



NORGES BANK

1 | 17

MARS

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Norges Bank

Oslo 2017

Adresse: Bankplassen 2
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon: 22316000
Telefaks: 22413105
E-post: central.bank@norges-bank.no
Internett: <http://www.norges-bank.no>

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen
Omslag og grafisk utforming: Brandlab
Trykk: 07 Media AS
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Light

ISSN 1894-0226 (trykk)
ISSN 1894-0234 (online)

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

I møtet 8. mars 2017 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 14. mars 2017 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

Rapporten er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Innhold

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
1 HOVEDBILDET	7
1.1 Utvikling og utsikter ute	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	10
2 INTERNASJONAL ØKONOMI	13
2.1 Vekst, priser og renter	13
2.2 Land og regioner	15
- Ramme: Utviklingen i prisene på olje og gass	18
3 NORSK ØKONOMI	19
3.1 Finansielle forhold	19
3.2 Produksjon og etterspørsel	21
3.3 Arbeidsmarked og kapasitetsutnyttning	25
3.4 Kostnader og priser	29
- Ramme: Justert handlingsregel for finanspolitikken	33
- Ramme: Anslag på petroleumsinvesteringer	34
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	35
4.1 Mål og tilbakeblikk	35
4.2 Ny informasjon og vurderinger	36
4.3 Usikkerhet og kryssjekker	39
- Ramme: Kriterier for en god rentebane	40
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET	
- BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	41
5.1 Kreditt	41
5.2 Eiendomspriser	43
5.3 Bankene	44
- Ramme: Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	46
- Ramme: Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	47
- Ramme: Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for krav til motsyklisk kapitalbuffer	48
- Utdyping: Regionale forskjeller i boligkjøperes gjeldsnivå	50
VEDLEGG	53
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	54
Tabeller og detaljerte anslag	55

PENGEPOLITIKKEN I NORGE

MÅL

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

GJENNOMFØRING

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

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

BESLUTNINGSPROSESS

Styrringen fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter. Hovedstyret har seks rentemøter i året.

I forbindelse med fire av rentemøtene publiseres også Pengepolitisk rapport. Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i pengepolitikken i et møte en til to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om styringsrenten fattes dagen før rapporten offentliggjøres.

RAPPORTERING

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

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer ble fastsatt av Regjeringen 4. oktober 2013. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Beslutningsgrunnlaget skal inneholde Norges Banks vurdering av systemrisiko som bygges opp eller er bygd opp over tid. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Rådet og en oppsummerende begrunnelse sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

Norges Bank vil tilrå at bufferkravet økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer vil bli vurdert i lys av øvrige krav til bankene. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag. Kravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge. Bufferkravet er fastsatt til 1,5 prosent og vil øke til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

Hovedstyrets vurdering

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

Hos Norges handelspartnere har prisveksten lenge vært lav, og kapasitetsutnyttingen har vært under et normalt nivå. Det har bidratt til et historisk lavt rentenivå ute. Den siste tiden har inflasjonen hos handelspartnerne økt noe, og det er utsikter til at den vil tilta fremover. Samtidig er kapasitetsutnyttingen på vei opp, og den økonomiske veksten i år blir trolig høyere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Det er utsikter til at rentene ute vil øke noe raskere enn lagt til grunn i desember.

I kjølvannet av fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 er styringsrenten her hjemme blitt redusert flere ganger. Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingene i norsk økonomi, men det vil ta tid før virkningene av oljeprisfallet fases ut og aktiviteten normaliseres. Ny informasjon siden rentemøtet i desember viser at arbeidsledigheten er lavere enn anslått, og den økonomiske veksten ser ut til å ta seg noe opp. Det er utsikter til at veksten gradvis vil tilta og at ledigheten langsomt vil avta de neste årene. Etter å ha vært relativt stabil de siste månedene, har oljeprisen avtatt noe den siste tiden. Prisene på leveranser frem i tid har også falt og indikerer at oljeprisen vil holde seg nær dagens nivå i årene fremover. Kronekursen har svekket seg i det siste og er svakere enn anslått i forrige rapport.

