastlands-BNP ligger nå an til å vokse med 2,2 prosent i år, tre tideler mindre enn vi antok i oktober. Nedjusteringen speiler svake tredjekvartalstall, som på sin side særlig skyldtes lav landbruksproduksjon grunnet tørke. I årene 2019-21 regner vi med en fastlandsvekst på snaut $2\frac{1}{2}$ prosent årlig. Dette er høyere enn den anslåtte trendveksten (rundt 2 prosent), som innebærer at kapasitetsutnyttningen vil fortsette å ta seg opp fremover. Normal kapasitetsutnyttning vil ventelig nås en gang i løpet av neste år. Dette peker mot større kamp om ressursene fremover, også arbeidskraften. Våre medlemsbedrifter varsler nå om flere ansettelser og færre oppsigelser. Andelen som ikke får tak i kvalifisert arbeidskraft, er høyere enn for ett år siden, men har holdt seg stabil de fire siste kvartalene.

Vår gjennomgang av presset i arbeidsmarkedet viser imidlertid at det er store næringsvise forskjeller. I frontfaget – industrien – der sysselsettingen bare så vidt har begynt å ta seg opp igjen etter oljebremsen, er det så langt få tegn til knapphet på arbeidskraft. I tillegg har det norske arbeidsmarkedet også tidligere vist seg fleksibelt. Bedriftene har flere måter å dekke et arbeidskraftbehov på.

Prognoser 2019-2021

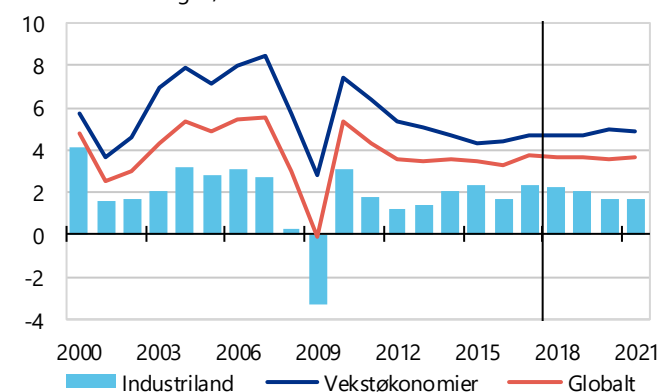
	Nasjonal-regnskapet	Anslag makroøkonomiske hovedstørrelser			
	2017	2018	2019	2020	2021
Konsum i husholdninger mv.	2,2	1,8	2,5	1,6	2,0
Konsum i offentlig forvaltning	2,5	2,1	1,7	1,7	1,7
Bruttoinvestering i fast realkapital	3,6	0,8	4,8	2,8	1,7
- Utvinning og rørtransport	-3,8	3,8	15,0	3,0	-0,5
- Fastlands-Norge	7,0	0,6	2,5	2,7	2,4
- Næringer	9,3	3,0	4,6	4,4	3,6
- Boliger (husholdninger)	7,0	-9,0	-0,2	0,8	0,5
- Offentlig forvaltning	3,6	7,3	1,6	1,6	2,0
Etterspørsel fra Fastlands-Norge (ekskl. lagerendringer)	3,3	1,6	2,3	1,9	2,0
Eksport i alt	-0,2	0,2	2,8	2,5	1,6
Tradisjonelle varer	1,7	2,7	6,7	2,4	1,8
Råolje og naturgass	1,5	-4,9	-1,3	8,0	5,0
Import i alt	1,6	2,0	5,1	2,5	1,9
Bruttonasjonalprodukt	2,0	1,5	2,2	2,9	2,5
BNP Fastlands-Norge	2,0	2,2	2,5	2,4	2,2
Sysselsetting	1,1	1,3	1,6	1,5	1,9
Arbeidsledighet (AKU)	4,2	3,9	3,8	3,5	3,4
Årslønn	2,3				
Konsumpriser	1,8	2,6	1,9	2,0	2,2
Boligpris	5,0	1,5	2,3	2,0	1,6
Pengemarkedsrente	0,9	1,1	1,3	1,8	2,3

1 Internasjonal økonomi

Til tross for økte handelsspenninger og turbulens i finansmarkedene holder den globale BNP-veksten stand, selv om BNP-anslaget for inneværende år er justert ned en tittel siden forrige kvartalsrapport, til 3,7 prosent. Tilsvarende er anslagene for de neste to årene nedjustert til 3,6 prosent, mens veksten i 2021 anslås til 3,5 prosent. Veksten synes således å ha toppet ut. Anslått vekst i 2021 er imidlertid helt på linje med gjennomsnittlig global vekst siden 1980.

BNP

Prosentvis endring år/år



Kilde: Thomson Reuters Datastream/IMF WEO/Consensus Forecasts/NHO ØO 4/2018

Tabell: BNP-anslag

	Andel	Prosentvis endring år/år				
	2017	2017	2018	2019	2020	2021
Verden	100,0	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5
Industrieland	41,3	2,3	2,2	2,1	1,6	1,6
USA	15,3	2,2	2,9	2,7	1,8	1,7
Eurosonen	12,0	2,4	2,0	1,8	1,7	1,6
Tyskland	3,3	2,5	1,8	1,6	1,6	1,5
Frankrike	2,2	2,3	1,6	1,6	1,6	1,6
Italia	1,8	1,5	1,0	0,9	0,9	0,8
Spania	1,4	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7
Storbritannia	2,3	1,7	1,3	1,5	1,5	1,6
Sverige	0,4	2,1	2,5	2,0	2,0	2,0
Danmark	0,2	2,3	1,2	1,8	1,8	1,8
Japan	4,3	1,7	1,0	1,1	0,3	0,7
Vekstøkonomier	58,7	4,7	4,7	4,7	4,9	4,9
Kina	18,2	6,9	6,6	6,3	6,2	6,0
India	7,4	6,7	7,4	7,5	7,7	7,7
Russland	3,2	1,5	1,8	1,6	1,8	1,6
Brasil	2,5	1,0	1,3	2,4	2,3	2,2
Handelspartnere		2,6	2,4	2,2	2,0	1,9

Kilde: IMF WEO/Consensus Forecasts/NHO

Ikke overraskende er det den sinoamerikanske handelskrigen som fortsetter å prege utsiktene. Det begynte med generelle amerikanske straffetoller på import av solcellepaneler, vaskemaskiner, stål og aluminium som ble innført i starten av året. Deretter surnet handelsklimaet mellom USA og Kina betraktelig i sommer. USA innførte da 25 prosent toll

på vareimport fra Kina til en verdi av USD 50 milliarder. Handelskrigen eskalerte ytterligere i september da USA ila 10 prosent toll på nye importvarer fra Kina til en verdi av USD 200 milliarder, med trusler om at også denne tollen vil bli økt til 25 prosent fra 1. januar neste år. Kina har svart med samme mynt. På G20-toppmøtet i slutten av november møtte Donald Trump sin kinesiske motpart, Xi Jinping, for å diskutere handelstvisten. Utfallet av møtet ble en tre måneder lang «våpenhvile» mellom de to stormaktene der man vil forsøke å løse opp spenningene. Dette medfører blant annet at USA vil avvende den forespeilede tolløkningen til 1. mars. Samtidig mangler det ikke med trusler, spesielt fra amerikansk hold, om videre opptrapping av handelsspenningene. Trump har tatt til orde for å ilegge toll på all kinesisk import, tilsvarende over USD 500 milliarder, samt ymtet frem på om å ilegge toll på bilimport fra blant annet EU og Japan. Slike proteksjonistiske tiltak vil gi et kjøligere handelsklima som vil svekke global handel og aktivitet.

I tillegg rykker *brexit* stadig nærmere. 29. mars neste år, to år etter at Theresa May utløste artikkel 50 i Lisboa-traktaten, vil Storbritannia tre ut av EU. Utmeldelsesavtalen man har forhandlet om, og som de 27 resterende EU-landene nå har godkjent, har skapt politisk splid i Storbritannia. Det er derfor knyttet stor spenning til om britene selv vil godkjenne avtalen. Dersom avtalen ikke får flertall i det britiske parlamentet, er det en reell fare for at Storbritannia vil forlate EU uten noen avtale på plass, noe som vil få dramatiske konsekvenser for britisk økonomi. Dette er nærmere omtalt i egen boks.

Utviklingen hos våre viktigste handelspartnere viser også klare tegn til avmatning. Mens BNP-veksten ventelig vil havne rundt 2½ prosent i år, anslås en vekst på snaut 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. En viktig forklaring bak utflatingen er utviklingen i Europa. I eurosonen, som importerer over 40 prosent av norsk eksport, har veksten avtatt betydelig gjennom året, og var i tredje kvartal den laveste på fire år. I tillegg anslås veksten hos andre viktige handelspartnere, som Storbritannia og Sverige, å avta fremover.

Oljeprisen har falt kraftig de siste månedene, fra USD 86/fat i begynnelsen av oktober, til om lag USD 60/fat nå. Nedgangen skyldes blant annet ut-

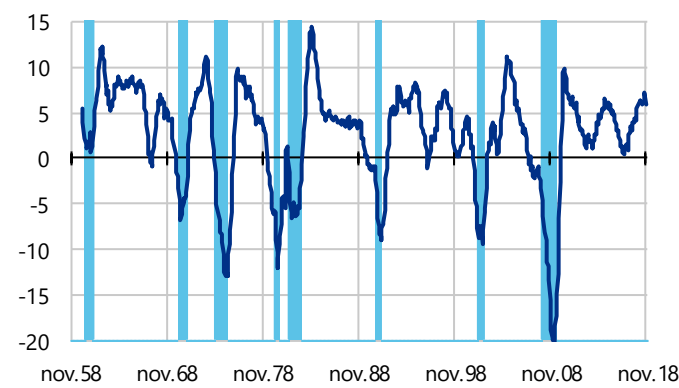
viklingen i USAs sanksjonsprogram mot Iran. Tidligere i år erklærte Trump-administrasjonen at land som importerte iransk olje, måtte slutte med dette innen 5. november. En full stans i iransk oljeeksport ville daglig fjernet mellom 1-2 millioner fat olje fra markedet og førte derfor til forventninger om et lavere oljetilbud fremover, og dermed høyere priser. Produksjonsforstyrrelser i blant annet Venezuela og Nigeria tilsa det samme. Men de siste månedene har andre faktorer trukket i motsatt retning. USA valgte å unnta flere av de viktigste importørene av iransk olje, deriblant Kina, India og Japan, fra sanksjonene. Amerikansk oljeproduksjon har økt. Og frykten for en opptrapping av handelskrigen mellom USA og Kina har dratt ned anslagene for veksten i global aktivitet og dermed også oljeetterspørselen. Samlet har dette endret balansen i oljemarkedet. Allikevel, sett i lys av den nyeste avtalen mellom OPEC-landene og deres samarbeidspartnere, hovedsakelig Russland, om et produksjonskutt på 1,2 millioner fat om dagen forventer vi at oljeprisen vil løfte seg noe fra dagens nivåer. Vi ser for oss at oljeprisen vil ligge på i overkant av USD 70 frem til 2021.

1.1 USA

Amerikansk økonomi har vært inne i en sammenhengende oppgangskonjunktur siden sommeren 2009. Og hvis oppsvinget holder helt til juli 2019, vil dette bli den lengste ekspansjonsperioden i USAs historie. Flere forhold sår imidlertid tvil om veksten vil kunne holde seg oppe så lenge. Viktigst av disse er at kapasitetsutnyttningen er høy og økende. Arbeidsledigheten er den laveste siden slutten av 1960-tallet, og både lønnsvekst og renter er på vei opp. Boligmarkedet viser tretthetstegn. Den pågående handelskrigen med Kina rammer også aktiviteten i USA. På den annen side har økonomien fortsatt ubenyttede arbeidskraftreserver og betydelig oppdemmet etterspørsel. Den finansielle stillingen til banker, bedrifter og husholdninger synes relativt sterk. Lavere sparing kan holde forbruket oppe. På kort sikt bidrar også den ekspansive budsjettpolitikken til veksten. Den ledende indikatoren, som er sammensatt av ulike indikatorer som ligger foran i den generelle konjunkturutviklingen, er langt unna å varsle noe omslag i økonomien, jf. figuren under. Samlet anslår vi nå en BNP-vekst på 2,9 prosent i år, og 2,7 prosent i 2019.

USA: Resesjoner og ledende indikator

Prosentvis endring år/år



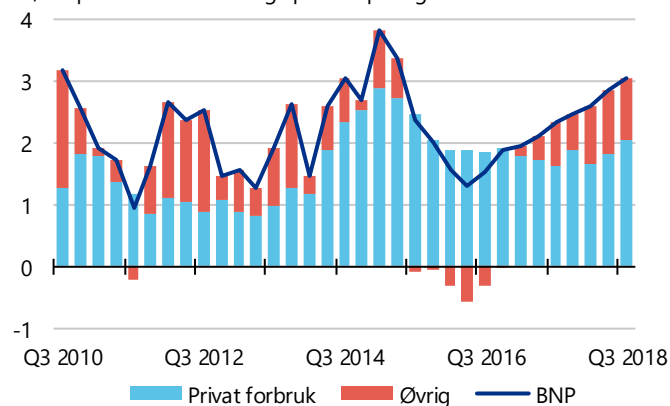
Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Bedre for husholdningene

Det private forbruket er den viktigste motoren i den relativt lukkede amerikanske økonomien. Siden konjunkturbunnen i 2009 har det private forbruket steget med knapt 2½ prosent årlig, marginalt sterkere enn BNP-veksten i samme tidsrom. Økningen i forbruket har tilsvart drøyt 70 prosent av BNP-økningen i perioden. Som figuren under viser, har vekstbidraget fra forbruket tatt seg opp de siste kvartalene og bidratt til at BNP-veksten har tiltatt i styrke.

USA: BNP

År/år i prosent. Vekstbidrag i prosentpoeng



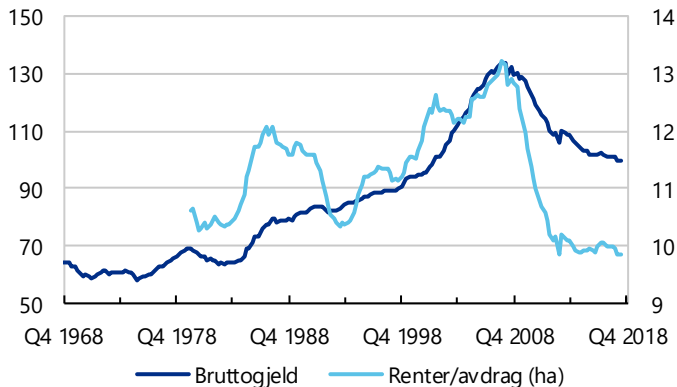
Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Bakom dette ligger i hovedsak to forhold: For det første bedringen i arbeidsmarkedet, som har løftet husholdningenes inntekter, i første rekke som følge av flere sysselsatte, men også ved at lavere ledighet har gitt tøffere kamp om arbeidskraften og dermed høyere (real)lønnsvekst. Utviklingen i arbeidsmarkedet omtales nærmere senere i avsnittet. For det andre har husholdningene bygget ned gjeld og slik fått ned gjeldsbetjeningskostnadene, jf. figuren under. I tillegg har økte boligpriser og aksjekurser bi-

dratt til å øke husholdningenes nettoformue. Amerikanske husholdningers nettoformue tilsvarer nå rekordhøye syv ganger den disponible inntekten.

USA: Husholdningers gjeldsbetjening

Prosent av disponibel inntekt

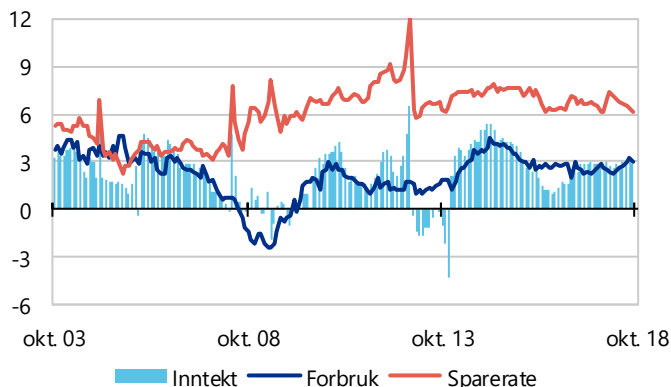


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Da boligmarkedet møtte veggen i 2006 og økonomien etter hvert gikk utforbakke ble husholdningene tvunget til å sette tæring etter næring, og spare-raten ble om lag tredoblet, fra tre til ni prosent av disponibel inntekt. Slik rammet nedturen ikke bare forbruksveksten, ved at husholdningenes inntekter vokste mye svakere enn tidligere, jf. figuren under, men også ved at den økte sparingen trakk veksten i forbruket ned, relativt til inntektsveksten. Med gjeldskonsolideringen i store trekk unnagiort, har forbruket de siste fem årene vokst om lag i takt med inntektene, slik at sparingen har holdt seg rimelig stabil, tilsvarende 6-8 prosent av husholdningenes inntekter.

USA: Inntekt, forbruk og sparing

Prosentvis volumendring fra året før

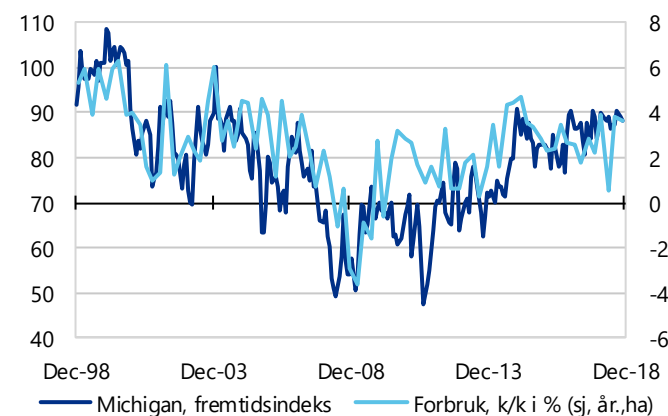


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Med økt formue, lavere gjeld og rekordlave gjeldsbetjeningsutgifter er det intet snarlig behov for husholdningene å konsolidere sin finansielle stilling. Bedringen i økonomien og arbeidsmarkedet har

dessuten bidratt til å styrke husholdningenes fremtidstro, jf. figuren under. Utviklingen i denne samvarierer nokså tett med den faktiske utviklingen i det private forbruket. Forbrukertilliten ligger nærmere ett standardavvik over gjennomsnittet de siste 40 år og peker isolert sett i retning av fortsatt godt driv i forbruket fremover. Dermed ligger nøkkelen til hva som vil skje med forbruket fremover først og fremst i hva som skjer med sysselsettingen, ledigheten og renten.

USA: Forbrukertillit og forbruk



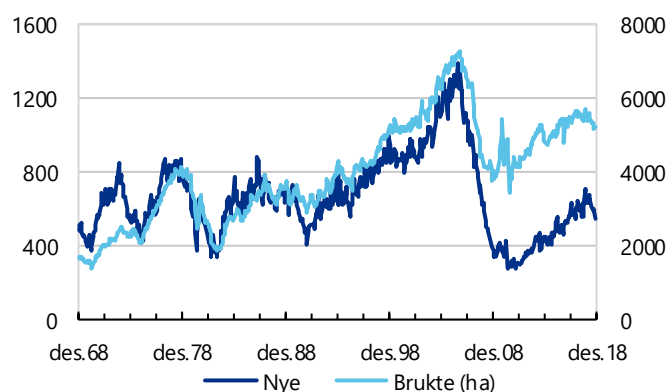
Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Boligmarked i motvind

Etter flere år med oppgang har boligetterspørselen vært adskillig svakere i år. Etterspørselen etter både nye og brukte boliger har avtatt, og boligprisveksten er dempet.

USA: Boligomsetning

Sesongjustert og annualisert. 1000

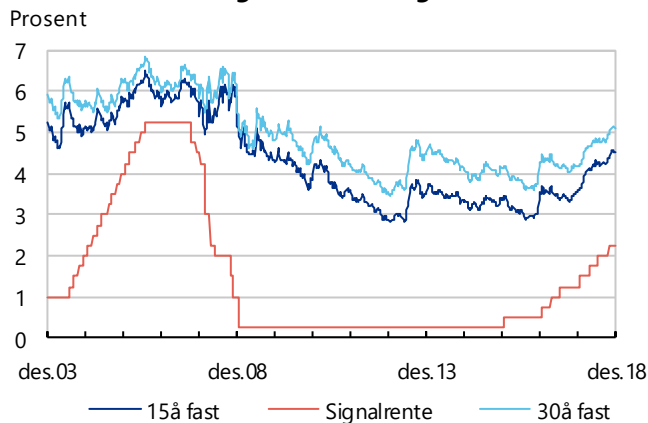


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Boligbremsen kan ikke forklares med svakere økonomi i husholdningene. Jobbveksten er fortsatt høy, og reallønnen har økt med 0,6 prosent det siste året. Årsaken er snarere at lånekostnadene har økt. Dels skyldes dette at Trump-administrasjonen har senket taket for hvor mye gjeld som berettiger fradrag av

gjeldsrenter – fra én million USD til 750 000 USD, og dels at lånekostnadene har steget betraktelig. Høyere kapasitetsutnyttelse og tiltakende lønns- og prispress har løftet både signalrenten og de lange lånerentene, jf. figuren under.

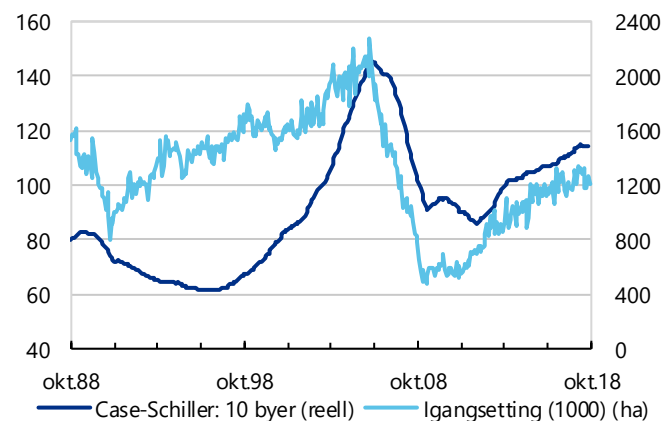
USA: Lånerenter og refinansiering



Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

I løpet av bare to år har de lengste boliglånsrentene steget 1½ prosent. Bankene rapporterer samtidig om færre boliglånssøknader, og særlig faller antall søknader knyttet til fastrentelån og refinansiering. (Muligheten til å konvertere fastrentelån til lån med flytende rente vil i perioder med fallende rente gi husholdningene mer å rutte med).

USA: Boligpriser og nybygging

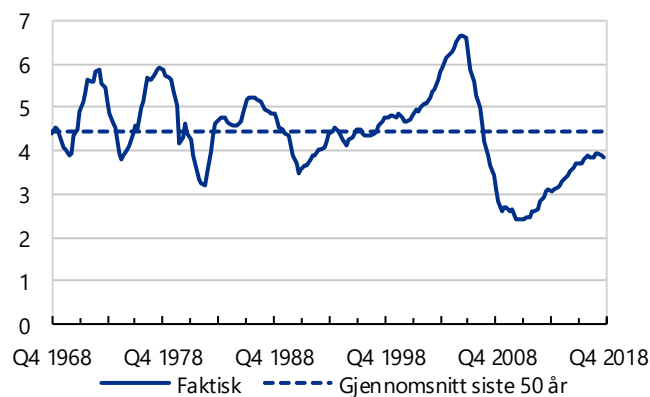


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Den svake utviklingen i etterspørselen avspeiles også i aktiviteten. Boligbyggerne har rapportert om lavere aktivitet siden inngangen til året. Antall byggetillatelser og igangsettinger avtar, og boliginvesteringene har trukket ned samlet aktivitet i årets tre første kvartaler.

USA: Private boliginvesteringer

Prosent av BNP



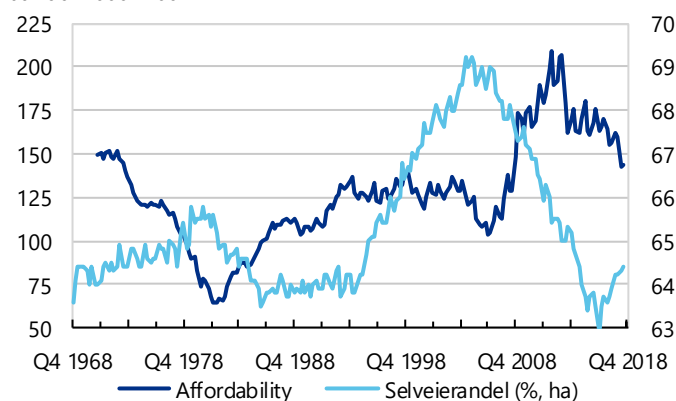
Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Det er imidlertid mange grunner til ikke å være veldig bekymret over boligmarkedet fremover. For det første er trolig vesentlige deler av renteøkningen unnagjort. Etter til sammen åtte rentehevinger frem til nå, varsler en majoritet av medlemmene i sentralbankens rentekomite ytterligere fem rentehevinger innen utgangen av 2021. Mye av dette er allerede priset inn i markedet, slik at de lange rentene neppe vil øke mye fra dagens nivå. Og selv om fastrentene har steget, er de fortsatt godt under tidligere nivåer.

Boligprisene har steget mer enn inntektene de siste årene, slik at indikatoren for betalingsevne («affordability») har avtatt. Denne ligger imidlertid ikke på særlig lave nivåer. Blant annet på dette grunnlag fremstår ikke boligprisene som faretruende høye.

USA: Affordability og selveierandel

Januar 2000 = 100

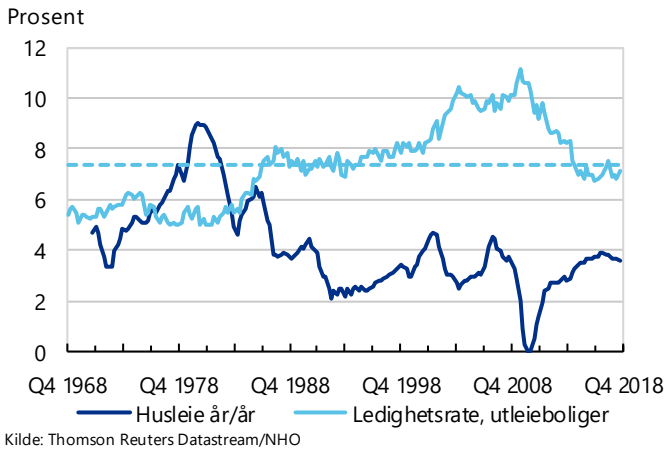


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Tilsvarende er selveierandelen fortsatt relativt lav, til tross for en viss oppgang de siste tre årene. Dette i motsetning til situasjonen i forkant av finanskrisen, da innovasjoner i lånemarkedet muliggjorde boliglån til nye grupper av låntakere med svak betalingsevne. Og ulikt tilstanden forut for finanskrisen

er heller ikke en høy andel boliger ubebodde. Andelen ledige utleieboliger er på linje med gjennomsnittet de siste femti årene. Bare 1½ prosent av de eide boligene står tomme, mot om lag dobbelt så mange for ti år siden.