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Den betydelige kronesvekkelsen som kom sammen med oljeprisfallet og reduksjonen av styringsrenten, løftet prisveksten. I 2016 var årsveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 3 prosent. Nå er prisveksten på vei ned, og den siste tiden har den vært lavere enn ventet. Virkningene av den tidlige kronesvekkelsen avtar, og effekten av styrkingen av kronen gjennom 2016 kommer til syne. I tillegg ble lønnsveksten i 2016 klart lavere enn anslått. Det må ses i lys av omstillinger i norsk økonomi. Moderat lønnsvekst vil trolig bidra til at prisveksten i en periode fremover blir lavere enn tidligere anslått.

Vedvarende lave renter kan gi sårbarhet i det finansielle systemet. Den høye boligprisveksten og oppgangen i gjeldsbelastningen tyder på at husholdningenes sårbarhet øker. Ved å ta hensyn til risikoen forbundet med svært lave renter, kan pengepolitikken bidra til en mer stabil økonomisk utvikling over tid. Usikkerheten om virkningene av pengepolitikken når styringsrenten er nær en nedre grense, taler for å gå varsomt frem i rentesettingen.

Etter hovedstyrets vurdering er det fortsatt behov for en ekspansiv pengepolitikk. Kapasitetsutnyttingen er under et normalt nivå, og prisveksten ser ut til å bli mellom 1 og 2 prosent de neste årene.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden legger hovedstyret vekt på at det er utsikter til at inflasjonen vil bli lavere enn tidligere ventet. Det tilsier isolert sett en lavere styringsrente i tiden som kommer. På den annen side ser oppgangen i realøkonomien ut til å ha fått feste, og arbeidsledigheten har avtatt. Inflasjonsforventningene synes godt forankret. Med en styringsrente nær dagens nivå er det utsikter til at prisveksten etter hvert vil ta seg opp igjen.

I avveilingen legger hovedstyret også vekt på risikoen forbundet med svært lave renter og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og inflasjon over tid. En enda lavere styringsrente vil kunne føre til at veksten i boligpriser og gjeld skyter ytterligere fart og øke faren for en brå nedgang i etterspørselen frem i tid. Faren for en videre oppbygging av finansielle ubalanser og usikkerheten om virkningene av en lavere styringsrente taler mot å redusere renten nå.

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

Øystein Olsen
14. mars 2017

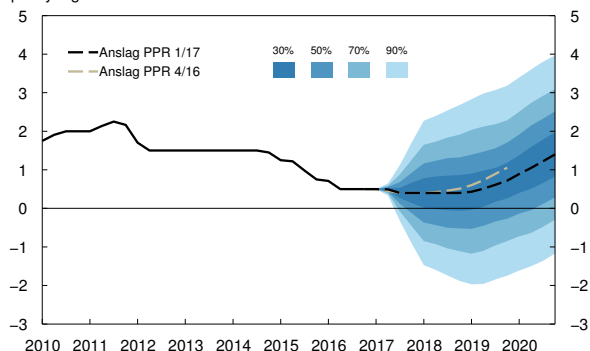
1 Hovedbildet

Prisveksten har falt, og det er utsikter til at den vil avta videre. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er under et normalt nivå, men veksten i realøkonomien ser ut til å ha fått feste og arbeidsledigheten har avtatt. Prisveksten er lavere enn ventet i forrige rapport, mens kapasitetsutnyttningen ser ut til å være litt høyere.

Prognosen for styringsrenten ligger nær ½ prosent de nærmeste årene og øker deretter gradvis fra 2019. Renteprognosen er lite endret fra forrige pengepolitiske rapport, men tilsier at renten vil holde seg nær dagens nivå noe lenger enn vi så for oss i desember.

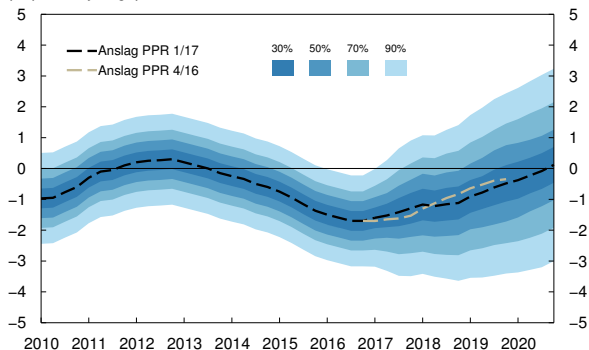
Analysene viser at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil ta seg gradvis opp fremover og nå et normalt nivå i 2020. Inflasjonen anslås å avta de nærmeste årene for så å øke litt i 2020. Sammenlignet med forrige rapport er prognosene for inflasjonen nedjustert, mens anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere for i år og litt lavere for årene fremover.

Figur 1.1a Anslag på styringsrenten med usikkerhetsvifte og anslag på styringsrenten fra PPR 4/16. ¹⁾ Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



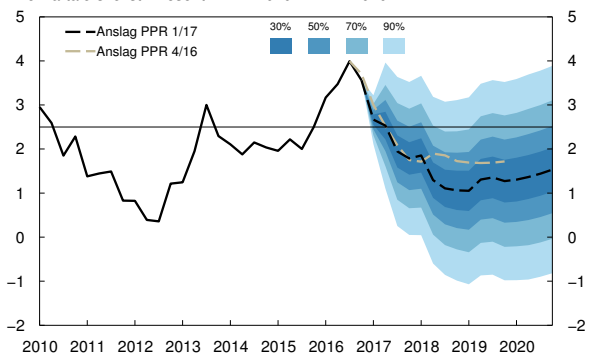
¹⁾ Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
²⁾ Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte og anslag på produksjonsgapet fra PPR 4/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



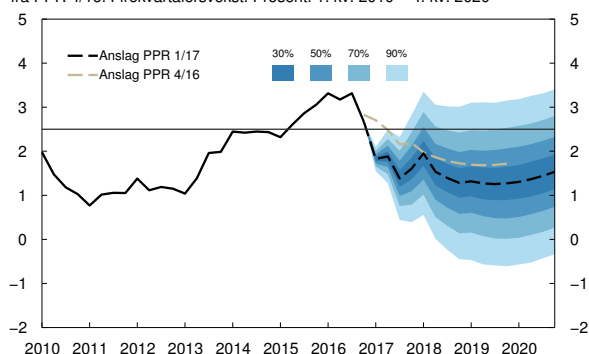
¹⁾ Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Anslag på KPI med usikkerhetsvifte og anslag på KPI fra PPR 4/16. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020¹⁾



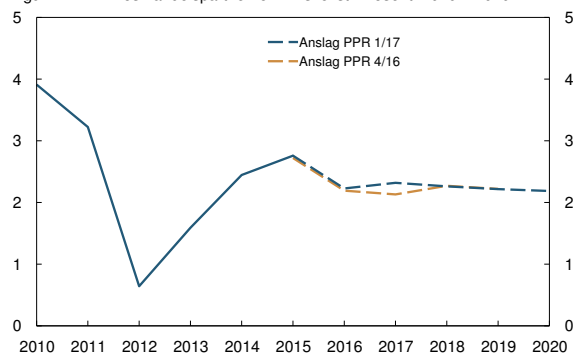
¹⁾ Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d Anslag på KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte og anslag på KPI-JAE fra PPR 4/16. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



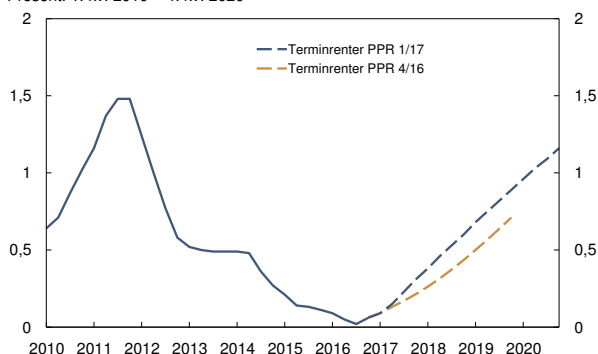
¹⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
²⁾ Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



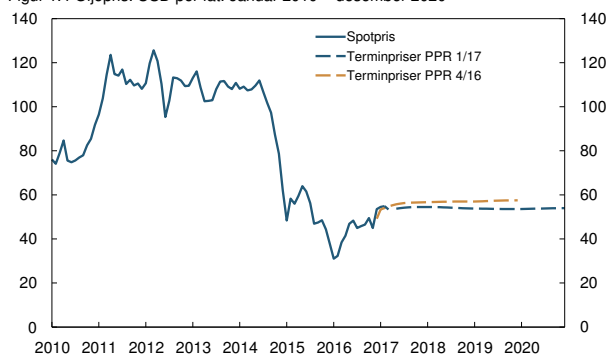
1) Eksportvekster.
2) Anslag for 2016 – 2020 (stiplet).
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