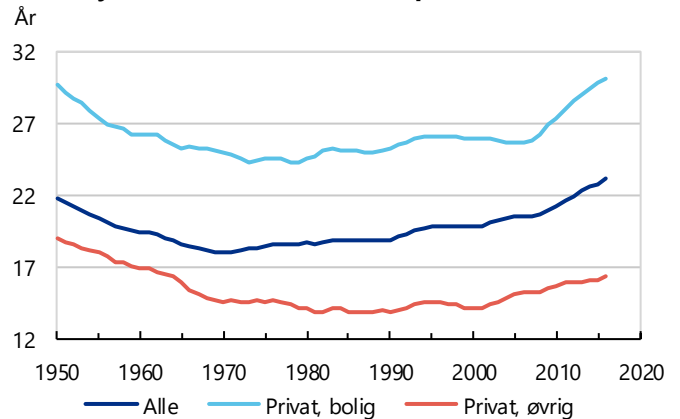
USA: Husleie & ledighetsrate utleieboliger



Selv om boligbygging og -investeringer har tatt seg opp fra bunnen for syv år siden, tilsvarer boliginvesteringene under 4 prosent av BNP. Dette er under det langsiktige gjennomsnittet på 4½ prosent, og godt under toppnivået på 6½ prosent før finanskrisen. Lave investeringer over en lengre periode har medført at gjennomsnittsalderen på boligkapitalen i samfunnet har økt. US Bureau of Economic Analysis anslår at gjennomsnittsboligen nå er drøyt 30 år gammel. Dette er det høyeste siden 1940-tallet, etter lav boligbygging under depresjonen og krigsårene. Bare siden 2006 er gjennomsnittsboligen blitt nesten fem år eldre. Dette er den raskeste økningen siden depresjonsårene. Det er selvfølgelig ikke noe fasisvar på hvor gammel gjennomsnittsboligen kan eller bør være, men den raske økningen i gjennomsnittsalderen de siste årene peker mot at det heller har vært igangsatt for få enn for mange boliger det siste tiåret.

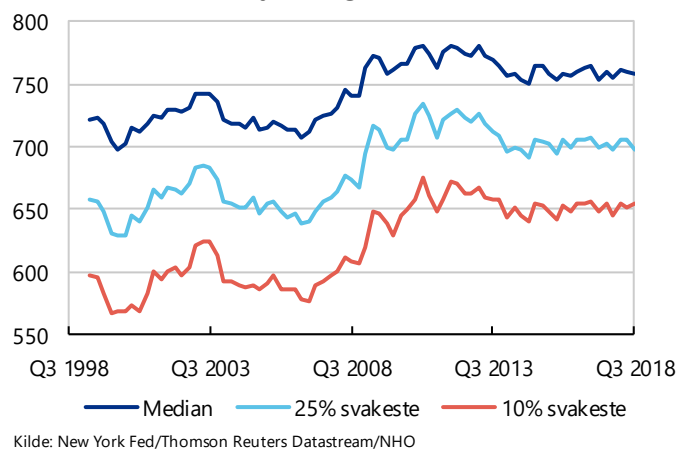
Det er heller ikke indikasjoner på at bedre tider i amerikansk økonomi de siste årene, med lavere ledighet og generelt bedre fremtidstro i bedrifter og husholdninger, har fått bankene til å øke utlånene ved å slippe til låntakere av dårligere kvalitet. Fair Isaac Corporation utarbeider en såkalt FICO-score, som viser individuelle låntakers betalingssevne og -vilje ut fra historiske data.

USA: Gjennomsnittsalder, realkapital



En score over 650 poeng indikerer en god kreditt-historie. Forut for finanskrisen hadde en firedel av de nye lånene en dårligere kredittscore enn dette, jf. figuren under. Nå er det kun 10 prosent av lånene som ligger på 650 poeng eller lavere.

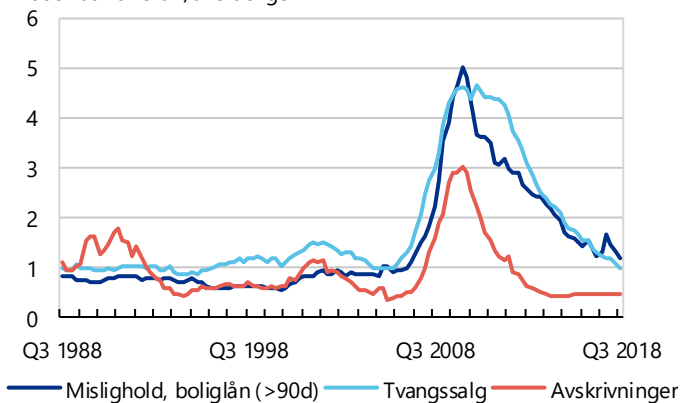
USA: Kredittscore nye boliglån (FICO)



Dette reflekteres delvis også i utviklingen i misligholdet: Bare døyt én prosent av boliglånstakerne ligger mer enn 90 dager etter med betaling av renter og avdrag. Dette er det laveste på elleve år. I begynnelsen av 2010 var 5 prosent av lånene misligholdt. Bildet forsterkes av at bankene også har styrket sin finansielle stilling med en kjernekapitaldekning tett opp under 14 prosent, mot 9-10 prosent i årene forut for finanskrisen.

USA: Boliglånsbetjening

Prosent av alle lån/alle boliger



Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Samlet sett er det derfor få tungtveiende grunner til å mene at boligmarkedet er ute av balanse og slik kan bidra til å knekke amerikansk økonomi på kort sikt. Snarere kan det argumenteres for at om aktivitet og etterspørsel for øvrig holder seg oppe, samt at rentene ikke settes mer opp enn sentralbanken nå indikerer, så bør boligetterpørsel og -bygging kunne gi positive vekstimpulser fremover.

Noe svakere stemning i bedriftene

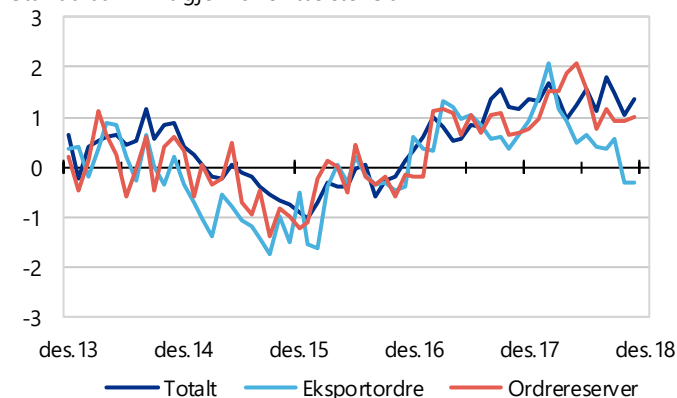
Det generelle oppsvinget i global aktivitet og handel de siste par årene har også gavnet amerikanske bedrifter. Produksjon, ordreinngang og inntjening har bedret seg. Målt ved ISM-indeksen er stemningen relativt god i både industrien og i tjenesteyting, med en hovedindikator rundt ett standardavvik over sitt historiske gjennomsnitt.

På ett område er imidlertid utviklingen mer urovekende. Indikatoren for nye eksportordrer har bikket under sitt historiske gjennomsnitt for første gang på vel to år. Dette reflekterer delvis at vekstmomentumet globalt har avtatt noe dette året, men kan med stor sannsynlighet også kobles til den pågående «handelskrigen» mellom USA og Kina.

Denne startet med at USA innførte generell toll på import av stål, aluminium, solcellepaneler og vaske-maskiner, for så å legge 25 prosent toll på vareimport fra Kina til en verdi av USD 50 mrd. I høst eskalerte situasjonen ytterligere da USA innførte 10 prosent toll på nye USD 200 mrd. av import fra Kina, med trusler om at også denne tollene kan bli økt til 25 prosent. Kina har svart med samme mynt.

USA: ISM-indeks, industri

Standardavvik fra gjennomsnitt siste 25 år

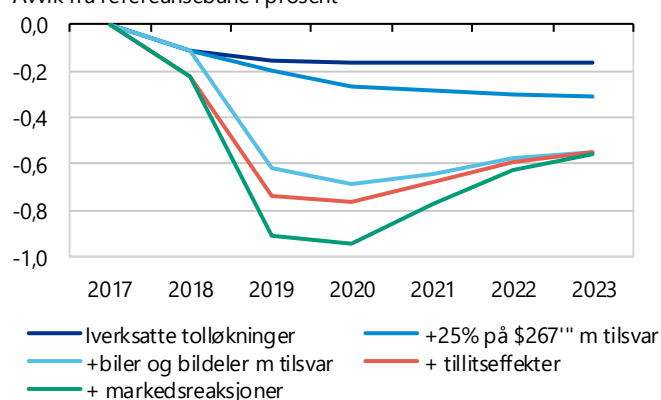


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

I siste utgave av World Economic Outlook, forsøker IMF's eksperter å tallfeste virkningene av en «handelskrig» med Kina, ved hjelp av modellberegninger. Her anslås det at den importtollen som allerede er innført i løpet av to år vil redusere amerikansk BNP med 0,2 prosent relativt til en referansebane med uendret toll. Dersom USA gjør alvor av trusselen om å jekke opp den siste satsøkningen til 25 prosent, og Kina svarer, blir den samlede virkningen om lag 0,3 prosent lavere BNP. Dersom det også innføres toll på import av biler og bildeler fra alle land, med tilsvarende, blir virkningen vesentlig større. IMF har dessuten forsøkt å kvantifisere virkningene av økt usikkerhet og lavere fremtidstro, og virkningene av økt risiko og dermed økte risikopåslag, som begge bidrar til lavere investeringer.

USA: BNP-virkninger av "handelskrig"

Avvik fra referansebane i prosent



Kilde: IMF WEO 2018-I/NHO

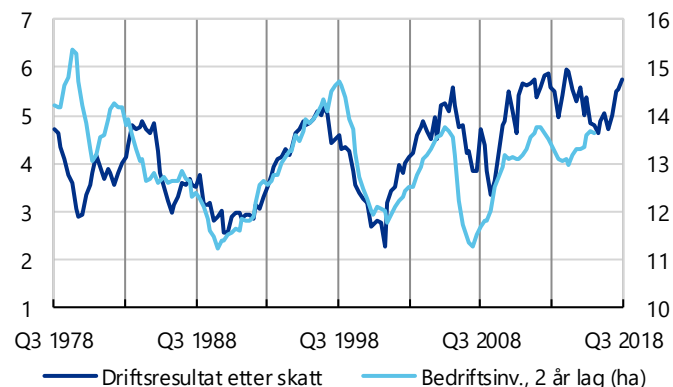
Samlet summerer virkningene seg opp til nesten 1 prosent lavere BNP i løpet av to år. Dette vil i så fall være tilstrekkelig til å gi en betydelig oppbremsing i amerikansk økonomi neste år, og dermed markere

slutten på ti års oppgangskonjunktur. De tollsatsøkningene som er innført til nå, er imidlertid ikke store nok til å ha slike virkninger.

Som figuren under viser, samvarierer bedriftenes inntjening og investeringer. Dette behøver ikke nødvendigvis uttrykke direkte kausalitet. Gode tider vil medføre at både inntjening og investeringer vil ta seg opp, sistnevnte fordi økt aktivitet normalt også innebærer høyere kapasitetsutnyttning og bedre utsikter. I tillegg vil bedre tider normalt lette tilgangen på kreditt, også fordi flere bedrifter kan oppvise positive inntekter, samtidig som investorer vil godta lavere risikopremier når de investerer. Fra første til tredje kvartal i fjor til samme periode i år har bedriftsinvesteringene økt med nesten 7 prosent, mens økningen siden bunnen våren 2009 har vært på 5,4 prosent årlig. Bedriftsinvesteringene ligger nå over sitt gjennomsnittsnivå (mål som andel av BNP) siste femti år. Det tilsier mindre potensial for videre vekst. Samtidig peker økende kapasitetsutnyttning, god inntjening og relativt høy bedriftstillit mot fortsatt økte bedriftsinvesteringer. Som vist over, har heller ikke bedriftsinvesteringene vært høye nok til å hindre at gjennomsnittsalderen på realkapitalen har gått opp.

USA: Driftsresultat og investeringer

Bedrifter utenom finans. Prosent av BNP

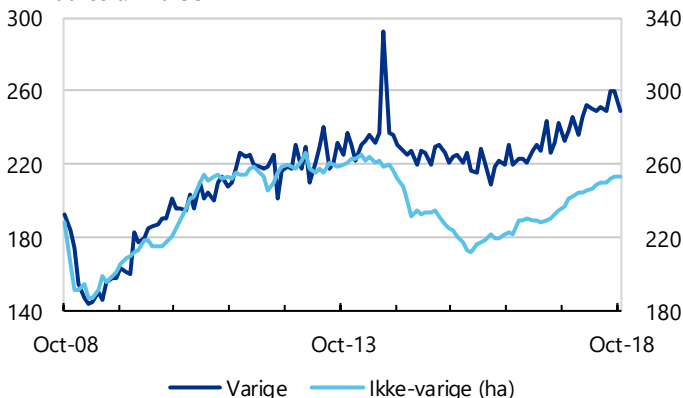


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Svakere eksportordre til tross, samlet ordreinnngang holder seg godt oppe. I årets ni første måneder lå ordreinnngangen drøyt 8 prosent høyere enn i samme periode i fjor, jf. figuren under. Noe av dette avspeiler prisstigning, siden dette er verditall, men også prisjustert indikerer ordretallene relativt frisk volumvekst, som harmonerer godt med den relativt høye investeringsveksten. Ennå er det ingen tegn til at veksten i ordreinnngangen dempes. Også dette peker isolert sett mot videre vekst i investeringene.

USA: Nye industriordre

Annualisert. Mrd USD

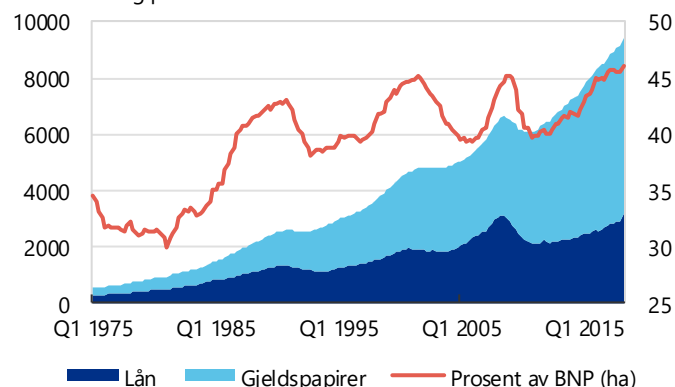


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Den største bekymringen hva angår bedriftene er den sterke gjeldsveksten. Målt som andel av BNP er bedriftenes gjeld nå rekordhøy, jf. figuren under. I tillegg har banker og andre långivere lempet på kredittkvaliteten, med flere lån med mindre strenge krav til betjeningsevne og sidesikkerhet. Bedriftene har riktig nok høy inntjening målt mot sine renteutgifter, men disse tallene misleder litt, siden noen store tech-selskaper har høy inntjening og lite gjeld. Samtidig er gjeldsraten for amerikanske bedrifter lavere enn i mange andre land, og siden lånenes løpetid har økt siden finanskrisen, er sårbarheten for økte renter mindre nå. Dessuten er brorparten av gjeldsøkningen kommet utenfor bank, dvs. i form av verdipapirkjøp fra pensjonsfond og forsikringsselskap. Disse er selv ikke belånte og tåler derfor eventuelle tap bedre enn banker. Samlet sett synes derfor heller ikke bedriftssektoren veldig risikoutsatt.

USA: Bedriftsgjeld

Mrd. USD og prosent av BNP



Kilde: Thomson Reuters Datastream/Federal Reserve/NHO

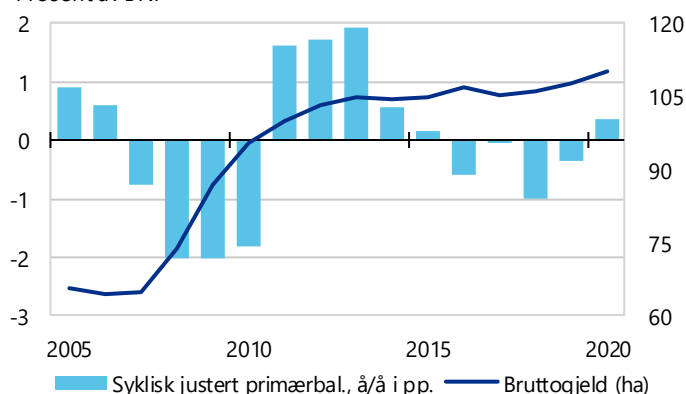
Positive budsjettimpulser både i år og neste år

Da finanskrisen rammet USA, ble budsjettpolitikken lagt om i ekspansiv retning. I årene 2008-10 tilsvarte den samlede endringen i den syklisk justerte

primærbalansen (dvs. eksklusive rentebetalinger) nesten seks prosent av BNP, jf. figuren under. Uten denne impulsen ville nedturen blitt adskillig dypere. I årene 2011-15 ble budsjettpolitikken strammet til om lag like mye. De siste årene har imidlertid budsjettpolitikken vært ekspansiv, til tross for at økonomien er kommet stadig lenger i gjeninnhenting etter nedturen. Blant annet takket være store skattelettelse vil budsjettpolitikken i år bidra med om lag 1 prosentenhets til BNP, ifølge IMF's siste beregninger.

USA: Offentlige finanser

Prosent av BNP

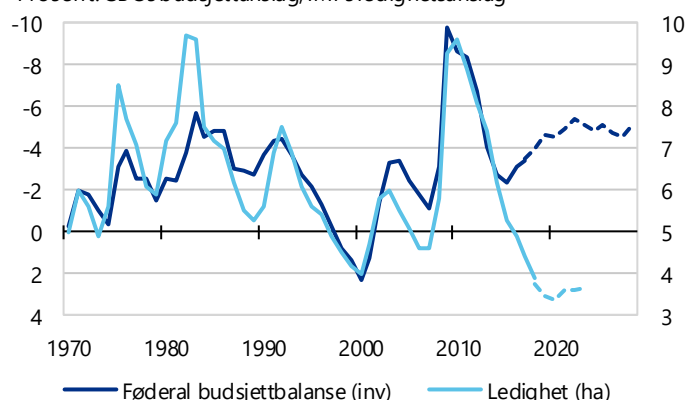


Kilde: IMF, Fiscal Monitor/Thomson Reuters Datastream/NHO

Den ekspansive budsjettpolitikken synes dårlig tilpasset situasjonen i økonomien. Som vist i figuren under, er det normalt ganske god samvariasjon mellom arbeidsledigheten og den føderale budsjettbalansen: Når ledigheten er høy, er underskuddet stort, og motsatt. Dette avspeiler at lavkonjunkturer øker ledigheten og utgiftene til ledighetstrygd og senker de føderale skatteinntektene. I tillegg blir politikken normalt lagt om i mer ekspansiv retning for om mulig å dempe nedturen, jf. omtale over. Nå går ledighet og budsjettunderskudd motsatt vei. Økonomien får med andre ord stimulanser den «ikke trenger». Men dette er uheldig også fra et annet ståsted. Fordi finanskrisen økte budsjettunderskuddet, økte den også den offentlige gjeldsraten, fra rundt 65 prosent av BNP i 2007, til over 100 prosent fire år senere. Til tross for den langvarige oppgangen, har ikke gjeldsraten kommet ned fra sitt rekordhøye nivå. Snarere tvert imot: Gjeldsraten fortsetter å øke. Dette har riktig nok sitt motstykke i økt privat sparing og ikke større underskudd på handelsbalansen, men sårbarheten for endret investorappetitt, økte renter og lavere vekst er likevel stor.

USA: Offentlige finanser og ledighet

Prosent. CBOs budsjettanslag, IMF's ledighetsanslag



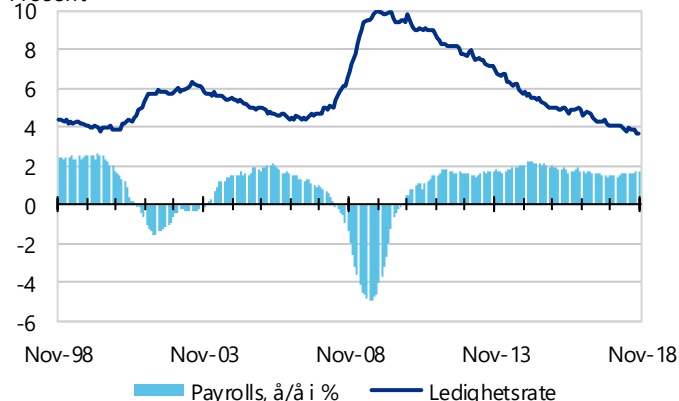
Kilde: St. Louis Fed/IMF/CBO/Thomson Reuters Datastream/NHO

Stadig strammere arbeidsmarked

Oppsvinget i amerikansk økonomi har gitt høy og relativt stabil jobbvekst. Siden bunnen tidlig i 2010 har det blitt 20 millioner flere lønnstakere i økonomien utenom landbruket. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig årlig økning på vel 1½ prosent. Økningen har vært like sterk det siste året.

USA: Sysselsetting og ledighet

Prosent

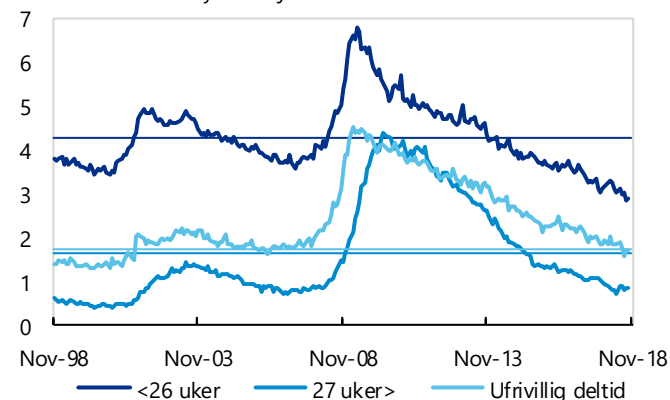


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Flere jobber har gitt færre arbeidsledige. Arbeidsledighetsraten toppet ut på 10 prosent allerede i oktober 2009 og har siden da seget nedover. Nå er ledighetsraten 3,7 prosent, det laveste siden 1969. Andelen korttidsledige er under 3 prosent, også dette det laveste siden 1960-tallet. Lenge kunne det vises til at andelen langtidsledige eller andelen ufrivillig ledige fortsatt lå høyt, men også for disse gruppene er ledigheten kommet godt ned. Sett i sammenheng indikerer disse arbeidsmarkedsindikatorne at det er begrenset med arbeidskraftreserver i økonomien.

USA: Ledighet og ufrivillig deltid

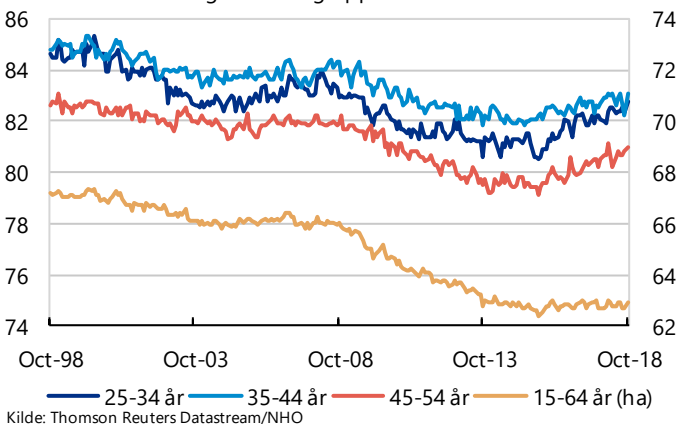
Prosent av arbeidsstyrken. Gj.snitt siste 20 år



På den annen side er imidlertid yrkesdeltakingen fortsatt lavere enn før krisen. I aldersgruppen 15-64 år er andelen yrkesaktive fortsatt nesten 3 prosentenheter lavere enn før krisen. En vesentlig del av dette skyldes mye lavere yrkesdeltaking for de yngste, men som figuren viser, er yrkesdeltakingen for kjernealdersgruppene 25-54 år heller ikke tilbake til sine førkrisenivåer. Det kan indikere at det fortsatt er ledige arbeidskraftreserver i økonomien som kan mobiliseres om oppsvinget fortsetter.

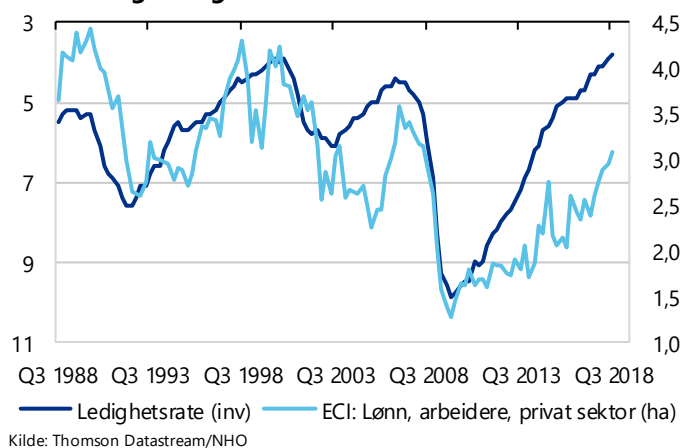
USA: Yrkesdeltaking

Prosent av befolkningen i aldersgruppen



En annen indikasjon på at amerikansk økonomi ennå ikke stanger i kapasitetstaket, er at lønns- og prisveksten fortsatt er beskjeden. Oppgangen i lønnsveksten er mer begrenset enn fallet i ledigheten skulle tilsi, jf. figuren under. Dette kan både skyldes at det er ledige arbeidskraftressurser i økonomien, jf. over, men også at arbeidstakernes forhandlingsstyrke er svakere enn tidligere.

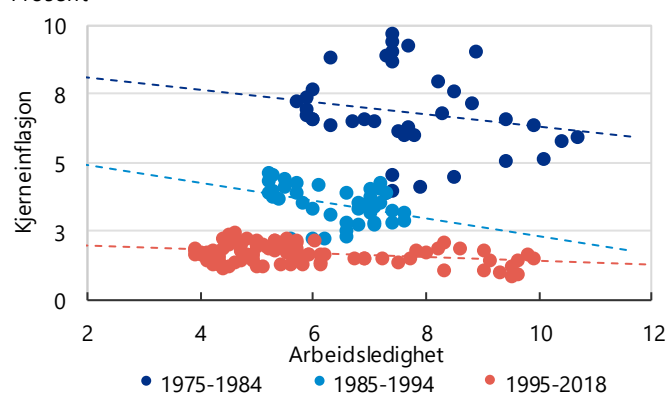
USA: Ledighet og lønn



Et plott av arbeidsledigheten mot prisstigningen utenom prisveksten på mat- og energivarer tyder da også på at den såkalte Phillipskurven, som viser sammenhengen mellom ledighet og lønns- eller prisvekst, er blitt flatere med tiden, dvs. at en gitt endring i arbeidsledigheten får mindre inflasjonsutslag enn før. Dette kan skyldes mange forhold, så som mer konkurranse i hjemmemarkedet (vanskeli-gere å velte økte kostnader over i økte priser), økt lavkostkonkurranse utenfra (både i vare- og tjenestemarkedet), og endringer i næringssammensetning og dermed i sysselsettingen, med flere i tjenesteyting og relativt sett færre i vareproduksjon, som industri. I sistnevnte har tradisjonelt andelen fagorganiserte vært høyere.

USA: Phillipskurven

Prosent

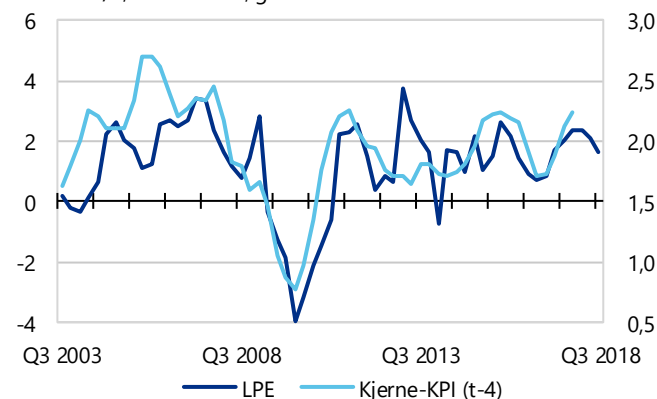


Uansett; Helt borte er sammenhengene ikke. Som vist over, har lønnsveksten tatt seg opp over det siste tiåret, og som vist under, har utviklingen i lønnskostnadene justert for endringer i produktivitet (dvs. lønnskostnader per produsert enhet,

LPE) stor betydning for utviklingen i kjerneprisveksten. Så langt har imidlertid bedret produktivitet kompensert for den høyere lønnsveksten.