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



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Aggregatet for handelspartnerenes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
2) Stiplede blå og oransje linjer viser terminrenter henholdsvis per 10. mars 2017 og 9. desember 2016.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



1) For terminpriser (stiplet) vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 6. – 10. mars 2017 for PPR 1/17 og 5. – 9. desember 2016 for PPR 4/16.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

Høyere vekst hos handelspartnerne i år

Veksten hos Norges handelspartnerne tok seg opp fra 2012 til 2015, men avtok litt i fjor. Veksten var likevel litt høyere i andre halvår av 2016 enn vi la til grunn i Pengepolitisk rapport 4/16. Flere tillitsindikatorer peker mot sterkere vekst på kort sikt, og vi har oppjustert anslaget for BNP-veksten hos handelspartnerne i 2017, se figur 1.2. Vi venter fortsatt moderat vekst i årene som kommer, om lag på linje med veksten i år. Anslagene for importveksten i industri-landene er oppjustert både for i år og neste år som følge av at det nå er tegn til at investeringsveksten tar seg opp.

Konsumprisveksten hos handelspartnerne er fremdeles lav, men høyere energipriser det siste året har bidratt til å løfte inflasjonen i industrilandene. Vi venter at kjerneprisveksten hos våre handelspartnerne vil ta seg gradvis opp etter hvert som kapasitetsutnyttningen øker. Vi anslår også en gradvis økning i konsumprisveksten for handelspartnerne samlet. Samlet sett er anslagene lite endret siden forrige rapport.

Rentenivået internasjonalt er fortsatt svært lavt, men forventede pengemarkedsrenter indikerer at de kort-siktige rentene hos handelspartnerne vil stige i årene fremover. Renteforventningene tilsier en noe raskere oppgang enn vi la til grunn i forrige rapport, se figur 1.3.

Etter å ha vært relativt stabil de siste månedene, har oljeprisen avtatt noe den siste tiden. Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene. De indikerer at oljeprisen vil holde seg nær dagens nivå ut 2020. Terminprisene har også falt noe siden forrige rapport, se figur 1.4.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Lavt rentenivå i Norge

Siden mars i fjor har styringsrenten i Norge vært 0,5 prosent. Gjennom fjoråret førte en oppgang i pengemarkedspåslaget til at pengemarkedsrenten steg. Utlånsrentene holdt seg relativt stabile gjennom siste halvår av 2016. Så langt i år har pengemarkedspåslaget falt, og nedgangen har kommet noe raskere enn vi anslo i forrige rapport. Gjennomsnittlig utlåns-

rente til husholdningene har økt litt de siste månedene, om lag som ventet i desember. Som i forrige rapport anslår vi at pengemarkedspåslaget vil avta videre gjennom 2017 og deretter holde seg uendret.

Kronekursen styrket seg gjennom fjoråret i takt med at oljeprisen steg og rentedifferansen mot våre handelspartnere økte. Samlet sett har både oljeprisen og rentedifferansen mot handelspartnerne falt noe siden forrige rapport. Kronekursen har svekket seg i det siste og er svakere enn vi anslo i desember.

Kapasitetsutnyttingen øker gradvis

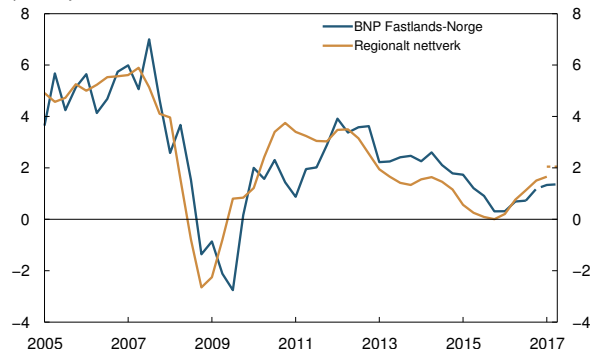
Veksten i BNP for Fastlands-Norge i fjor var den laveste siden finanskrisen. Veksten tok seg litt opp fra tredje til fjerde kvartal, slik vi hadde ventet. Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i februar at produksjonsveksten de siste tre månedene var noe sterkere enn i foregående tremånedersperiode. Oppgangen var bredt basert, på tvers av næringer og regioner. Samlet ventet kontaktene at veksttakten vil ta seg ytterligere noe opp de neste seks månedene, se figur 1.5. Vi anslår litt høyere vekst i BNP for Fastlands-Norge frem mot sommeren enn i de foregående kvartalene. Det er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk og litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Etter at arbeidsledigheten økte frem til i fjor, er det nå klare tegn til at den faller. Ledigheten har vært lavere de siste månedene enn vi ventet i desember. Vi anslår at arbeidsledigheten vil være om lag uendret frem mot sommeren.