USA: Lønnskostnader og inflasjon

Prosent å/å, kvartalsdata, glattet

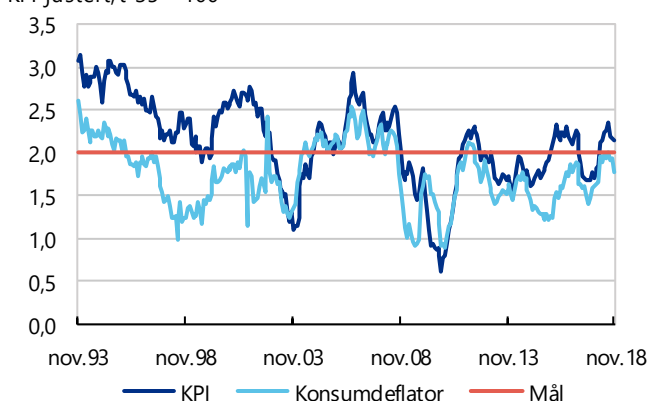


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Ennå ligger veksten i sentralbankens foretrukne inflasjonsmål, konsumdeflatoren utenom mat- og energivarer, komfortabelt under målet på 2 prosent, jf. figuren under. Derfor har sentralbanken fortsatt ikke hastverk. I sin siste anslagsrunde i september innebærer medianforventningen til medlemmene i sentralbankens rentekomite at renten vil bli hevet fem ganger à $\frac{1}{4}$ prosentenheter til et intervall på $3\frac{1}{4}$ - $3\frac{1}{2}$ prosent innen utgangen av 2020. Dette er i så fall om lag $\frac{1}{2}$ prosentenheter over medianmedlemmets anslag på den nøytrale renten. For alle komiteens medlemmer spenner dette fra $2\frac{1}{2}$ til $3\frac{1}{2}$ prosent. Sentralbanken ser således ikke for seg at det blir nødvendig med noen sterk tilstramning i pengepolitikken i denne syklusen.

USA: KPI ekskl mat/energi

KPI-justert, t-35 = 100



Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Oppsummert: Utsiktene for amerikansk økonomi er ikke uten risikofaktorer. De to viktigste synes å være en mulig opptrapping av handelskrigen med Kina, alternativt at økonomien stanger i kapasitetstaket,

og at sentralbanken reagerer for sent til å hindre dette. I så fall må rentene settes mer og raskere opp, slik at nedkjølingen kan bli bråere.

1.2 Eurosonen

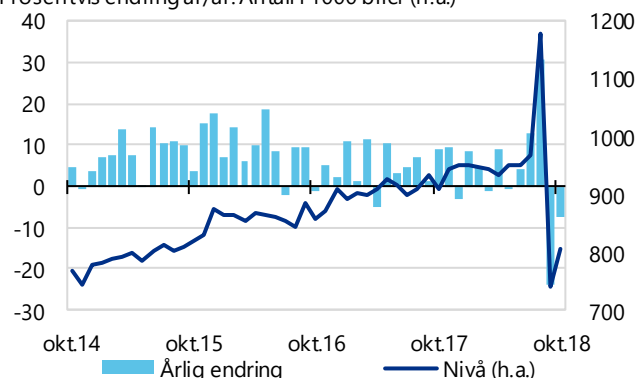
I løpet av 2017 la økonomien i eurosonen på seg 2,4 prosent, målt ved BNP, og veksten var med det den friskeste siden finanskrisen. Hittil i år har veksten imidlertid avtatt. I tredje kvartal økte BNP bare med 0,6 prosent årlig rate fra kvartalet før. I alle de tre største landene, som til sammen utgjør to tredeler av verdiskapingen i eurosonen, har veksten avtatt. I Tyskland og Italia krympet sågar økonomien med henholdsvis 0,2 og 0,1 prosent i tredje kvartal. Den franske økonomien ligger an til en årsvekst på 1,6 prosent, mot 2,3 prosent i fjor.

Den siste tids svake utvikling i Tyskland skyldes i stor grad svak eksport, som isolert sett trakk tysk BNP ned med $\frac{1}{2}$ prosentenheter i tredje kvartal. Eksporten tilsvarende nesten halvparten av verdiskapingen i Tyskland, og landet er derfor særlig eksponert mot et kjøligere handelsklima. Særlig vil en eventuell amerikansk importtoll på biler ramme tysk industri hardt. De siste årene har om lag 14 prosent av all tysk eksport vært personbiler til land utenfor EU, og godt over 50 prosent av all bileksport fra EU kommer fra Tyskland. Både USA, Kina og Storbritannia er viktige markeder for tysk bilindustri. Stemningen i næringslivet, målt ved IFO-indeksen, er mindre optimistisk enn tidligere og viste i november fall for tredje måned på rad. Fallet kommer riktignok fra høye nivåer, men retningen indikerer svakere utvikling fremover.

Usikkerheten på handelsområdet er ikke det eneste som har skapt hodebry for bilindustrien. Som en reaksjon på utslippsskandalene i 2015, ofte omtalt som *Dieselgate*, innførte EU 1. september i år en ny standard for utslippstesting av biler (WLTP). Denne vil i langt større grad måle de reelle utslippene. Siden bilavgifter blant annet bestemmes av bilens utslipp medfører overgangen til ny teststandard økte bilavgifter. Dette medførte en opphopning av nybilregistreringer før de nye avgiftssatsene trådte i kraft, og en tilsvarende sterk nedgang i september. Samtidig forårsaket det utfordringer for bilindustrien som må gjennomføre testing av sine biler for å få de nødvendige godkjenninger. Disse flaskehalsene resulterte blant annet i at Volkswagen hadde begrenset produksjon ved sin hovedfabrikk i Wolfsburg i august og september.

ØMU: Nybilregistreringer

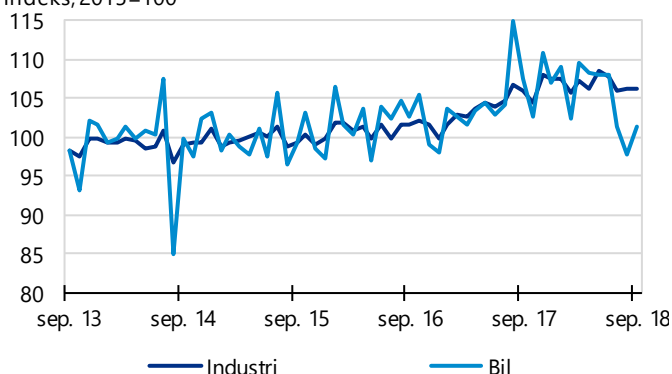
Prosentvis endring år/år. Antall i 1000 biler (h.a.)



Kilde: Thomson Reuters Datastream/ACEA/ECB/NHO

Tyskland: Industriproduksjon

Indeks, 2015=100

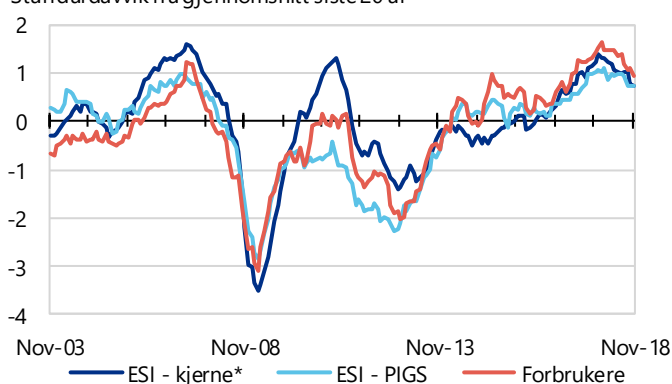


Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Det er ikke bare i Tyskland at stemningen er på hell. Ser man på den brede stemningsindeksen (Economic Sentiment Index, ESI), som måler tilliten blant bedrifter og forbrukere, er oppbremsingen nokså synkron mellom kjerne- og periferilandene og er en indikasjon på et mer moderat veksttempo fremover.

ØMU: Stemningsindikator

Standardavvik fra gjennomsnitt siste 20 år



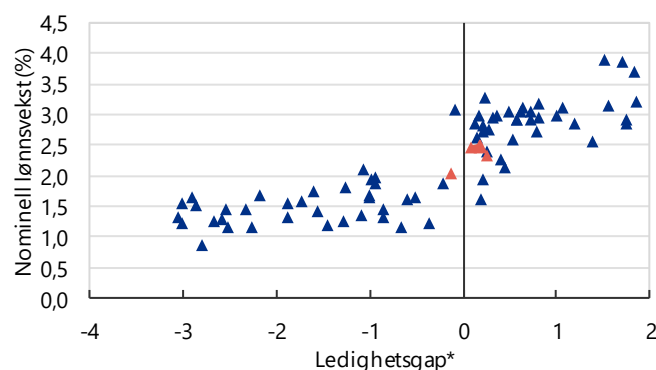
*Tyskland, Frankrike, Nederland, Belgia, Østerrike og Finland.

Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Arbeidsmarkedet viser fremdeles tegn til bedring. Jobbveksten var 0,2 prosent fra forrige til siste kvartal, som tilsvarer i overkant av 300 000 personer.

Dette er noe svakere enn den relativt sterke jobbveksten de siste tre årene, og må ses i sammenheng med lavere aktivitetsvekst. Hånd i hånd med økningen i personsyssetningen har ledigheten falt, og i november kom den ned mot 8 prosent. Dette er tett på anslått likevektsledighet i eurosonen. Etter hvert som «ledighetsgapet» nå lukkes, det vil si at faktisk ledighet kryper under den anslåtte likevektsledigheten, vil kampen om arbeidskraften tilta. Dette vil i sin tur bidra til å få opp lønnsveksten. OECD anslår lønnsveksten i eurosonen til om lag 2,3 prosent i år.

ØMU: Ledighet og lønnsvekst



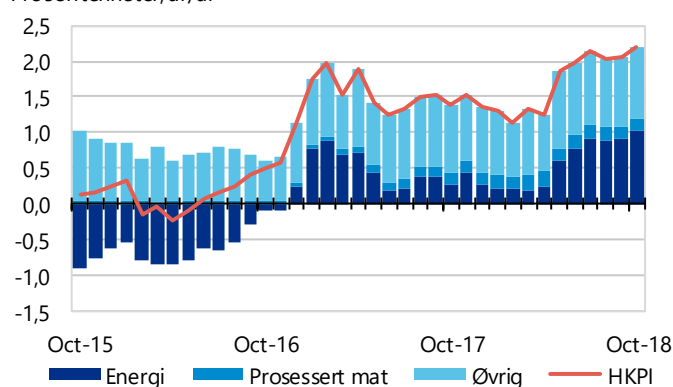
*NAIRU fratrasket faktisk ledighet, 1. kvartal 2000 til 4. kvartal 2018. Oransje markør for 2018-observasjoner.

Kilde: OECD Economic Outlook 2-2018/NHO

Grunnet høyere energipriser har veksten i konsumprisene løftet seg betraktelig siden begynnelsen av året, og tolv månedersendringen i den harmoniserte konsumprisindeksen (HKPI) ble i november målt til 2 prosent. Dette har holdt tilbake bedringen i den realdisponible inntekten og dempet forbrukertilliten og forbruksveksten i eurosonen. Ser man på konsumprisene utenom energi- og matvarer, var inflasjonen bare 1,1 prosent.

ØMU: Inflasjonsbidrag

Prosentenheter, år/år



Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Gitt svakere nøkkeltall, spesielt hva gjelder aktivitetutviklingen, men også mindre fart i personssystemsettingen og lav kjerneinflasjon, er det knyttet spenning til neste rentemøte i ESB i midten av desember. Spenningen knytter seg til om sentralbanken mener at den svake utviklingen tilsier at den vil reversere planen om å avslutte de kvantitative lettelsene ved utgangen av året. Sentralbanksjef Mario Draghi har uttalt at ESB anser nedkjølingen i eurosonen som ventet, samt at noe av motvinden den siste tiden regnes å være av forbigående karakter, jf. engangseffekten av WLTP som har dempet aktiviteten i bilindustrien. Med andre ord virker ESB å holde fast ved sin vurdering av den økonomiske situasjonen og sin tro på at prispresset vil tilta i tiden fremover.

Budsjettpolitikken forventes å vris i en noe mer ekspansiv retning neste år og vil, sammen med en fortsatt føyeelig pengepolitikk, støtte opp under aktiviteveksten. Det offentlige budsjettunderskuddet anslås å øke fra 0,6 prosent av BNP i 2018 til 0,8 prosent i 2019. Som kjent har det vært steile fronter mellom Italia og EU de siste månedene grunnet det svært ekspansive budsjettet den nye italienske regjeringen legger opp til. Bakgrunnen er EUs bekymring for at Italias allerede skyhøye gjeld på over 130 prosent av BNP vil øke videre, og at dette kan kaste eurosonen ut i en ny gjeldskrise. Så langt har ikke EUs press ført frem, og regjeringen i Roma har holdt fast ved sitt budsjettunderskudd på 2,4 prosent av BNP. EU vurderer nå å innføre sanksjoner mot Italia for brudd på reglene i stabilitets- og vekstpakten.

1.3 Storbritannia

Til tross for at *brexite* henger som en skygge over Storbritannia ga den britiske økonomien gass i tredje kvartal med vekst på 2,5 prosent, målt som årlig rate. Det største bidraget kom fra nettoeksporten, etter en eksportvekst på 2,7 prosent fra forrige kvartal. Det var spesielt bileksporten som økte. Sammenliknet med samme kvartal i fjor var imidlertid eksportøkningen på kun 0,7 prosent. Tendensen er dessuten fallende. Også privat og offentlig forbruk bidro til oppgangen i BNP.

På den annen side peker pilene nedover for bedriftsinvesteringene. Relativt til samme periode året før har bedriftsinvesteringene falt nær 2 prosent.

Storbritannia: Eksport

Prosentvis endring år/år. Faste priser.

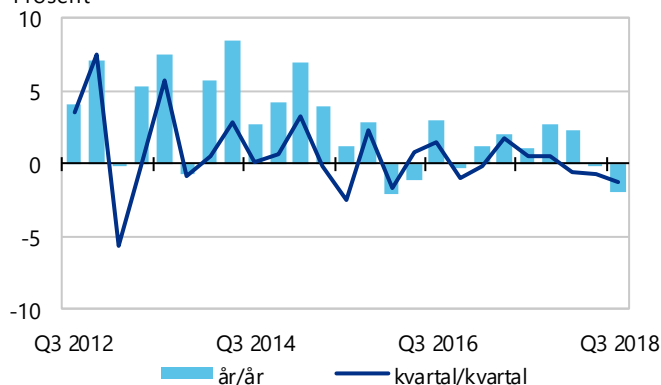


Kilde: Thomson Reuters Datastream/ONS/NHO

Bakom bedriftenes sviktende investeringsvilje ligger økonomisk og politisk usikkerhet som kan knyttes opp mot *brexite*. I Bank of Englands bedriftsundersøkelse fra september kommer det frem at *brexite* var den viktigste enkeltfaktoren som forklarer bedriftenes dempede investeringsvilje. Trenden kan også spores i CBIs kvartalsvise bedriftsundersøkelse der planlagte investeringer i maskiner og utstyr det neste året har falt til sitt laveste nivå siden 2009.

Storbritannia: Bedriftsinvesteringer

Prosent



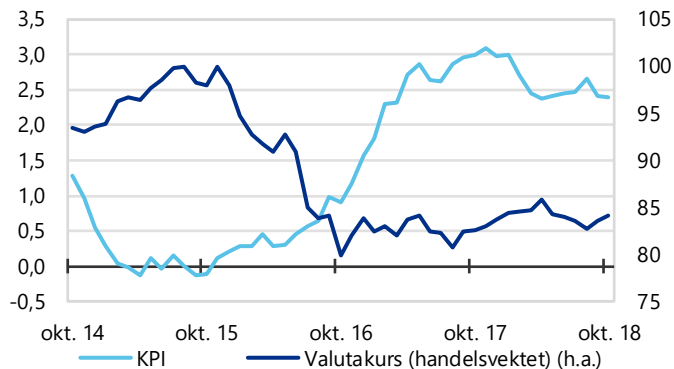
Kilde: Thomson Reuters Datastream/ONS/NHO

Det britiske pundet har falt kraftig de siste årene. Målt med den handelsveide valutakursen har pundet falt over 18 prosent siden sommeren 2015, før folkeavstemningen om *brexite* ble annonsert. Dette er med på å forklare økningen i britisk eksport de siste to årene, som har vært på i overkant av 10 prosent. Samtidig har importen bare økt med 1,7 prosent. Et svakere pund gjør britiske varer og tjenester relativt sett billigere på verdensmarkedet og bidrar til å stimulere eksporten. Motsatt vil utenlandske varer og tjenester bli dyrere og dermed dempe importen. I tillegg øker den importerte prisveksten. Sistnevnte faktor sammenfaller med da konsumpri-

sene begynte å klatre i 2016 og er således en hovedforklaring på prisveksten de siste par årene. Tolv-månedersveksten i KPI var i oktober 2,1 prosent.

Storbritannia: Inflasjon og valutakurs

Prosentvis endring år/år. Indeks, aug. 2015=100 (h.a.)

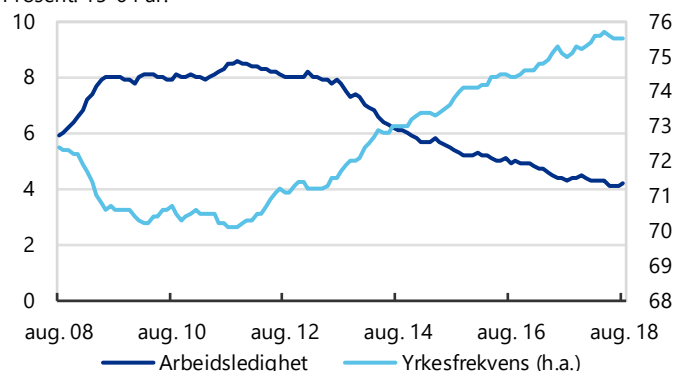


Kilde: Thomson Reuters Datastream/ONS/Bank of England/NHO

Presset i arbeidsmarkedet har økt. Ledigheten er på sitt laveste siden midten av 1970-tallet. Antall ledige stillinger er nå 845 000, det høyeste siden målingen startet i 2001. Sysselsettingen har derimot "bare" økt med 350 000 personer det siste året. Samtidig melder flere bedrifter enn tidligere om mangel på kvalifisert arbeidskraft som et hinder for produksjonen. En av grunnene til det høye antallet ledige stillinger er trolig at antallet sysselsatte innvandrere fra EU har falt kraftig. Nedgangen var på over 130 000 i tredje kvartal sammenlignet med samme kvartal i 2017. Som mye annet i britisk økonomi kan også utstrømningen av EU-borgere fra arbeidsmarkedet ses i lys av *brexit*, som mange arbeidsinnvandrere frykter vil medføre økte byråkratiske hindringer.

Storbritannia: Arbeidsmarked

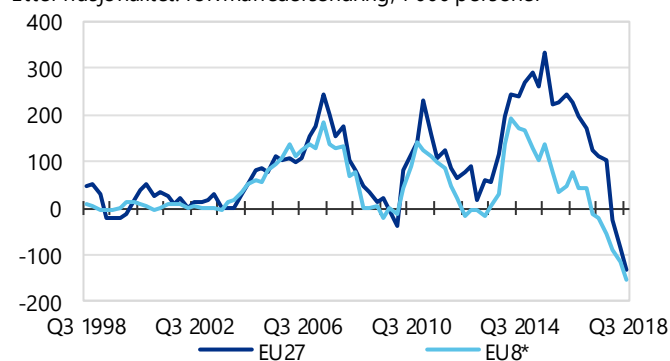
Prosent. 15-64 år.



Kilde: Thomson Reuters Datastream/ONS/NHO

Storbritannia: Sysselsetting

Etter nasjonalitet. Tolv-månedersendring, 1 000 personer



*Estland, Latvia, Litauen, Slovakia, Slovenia, Polen, Tsjekkia, Ungarn.

Kilde: Thomson Reuters Datastream/ONS/NHO

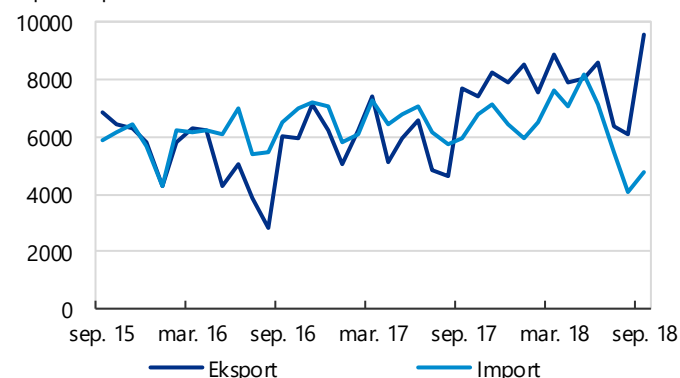
Sentralbanken har uttalt at rentehevingene fremover vil skje i et gradvis og forsiktig tempo, og at en god tommelfingerregel er én årlig økning de neste tre årene. Det er flere forhold som ligger bak dette. En av grunnene for å gå forsiktig frem er for å støtte opp under aktivitets- og sysselsettingsveksten i Storbritannia. En annen er at høy gjeld har gjort husholdninger og bedrifter mer sårbare for økte renter. Samtidig er det fornuftig at sentralbanken sitter på gjerdet og avventer situasjonen til *brexit*-utfallet er klart. For å sikre kontinuitet i det som kan bli en turbulent periode for britisk økonomi har sentralbanksjef Mark Carney forlenget åremålet sitt med ett år, til januar 2020.

1.4 Sverige

Den sterke oppturen i svensk økonomi viser nå tegn til oppbremsing. Vekstfarten i BNP har dempet seg siden begynnelsen av året, og BNP falt 0,2 prosent fra andre til tredje kvartal. Nedgangen skyldes først og fremst svikt i privat forbruk som falt 4,1 prosent, målt som årlig rate. Også i Sverige er nedgangen bilrelatert. Som følge av innføring av nye bilavgifter 1. juli økte husholdningenes bilkjøp kraftig i andre kvartal for å slippe unna avgiftsøkningen. Tilsvarende falt bilkjøpene tilbake i det påfølgende kvartalet. Slike engangseffekter er midlertidige, og vi forventer at aktiviteten vil ta seg opp igjen neste kvartal. Dette bærer også de siste eksport- og importtallene av biler bud om. Årsveksten ligger 1,7 prosent høyere enn samme periode året før.

Sverige: Import og eksport av biler

Løpende priser. Millioner SEK.



Kilde: Thomson Reuters Datastream/SCB/NHO

Den generelle bedringen i økonomien gjennom de siste årene har bidratt til en bedring i arbeidsmarkedet. Ledigheten var i oktober kommet ned i 6 prosent. Et strammere arbeidsmarked der ledigheten har kommet under likevektsledigheten, som anslås til omkring 7 prosent, tilsier mindre slakk i økonomien og økt lønnspress.

Høye energipriser har løftet konsumprisene til 2,3 prosent. Korrigerer man for energi, er den underliggende prisveksten på 1,5 prosent i oktober. Det er forventet at Riksbanken vil starte sin rentenormalisering i desember ved å løfte rentene fra -0,5 prosent. Det er dog knyttet noe mer usikkerhet omkring rentebestemmelsen grunnet de noe svakere økonomiske dataene den siste tiden. Dersom det blir renteheving vil uansett pengepolitikken ha en svært ekspansiv innretning.

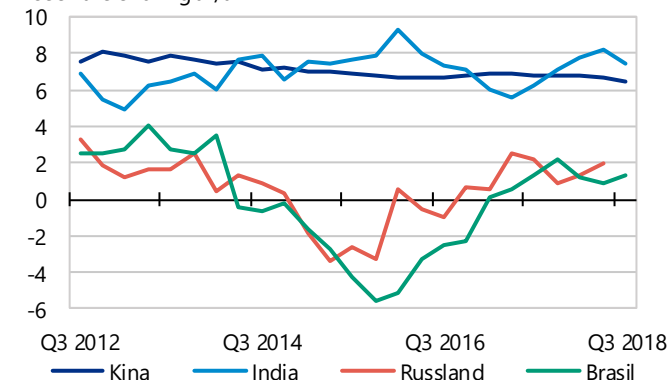
1.5 Fremvoksende økonomier

Aktivitetsutviklingen i vekstøkonomiene er heller ikke uberørt av økende proteksjonisme og handelskrig, snarere tvert imot. Derfor er vekstanslaget for 2019 nedjustert fire tideler til 4,7 prosent, tilsvarende anslaget for 2018 som på sin side er nedjustert to tideler. Mot slutten av prognoseperioden venter vi imidlertid at BNP-veksten vil stabilisere seg på i underkant av 5 prosent.

Siden vi omtalte uroen i fremvoksende økonomier i forrige utgave av *Økonomisk overblikk*, har aksjemarkedene falt ytterligere, mens valutakursene har stabilisert seg samlet sett. Det er imidlertid store forskjeller mellom land. Aksjemarkedene i Kina har falt mest, godt over 20 prosent siden begynnelsen av året.

BRIC: BNP

Prosentvis endring år/år



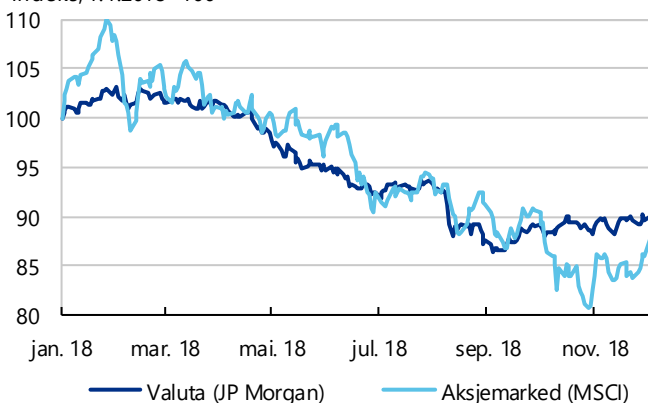
BRIC utgjør 54 prosent av EMEs og 31 prosent av verden.

Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Samtidig har valutakursutslagene vært størst i Argentina og Tyrkia med verdifall på henholdsvis 50 og 25 prosent vis-à-vis dollar. Én av årsakene som ligger bak utviklingen, er de økte amerikanske rentene som har utløst kapitalflukt fra fremvoksende markeder.

Fremvoksende økonomier

Indeks, 1.1.2018=100



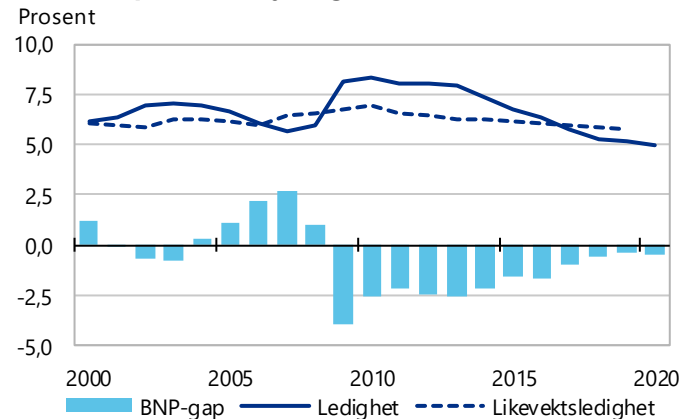
Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

1.6 Ultraekspansiv pengepolitikk ved veis ende

Finanskrisen for ti år siden ga støtet til det kraftigste tilbakeslaget i industrilandene i nyere tid. BNP og kapasitetsutnyttning falt, og ledigheten steg. Nedturen ble møtt med store budsjettstimulanser og en kraftig omlegging av pengepolitikken i ekspansiv retning. Den europeiske statsgjeldskrisen i 2011/12 fordret ytterligere stimulanser. Signalrentene ble kuttet til de laveste nivåene i nyere tid, og sentralbankene fulgte dessuten på med massiv likviditetstilførsel og kjøp av verdipapirer, med siktemål om å også få redusert lange renter og risikopåslag og bidra til lettere tilgang på kapital til bankene og dermed økte utlån til bedrifter og husholdninger.