Kapasitetsutnyttingen har vært lavere enn normalt de siste årene. Nedgangen i arbeidsledigheten siden forrige rapport kan tyde på at kapasitetsutnyttingen nå har økt. På den annen side har sysselsettingsfrekvensen falt videre, se figur 1.6. Veksten i Fastlands-Norge har vært om lag som ventet. Samlet anslår vi at kapasitetsutnyttingen var om lag uendret i fjerde kvartal i fjor, og at den tar seg opp i første kvartal, litt tidligere enn anslått i desember.

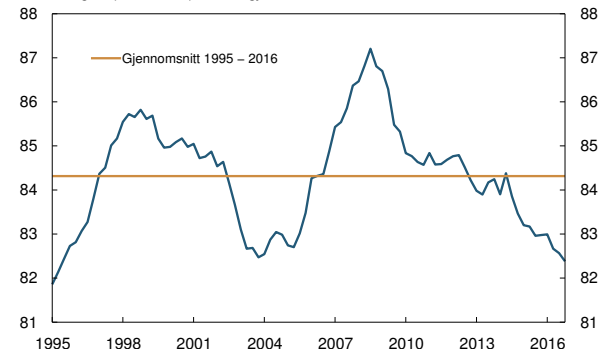
Det har over lengre tid vært en kraftig oppgang i boligprisene, og de har steget betydelig mer enn husholdningenes disponible inntekter, se figur 1.7. Siden forrige rapport har boligprisveksten holdt seg oppe,

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst¹. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2017²⁾



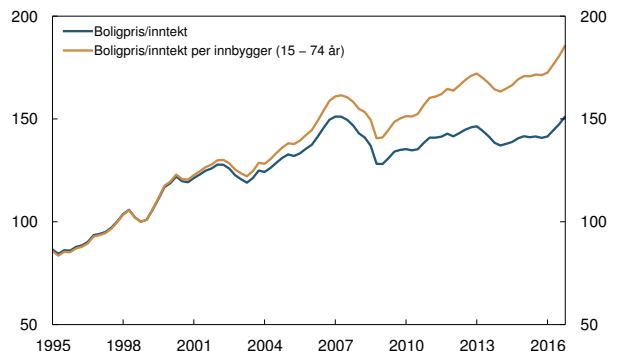
1) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder (heltrukken) og forventet vekst i produksjon neste seks måneder (stiplet).
2) Anslag for 1. kv. 2017 – 2. kv. 2017 (stiplet blå line).
Kilde: Norges Bank

Figur 1.6 Sysselsettingsfrekvens. Sysselsatte ifølge AKU¹ som andel av befolkningen (25 – 54 år). Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 1995 – 4. kv. 2016



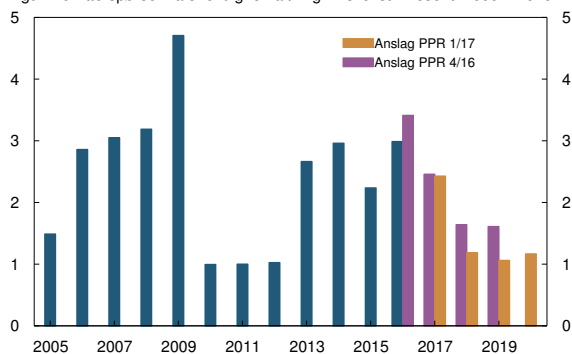
1) Arbeidskraftundersøkelsen.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Boligpris i forhold til disponibel inntekt¹. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1995 – 4. kv. 2016