Veien tilbake etter finanskrisen har vært lang, og er på ingen måte over. Ifølge OECDs beregninger kom arbeidsledigheten under det anslåtte likevektsledighetsnivået i fjor, mens gapet mellom faktisk og potensiell produksjon forventes å være negativt også de to neste årene. Konjunktursituasjonen er dermed ennå ikke helt "normalisert".

OECD: Kapasitetsutnyttning



Kilde: Thomson Reuters Datastream/OECD Economic Outlook/NHO

Dette til tross, sentralbankenes fokus er i ferd med å skifte fra å avverge en mer alvorlig nedtur til å unngå at lønns- og prisveksten på sikt skyter over målet. Et gradvis strammere arbeidsmarked ser nå ut til å gi tiltakende lønnskostnadsvekst, og kjerneinflasjonen har også trukket opp. I oktober var tolv månedersveksten i konsumprisene utenom mat- og energivarer i industrilandene 2,3 prosent, som er det høyeste siden finanskrisen. Bare det siste året har prisveksten målt på denne måten trukket opp 1/2 prosentenhet.

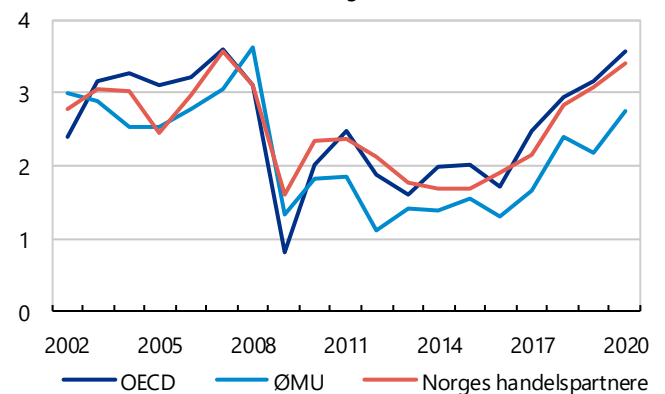
Med beskjeden underliggende vekst, mer åpne og deregulerte økonomier og fortsatt ledige ressurser på mange områder synes det ikke å være vesentlige grunner til å frykte at inflasjonen skal "ta av". Etter mange år hvor inflasjonen stort sett har ligget under det gjengse 2 prosentmålet, vil det også være aksept for at inflasjonen skyter over målet en periode.

Men poenget blir uansett det samme: Behovet for ultralave renter er ikke lenger til stede. Sentralbankene har derfor begynt å ta de første skritt i retning normalisering av rentenivået.

Den amerikanske sentralbanken har allerede levert åtte rentehevinger à 1/4 prosentenhet og antyder – som angitt over – ytterligere fem kvartinger innen utgangen av 2021, hvorav den første allerede neste uke.

Lønnskostnader per ansatt

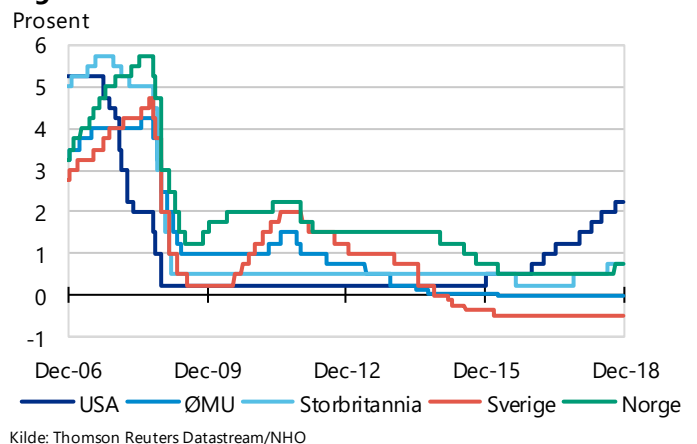
Hele økonomien. Prosentvis ending år/år



Kilde: OECD Economic Outlook nov. 2018/NHO

Bank of England har levert to kvartinger, til tross for at *brexit* har trukket ned veksten, og antyder to-tre til over de neste tre årene. Norges Bank har hevet én gang og varslet i september at renten skal heves med 1½ prosentenhet innen utgangen av 2021. Riksbanken har også varslet 1½ prosentenhet høyere rente over samme tidsrom, men fra et lavere utgangsnivå.

Signalrenter



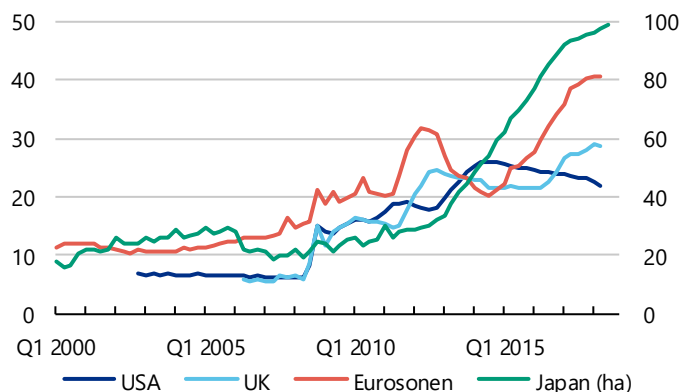
Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Parallelt med dette avslutter eller trapper sentralbankene ned sine aktivkjøp. Den amerikanske sentralbanken begynte med dette allerede for et drøyt år siden og reduserer nå sine eiendeler med USD 50 mrd. i måneden. ESB har trappet sine kjøp vesentlig ned, fra EUR 80 mrd. i måneden på det meste, til EUR 15 mrd. i måneden nå. ESB har varslet at disse kjøpene mest sannsynlig vil opphøre fra nyttår av. Bank of Japan vil ventelig avslutte sine obligasjonskjøp i løpet av neste år. Som vist under, har de største sentralbankenes balanser økt dramatisk de siste årene, og særlig Japans. Forut for finanskrisen tilsvarte sentralbankens eiendeler rundt 20 prosent av BNP. Nå er andelen fem ganger så stor. I de tre andre store sentralbankene – Fed, ESB og Bank of

England – er de samlede eiendelene omtrent tre ganger større nå enn før finanskrisen. Selv om kjøpene stopper opp og balansene gradvis bygges ned når lånene kommer til forfall, vil det ta mange, mange år før balansene er tilbake på førkrisenivåer.

Sentralbankbalanser

Prosent av BNP



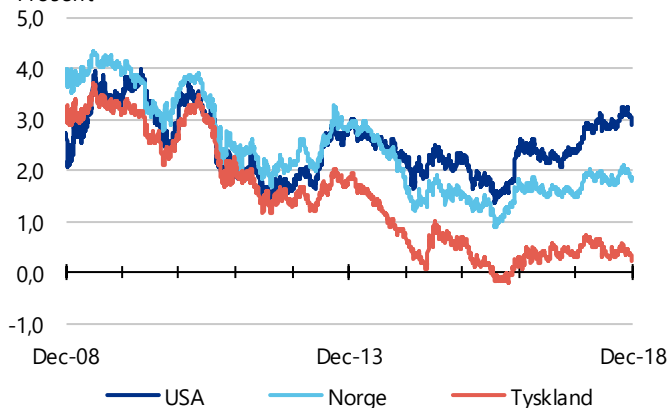
Kilde: Thomson Reuters Datastream/NHO

Både sentralbankene selv og andre, uavhengige miljøer har gjort forsøk på å kvantifisere virkningene av obligasjonskjøpene. Disse spriker en god del, men tyder gjennomgående (og ikke overraskende) på at disse kjøpene bidro til å trekke ned lange renter og risikopåslag og bidro slik til omslaget i privat låne- og investeringsetterpørsel. Når sentralbankene nå gradvis trekker seg ut av markedet som storkjøper, vil dette isolert sett trekke rentene motsatt vei. Økt inflasjon og økte kortrenter har samme virkning.

De siste to årene har de lange statsobligasjonsrentene trukket forsiktig opp, men mest i USA (om lag 1½ prosent), og så langt lite i Tyskland og dermed andre europeiske land (½ prosentenhet). I USA har de lange boliglånsrentene lagt på seg om lag like mye, og slik bidratt til å kjøle ned boligmarkedet noe, i Europa har lånerentene så langt fortsatt å sige forsiktig nedover.

10-års statsrenter

Prosent



Kilde: Thomson Datastream/NHO

Våre anslag innebærer at det globale oppsvinget vil fortsette de nærmeste årene, om enn i et noe lavere tempo. Dette tilsier at både korte og lange renter vil trekke ytterligere opp. Høyere risikofrie renter vil merkes på mange områder i økonomien. En fremtidig kontantstrøm vil måtte neddiskonteres til en høyere rente enn før. Først og fremst vil dette innebære at det blir mindre interessant å jakte på meravkastning i mer risikable markeder. Isolert sett treffer dette etterspørselen etter aksjer og rentebærende aktiva med høyere risiko, så vel som tilgangen på kapital i fremvoksende økonomier.

Samtidig må det has *in mente* at bakgrunnen for at rentene går opp, er at situasjonen i økonomien er i bedring. Sentralbankene vil gå svært varsomt frem, nettopp for å unngå å sende økonomien utforbakke. Den største risikoen er derfor knyttet til at sentralbankene eventuelt feilvurderer situasjonen og enten strammer til mer enn økonomien tåler, eller drøyer for lenge med å normalisere renten, slik at økonomien overopphetes.

Boks: Brexit – hva skjer?

26. juni 2016 stemte 51,9 prosent av det britiske folket *leave* og dermed for å ta Storbritannia ut av EU. Statsminister Theresa May, som tok over da David Cameron trakk seg etter *brexit*nederlaget, utløste 29. mars året etter på artikkel 50 i Lisboa-traktaten og startet med det nedtellingen for briteres endelige uttrekken av unionen to år senere, dvs. 29. mars 2019. Siden den gang har det vært forhandlinger mellom Storbritannia og de resterende 27 EU-landene for å komme til enighet om utmeldelsen og de fremtidige forbindelsene mellom de to partene.

Avtalen

På EU-toppmøtet 25. november godkjente EU27 avtaleforslaget som er blitt forhandlet frem. Det er imidlertid langt fra sikkert at avtalen blir godkjent av det britiske parlamentet som skal stemme over avtalen 11. desember. Dermed er utfallet av *brexit* fremdeles uklart. Den 585 sider lange avtalen, i tillegg til den 26 sider lange politiske erklæringen som staker ut retningen for de fremtidige forbindelsene, berører flere omstridte temaer. Et av de vanskeligste temaene dreier seg om den irske *back stop*-løsningen som skal hindre en «hard» grense mellom Nord-Irland (som er en del av Storbritannia) og Irland (som er en del av EU). Med andre ord, samtidig som britene ikke ønsker seg grensekontroller mellom Nord-Irland og Irland, ønsker de heller ikke å være en del av EUs tollunion. Hovedlinjene i avtaleforslaget er:

- Storbritannia trer ut av EU 29.3.2019, men vil i en overgangsperiode, som varer frem til 31.12.2020, underlegges EUs regler uten stemmerett. Dette innebærer blant annet at Storbritannia vil fortsette å være en del av EUs indre marked frem til endt overgangsperiode. Storbritannia vil innfri sine økonomiske forpliktelser overfor EU, estimert til om lag GBP 39 milliarder.
- Storbritannia og EUs fremtidige forbindelser etter at overgangsperioden er endt vil ta sikte på et tett samarbeid mellom de to partene. Alternativene som står frem, er:
 - i) en forlengelse av overgangsperioden,
 - ii) en frihandelsavtale, eller
 - iii) en tollunion mellom partene (dersom man ikke fremforhandler en frihandelsavtale eller forlenger overgangsperioden).

Nedenfor omtales de økonomiske konsekvensene av ulike *brexit*-utfall som er utført av offentlige myndigheter og forskningsinstitusjoner.

Økonomiske konsekvenser for Storbritannia

Nær sagt alle beregninger og modelleringer som er gjort på området, er entydige: Britene blir fattigere uansett hvilket alternativ til EU-medlemskap de velger. Bakgrunnen for konklusjonen er i grove trekk at en hvilken som helst ny avtale vil innebære en svakere tilknytning til EU på handelsområdet, blant annet gjennom økte tollsatser og et mindre harmonisert regelverk, dvs. økte ikke-tariffære barrierer. Dette vil redusere handelen mellom de to blokkene. (Det er også usikkert om Storbritannias handelsforbindelser til land som EU har frihandelsavtaler med, vil vedvare dersom Storbritannia ikke skulle få i stand en avtale, og i så fall hvor lang tid det vil ta å få på plass nye avtaler.) Konsekvensene av mindre handel utspiller seg gjennom flere kanaler, også nærmere omtalt i *Økonomisk overblikk 1/2018*:

- Mindre spesialisering og utnyttelse av skalafordeler
- Mindre teknologioverføring
- Mindre konkurranse
- Mindre utenlandsinvesteringer i Storbritannia
- Mindre migrasjon

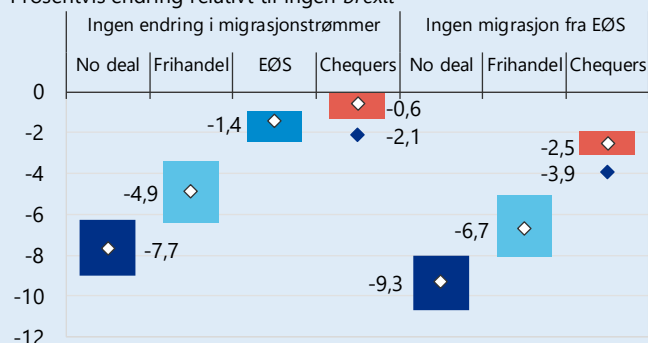
Kort fortalt, vil man i en situasjon med mindre handel redusere produktiviteten og dermed vekstpotensialet i økonomien. På kort sikt vil i tillegg usikkerhet og uforutsigbarhet virke hemmende på investerings- og konsumbeslutninger og redusere aktiviteten, og samtidig gi utslag på valutakursen. Sistnevnte vil på den ene siden stimulere eksporten, slik som tilfellet var for britisk eksport i 2017, og på den annen side øke importert prisvekst. Dette vil igjen kunne gi utslag på reallønnsutviklingen og rentesettingen i Storbritannia. Med andre ord vil en snarlig avklaring av situasjonen og en avtale som legger opp til en nær tilknytning til EU gi et *minst* dårlig utfall.

Boks: Brexit – hva skjer? Forts.

Siden utfallet av *brexit* fremdeles er uklart og avtalen som ligger på bordet, er såpass lite konkret, har det britiske finansdepartementet gjort modelleringer basert på fire scenarier: (i) Chequers-planen (slik den ble presentert 1. juli i år), (ii) en hypotetisk frihandelsavtale uten tariff, gjennomsnittlige ikke-tariffære barrierer og harmoniserte toll- og regulatoriske barrierer med EU, (iii) en EØS-lignende avtale uten tariff og noe tollbarrierer, og (iv) ingen avtale (det vil si WTO-regler). Den endelige avtaleteksten vil trolig ligge et sted mellom (i) og (ii), dersom avtalen godkjennes i parlamentet. Analysen fokuserer på de langsiktige konsekvensene av *brexit*, det vil si om lag 15 år etter at Storbritannia og EU har inngått en ny form for partnerskap. Samtidig er det verdt å understreke at beregningene og utfallene må ses relativt til hverandre, og at den britiske økonomien totalt sett forventes å vokse i alle scenariene.

Effekter av *brexit* på BNP

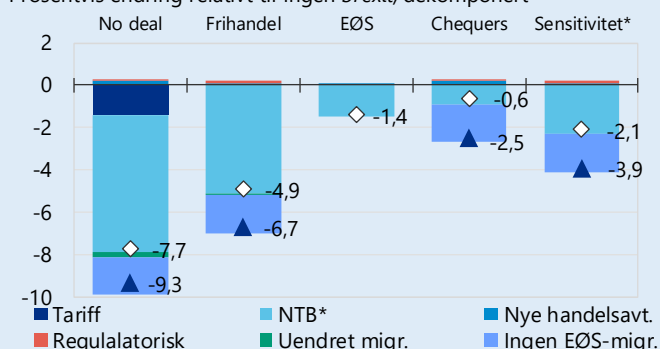
Prosentvis endring relativt til ingen *brexit*



*Blå rute er scenario med Chequers og +50% av differansen mellom ikke-tariffære barrierer i Chequers og frihandelsavtale. Søylehøyde indikerer 90 %-konfidensintervall i estimering.
Kilde: HM Treasury, EU Exit: Long-term economic analysis (2018)/NHO

Effekter av *brexit* på BNP

Prosentvis endring relativt til ingen *brexit*, dekomponert



*Sensitivitet er scenario med Chequers og +50% av differansen mellom ikke-tariffære barrierer i Chequers og frihandelsavtale. NTB er ikke-tariffære barrierer.
Kilde: HM Treasury, EU Exit: Long-term economic analysis (2018)/NHO

Av figurene ser vi at uten avtale vil britisk økonomi på lang sikt være om lag 7,7 prosent mindre enn dersom de hadde forblitt i EU. Tilsvarende vil BNP være omkring 4,9 og 1,4 prosent mindre ved dersom man får på plass en frihandels- eller EØS-avtale. Chequers-planen, som legger opp til tetttest forbindelser med EU, innebærer at Storbritannias BNP vil være 0,6 lavere på sikt. Dersom man i tillegg legger opp til fullstendig stans i migrasjon fra EØS, forsterkes effektene. I sensitivitetsberegningene, der man har lagt opp til en avtale som ligger mellom (i) og (ii), og som blir ansett som det mest realistiske utfallet, er nedgangen i BNP på henholdsvis 2,1 og 3,9 prosent eksklusive og inklusive migrasjonseffekter.

Enkelte næringer er mer avhengig av tett integrasjon med EU enn andre. Dette kan skyldes at man har behov for markedsadgang eller at man har verdikjeder som er etablert på kontinentet. Beregninger viser at særlig deler av industrien, landbruket og finans vil lide dersom man ikke får på plass en avtale som sikrer tilknytning til EU. Det er særlig kjemisk, farmasøytisk og plastindustri, samt bilindustrien som vil få de største negative effektene. Ser man kun på handelseffekter, vil en situasjon der Storbritannia ikke får en avtale med EU, kunne medføre et fall på godt over 20 prosent i verdiskapingen relativt til en situasjon uten *brexit*.

Flere andre studier som har sett på de langsiktige konsekvensene av *brexit*, kommer til lignende resultater som de som er presentert her, nemlig at utfall som har en svakere tilknytningsform til EU, gir størst negative effekter. Styrken i utslagene varierer noe og avhenger av hvilke komponenter man har inkludert i analysen. Typisk vil analyser som tar inn over seg andre effekter ut over handelseffektene, som for eksempel migrasjon, utenlandsinvesteringer og usikkerhet, gi større utslag.

2 Innenlandske konjunkturer

Når vi nå går mot slutten av 2018, er det snart to år siden norsk økonomi gikk inn i en moderat oppgangskonjunktur. Etter svak vekst i fastlandsøkonomien i kjølvannet av oljeprisfallet, tok veksten seg opp i begynnelsen 2016.

Tre kvartaler inne i 2018 viser BNP for Fastlands-Norge en økning på 2 prosent målt mot samme periode i fjor. Sysselsettingen har økt med nær 44 000 personer, og veksttakten har vært stabil gjennom året. Arbeidsledigheten har imidlertid ikke falt i denne perioden, men holdt seg på samme nivå.

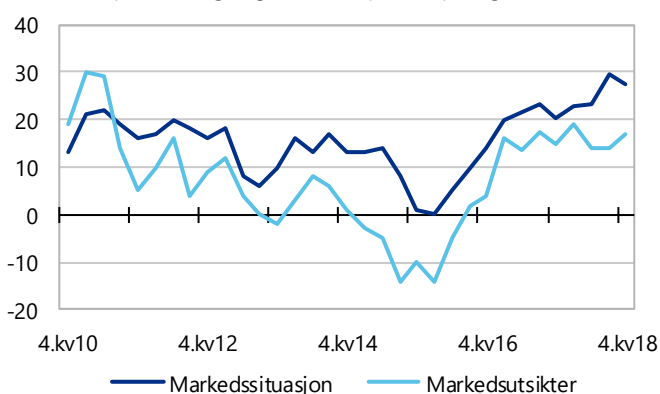
Oppgangen ser ut til å favne bredt blant næringer. Forbruksveksten i husholdningene har vært moderat, og offentlig etterspørsel har vokst noe sterkere enn forventet. Husholdningenes boliginvesteringer har imidlertid falt markert i alle kvartaler så langt i år, etter å ha økt sterkt de siste årene.

At fallet i oljeinvesteringene er tilbakelagt og har snudd til vekst, er en ikke uvesentlig bidragsyter til oppgangen i år, og næringen vil gi positive bidrag til økonomien også de neste par årene. Oljebedriftene varsler markert økning i investeringene til neste år, ifølge SSBs investeringstelling.

Våre medlemsbedrifter melder generelt om god markedssituasjon, og bedriftene har klare forventninger om vekst til neste år.

Næringslivets økonomibarometer

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



Kilde: NHO/NØB

Samtidig har Norges Bank påbegynt rentehevingen, og mye taler for at styringsrenten vil settes opp igjen i mars som anslått. Rentebanen indikerer en oppgang til 2 prosent i 2021.

Med en husholdningssektor som i gjennomsnitt har dobbelt så høy rentebærende gjeld som netto inntekt, vil en slik renteheving påvirke kjøpekraften negativt. Konsumveksten fremover blir trolig ikke veldig sterk. Økte renter vil også dempe boliggetterspørselen og boliginvesteringene. Finanspolitikken er lagt om fra svært ekspansiv til nøytral.

Siden vi publiserte *Økonomisk overblikk* i tredje kvartal, har utviklingen bydd på få overraskelser. Oljeprisen har falt ganske markert de siste ukene, men det siste mediananslaget fra Reuters tyder på forventninger om at fallet er midlertidig.

Vi legger til grunn at den forsiktige oppgangskonjunkturen vi er inne i, vil fortsette fremover. Det ligger an til at fastlandsøkonomien vil øke med 2,2 prosent i år, og at veksten blir noe høyere de to neste årene. Siden forrige rapport er anslagene for BNP for Fastlands-Norge svakt nedjustert for innværende år, og noe oppjustert for 2019 og 2020. Oppjusteringen må sees i sammenheng med høyere anslag for petroleumsinvesteringene i 2019.

2.1 Kapasitetsutnyttelsen nær normalt nivå

Kapasitetsutnyttelsen i fastlandsøkonomien har vært lavere enn normalt de siste årene. Produksjonsgapet, som viser forskjellen mellom faktisk produksjon i Fastlands-Norge og anslått langsiktig trendproduksjon, har vært negativt siden 2015, noe som indikerer ledige ressurser i økonomien.

De to siste årene har gapet blitt stadig mindre, og fastlandsøkonomien nærmer seg nå sitt antatte langsiktige trendnivå. Vi anslår at produksjonsgapet lukker seg i løpet av neste år. Våre beregninger indikerer at trendveksten for fastlandsøkonomien nå er i underkant av 2 prosent. Våre anslag for veksten i fastlandsøkonomien fremover er noe høyere enn dette, slik at kapasitetsutnyttelsen ventelig vil fortsette å øke fremover.

Arbeidsledighetsraten, målt ved SSBs arbeidskraftsundersøkelse (AKU), er fortsatt høyere enn OECDs anslag for likevektsledigheten (NAIRU). Vi anslår imidlertid at arbeidsledighetsraten vil avta fremover og nå likevektsnivået mot slutten av prognoseperioden.

Boks: Anslag for avvik fra trend-BNP

Potensiell produksjon defineres som det høyeste nivået av økonomisk aktivitet som kan opprettholdes ved hjelp av tilgjengelig teknologi og produksjonsfaktorer som arbeidskraft og kapital, uten å skape inflasjonspress i økonomien.

Den potensielle produksjonen vil nødvendigvis variere over tid. Endringer i potensiell produksjon kan drives av faktorer som endringer i arbeidsstyrke, kapitalbeholdning, teknologi og systemer som påvirker ressursallokeringen, for eksempel skattesystemet, finanssystemet og lønnsdannelsen. Arbeidsstyrken bestemmes blant annet av arbeidsinnvandringen, som er en faktor som kan endre seg raskt.

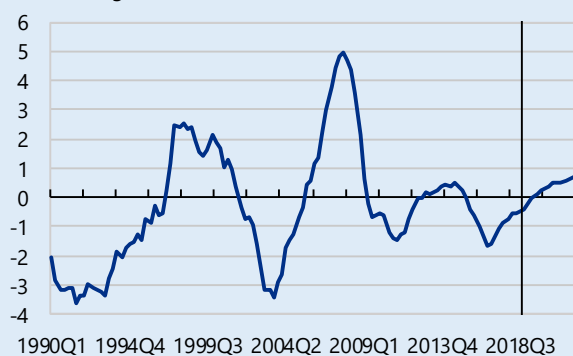
Mens økonomien på lang sikt antas å vokse i tråd med den potensielle produksjonen, vil faktisk produksjon på kort sikt variere rundt dette nivået, og disse variasjonene omtales som konjunkturer. Dersom faktisk produksjon overgår nivået på den potensielle produksjonen, vil den samlede kapasitetsutnyttelsen i økonomien være så høy at det er nødvendig å ekspandere kapasiteten for å møte etterspørselen. Dette vil føre til tiltagende pris- og kostnadsvekst i økonomien. Dersom faktisk produksjon derimot er lavere enn potensiell produksjon, betyr det at det er ledige ressurser tilgjengelig, noe som isolert sett vil trekke lønns- og prisveksten ned.

Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon og er et mye brukt mål i konjunkturanalyser for å tolke den økonomiske situasjonen. Produksjonsgapet fungerer også som en indikasjon på inflasjonstrykket i økonomien. Et lukket gap betyr at den faktiske produksjonen er på nivå med potensiell produksjon, og forstås som en konjunkturnøytral situasjon.

Den potensielle produksjonen er ikke observerbar, men må beregnes. Det finnes ulike metoder for å beregne denne. Uansett hvilken metode som brukes, er slike estimer utsatt for betydelig usikkerhet. Derfor må de behandles med forsiktighet. En enkel og mye brukt metode består i å glatte de faktiske BNP-tallene, gjerne ved bruk av et såkalt Hodrick-Prescott-filter (HP-filter). En slik tilnærming tar utgangspunkt i en antakelse om at den potensielle produksjonen tilsvarer det langsiktige trendnivået på produksjonen. Figuren under viser avvik fra beregnet trend-BNP fra 1990 til og med 2021, der trend-BNP er beregnet ved bruk av HP-filter med relativt høy grad av glatting.

Norge: BNP Fastlands-Norge

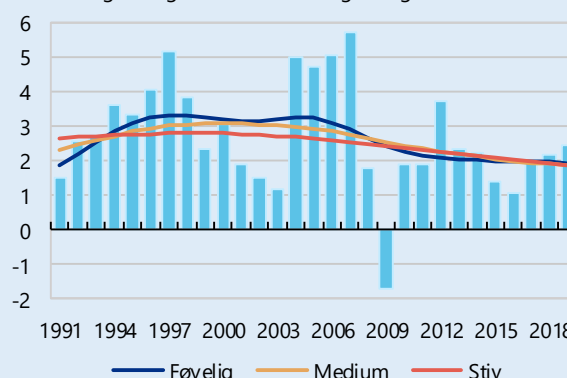
Avvik fra beregnet trend-BNP. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå/NAM/NHO

Norge: BNP Fastlands-Norge

År/år-endring. Beregnet trend ved ulik glatting. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå/NAM/NHO

De historiske konjunkturerne er godt synlige i figuren. I forkant av finanskrisen i 2008 var økonomien inne i en sterk høykonjunktur. Etter oljeprisfallet i 2014 gikk økonomien inn i en lavkonjunktur, som vi nå er på vei ut av. Ifølge våre prognoser går vi ut av lavkonjunktureren i løpet av neste år, og inn i en moderat høykonjunktur som anslås å vare ut prognoseperioden i 2021.

Det er viktig å skille mellom produksjonsnivå og produksjonsvekst i analysen av potensielt BNP. Dersom den faktiske produksjonen er lavere enn den potensielle produksjonen, er økonomien inne i en lavkonjunktur. For at økonomien skal nå en høykonjunktur må da faktisk produksjon vokse sterkere enn den potensielle vekstraten i en periode. En slik situasjon betegnes som en oppgangskonjunktur. Figuren over viser at gapet har krympet siden begynnelsen av 2017, og dermed at økonomien har vært inne i oppgangskonjunktur i snart to år.

Boks 2.1 forts.: Anslag på avvik fra trend-BNP

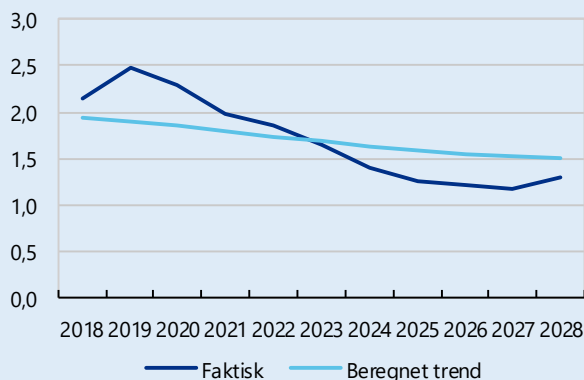
Beregningen av potensiell produksjon ved hjelp av HP-filter kan gjennomføres med ulik grad av glatting. En høy grad av glatting vil tillate mindre fluktusjon i trendserien, og dermed gi en stivere, mindre føyeelig utvikling i trenden. Produksjonsgapet vil derfor være større og variere mer ved høy grad av glatting enn en lav grad av glatting, alt annet likt. En kjent svakhet ved bruk av HP-filter, særlig når man tillater en høy grad av glatting, er at beregningen av potensiell produksjon er nokså sensitiv for observasjonene i starten og slutten av beregningsperioden. Beregningen av potensiell produksjon vil dermed påvirkes av hva man bruker som start- og endepunkt. Fluktusjoner mot slutten av tidsserien vil eksempelvis tillegges stor vekt og påvirke beregningen av potensiell produksjon i hele beregningsperioden, også beregningen av dagens potensielle produksjon. Dette er en klar ulempe, siden det ofte er dagens konjunktursituasjon som er mest interessant å studere.

Problemet kan reduseres ved å forlenge dataserien med anslag frem til det punktet der produksjonen i økonomien forventes å nå sitt langsiktige trendnivå. Et fornuftig anslag på produksjonsgapet i slutten av prognoseperioden i 2021, vil derfor kreve et anslag for BNP-utviklingen lenger frem i tid enn dette. Avviket fra trend-BNP vist i figuren ovenfor er beregnet med bakgrunn i en tidsserie med anslag for Fastlands-BNP frem til 2033. Noen sentrale forutsetninger i denne beregningen er at befolkningen i arbeidsfør alder vokser i tråd med SSBs middelanslag, oljeproduksjonen vokser i tråd med anslag fra Oljedirektoratet, og at offentlig etterspørsel vokser i tråd med utviklingen i BNP-Fastlands-Norge. Pengepolitikken følger Norges Banks varslede rentebane, med en styringsrente opp mot 2 prosent i 2021, og deretter innrettes slik at inflasjonen blir på linje med inflasjonsmålet på 2 prosent.

Våre anslag er vist i figuren under. Fram til 2021 antas BNP Fastlands-Norge å vokse mellom 2 og 2,5 prosent årlig, deretter faller veksttakten gradvis frem til 2027, men henter seg noe opp igjen mot slutten av perioden. At veksten faller har sammenheng med fallende oljeinvesteringer, og lavere befolkningsvekst og lavere økonomisk vekst i utlandet. Høyere renter bidrar også til å trekke veksten ned.

Norge: BNP Fastlands-Norge

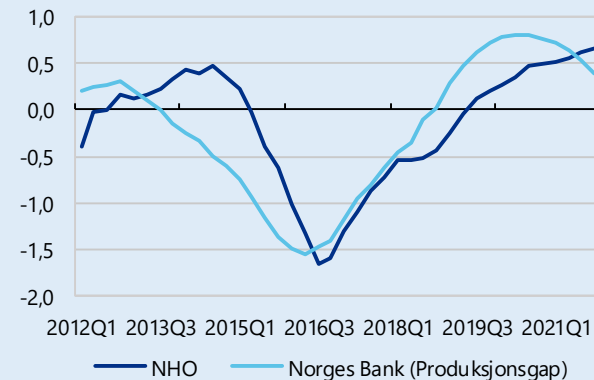
År/år-endring. Prosent



Kilde: NAM/NHO

Norge: BNP Fastlands-Norge

Avvik fra beregnet trend. Prosent



Kilde: NAM/NHO

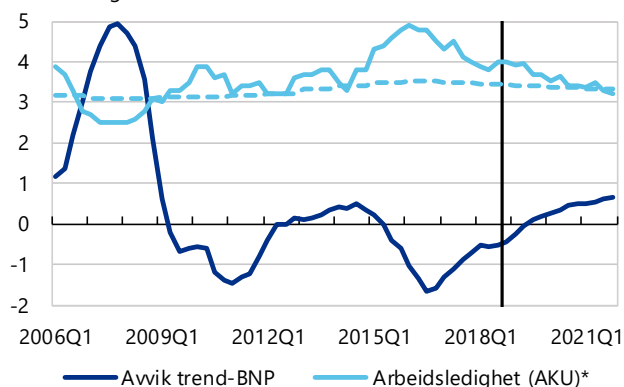
Anslått trendvekst faller også gradvis, fra 1,9 prosent i 2018 til et nivå nær 1,5 prosent i 2028.

Det finnes en rekke andre mer sofistikerte statistiske tilnærminger for beregning av produksjonsgapet, som bruker informasjon også fra andre økonomiske indikatorer, som for eksempel inflasjon. En annen tilnærming er basert på en makroøkonomisk produktfunksjon, og relaterer potensiell produksjon til trenden i de ulike komponentene av produktivitet og tilgjengelige innsatsfaktorer, som arbeidskraft og kapital.

Norges Bank ser på utviklingen i en rekke ulike forklaringsfaktorer som BNP, arbeidsledighet, inflasjon, lønnsvekst, boligpriser og kredittvekst i sin vurdering. Figuren over viser Norges Banks estimerte produksjonsgap og NHOs avvik fra beregnet trend. Beregnet avvik fra trend-BNP har et etterslep til produksjonsgapet.

Norge: BNP Fastlands-Norge og ledighet

Avvik fra beregnet trend-BNP. Prosent



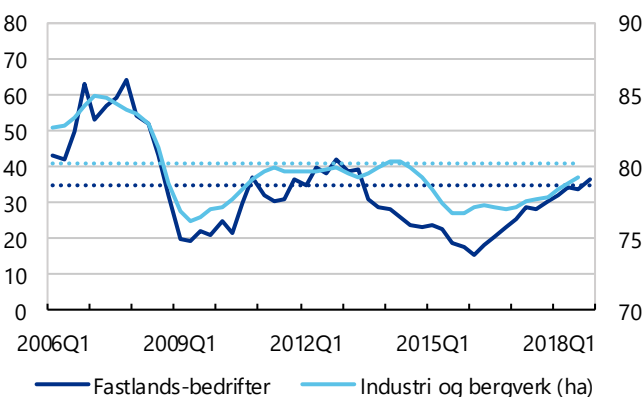
Kilde: SSB/NAM/OECD/NHO *NAIRU i stiplet linje (Kilde: OECD)

Figuren under viser andelen bedrifter som melder om høy kapasitetsutnyttelse. I Norges Banks regionale nettverk har andelen bedrifter som rapporterer om høy grad av kapasitetsutnyttelse, holdt seg uendret siden mai, etter å ha økt gradvis siden inngangen til 2017.

Andelen nærmer seg sitt historiske gjennomsnitt. Det samme gjelder kapasitetsutnyttelsesgraden i industrien, som ifølge SSBs konjunkturbarometer har økt siden begynnelsen av fjoråret.

Norge: Kapasitetsutnyttelse

Prosent



Kilde: Konjunkturbarometer for industri (SSB)/Regionalt nettverk (N-B)/NHO

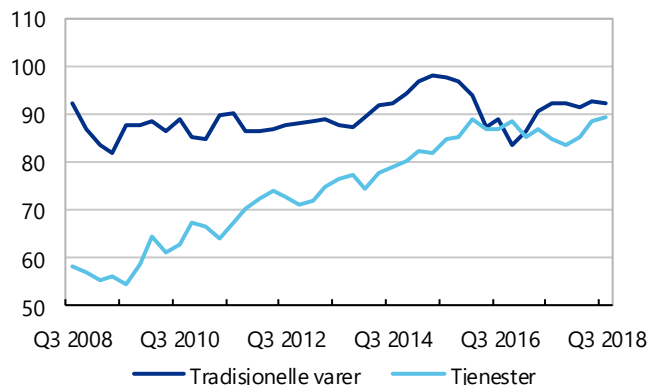
2.2 Høyere eksportvekst til neste år

På tross av sterkt bedret konkurranseevne var det nedgang i fastlandseksporten i perioden fra 2015 til 2017. I 2016 falt eksporten av tradisjonelle varer med nær 9 prosent. I 2017 tok eksporten seg opp i flere varegrupper og økte samlet med 1,7 prosent. Det var imidlertid sterk nedgang i den store varegruppen verkstedprodukter. Hadde det ikke vært for

den kraftige veksten i eksporten av raffinerte petroleumsprodukter, ville samlet vareeksport fra fastlandet vist nedgang også i fjor.

Norge: Eksport

Mrd. kroner. Faste 2016-priser. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/NHO

Tradisjonell vareeksport falt noe i tredje kvartal, men oppgang i første halvår gjør at vareeksporten så langt ligger an til å øke i 2018. De første tre kvartalene viser en samlet volumvekst på over 2 prosent år over år fra samme periode i fjor.

Oppgangen hittil i år har vært relativt bredt basert. Eksport av fisk har bidratt til å trekke næringsmiddel-eksporten opp. Det er også oppgang i diverse råvarebasert eksport som kjemikalier og kjemiske produkter og trevarer. Eksporten av metaller har falt så langt i år, men noe av nedgangen skyldes trolig underreportering av aluminiumseksporten. Eksporten av verkstedprodukter har også økt så langt i år, etter nedgang i 2017. Eksporten av raffinerte oljeprodukter vokste sterkt gjennom 2017, men har falt tilbake i løpet av inneværende år. Tross dette er eksporten høyere de tre første kvartalene i år enn i fjor, noe som må sees i sammenheng med at mye av den kraftige veksten i fjor kom sent på året.

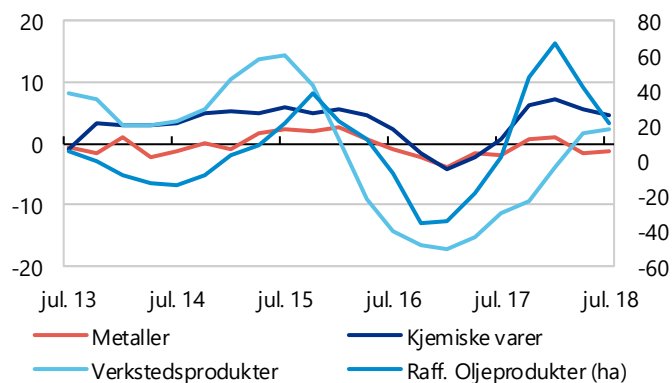
Eksporten av tjenester har økt moderat så langt i år, etter en bredt basert nedgang i 2017. Eksporten av reisetrafikktjenester, som består av utlendingers utgifter i Norge, har falt de siste to kvartaler, etter svak nedgang i fjor.

Den kostnadmessige konkurranseevnen ble kraftig forbedret i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014. I 2017 var de relative lønnskostnadene 14 prosent lavere enn i 2013, målt i felles valuta. Bedret kostnadmessig konkurranseevne vil vri etterspørselen mot norske bedrifter og norsk eksport. Likevel har utviklingen i norsk eksport til utlandet vært svak i perioden. Tradisjonell vareeksport er fortsatt lavere enn i

2015. Handelsunderskuddet utenom olje og gass har økt. Utviklingen reiser spørsmål om hvilken effekt kronesvekkelsen har hatt på eksporten i perioden, og om sammenhengen mellom eksporten og kronekursen er svakere nå enn tidligere.

Norge: Eksport av tradisjonelle varer

År/år-endring. Prosent. Faste priser. Sum 4. kv.



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Macrobond/NHO

Norges Bank har sett nærmere på dette¹ og finner at eksportutviklingen trolig ville vært klart svakere uten konkurranseevneforbedringen. Eksport fra oljeleverandører, som står for om lag 30 prosent av samlet fastlandseksport, falt 7 prosent fra 2013 til 2017. Norges Bank finner at denne utviklingen i stor grad kan forklares av nedgangen i de globale oljeinvesteringene. Men eksporten av disse produktene ville falt enda mer om ikke kronen hadde svekket seg.

Eksporten av energivarer, sjømat og industrielle råvarer, som utgjør 36 prosent av fastlandseksporten, er i mindre grad er følsom for valutakurssvingninger fordi bedriftene i disse sektorene i stor grad opererer nær full kapasitet med priser som først og fremst er bestemt i globale markeder. At eksporten av denne gruppen varer har utviklet seg svakt i perioden antas å hovedsakelig skyldes forhold på tilbudsiden. Når det gjelder utviklingen i den øvrige eksporten, finner Norges Bank at eksporten forklares relativt godt av utviklingen i det relative kostnadsnivået, og at eksporten også av disse varene og tjenestene hadde vært lavere om kronen ikke hadde svekket seg.

Fremover forventer vi at eksporten fra fastlandet vil øke. Høyere offshoreinvesteringer globalt vil bidra til å trekke eksporten fra oljeleverandørene opp. Eksportørene vil også få drahjelp av en fortsatt svak

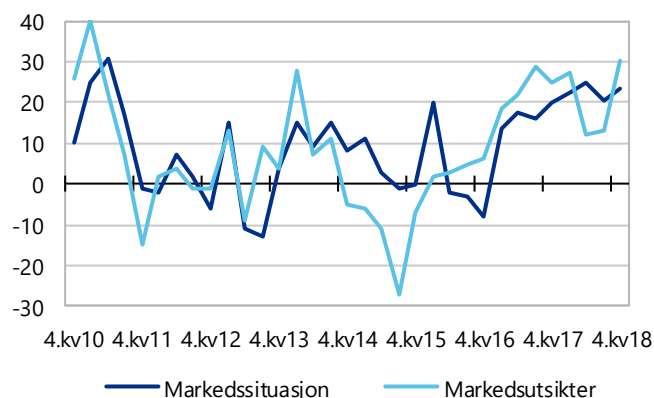
krone. Vi anslår en økning i tradisjonell vareeksport på 2,7 prosent i år, og enda noe sterkere vekst neste år. Oppgangen ventes å dempe seg noe mot slutten av prognoseperioden.

Det er utsiktene til en større handelskrig mellom USA og Kina som er den største risikofaktoren i anslagene. En handelskrig vil trekke ned den globale veksten. Som en liten, åpen økonomi vil det bli merkbart for oss, først og fremst gjennom svekket etterspørsel etter norske varer og tjenester fra våre handelspartnere. Det kan bety lavere eksportvekst enn anslått.

I Næringslivets økonomibarometer melder våre eksportrettede medlemsbedrifter om klare forventninger til vekst fremover. Vurderingen av markedsituasjonen er positiv og om lag på nivå med gjennomsnittet av alle bedrifter.

Markedsindeks - Eksportrettet industri

Diff. positive og negative svar i prosentpoeng



Kilde: NHO/ NØB

Overskuddet i handelen med utlandet, vare- og tjenestebalansen, har økt hittil i år. I årets tre første kvartaler var det samlede overskuddet 33 mrd. kroner høyere enn i samme periode i fjor. Økningen i overskuddet i år skyldes primært høyere oljepris. Målt i volum har importen økt mer enn eksporten så langt i år, og prisutviklingen på varer utenom olje og gass har vært relativt lik for importen og eksporten.

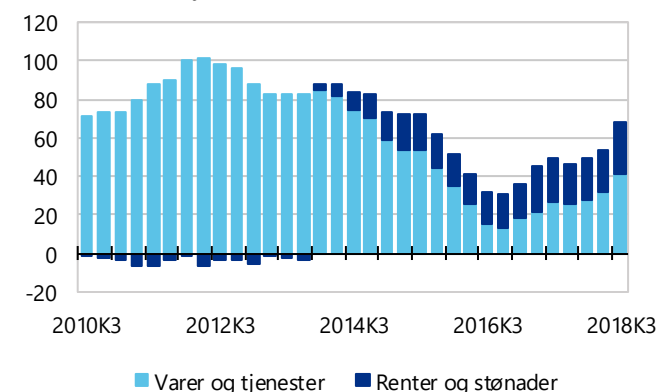
Etter at fall i oljeprisen og nettoeksporten fra fastlandet reduserte handelsoverskuddet kraftig i 2015 og 2016, ble det mer enn doblet i fjor, til 104 mrd. kroner. Vi venter at handelsoverskuddet vil øke også i år, basert på utviklingen i de tre første kvartalene, selv om oljeprisen har falt den siste tiden.

¹ Blogginlegg "Hvor mye drahjelp har vi fått av kronesvekkelsen?" <https://bankplassen.norges-bank.no/>

Rente- og stønadsbalansen har økt markert de siste fem årene. En viktig årsak til økningen er kronesvekkelsen etter 2014, som økte avkastningen på oljefondet. I år har rente- og stønadsbalansen økt ytterligere, og lå i de tre første kvartalene 27 mrd. kroner høyere enn i de tre første kvartalene i fjor. Økningen skyldes primært høyere netto formuesinntekter.

Norge: Driftsbalansen overfor utlandet

Milliarder kroner. Gj.snitt 4 kvartaler



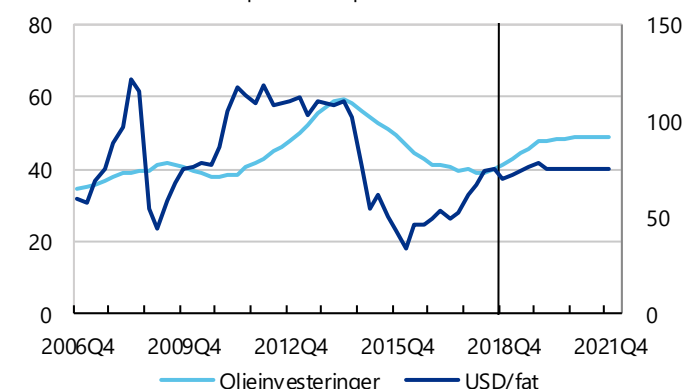
Kilde: Statistisk sentralbyrå/NHO

2.3 Økt fart i petroleumsinvesteringene

Det kraftige fallet i petroleumsinvesteringene som startet i 2013, stoppet opp og snudde til oppgang på slutten av fjoråret. Da var volumet av petroleumsinvesteringene nær 30 prosent lavere enn fire år tidligere. Fremover forventes petroleumsinvesteringene å øke. Utviklingen har sammenheng med økt lønnsomhet i næringen som følge av høyere oljepris og kraftige kostnadskutt i næringen.

Petroleumsinvesteringer og oljepris

Mrd. kroner. Faste 2016-priser/USD per fat*



Kilde: SSB/NAM/Thomson Reuters/NHO *Mediananslag Reuters 31/11/18

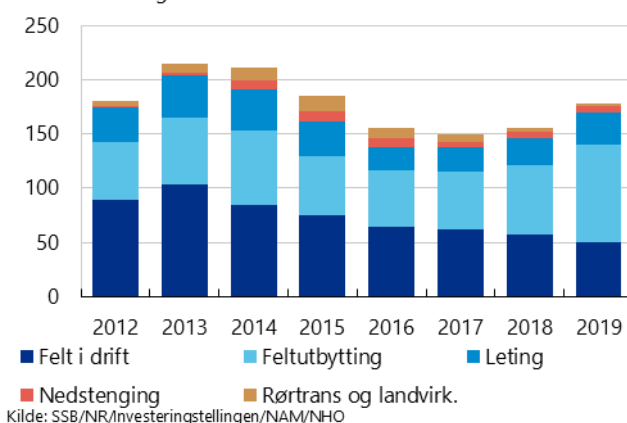
Ifølge nasjonalregnskapet har petroleumsinvesteringene økt 1,3 prosent i volum i årets tre første kvartaler, sammenlignet med samme periode i fjor.

SSBs investeringstelling for fjerde kvartal indikerer noe sterkere vekst for året som helhet.

Investeringstelingen varsler at petroleumsinvesteringene vil øke markert i 2019. Samlede petroleumsinvesteringer anslås nå til 175 mrd. kroner i 2019. Dette er en oppjustering på 10 mrd. kroner fra anslaget i august. Sammenlignet med tilsvarende anslag for 2018 indikerer dette en verdivekst på over 20 prosent. Det må imidlertid tas med i beregningen at hele syv Plan for utbygging og drift (PUD) ble levert i desember i fjor. Disse var ikke med i tellingen det nå sammenlignes med, og det er dermed rimelig å anta at oppgangen ikke blir fullt så sterk som tellingen nå isolert sett indikerer.

Norge: Petroleumsinvesteringer

Etter investeringsart. Mrd. 2018-kroner



Oppgangen i år og til neste år er i stor grad drevet av investeringer innen feltutbygging. Det rapporteres også om økte utgifter innenfor leting, mens lavere investeringer for felt i drift og rørtransport demper anslaget både i 2018 og 2019.

Ifølge nasjonalregnskapet har prisene på petroleumsinvesteringer falt med nær 8 prosent fra 2015 til 2017. Prisnedgangen fortsatte i første halvår i år, men stoppet opp i tredje kvartal. Vi har lagt til grunn at prisene vil holde seg om lag uendret de neste par årene.

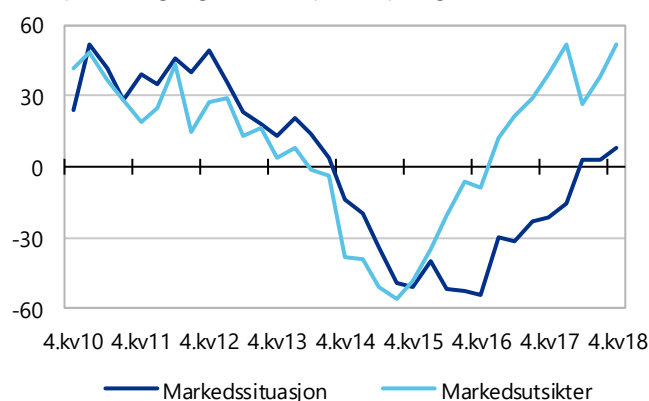
Med bakgrunn i ny informasjon fra kvartalsvis nasjonalregnskap og investeringstelingen er anslaget vårt for petroleumsinvesteringene noe oppjustert i 2018 og 2019. Vi anslår at investeringene vil øke 3,8 prosent i år, 15 prosent til neste år, og at veksten deretter vil avta.

Samtidig som petroleumsnæringen har varslet økt investeringsaktivitet, har markedssituasjonen for

våre medlemsbedrifter som leverer til petroleumsnæringen, tatt seg opp. For to år siden rapporterte 60 prosent av de oljerettede bedriftene om en vanskelig markedssituasjon. Etter dette har andelen avtatt hvert kvartal. Siden inngangen til 2018 har differansen mellom positive og negative svar så vidt vært på plussiden. Bedringen fortsatte også i fjerde kvartal. Bedriftene som leverer til petroleumsvirksomhet, har forventninger til produksjonsøkning fremover.

Markedsindeks - Oljerettet industri

Diff. positive og negative svar i prosentpoeng



Kilde: NHO/ NØB

2.4 Næringsinvesteringer på fastlandet øker forsiktig

Investeringene i fastlandsnæringene økte med 16,5 prosent i 2016 og 9,2 prosent i 2017 på årsbasis. Økningen kom etter svak utvikling i investeringene foregående år.

Det kvartalsvise nasjonalregnskapet viste økte investeringer i andre kvartal i år, men et fall på 0,2 prosent i tredje kvartal.

I SSBs investeringstelling fra november i år anslår virksomhetene i industrien at investeringene i 2018 blir 12 prosent høyere enn tilsvarende anslag for 2017 gitt i fjerde kvartal i fjor. Denne oppgangen skyldes særlig økning innenfor oljeraffinering, kjemisk og farmasøytisk industri. Næringsmiddelindustrien, maskinindustri, trelast og trevareindustri bidro positivt, mens metallindustrien dempet anslagene. Nedgangen i metallindustrien skyldes ferdigstilling av større enkeltprosjekter. Også i kraftforsyning planlegger virksomhetene økte investeringer inneværende år. Økningen i kraftinvesteringene skyldes blant annet utbygginger av vindkraft. I 2019 tyder investeringstelingen på at investeringene i sektoren vil flate ut, særlig som følge av fall i inves-

teringene i distribusjonsleddet etter hvert som installering av automatiske strømmålere ferdigstilles i år.

Ifølge investeringstelingen venter virksomhetene i industrien også investeringsoppgang neste år. Tellingen tyder på 28 prosent verdiøkning sammenliknet med tilsvarende anslag fra i fjor.

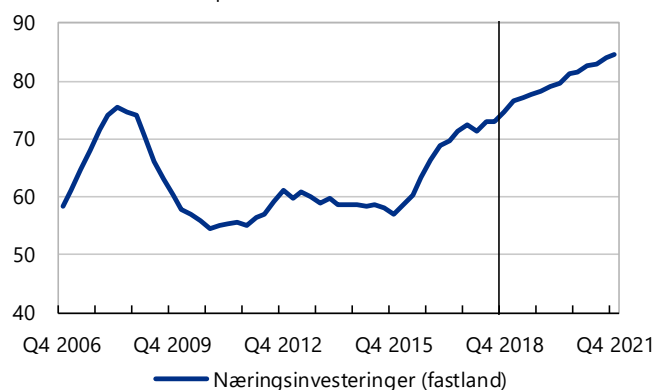
Våre medlemmer i industrinæringen venter en bredere basert investeringsoppgang neste år. I investeringstelingen er prosessindustrien fortsatt en viktig bidragsyter. For denne bransjen er særlig utviklingen i Kina av betydning. Også papir, metaller og næringsmidler bidrar positivt. Metallindustrien ser for seg økt etterspørsel etter silisium i årene fremover og venter derfor økte investeringer her.

I Norges Banks regionale nettverk er investeringsplanene rapportert i fjerde kvartal nedjustert noe sammenliknet med undersøkelsen fra august. Men bedriftene planlegger fortsatt vekst i investeringene neste år.