1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2016 – 4. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt ekskludert utbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Etterspørsel fra offentlig forvaltning. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2020¹⁾



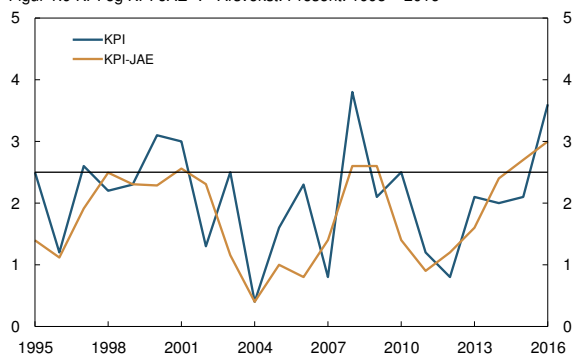
1) Anslag for 2017 – 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

om lag som anslått. Veksten i husholdningenes gjeld har tiltatt det siste halvåret, og gjelden fortsetter å vokse raskere enn husholdningenes inntekter. Den høye boligprisveksten og oppgangen i gjeldsbelastningen tyder på at husholdningenes sårbarhet øker.

Strammere finanspolitikk fremover

De siste årene har finanspolitikken bidratt betydelig til å understøtte aktiviteten i norsk økonomi, og det ventes vi at den også vil gjøre i inneværende år. Vi legger til grunn at bruken av oljeinntekter fra og med 2018 vil tilsvare 3 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland, i tråd med Regjeringens forslag til justert handlingsregel for bruk av oljeinntekter. Forutsetningen innebærer at veksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning blir lavere enn den har vært de siste årene, og noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.8.

Figur 1.9 KPI og KPI-JAE^{1),2)} Årsvekst. Prosent. 1995 – 2016

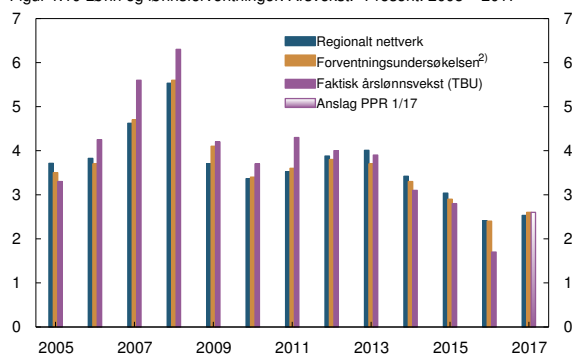


1) KPI justert for avgiftsendringer og energipriser. For perioden 1995 – 2003 benyttes Norges Banks beregninger for KPI-JAE.
2) Basert på årstall for konsumprisindeksen med 1998 som referanseår.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten har falt

Årsveksten i konsumprisene i fjor ble den høyeste på mange år, se figur 1.9. Konsumprisindeksen (KPI) steg med 3,6 prosent fra 2015 til 2016, mens konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) økte med 3,0 prosent i samme periode. Oppgangen i konsumprisveksten de siste årene skyldes i stor grad virkninger av den betydelige krone-svekkelsen frem mot begynnelsen av 2016. Tolv-månedersveksten i konsumprisene har avtatt siden sommeren i fjor. Siden forrige rapport har prisveksten vært lavere enn anslått.

Figur 1.10 Lønn og lønnsforventninger. Årsvekst¹⁾ Prosent. 2005 – 2017



1) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Tall for 2016 er fra kvartalsvis nasjonalregnskap. Lønnsforventningene fra Regionalt nettverk og Norges Banks forventningsundersøkelse er forventet lønnsvekst for inneværende år målt i 1. kvartal.
2) Lønnsanslag fra partene i arbeidslivet.
Kilder: Epinion, Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Årslønnsveksten i 2016 ble 1,7 prosent. Det var betydelig lavere enn vi la til grunn i desember og også klart lavere enn rammen for lønnsoppgjøret i fjor. Lønnsveksten ble trukket ned av at sysselsettingen avtok i næringer med høyt lønnsnivå. Sammen med relativt høy prisvekst førte den lave lønnsveksten til en nedgang i reallønningene i fjor. Vi anslår at lønnsveksten vil bli 2,5 prosent i år, se figur 1.10. Det er lavere enn vi la til grunn i forrige rapport.