Med bakgrunn i ny informasjon fra kvartalsvis nasjonalregnskap og investeringstelingen er anslaget vårt for næringsinvesteringene noe nedjustert i 2018 og 2019. Vi anslår at investeringene vil øke 3 prosent i år, 4,6 prosent til neste år, og at veksten deretter vil avta.

Fastlands-Norge: Næringsinvesteringer

Mrd. kroner. Faste 2016-priser. Fire kv. sum

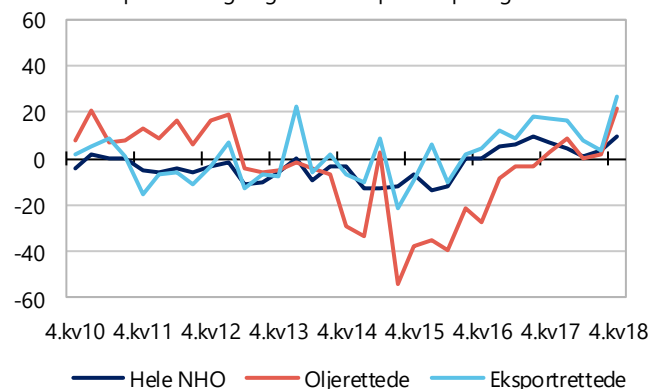


Kilde: Statistisk sentralbyrå/NAM/NHO

I Næringslivets økonomibarometer har bedriftene positive forventninger til egne investeringer i tiden fremover. Også blant de petroleumsintensive bedriftene har det vært et flertall av positive svar det siste året. Næringen melder om større optimisme blant bedriftene nå. Det gjenspeiler også omslaget i petroleumsinvesteringene, der veksten er ventet å fortsette neste år.

Markedsutsikter - Investeringer

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



Kilde: NHO/NØB

2.5 Utviklingen i næringsinvesteringene over tid

Hva bestemmer næringsinvesteringene?

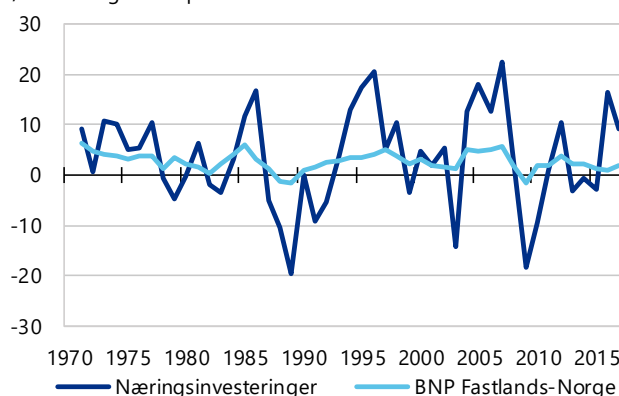
Formålet med enhver næringsinvestering er å øke bedriftens produksjonskapasitet og inntjeningsmuligheter. Investeringer har samtidig en kostnad, enten ved at eierne må binde kapital eller ved at bedriften må ta opp lån og dermed øke sine rentekostnader. Investeringen er først lønnsom dersom den forventes å gi en avkastning som er høy nok til å dekke kostnadene ved å finansiere den. Finansieringskostnadene reflekterer investors krav til avkastning. Litt forenklet kan man dermed si at det er to størrelser som påvirker bedriftenes investeringsatferd: Forventet avkastning av investeringen og avkastningskravet til investoren.

Det vil naturligvis være en rekke forhold som påvirker begge disse størrelsene, særlig på kort sikt. Eksempelvis kan forventningene om fremtidig avkastning være styrt av stemningen i det aktuelle markedet, konjunktursituasjonen i økonomien for øvrig, kapitalslitet på eksisterende kapitalbeholdning, nivået på og utviklingen i lønnskostnader og skattemessige vilkår. Kravet til avkastning vil på sin side kunne påvirkes av bl.a. det generelle rentenivået, oppfatninger om usikkerhet og risiko, situasjonen i finansmarkedene gjennom tilgangen på kreditt og likviditetssituasjonen i bedriftene. De mange forholdene som påvirker både utsiktene til avkastning og avkastningskravet, gjør at det gjerne er krevende å forklare den faktiske utviklingen i næringsinvesteringene, spesielt over et kortere tidsrom.

Noe av det mest slående med forløpet til næringsinvesteringene over tid, for eksempel gjennom en konjunkturfase, er at de varierer langt mer enn produksjonen eller konsumet i økonomien. Investeringsatferden i bedriftene har derfor stor betydning for konjunkturforløpet. Hvorfor investeringene svinger såpass mye, kan ha flere forklaringer, men er likevel ikke fullt ut forstått innenfor økonomifaget. Én forklaring kan være konsumtjevning i husholdningene. I en høykonjunktur vil konsumet vokse mindre enn inntektsveksten fordi husholdningene ønsker å jevne ut konsumet over tid. Dermed blir en større del av inntekten tilgjengelig for investeringer. En annen forklaring kan være at investeringene responderer raskt på de variablene som svinger gjennom en konjunkturfase. En tredje forklaring kan være av mer praktisk art, nemlig at investeringsetterspørselelen ofte er diskret av natur – den lar seg i mindre grad stykke opp enn konsumet. Dersom en investering først foretas, handler det som regel om anskaffelser av et visst omfang, f.eks. én fabrikk eller én maskin.

Fastlands-Norge: Investeringer og BNP

År/år-endring. Faste priser. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå/NHO

I faglitteraturen har det opp gjennom årene blitt lansert en rekke ulike teorier om hva som er de viktigste driverne bak investeringsutviklingen i økonomien. En av de mest klassiske teoriene, den såkalte Tobins q-teorien, sier at det er attraktivt for bedriftene å investere så lenge markedsverdien av kapitalen overstiger kostnaden ved å erstatte den.² Resonnementet bak er at realkapitalen i dette tilfellet har en høyere forventet verdi i den aktuelle bedriften enn i sin beste alternative anvendelse. Dermed vil

² Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1969), s. 15–29.

det være lønnsomt å investere mer i den aktuelle bedriften. Siden markedsverdien av en bedrifts kapitalbeholdning gjerne reflekteres i aksjekursen, kan aksjekursene brukes som en indikator for investeringene, og en rekke studier har funnet en sammenheng mellom aksjekurser og investeringer.³

Andre modeller, såkalte akseleratormodeller, har forsøkt å forklare investeringsutviklingen med endringer i produksjonsvekst og kapitalslit. Økt produksjon i økonomien resulterer i økt utnyttelse av eksisterende kapitalbeholdning og kan, i alle fall på kort sikt, ses på som et mål på forventet avkastning av å investere i ny kapital. Stort kapitalslit vil på sin side redusere produksjonsmulighetene og derfor gjøre det nødvendig med nye investeringer for å opprettholde produksjonen.

Såkalte neoklassiske modeller inkluderer brukerprisen på kapital som forklaringsvariabel. Brukerprisen uttrykker bedriftens reelle kostnader ved å disponere kapital over en tidsperiode, og består av kapitalslit, rentekostnader, verdiendring på kapitalen og skattekostnader. Det er rimelig å anta at brukerprisen har en betydelig innvirkning på investeringene, kanskje særlig på noe lengre sikt.

I senere år har man blitt mer opptatt av betydningen av finansielle forhold for investeringsatferden, for eksempel bedriftenes tilgang på kreditt og bedriftenes soliditet og likviditetssituasjon. Det er blitt godt etablert i litteraturen at endringer i finansielle forhold ikke bare påvirker finansieringsstrukturen til bedriftene, men også investeringsomfanget. Det skyldes at det som følge av asymmetrisk informasjon ikke er kostnadsfritt for bedriftene å endre finansieringssammensetningen. Den såkalte "hakkeordensteorien" går ut på at bedriftene først vil ønske å bruke opptjent egenkapital, deretter gjeld og til slutt innskutt egenkapital når andre finansieringskilder er uttømt.⁴ Avhengig av hva som er bedriftens marginale finansieringskilde, vil økte lånekostnader eller økt avkastningskrav på egenkapitalen, for eksempel grunnet uro i finansmarkedene, kunne øke de samlede finansieringskostnadene og dermed gjøre færre investeringer lønnsomme.

En del studier har fremhevet usikkerhet og svingninger som en selvstendig indikator for utviklingen i

næringsinvesteringene, enten dette er svingninger i aksjekursene, politisk usikkerhet eller usikkerhet om den fremtidige konjunkturutviklingen. Antagelsen er at mer usikkerhet øker risikoen og dermed kravet til avkastning ved vurdering av investeringsprosjekter. Usikkerheten bidrar således til å redusere investeringsomfanget i økonomien.

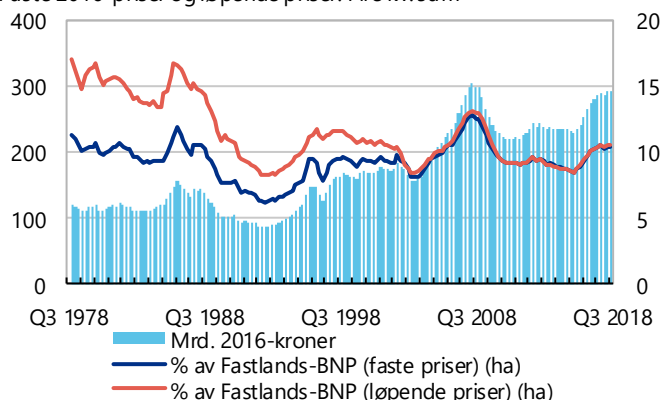
Langsiktig utvikling i fastlandsinvesteringene

Næringsinvesteringene i fastlandsøkonomien har gjennom de siste tiårene variert betydelig, både målt i volum og som andel av verdiskapingen. Tendensen er at utviklingen i næringsinvesteringene langt på vei følger konjunktursvingningene, men med større fluktuasjoner enn verdiskapingen.

For eksempel falt næringsinvesteringene betydelig både under bankkrisen på slutten av 1980-tallet og under finanskrisen 20 år senere. Reduksjonen var omtrent 45 prosent fra 1986-1992. Det tilsvarer seks prosentenheter målt som andel av BNP for Fastlands-Norge. Under finanskrisen falt næringsinvesteringene noe mindre, men i 2014 var de fortsatt fire prosentenheter lavere enn i 2008 målt som andel av BNP for Fastlands-Norge. Det skjedde etter at verdien nesten doblet seg i høykonjunktoren forut for finanskrisen. Fastlandsinvesteringene fortsatte å falle frem mot slutten av 2015, bl.a. som følge av fallet i oljeprisen og lavere etterspørsel fra petroleumsektoren.

Fastlands-Norge: Næringsinvesteringer

Faste 2016-priser og løpende priser. Fire kv. sum



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/NHO

Selv om næringsinvesteringene har variert mye over tid og gjennom konjunktursvingningene, utgjør de om lag like mye av verdiskapingen i dag som de har

³ Se bl.a. Banerjee m.fl. (2015). (Why) Is investment weak? BIS Quarterly Review, March 2015. s. 67-82.

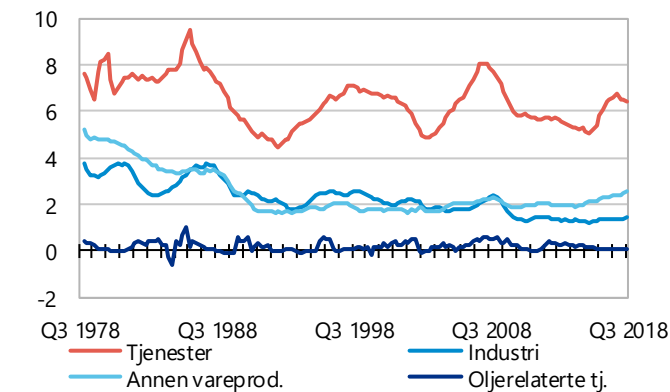
⁴ Myers, S. og N. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that

investors do not have. Journal of Financial Economics 13 (2): 187-221.

gjort de siste tiårene, i alle fall når investeringene og verdiskapingen måles i faste priser. I løpende priser har det vært en gradvis fallende trend, særlig utover 1980-tallet, noe som skyldes lavere relative priser på kapitalvarer over perioden.

Fastlands-Norge: Næringsinvesteringer

Løpende priser. Fire kv. sum. Prosent av BNP FN



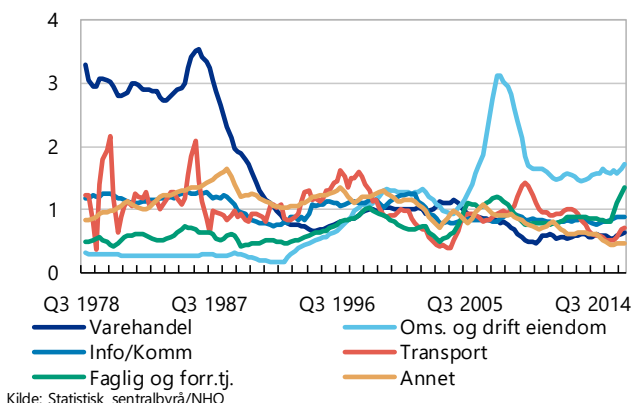
Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/NHO

Forløpet til investeringene har vært ulikt for ulike næringer. Investeringene i tjenestenæringene utgjør en stor del av de samlede næringsinvesteringene, noe som innebærer at en vesentlig del av svingningene i næringsinvesteringene kan forklares av de forholdene som påvirker tjenestenæringen. Det kraftige fallet i næringsinvesteringenes andel av verdiskapingen mot slutten av 1980-tallet og utover 1990-tallet skyldes for eksempel lavere verdi av investeringene i varehandelen. Den store økningen i årene i forkant av finanskrisen skyldes på sin side en kraftig økning av verdien av investeringene innenfor omsetning og drift av fast eiendom. Endringer i investeringene kan også ha sammenheng med strukturelle endringer i næringene. For eksempel var det tidligere mer vanlig at en virksomhet eide sine egne lokaler, mens eierskapet nå oftere er skilt ut i egne eiendomsselskaper.

Investeringene i andre næringer, som kraftproduksjon, har vært mindre konjunkturfølsomme over tid. Det er heller ikke overraskende, ettersom investeringene i kraftsektoren i hovedsak er langsiktige, planlagte og til dels politisk bestemte investeringer. De reflekterer behov og ønsker om utbygging, vedlikehold og oppgradering.

Tjenester: Næringsinvesteringer

Løpende priser. Fire kv. sum. Prosent av BNP FN

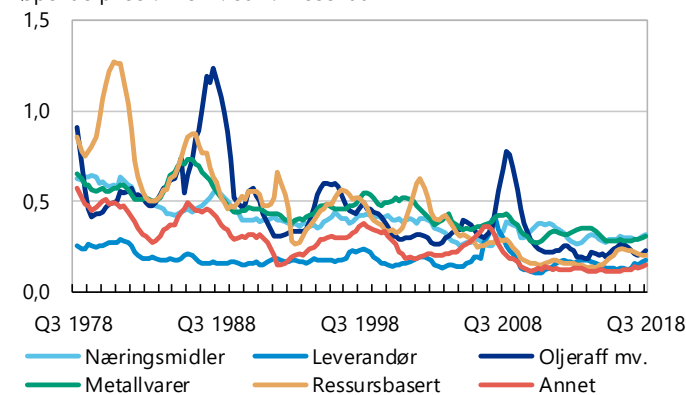


Kilde: Statistisk sentralbyrå/NHO

Industrien er variert, og de ulike bransjene er forskjellige også hva gjelder investeringsmønster. Investeringene innenfor oljeraffineri, kjemisk og farmasøytisk industri og innenfor de ressursbaserte næringene har variert mye i forhold til de andre næringene når man ser på investeringsutviklingen siden 1978. Leverandørindustrien, som her omfatter reparasjon av maskiner og utstyr samt verft og transport, har variert i mindre grad.

Industri: Næringsinvesteringer

Løpende priser. Fire kv. sum. Prosent av BNP FN



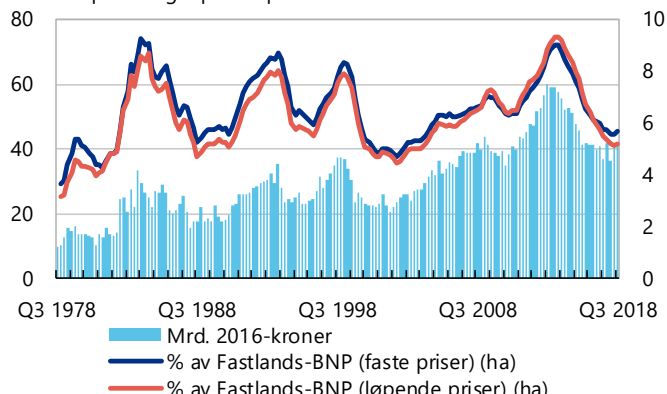
Kilde: Statistisk sentralbyrå/NHO

Langsiktig utvikling i petroleumsinvesteringene

Petroleumsvirksomheten har stått for en stadig større andel av bruttoproduktet i økonomien siden 1970-tallet. Investeringene har økt med utbyggingen av sokkelen, fra 54 mrd. 2016-kroner i 1980 til toppåret i 2013, da investeringene var nesten 230 mrd. 2016-kroner. Oljeinvesteringene nådde et toppunkt i tredje kvartal 2013. Investeringene avtok dermed allerede om lag et halvt år før oljeprisen begynte å falle. Årsaken var at flere større oppgraderingsprosjekter i felt i drift var i ferd med å ferdigstilles. Det påfølgende oljeprisfallet bidro imidlertid til at investeringsfallet ble kraftigere og varte lengre.

Norge: Petroleumsinvesteringer

Faste 2016-priser og løpende priser. Fire kv. sum



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Thomson Datastream/NHO

Petroleumsinvesteringenes utvikling, målt i forhold til fastlands-BNP, vises i figuren. Sammenhengen med den generelle konjunkturutviklingen virker ikke å være like klar for petroleumsinvesteringene som for fastlandsinvesteringene. Særlig er sammenhengen med globale tilbakeslag i verdensøkonomien mindre tydelig. Finanskrisen svekket for eksempel ikke petroleumsinvesteringene i like stor grad som investeringene i fastlandsnæringene. Det kan delvis skyldes at petroleumsinvesteringene i større grad er drevet av næringsspesifikke forhold, for eksempel utviklingen i oljeprisen, enn av utviklingen i verdensøkonomien. Samtidig er petroleumsinvesteringene så store i forhold til fastlandsøkonomien at de påvirker konjunkturutviklingen i norsk økonomi. Petroleumsinvesteringene falt med omtrent 30 prosent fra 2014 til 2017 i forbindelse med oljeprisfallet, noe som også vises tydelig i figuren. Lavere petroleumsinvesteringer bidro til å dempe aktiviteten i fastlandsøkonomien i denne perioden.

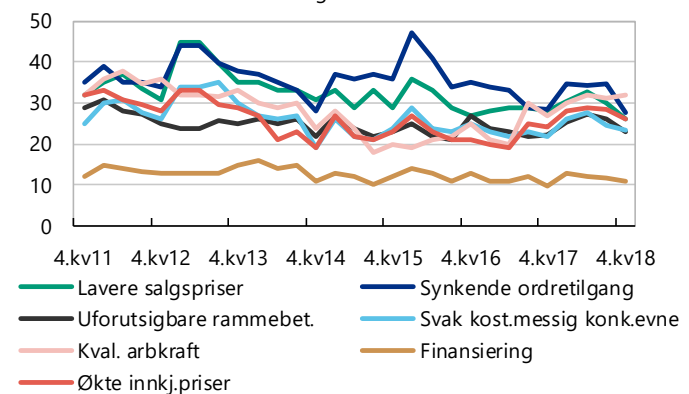
Hva sier bedriftene om investeringshindringer?

I vår medlemsundersøkelse, Næringslivets økonomibarometer, spør vi bedriftene om hvilke faktorer som er de viktigste hindringene for deres investeringsmuligheter.

Salgspriser, ordretilgang og tilgang på kvalifisert arbeidskraft har vært blant de viktigste utfordringene for investeringer og ekspansjon ifølge Næringslivet økonomibarometer. Den kostnadmessige konkurranseevnen avhenger først og fremst av lønnsnivået relativt til det hos våre handelspartnere og av valutakursutviklingen. Det er færre som svarer at finansieringsmuligheter er en stor utfordring.

Hinder for ekspansjon/investering

Andel som svarer "Stor utfordring". Prosent



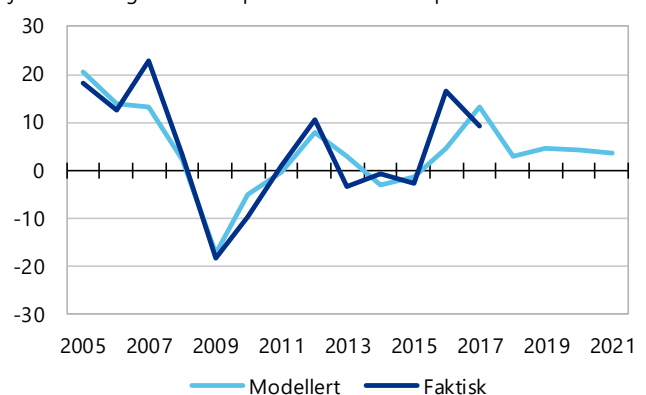
Kilde: NHO/NØB

Modellering av investeringsutviklingen

NHO benytter seg av makromodellen [NAM](#) (Norwegian Aggregate Model) til å utarbeide prognoser for norsk økonomi. I denne modellen er næringsinvesteringene i Fastlands-Norge en modellbestemt («endogen») størrelse og bestemmes av flere av de variablene som er omtalt ovenfor. Utviklingen i investeringene avhenger sterkt av produksjonsveksten i fastlandsøkonomien, målt ved fastlands-BNP, både inneværende og tidligere års produksjonsvekst. Andre variabler som påvirker næringsinvesteringene, er realrenten (dog med en nokså svak og ikke signifikant effekt), bedriftenes disponible inntekt (relativt til investeringsvolumet) og historisk kredittvekst. De to sistnevnte variablene kan ses på som indikatorer for tilgangen på henholdsvis intern (opptjent egenkapital) og ekstern (gjeld) finansiering.

Fastlands-Norge: Næringsinvesteringer

Gjennomsnittlig årsvekst i prosent. Faste 2016-priser



Kilde: Statistisk sentralbyrå/NAM/NHO

Hovedbildet er at modellen forklarer en vesentlig del av de siste års utvikling i næringsinvesteringene.

I 2019 og 2020 predikerer modellen en vekst i næringsinvesteringene på henholdsvis 4,6 og 4,4 prosent. Investeringsveksten trekkes opp av den generelle aktivitetsøkningen hjemme og ute. Vekstanslaget er allikevel å betrakte som relativt moderat, sett i forhold til tidligere perioder med høykonjunktur. Dette må sees i sammenheng med høyere realrenter, som i modellen påvirker investeringene både direkte og indirekte gjennom disponibel inntekt.

Norges Bank har tidligere forsøkt å modellere utviklingen i investeringene i Norge over en lengre tidsperiode ved hjelp av en del av de samme forklaringsvariablene som omtalt ovenfor.⁵ I deres foretrukne modell, som forklarer mest av investeringsutviklingen, inngår effekten av renten, fastlands-BNP, lønnsomheten til foretakene, tilgangen på finansiering og bedriftenes fremtidsutsikter (målt ved forholdet mellom aksjekurser og bokførte verdier i bedriftene). Alle variablene anslås å ha en signifikant effekt på investeringene.

2.6 Flat utvikling i boligprisene siste kvartal...

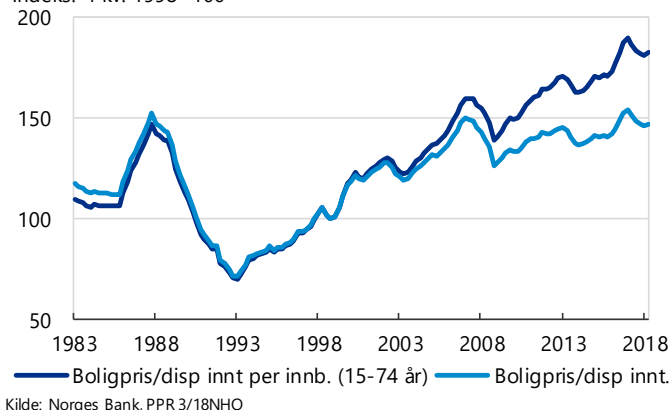
Med unntak av noen relativt kortvarige tilbakeslag, har boligprisene i Norge steget markert de siste 25 årene. Siden finanskrisen har boligprisene i gjennomsnitt steget med om lag 7 prosent årlig. Dette er sterkere enn inntektsveksten i perioden. Målt som andel av disponibel inntekt per innbygger er derfor boligprisene nå på et historisk høyt nivå. Den sterke boligprisveksten må sees i sammenheng med et lavt rentenivå og at befolkningsveksten har vært sterkere enn veksten i boligbyggingen gjennom store deler av den siste tiårsperioden. I og med at kun et fåtall er husløse, tilsier dette at gjennomsnittlig husholdningsstørrelse har økt, for eksempel ved at ungdom bor lenger hjemme.

Gjennom 2016 økte boligprisveksten kraftig og nådde en foreløpig topp tidlig året etter. Deretter falt prisene gjennom resten av året. Bunnen ble passert i januar i år, og det neste halvåret steg igjen prisene nokså markert. Etter sommeren har imidlertid prisveksten stanset opp. Ifølge Eiendom Norges prisindeks falt boligprisene 0,5 prosent sesongjustert i november. Utflatingen i boligprisene de siste

månedene gjelder de fleste deler av landet.

Norge: Boligpriser ift. disponibel inntekt

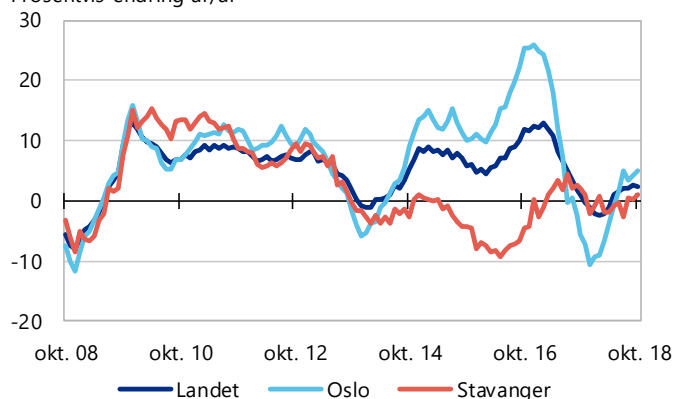
Indeks. 4 kv. 1998=100



Selv om prisutviklingen har vært svak, har aktivitetsnivået i boligmarkedet vært relativt høyt. Det har vært økning i både antall solgte boliger og antall boliger lagt ut for salg det siste året. Særlig har antall boliger lagt ut for salg økt. Dette kan være med på å forklare den noe svake prisutviklingen.

Boligpriser

Prosentvis endring år/år



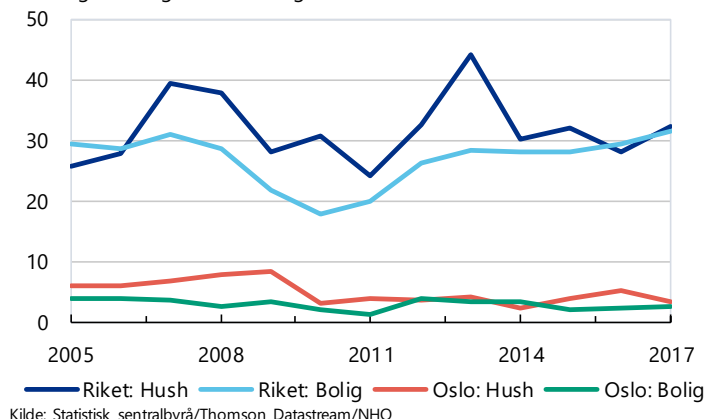
Etter en periode med lavere vekst i boligbyggingen enn i befolkningen, skjøt boligbyggingen fart i 2014. Frem til sommeren 2017 økte antall igangsettinger markert. Oppgangen var sterkere enn veksten i antall husholdninger, og dette kan ha bidratt til boligprisfallet gjennom 2017. I tillegg må prisfallet sees i sammenheng med at boliglånsforskriften ble strammet inn ved inngangen til 2017. Blant annet ble egenkapitalkrav ved boligkjøp økt. Innstramningen ble vedtatt videreført i 2018.

⁵ Andersen, H og M.A. Walle (2015). Hva forklarer utviklingen i foretaksinvesteringene? Staff Memo 2/2015, Norges Bank.

Fortsatt bedring i arbeidsmarkedet og den generelle konjunkturoppgangen gir grunnlag for å anta at boligprisene øker noe fremover. Utsikter til høyere rente og fortsatt høyt boligtilbud sammen med avtakende befolkningsvekst bidrar imidlertid til at oppgangen blir beskjeden. Vi anslår at boligprisene øker med 1,5 prosent i år, og at veksten holder seg rundt 2 prosent ut prognoseperioden.

Norge: Husholdninger og boliger

Endring år/år og fullførte boliger. 1000

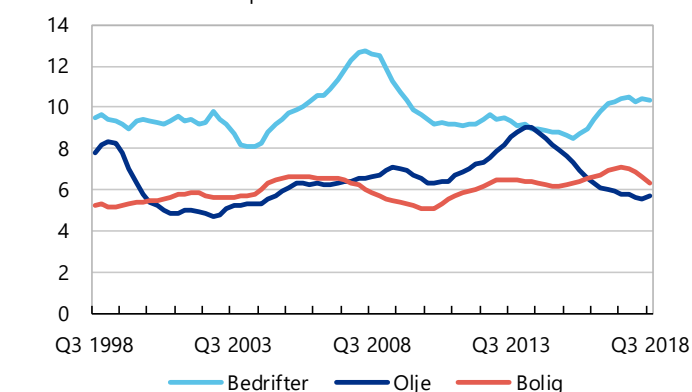


2.7 ...mens boliginvesteringene faller

Boliginvesteringene vokste nær 20 prosent fra 2014 til 2018, til 7 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Oppgangen var en viktig vekstimpuls til fastlandsøkonomien i perioden med lavkonjunktur etter oljeprisfallet. For ett år siden snudde imidlertid oppgang til nedgang, og siden da har boliginvesteringene falt markert.

Norge: Bruttoinvesteringer

Mrd. kroner. Faste 2016-priser. Fire kv. sum. %F-BNP



Fallet i boliginvesteringene fortsatte i tredje kvartal i år, men svakere enn i de to foregående kvartalene. Vi anslår at boliginvesteringene vil falle med 9 prosent fra 2017 til 2018, ligge flatt neste år, og deretter

bare vokse svakt. Dette har sammenheng med at boliginvesteringene har nådd et høyt nivå og at befolkningsveksten har avtatt. Lavere boligprisvekst og høyere rentenivå bidrar også til å dempe veksten.

2.8 Svak utvikling i varekonsumet

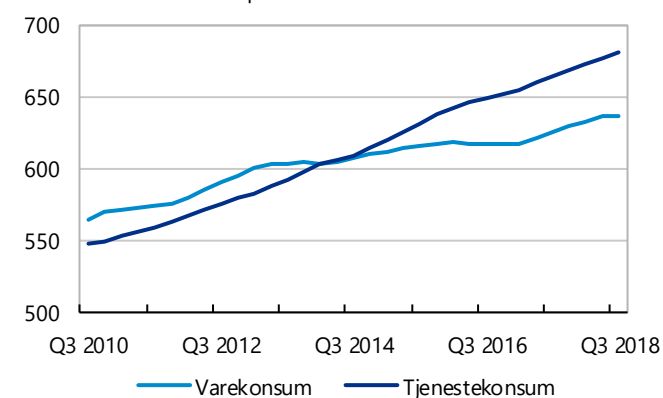
Etter bare 1,2 prosent vekst i konsumet i 2016, økte husholdningskonsumet med 2,2 prosent i fjor. De første tre kvartalene i år var konsumet 1,9 prosent høyere enn i samme tidsrom i fjor.

Forbruksveksten dras ned av svak vekst i varekonsumet. Hittil i år har vareforbruket bare økt med litt over én prosent. Blant annet har kjøp av mat- og drikkevarer holdt seg nær uendret. Dertil har forbruket variert mye de siste kvartalene. Særlig har svingninger i bilkjøpene bidratt til dette.

Svakere vekst i varekonsumet enn i tjenestekonsumet er imidlertid ikke noe nytt. Mellom 2013 og 2017 økte tjenestekonsumet samlet med 11 prosent, målt i volum, mens varekonsumet bare økte 4 prosent. Dette avspeiler strukturelle vridninger i forbruket. Blant annet er en stadig større andel av konsumet utgifter knyttet til reising, kultur og fritid.

Norge: Husholdningers konsum

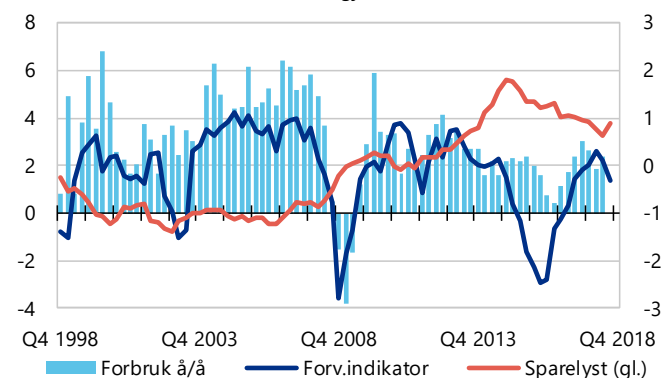
Mrd. kroner. Faste 2016-priser. Fire kv. sum



Etter flere år med sterk fremtidstro, har husholdningenes forventninger dempet seg tre kvartalet på rad. Det er forventningene til egen økonomi det neste året som trekker ned barometeret. Forventningene til landets økonomi økte derimot i siste kvartal. I fjerde kvartal økte andelen som oppgir at de ønsker å spare mer.

Privat forbruk og forventningsindikator

Forbrukertillit: Standardavvik fra hist.gjennomsnitt (ha)



Kilde: Thomson Datastream/NHO

Utviklingen i husholdningskonsumet vil over tid avhenge av utviklingen i husholdningenes disponible realinntekter. Netto lønnsinntekter er husholdningenes viktigste inntektskilde, etterfulgt av pensjoner og stønader fra offentlig forvaltning. Gjeldsrenter er en betydelig utgiftspost.

I 2017 økte husholdningenes disponible realinntekt med 1,6 prosent, når mottatt aksjeutbytte holdes utenom, etter tilnærmet nullvekst året før.

I 2018 har en tørr sommer og sterk vekst i strømprisene bidratt til å trekke konsumprisveksten opp. Konsumprisene ligger an til å øke med 2,6 prosent i år – som er høyere enn lagt til grunn av Teknisk Bergningsutvalg i mars. Med utgangspunkt i rammen fra årets lønnsoppgjør ligger det derfor an til real-lønnsvekst så vidt på plussiden i år. Norges Bank økte styringsrenten med 0,25 prosentpoeng i september i år og varslet da at styringsrenten vil bli hevet med 1½ prosentenheter innen utgangen av 2021. Siden norske husholdninger har mer rentebærende gjeld enn formue, vil høyere renter isolert sett svekke forbruket, både gjennom at det blir mer attraktivt å spare, og ved at en renteøkning øker husholdningenes renteutgifter. Grovt sett vil 1½ prosentenheter høyere lånerente redusere husholdningenes disponible inntekt med 1½ prosent.

Renteøkning og høye elektrisitetspriser bidrar til å dempe kjøpekraften i husholdningene, og dermed forbruksveksten. Samtidig trekker høyere sysselsetting i motsatt retning. Vi forventer at husholdningenes konsum øker med 1,8 prosent i år, etterfulgt av sterkere vekst til neste år. Og at veksten holder seg oppunder 2 prosent utover i prognoseperioden.

2.9 Mindre stimulans fra penge- og finanspolitikken

Pengepolitikken har de siste årene vært svært ekspansiv sett i historisk perspektiv. Styringsrenten var 0,5 prosent i to og et halvt år, før Norges Bank i september hevet renten til 0,75 prosent og deretter holdt den uendret i oktober. Den varslede rentebanen innebærer at styringsrenten økes i første kvartal neste år og deretter heves gradvis til 2¼ prosent ved utgangen av 2021.

Norges Bank begrunnet i september renteoppgangen med at det har vært god vekst i norsk økonomi det siste året. Kapasitetsutnyttningen synes nå å være nær normalt nivå.

Til rentemøtet i oktober la Norges Bank til grunn at den økonomiske veksten har vært litt lavere og prisveksten noe høyere enn anslått. Utsiktene og risikobildet synes likevel ikke vesentlig endret.

Ekspansiv finanspolitikk har også vært en viktig faktor i opphellingen av norsk økonomi siden reduserte oljeinvesteringer svekket økonomien fra 2014.

I det opprinnelige budsjettet for 2018 ble det lagt opp til et nær nøytralt etterspørselsbidrag, med en budsjettimpuls på 0,1 prosent av fastlands-BNP.

I nysaldert budsjett anslår regjeringen at bruken av oljeinntekter i 2018 er redusert til 213,8 mrd. kroner, målt ved det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Det er 17,4 mrd. kroner lavere enn i saldert budsjett for 2018 som kom for ett år siden. Det er også 6,9 mrd. kroner lavere enn anslaget for 2018 i Nasjonalbudsjettet 2019. Underskuddet er 2,5 prosent av kapitalen i Statens pensjonsfond utland og utgjør 7,2 prosent av BNP for Fastlands-Norge

Anslagene innebærer at budsjettimpulsen for 2018 nå er svakt kontraktiv, -0,3 prosent av fastlands-BNP. De endrede anslagene er en følge av den bedrede konjunktursituasjonen i norsk økonomi: Faktiske skatte- og avgiftsinntekter er økt, og offentlige utgifter bl.a. til dagpenger og folketrygden er redusert.

I Nasjonalbudsjettet for 2019 anslo regjeringen verdien av Statens pensjonsfond utland til 8700 mrd. kroner ved inngangen til 2019, mens markedsverdien av fondet nå er omtrent 8300 mrd. kroner. Endringer i oljepris og valutakurs påvirker fondets verdi. Oljeprisen har endret seg gjennom året og falt

den siste tiden. Hvis kronen styrker seg fremover, vil dette isolert sett redusere verdien av fondet.

Regjeringen presenterte i høst et budsjettforslag for 2019 med om lag nøytral innvirkning på økonomien. Budsjettforliket med KrF legger ikke opp til økt samlet bruk av oljepenger. I våre kommentarer til statsbudsjettet understreket vi betydningen av å holde veksten i oljepengebruken lavere fremover enn den har vært de siste fem årene. Det er tre viktige grunner til det. For det første tilsier ikke situasjonen i norsk økonomi at det er behov for ytterligere generelle stimulanser. Tvert imot, opphellingen i økonomien etter oljebremsen tikker videre i positiv retning. For det andre viser regjeringens egne beregninger fra Perspektivmeldingen 2017 at vi står overfor et betydelig innstrammingsbehov i offentlige finanser på lengre sikt, tilsvarende omtrent 5 mrd. 2017-kroner årlig etter 2030. Gode tider bør derfor brukes til å styrke budsjettbalansen nå slik at man reduserer innstrammingsbehovet på lengre sikt. For det tredje vil mindre impulser fra budsjettpolitikken gjøre det lettere for Norges Bank å gå gradvis frem i rentesettingen. Slik kan for sterk kronestyrking unngås.

2.10 Flere jobber, men stabil ledighet

På arbeidsmarkedet fortsetter veksten i sysselsettingen, med en veksttakt som synes å være høy og ganske stabil. Likevel ser det ut til at nedgangen i arbeidsledigheten nå har stoppet opp. Det har vært en vekst i antall ledige stillinger, men resultatene fra NHOs medlemsundersøkelse viser at mangel på kvalifisert arbeidskraft har flatet ut. Omfanget av ledige stillinger sett i forhold til ønsket sysselsetting varierer mellom yrkesgrupper og mellom næringer.

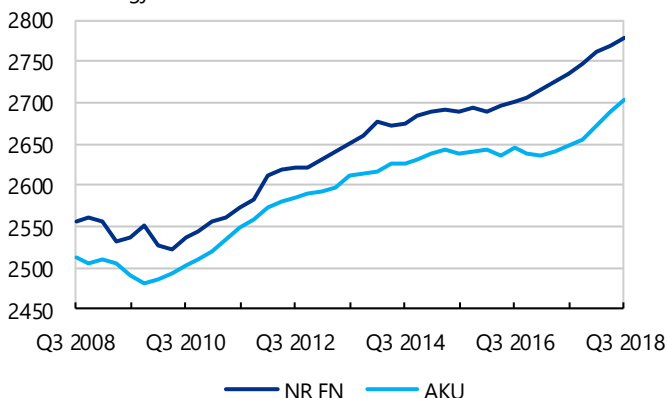
Ifølge våre prognoser til 2021 vil antall sysselsatte personer fortsett å øke de tre neste årene. Vi ser for oss en årlig veksttakt mellom 1,4 og 1,7 prosent. AKU-arbeidsledigheten ventes å gå videre ned mot 3,4 prosent i 2021.

Sysselsettingsveksten fortsetter

Ifølge nasjonalregnskapet steg sysselsettingen i Fastlands-Norge med 43 000 personer fra tredje kvartal i fjor til samme kvartal i år. Det tilsvarer en årlig vekst på 1,6 prosent. I økonomien som helhet var tilsvarende sysselsettingsvekst 0,1 prosentpoeng svakere. Over samme tidsrom steg antall utførte timeverk med 2,1 prosent i Fastlands-Norge og med 2 prosent i norsk økonomi samlet.

Sysselsatte

1000. Sesongjustert



Kilde: Thomson Datastream/NHO

SSBs Arbeidskraftsundersøkelse (AKU) viser en noe høyere sysselsettingsvekst i tredje kvartal, på om lag 55 000 personer, sett i forhold til for ett år siden. Det tilsvarer en vekst på om lag 2,1 prosent. Menn står for tre fjerdedeler av denne sysselsettingsveksten.

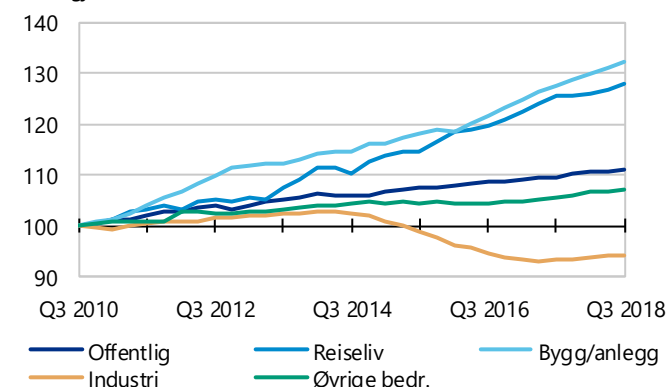
Sysselsettingsandelen for menn økte med 1,6 prosentpoeng i tredje kvartal, sett i forhold til for ett år siden. Det gir en sysselsettingsandel for menn på 70,7 prosent. For kvinner økte sysselsettingsandelen med 0,3 prosentpoeng, til 65 prosent. Sysselsettingsandelen samlet økte med 0,9 prosentpoeng, til 67,9 prosent.

Det har vært størst vekst i sysselsatte som jobber heltid, ifølge AKU. Ni av ti hadde en avtalt arbeidstid på 37 timer eller mer. Antall personer som jobber lang deltid, har også økt noe, mens kort deltid har gått litt tilbake. Næringer som sysselsetter flere på heltid (37 timer og mer), er blant annet bygge- og anleggsnæringen, bergverk og utvinning av olje og gass, forretningsmessig tjenesteyting og undervisning. I helse- og sosialtjenester jobber flere enn før lang deltid (20-36 timer). I reiseliv kommer halvparten av sysselsettingsveksten på kort deltid (1-19 timer), mens sysselsatte på både kort og lang deltid går tilbake i varehandel. I industrien var endringene små i tredje kvartal, sett i forhold til for ett år siden.

Ifølge nasjonalregnskapet var sysselsettingsveksten i antall personer størst i tredje kvartal i næringer som bygg og anlegg, kommunal forvaltning, faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting, samt forretningsmessig tjenesteyting. Sistnevnte næring omfatter også utleie av arbeidskraft, som typisk svinger med konjunktorene. Relativt til hvor mange som er sysselsatte i de enkelte næringene, peker også reiseliv seg ut som en næring der det har vært sysselsettingsvekst. I industrien har sysselsettingen økt med 2 500 personer siste året.

Norge: Sysselsatte

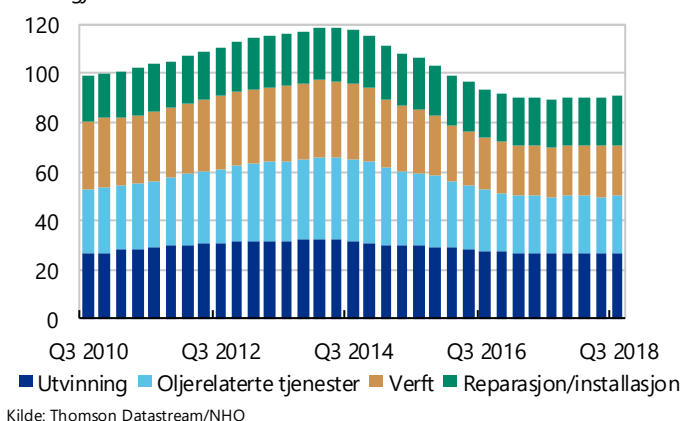
Sesongjustert, t-8=100



Sysselsettingen i de oljerelaterte næringene falt som følge av oljenedturen. Fra første kvartal 2017 har imidlertid utviklingen vært stabil. Nå ser det ut til at sysselsettingen har tatt seg noe opp. I tredje kvartal var 1 300 flere sysselsatte enn på samme tid i fjor, noe som tilsvarer en vekst på 1,5 prosent.

Norge: Sysselsatte i oljerelaterte næringer

Sesongjustert... 1000



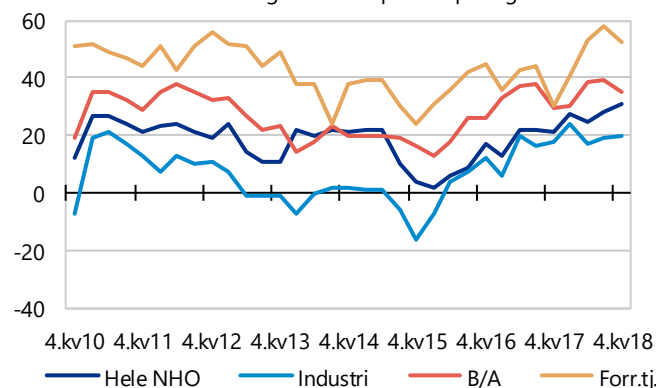
Ifølge nasjonalregnskapet tok sysselsettingsveksten seg opp gjennom fjoråret. Veksttakten i andre og tredje kvartal i år har vært på 1,5 prosent for hele økonomien. Det ser dermed ut til at sysselsettingsveksten er stabil slik konjunkturfasen nå er. I markedsrettet virksomhet på fastlandet har sysselsettingsveksten også vært stabil, men med noe høyere vekstrater. I årets to første kvartaler økte sysselsettingen med 1,8 prosent, mens veksten i tredje kvartal var 1,7 prosent. Til sammenligning vokste sysselsettingen i markedsrettet virksomhet på fastlandet med 1,3 prosent i fjor.

NHOs medlemsbedrifter rapporterer om økning i planlagte ansettelser fremover. I Næringslivets økonomibarometer svarer nå en netto på vel 30 prosent at de vil øke sysselsettingen. Denne andelen har økt jevnt siden første kvartal 2016. Næringer som varsler om høyest vekst, er bygge- og anleggsnæringen

og forretningsmessig tjenesteyting, samt faglig og teknisk tjenesteyting. I industrien har svarandelen ligget relativt stabilt på netto 20 prosent siden andre kvartal 2017. Tilsvarende netto hadde reiseliv frem til for et år siden. I år har nettoandelen som vil øke sysselsettingen, vært lavere i reiseliv.

Markedsutsikter - Sysselsetting

Diff. andel som skal øke og redusere i prosentpoeng

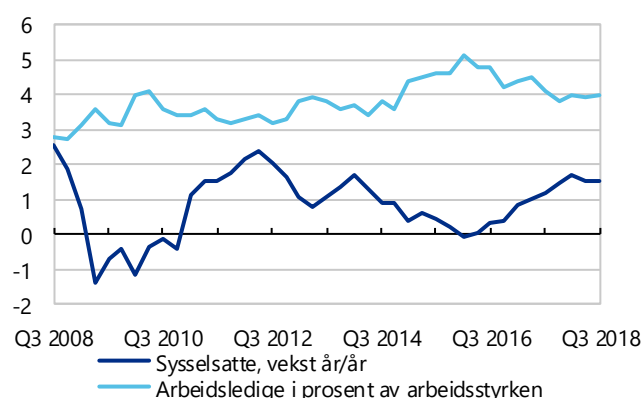


Nedgangen i arbeidsledigheten har stoppet opp

Arbeidsstyrken steg i tredje kvartal tilsvarende veksten i sysselsettingen, både som følge av økt befolkning og nedgang i antall personer utenfor arbeidsstyrken, og AKU-ledigheten ble dermed liggende uendret på 114 000 personer. Sett i forhold til arbeidsstyrken utgjør arbeidsledigheten nå 4 prosent, 0,1 prosentpoeng lavere enn i tredje kvartal i fjor. Arbeidsledigheten økte gjennom 2015 og var i første kvartal 2016 oppe i 5,1 prosent. Utviklingen de siste fire kvartalene tyder på at arbeidsledigheten nå har flatet ut på i underkant av 4 prosent. AKU fanger lettere opp personer som er ferdige med studier og står uten jobb, og som ikke har registrert seg som arbeidssøker hos NAV.

Sysselsatte og arbeidsledige

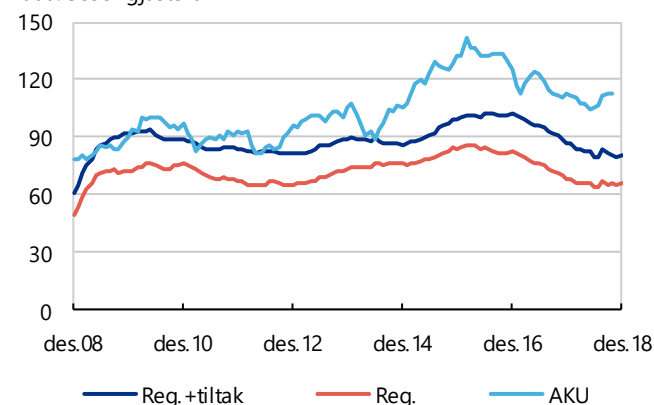
Prosent



I november ble det gjort større endringer i hvordan nye arbeidssøkere registrerer seg hos NAV. Dette fører til at arbeidssøkerne kommer raskere inn i statistikken over registrerte arbeidssøkere, og det blir flere helt arbeidsledige i statistikken. Tilsvarende vil gjelde for bruttoledigheten (summen av helt ledige arbeidssøkere og arbeidssøkere på tiltak). Tallene for arbeidsledige og tiltaksdeltakere i november er derfor foreløpig ikke sammenlignbare med året før. NAV har imidlertid korrigert for bruddet som har oppstått på grunn av registreringsendringen i sine sesongjusterte serier. Tall fra disse seriene viser at 63 500 personer var registrert som helt arbeidsledige i november, noe som tilsvarer en nedgang på 500 personer fra oktober.

Arbeidsledige

1000. Sesongjustert



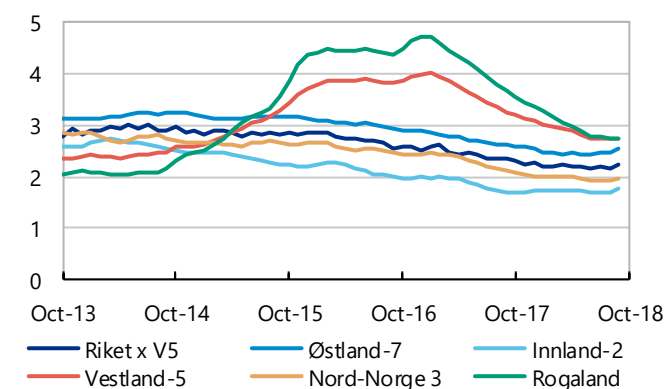
Fra juli i år har NAV sendt påminnelse på SMS til arbeidsledige om å sende meldekort dersom de fortsatt ønsker å være registrert som arbeidssøkere. Denne endringen kan observeres i tallene og figuren ovenfor. Endringen har bidratt til å løfte antall arbeidsledige hver måned med om lag 1,4 prosent. For november tilsvarer dette 900 personer.

Det har i år også blitt gjennomført endringer i regelverket for arbeidsavklaringspenger. Fra 2018 kan en arbeidsledig motta arbeidsavklaringspenger i inntil 6 måneder, mot tidligere 3 måneder. Fra våren 2018 har denne regelendringen, ifølge NAV, gitt en gradvis økning i antall helt ledige.

Til tross for noe usikkerhet som følge av brudd i statistikken fra NAV, ser det ut til at arbeidsledigheten også på Vestlandet nå flater ut. Det er noe usikkerhet knyttet til de regionale tallene som følge av at ujusterte tall ikke er korrigert for de bruddene som har funnet sted.

Registrert ledighet. Regioner

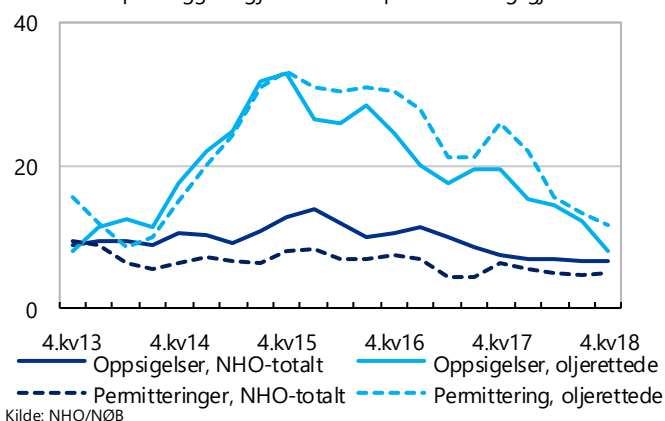
Pst. Sesongjustert vha nasjonaleses.faktorer



I Næringslivets økonomibarometer blir bedriftene spurt om de vil gjennomføre oppsigelser eller permitteringer neste tre måneder, samt om de kommer til å redusere bemanningen gjennom naturlig avgang. Ifølge undersøkelsen har andelen bedrifter, utenom de oljerettede næringene, som vil gå til oppsigelser og permitteringer, nå flatet ut. Dette kan isolert sett bidra til at tilgangen på nye arbeidsledige også flater ut. I de oljerettede bedriftene avtar fortsatt andelen bedrifter som vil gå til oppsigelser og permitteringer. For disse bedriftene nærmer andelen som vil gå til oppsigelser seg gjennomsnittet i næringslivet, mens andelen som vil gå til permitteringer, fortsatt er høyere enn for bedriftene samlet.