1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Fortsatt lav rente

Prognosen for styringsrenten ligger nær ½ prosent de nærmeste årene. Samtidig innebærer prognosen at det er litt større sannsynlighet for at renten vil bli satt ned enn opp i tiden som kommer. Ifølge prognosen

øker styringsrenten gradvis fra 2019, se figur 1.1 a. Renteprognoisen er lite endret fra forrige rapport, men tilsier at det vil ta noe lengre tid før styringsrenten settes opp enn vi så for oss i desember.

Høyere vekst og renter ute og en svakere krone løfter prognosen for styringsrenten, mens lavere pris- og lønnsvekst her hjemme trekker rentebanen ned. Drivkreftene for innenlandsk etterspørsel trekker i retning av en høyere bane for styringsrenten på kort sikt, mens de tilsier en lavere rentebane lenger frem. I de pengepolitiske vurderingene er det også lagt vekt på faren for en videre oppbygging av finansielle ubalanser og usikkerheten om virkningene av en lavere styringsrente.

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med prognosen i denne rapporten, er det utsikter til at prisveksten avtar de nærmeste årene. I 2020 anslås prisveksten å øke litt, til om lag 1,5 prosent. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og nå et normalt nivå i 2020. Sammenlignet med forrige rapport er prognosen for inflasjonen nedjustert, mens anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere for i år og litt lavere for årene fremover, se figur 1.1 b–d.

Vi anslår at kronen vil holde seg om lag uendret det nærmeste året for så å styrke seg svært gradvis, se figur 1.11. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en litt svakere krone det nærmeste året. For årene etter er kronekursanslagene lite endret.

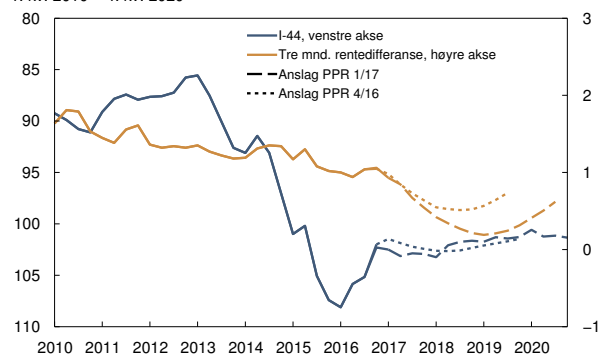
Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås å øke i år og neste år, og deretter holde seg i overkant av 2 prosent årlig, se figur 1.12. Vekstanslaget er litt oppjustert for i år. Det skyldes i hovedsak at boliginvesteringene ser ut til å øke mer enn vi anslo sist, og at petroleumsinvesteringene trolig vil falle noe mindre enn ventet. For 2018 er vekstanslaget for BNP for Fastlands-Norge nedjustert. En viktig årsak er lavere vekst i offentlige utgifter enn vi la til grunn sist. I tillegg er oljeprisen noe lavere enn i desember.

Vi venter at økt vekst i fastlandsøkonomien vil gi høyere sysselsettingsvekst fremover. Samtidig anslår vi at arbeidsledigheten vil bli liggende rundt dagens nivå de nærmeste månedene og deretter avta gradvis, se figur 1.13. Et strammere arbeidsmarked,

BOKS 1.1 PROGNOSENE I PENGEPOLITISK RAPPORT 4/16

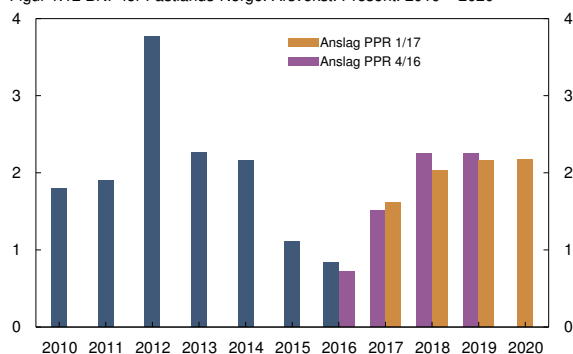
Analysen i forrige rapport tilsa at styringsrenten ville holde seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebar prognosen at det var litt større sannsynlighet for at renten ville bli satt ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten ble anslått å øke til om lag 1 prosent i 2019. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville avta de nærmeste årene. Inflasjonen ble anslått til mellom 1,5 og 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn normalt. Den nærmeste tiden var kapasitetsutnyttningen ventet å holde seg om lag uendret for så å øke gradvis de neste årene.