Oppsigelser og permitteringer

Andel som planlegger å gjennomføre i prosent. 2.kv.gl.gj

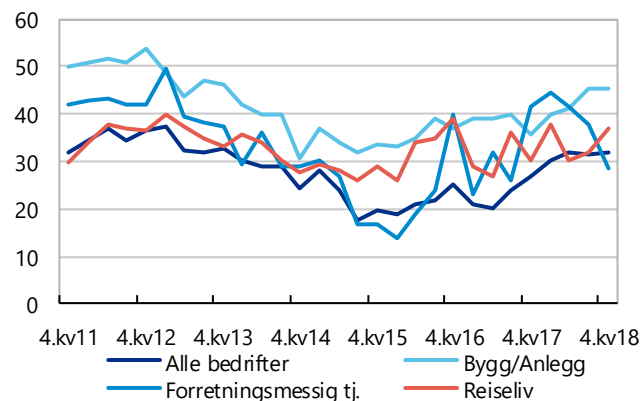


Mangel på kvalifisert arbeidskraft har flatet ut

I Næringslivets økonomibarometer svarer 32 prosent av bedriftene at manglende tilgang på kvalifisert arbeidskraft er et stort problem på kort sikt. Andelen har økt med om lag 10 prosentpoeng siden tredje kvartal 2017, men de tre siste kvartalene har andelen vært om lag uendret.

Manglende tilgang på kvalifisert arb.kraft

Andel som svarer "Stort problem". Prosent



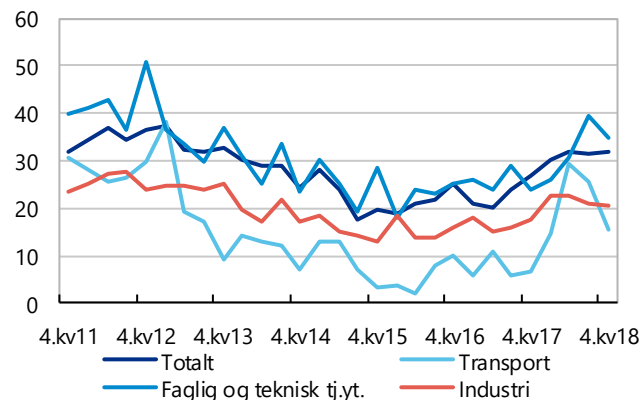
Kilde: NHO/NØB

I bygge- og anleggsnæringen og i reiselivsnæringen har andelen som melder om manglende tilgang på kvalifisert arbeidskraft, vært høyere enn gjennomsnittet i NHOs undersøkelse. Forretningsmessig tjenesteyting har tidligere ligget over gjennomsnittet, men nå ligger andelen lavere enn i NHO for øvrig. Også i bygg og anlegg har andelen flatet ut, mens de to andre næringene har nærmet seg gjennomsnittet.

I industrien svarer 20 prosent at manglende tilgang på kvalifisert arbeidskraft er et problem. Andelen ligger høyere enn under oljenedturen, men har vært avtakende de siste fire kvartalene, til tross for bedrede konjunkturer.

Manglende tilgang på kvalifisert arb.kraft

Andel som svarer "Stort problem". Prosent



Kilde: NHO/NØB

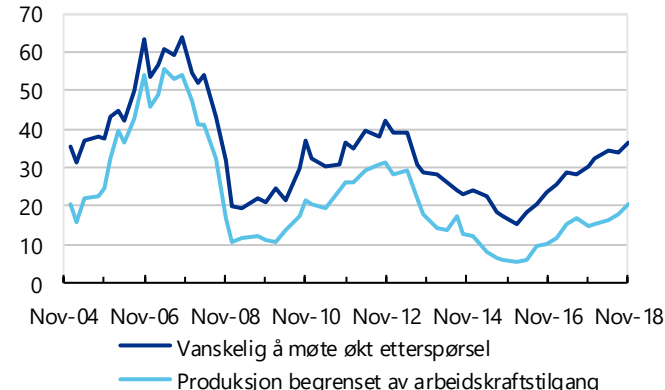
Innenfor transport og faglig og teknisk tjenesteyting har økningen i andelen som svarer stort problem, vært sterk tidligere i år. Innenfor transport økte andelen med 9 prosentpoeng gjennom det siste året, mens andelen i faglig og teknisk tjenesteyting økte med 11 prosentpoeng. Andelene i disse næringene er nå mer moderate.

Sysselsettingsveksten i virksomhetene i Norges Banks regionale nettverk har tiltatt litt siden august. De fleste næringene planlegger imidlertid litt lavere

vekst i sysselsettingen de neste tre månedene. Et unntak er oljeleverandørene, som venter tiltakende vekst fremover. Andelen bedrifter som melder om knapphet på arbeidskraft, har også økt, men andelen ligger fortsatt lavere enn gjennomsnittet for perioden fra og med 2005. I bygg og anlegg rapporteres det om mangel på erfarne prosjektledere og fagutdannede innen rør og elektro. I tjenestenæringen trekkes underskuddet på teknologikompetanse frem som en begrensning.

Reg.nettverk: Høyere kapasitetsutnyttning

Prosentandeler



Kilde: Norges Bank/Thomson Datastream/NHO

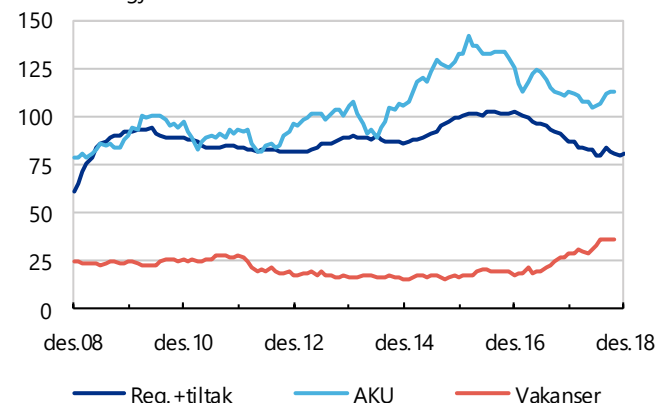
Antall ledige stillinger har økt

NAVs statistikk over ledige stillinger inkluderer stillinger som blir gjort kjent via NAV-kontorene, er registrert på nav.no eller som er offentliggjort i aviser, tidsskrift og lignende. Ifølge NAV brukte rundt fire av ti virksomheter våren 2017 ikke offentlig utlysning ved siste rekrutterte person. Det betyr at statistikken over ledige stillinger bare gir en indikasjon på hvor stort omfanget er. Virksomhetene i offentlig forvaltning, helse- og sosialtjenester og undervisning benytter i stor grad offentlige rekrutteringskanaler, mens det er mindre vanlig i virksomheter i privat sektor. I bygg og anlegg brukte om lag syv av ti ikke offentlige rekrutteringskanaler, noe som illustrerer at mange bruker egne nettverk i rekrutteringsprosesser.

I NAVs stillingsportal har antall nye utlysninger økt betraktelig fra mars 2017 blant annet som følge av at NAV automatiserte innhentingemetodene og inngikk samarbeid med ulike aktører i stillingsmarkedet. Dette gir en markant økning i statistikken over ledige stillinger. NAV peker selv på at denne økningen ikke alene kan tolkes som en økning i etterspørselen etter arbeidskraft. NAV anslår at statistikk for ledige stillinger vil være sammenliknbar med året før fra tidlig i 2019. Figuren nedenfor illustrerer beholdningen av ledige stillinger, såkalte vakanser. Også her vil serien bli påvirket av endret metode for datainnhenting.

Arbeidsledige og vakanser

1000. Sesongjustert



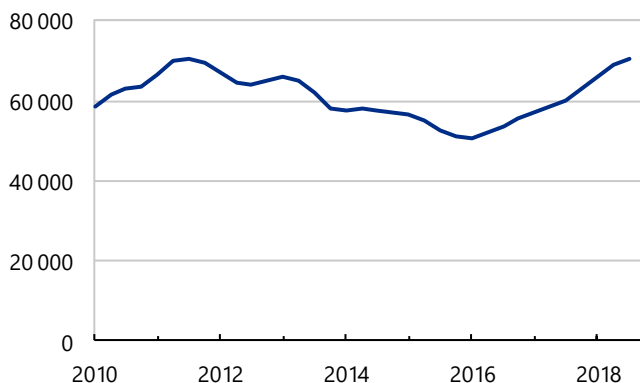
Kilde: Thomson Datastream/NHO

SSB har siden 2010 laget statistikk over ledige stillinger. Statistikken er basert på en spørreundersøkelse i et tilfeldig utvalg virksomheter hvert kvartal. Ledige stillinger må være lønnet og formelt utlyst, men utlysningen kan skje formelt eller uformelt, for eksempel gjennom andre ansatte, venner eller familie. Stillinger som utelukkende er åpne for interne søkere, tas ikke med. For næringer der uformell utlysning er særlig vanlig, kan SSBs tall gi et misvisende bilde.

Antall ledige stillinger har økt jevnt siden årsskiftet 2015-2016 og teller nå 71 500 stillinger. Dette er 20 prosent flere ledige stillinger enn i tredje kvartal i fjor. I bergverk og utvinning er antall ledige stillinger om lag tredoblet i årets tre første kvartaler sammenlignet med i fjor.

Ledige stillinger

Totalt. Trend



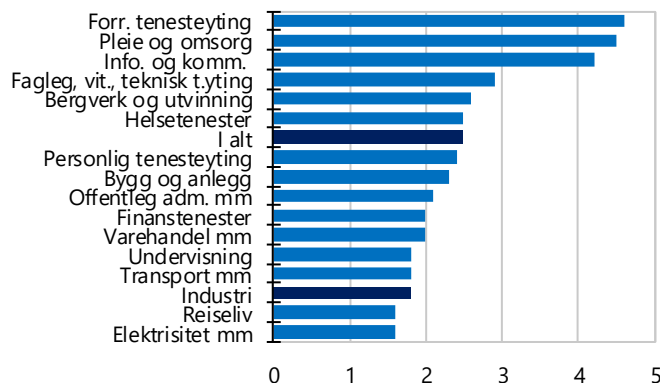
Kilde: SSB/NHO

SSB ser også på antall ledige stillinger i forhold til antall stillinger totalt (ledige stillinger og arbeidstakerforhold). I alle næringene samlet var 2,5 prosent av antall ønskede stillinger ledige når vi ser på sesongjusterte tall. Bergverk og utvinning ligger svakt høyere med et forholdstall på 2,6, mens bare 1,8 prosent av ønskede stillinger sto ledige i industrien.

I denne utvalgsundersøkelsen ligger også næringer som bygg og anlegg samt reiseliv lavere enn gjennomsnittet.

Ledige stillinger vs ønsket sysselsetting*

Prosent. 3. kvartal 2018. Sesongjustert. Noen næringer.



Kilde: SSB/NHO * Ledige stillinger og arbeidstakerforhold

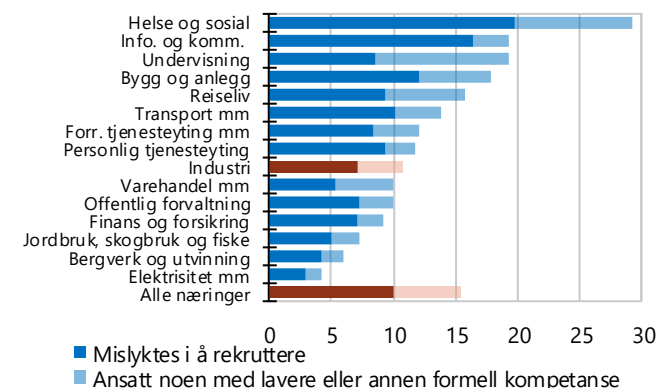
NAV: Store variasjoner i hvor stramt arbeidsmarkedet er

I sin bedriftsundersøkelse kartlegger NAV hvorvidt virksomhetene har hatt rekrutteringsproblemer i løpet av de siste tre månedene. Siste undersøkelse er fra våren 2018.

Samlet sett svarte 10 prosent at de har mislykkes i å rekruttere til ledig stilling. I tillegg svarte 6 prosent at de har ansatt noen med lavere eller annen formell kompetanse enn definert i stillingsbeskrivelsen. Det er store forskjeller mellom næringene. Virksomheter innen helse og sosiale tjenester har de største rekrutteringsproblemene. Der svarte nesten 30 prosent at de har rekrutteringsproblemer. Andre næringer over gjennomsnittet er informasjon og kommunikasjon, undervisning, bygg og anlegg, samt reiseliv. Næringer under gjennomsnittet er blant annet industri, varehandel og utvinning.

Virksomheter med rekrutteringsproblem

Tre siste måneder, våren 2018. Prosent

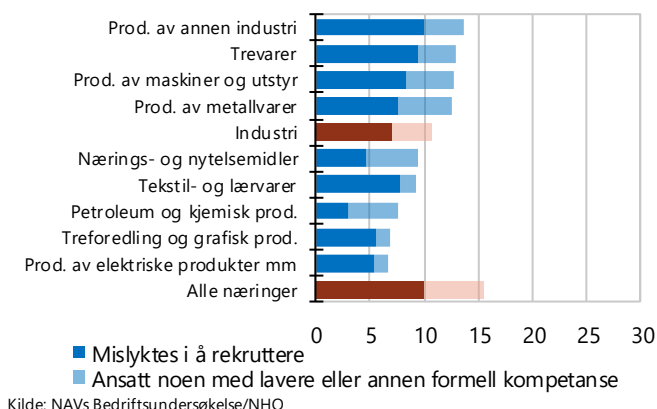


Kilde: NAVs Bedriftsundersøkelse/NHO

I industrien svarte 11 prosent at de hadde hatt rekrutteringsproblemer. Dette er 5 prosentpoeng lavere enn gjennomsnittet for alle virksomhetene. Variasjonen innen industrien er mindre enn når vi ser på hele næringslivet, og ifølge svarene har alle bransjene mindre rekrutteringsproblemer enn generelt.

Virksomheter med rekrutteringsproblem

Industri. Tre siste måneder, våren 2018. Prosent



Kilde: NAVs Bedriftsundersøkelse/NHO

Arbeidsmarkedet sies å være stramt når etterspørselen etter arbeidskraft er større enn tilbudet. I slike situasjoner kan arbeidsgiverne få problemer med å besette ledige stillinger, og arbeidssøkere vil lettere få seg jobb. Det er imidlertid behov for å nyansere slike fremstillinger. Arbeidsmarkedet i makro er summen av alle arbeidsmarkedene i mikro. Det kan være forskjeller i stramhet mellom yrkesgrupper og mellom ulike næringer. I tillegg kan det være variasjoner mellom ulike regioner.

Hvor alvorlig mangelen på kort sikt er, avhenger blant annet av mobiliteten til arbeidssøkerne, muligheten til å ansette noen med alternativ kompetanse, hvor lett tilgangen på utenlandsk arbeidskraft er eller hvordan muligheten er for å bruke andre ansettelsesformer enn faste ansettelser. Reguleringene av tilknytningsformer for arbeid og omfanget av blant annet midlertidige ansettelser og innleie er nærmere beskrevet i *Økonomisk overblikk 3/2018*. På lengre sikt vil også utdanning påvirke arbeidsmarkedet og eventuelle mangler på arbeidskraft.

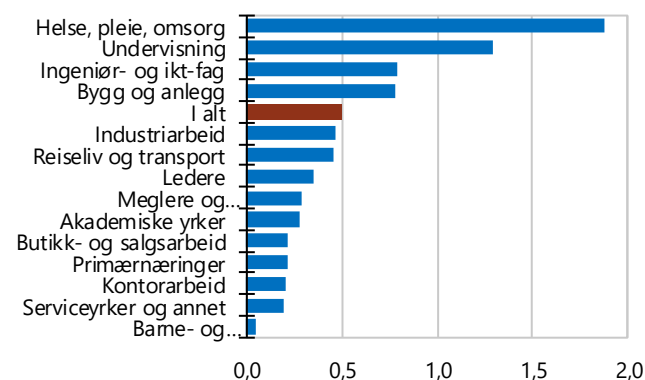
En måte å illustrere hvor stramt arbeidsmarkedet er, å se mangelen på arbeidskraft opp mot arbeidsledigheten. I bedriftsundersøkelsen anslår NAV mangelen⁶ på arbeidskraft. I vårens undersøkelse ble denne estimert til 44 400 personer, 10 600 flere

⁶ Mangel blir definert av tre spørsmål. Virksomhetene blir bedt om 1) å besvare om de har mislyktes med å rekruttere arbeidskraft de siste tre månedene, eller om de har måttet ansette noen med lavere eller annen formell kompetanse enn de søkte etter. Dersom ja, bes virksomhetene om 2) å oppgi om dette skyldes for få kvalifiserte søkere.

enn ett år tidligere. Samtidig var bruttoledigheten på 90 000. Generelt i arbeidsmarkedet var dermed mangelen på arbeidskraft halvparten av tilgangen av arbeidssøkere. Det var imidlertid store forskjeller mellom de ulike yrkesgruppene. Innen helse og omsorg var mangelen på for arbeidskraft estimert til å være nesten dobbelt så stort som tilgangen basert på antall arbeidssøkere.

Mangel på arbeidskraft / bruttoledighet

Forholdstall. Våren 2018 og februar 2018



Kilde: NAVs Bedriftsundersøkelse/NHO

I antall personer var mangelen på sykepleiere og andre helsearbeidere størst. Yrkesgrupper som tømrere og snekkere var det også stor mangel på, samt programvareutviklere og systemanalytikere.

NAVs stramhetsindikator, se figuren nedenfor, viser forholdet mellom mangelen på arbeidskraft og ønsket sysselsetting (faktisk sysselsetting pluss mangel). Denne indikatoren ser dermed den relative mangelen på arbeidskraft i forhold til sysselsettingsomfanget. Høye forholdstall indikerer et strammere arbeidsmarked enn lave forholdstall.

I de yrkesgruppene der mangelen på arbeidskraft er størst i antall personer, er stramhetsindikatoren høyest for andre helseyrker og betongarbeidere, deretter for programutviklere. Sykepleiere og spesialsykepleiere har en noe lavere stramhetsindikator, etterfulgt av tømrere og snekkere.

NAV beregner også stramhetsindikatoren for ulike næringsgrupper. For totalen lå indikatoren på 1,7 i vårens undersøkelse, mot 1,3 året før. NAV peker på at denne indikatoren ikke nødvendigvis er direkte sammenliknbar mellom virksomheter i næringer in-

Dersom svaret også på dette er ja, bes virksomhetene om 3) å oppgi hvor mange stillinger det gjelder, og innenfor hvilke yrker. Mangel på arbeidskraft blir det antall personer som her oppgis. Siden dette er en spørreundersøkelse kan det være mangel på arbeidskraft innen yrkesgrupper som vi ikke fanges opp.

nen offentlig og næringer innen privat sektor. Offentlige virksomheter vil forholde seg til budsjettmidler og rammevilkår når de svarer. Private bedrifters faktiske behov for arbeidskraft henger tettere sammen med endringer i bedriftenes markeder. Slike forskjeller gjelder også for yrkesgruppene.

På næringer viser NAVs stramhetsindikator at mangelen på arbeidskraft er størst innenfor eienomsdrift, forretningsmessig og faglig tjenesteyting, med en indikatorverdi på 4,2. Dette er en sammensatt næringsgruppe som blant annet omfatter konsulentvirksomhet, juridisk og regnskapsmessig tjenesteyting, rengjøringsbedrifter og bedrifter som driver med utleie av arbeidskraft. Andelen bedrifter i denne næringen som oppga å ha rekrutteringsproblemer, var imidlertid lavere enn gjennomsnittet for alle bedrifter, 12 prosent versus 16 prosent.

Andre næringer der stramhetsindikatoren er høyere enn for totalen, er reiseliv, informasjon og kommunikasjon, bygg og anlegg, samt helse og sosial. Næringer med lavere stramhetsindikator er blant annet varehandel og undervisning.

NAVs stramhetsindikator

Vår 2018. Mangel på arbeidskraft / ønsket sysselsetting



Kilde: NAVs Bedriftsundersøkelse/NHO

Også i industrien er stramhetsindikatoren lav. Indikatoren har en verdi på 0,7, mindre enn halvparten av totalnivået for alle næringer. Alle industrinæringene har i NAVs bedriftsundersøkelse et mindre stramt arbeidsmarked enn for næringene samlet sett.

NAVs stramhetsindikator, industri

Vår 2018. Mangel på arbeidskraft / ønsket sysselsetting



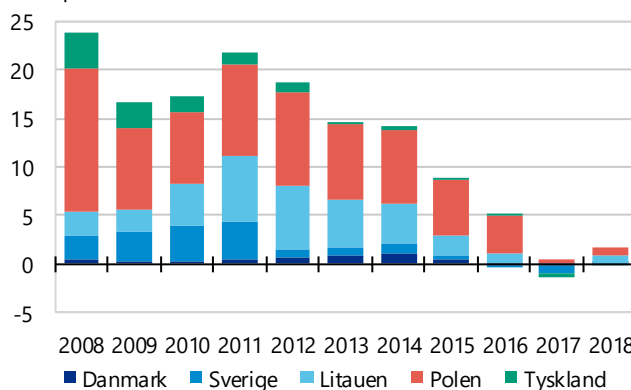
Kilde: NAVs Bedriftsundersøkelse/NHO

Arbeidsinnvandring kan dempe eventuell knapphet

De siste årene har arbeidsinnvandringen vist seg å være svært fleksibel. Nettoinnvandringen, særlig fra Sverige, Polen og Baltikum, har gått ned. Det er grunn til å tro at arbeidsinnvandringen vil kunne ta seg opp igjen dersom behovene i arbeidsmarkedet ikke dekkes gjennom tilgang på arbeidskraft fra hjemmemarkedet. Slik innvandring kan dempe det kostnadspresset som ofte følger av mangel på arbeidskraft. Nettoinnvandringen fra europeiske land har økt noe så langt i år.

Nettoinnvandring etter statsborgerskap

Tusen personer. Sum siste fire kvartaler

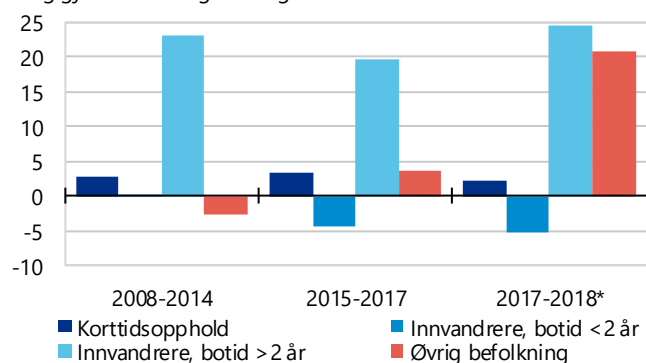


Kilde: Finansdepartementet, NB19/NHO

Også sysselsatte på korttidsopphold kan bidra til å dekke mangler i arbeidsmarkedet. Antall personer på korttidsopphold viser fortsatt vekst. Nå er sysselsettingsveksten ganske jevnt fordelt på innvandrere med botid i Norge mer enn to år og øvrig befolkning.

Tusen sysselsatte etter bakgrunn

Årlig gjennomsnittlig endring



*) Basert på tall pr 1. halvår

Kilde: Finansdepartementet, NB19/NHO

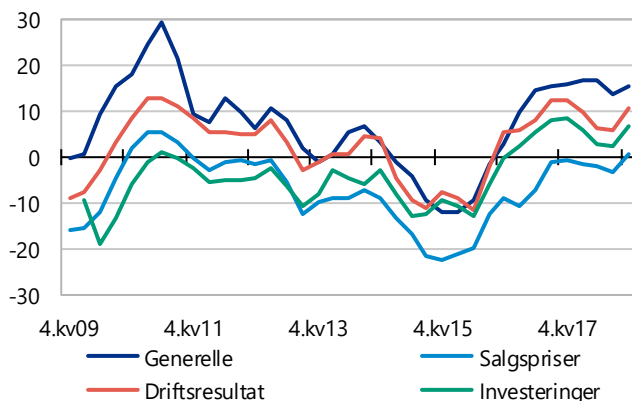
2.11 Klare forventninger om produksjonsvekst i næringslivet

I Næringslivets økonomibarometer melder våre medlemsbedrifter om klare forventninger til produksjonsøkning neste år. Markedsutsiktene har holdt seg på et høyt nivå i snart to år, etter å ha steget kraftig gjennom 2016. Samtidig har oppfatningen av markedssituasjonen blitt gradvis mer positiv, og nådde sitt høyeste nivå på ti år i tredje kvartal.

Mens de generelle forventningene til markedsutviklingen har holdt seg relativt stabil, har det vært noe mer variasjon i forventningene til fremtidig lønnsomhet og investeringer. Disse forventningene tok seg opp igjen i fjerde kvartal etter å ha falt noe i første halvår i år.

Markedsutsikter

Differanse positive og negative svar. Pp. Glattet 2 kv.



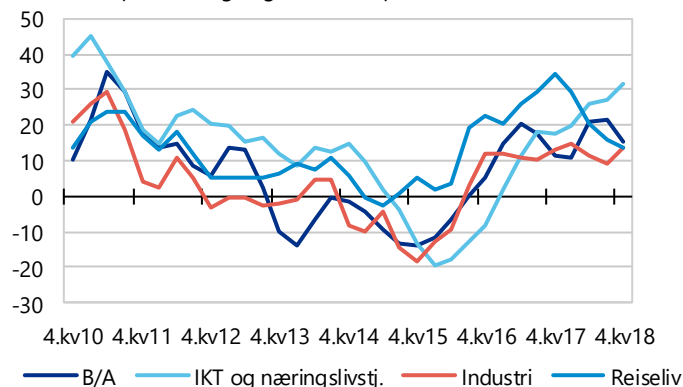
Kilde: NHO/NØB

De høyeste markedsutsiktene sees innenfor næringslivstjenester som forretningsmessig tjenesteyting og faglig og teknisk tjenesteyting. Markedsutsiktene har steget over en lengre periode i disse næringene. I industrien er det også forventninger

om oppgang, og forventningene har holdt seg om lag på samme nivå de siste to årene. I bygge- og anleggsnæringen har forventningene gått litt ned siste halvår, men i sin vurdering av markedsituasjonen nå er disse blant de mest positive. Innenfor reiseliv og varehandel har markedsforventningene dempet seg markert gjennom det siste året.

Markedsutsikter

Differanse positive og negative svar. Pp. Glattet 2 kv.

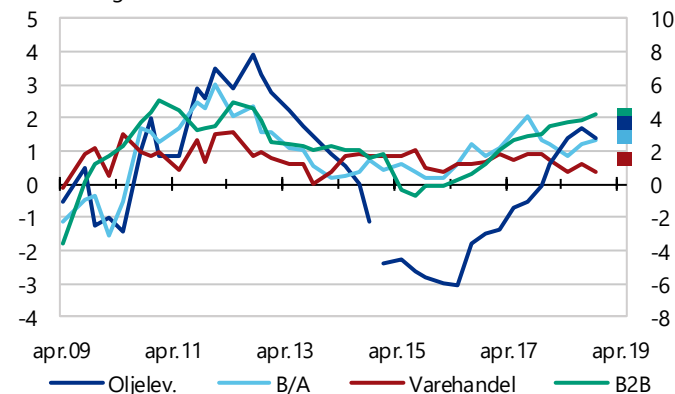


Kilde: NHO/NØB

Bedriftene i regionalt nettverk melder om god vekst i produksjonen, og produksjonsveksten er ventet å tilta noe det neste halvåret, og utsiktene er i tråd med kontaktenes forventninger tidligere i år. Høyere aktivitet i oljesektoren, økte offentlige investeringer og digitalisering av både privat næringsliv og offentlig sektor bidrar mest til veksten.

Reg. nettverk: Produksjon. Endring

Siste 3m og neste 6m. Skala -5 til +5. Prod. ha



Kilde: Norges Bank/Thomson Datastream/NHO