Figur 1.11 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹ og hos handelspartnerne² og importveid valutakursindeks (I-44)³. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020⁴



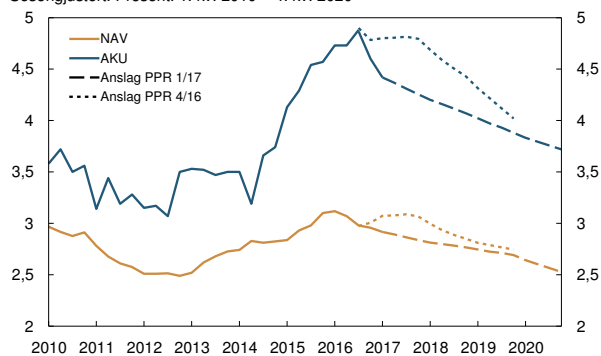
1) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.
2) Terminrenter for handelspartnerne per 10. mars 2017 og 9. desember 2016. Aggregatet for handelspartnerens renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
3) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs.
4) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.12 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹



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

Figur 1.13 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV²⁾.
Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020³⁾



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

høyere økonomisk vekst og bedret lønnsomhet i foretakene vil trolig gjøre at lønnsveksten gradvis vil øke de kommende årene.

Prognosene i denne rapporten innebærer at realrentene vil øke i årene som kommer. Pengepolitikken blir dermed gradvis mindre ekspansiv etter hvert som realøkonomien bedrer seg. Vi ser for oss noe høyere realrenter i årene som kommer enn vi la til grunn i desember.

Prognoser er usikre. Internasjonalt kan veksten tilta raskere enn vi anslår, i tråd med økt optimisme og potensielt mer ekspansiv finanspolitikk. På den annen side kan nye signaler om økt proteksjonisme og politisk uro føre til at veksten blir lavere enn lagt til grunn. Innenlands er det særlig stor usikkerhet om pris- og lønnsveksten fremover. Den lave lønnsveksten i fjor kan være uttrykk for en moderasjon i lønnsoppgjørene som vil vare ved over tid, slik at lønnsveksten blir lavere enn vi har lagt til grunn. Det er også stor usikkerhet knyttet til utviklingen i boligprisene fremover. Risikoen for et kraftig fall i boligprisene frem i tid øker dersom den høye boligprisveksten vedvarer.

2 Internasjonal økonomi

Veksten hos Norges handelspartnere har tatt seg opp den siste tiden. Flere tillitsindikatorer peker mot sterkere vekst på kort sikt enn tidligere lagt til grunn, men vi venter fortsatt moderat vekst i årene som kommer, i tråd med anslagene fra forrige rapport. Det er tegn til at investeringsveksten i industrilandene tar seg raskere opp enn tidligere ventet, og anslaget for importveksten hos handelspartnerne er derfor oppjustert. Konsumprisveksten er i ferd med å tilta, mens det er utsikter til at oljeprisen vil holde seg nær dagens nivå de kommende årene. Forventede pengemarkedsrenter hos handelspartnerne har steget siden forrige rapport.

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

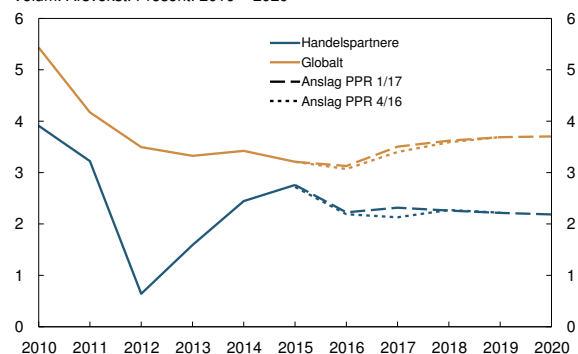
Moderat vekst de kommende årene

De siste årene har veksten i verdensøkonomien gradvis avtatt. Det skyldes i hovedsak svakere utvikling i fremvoksende økonomier, særlig i råvareproduserende land. For Norges handelspartnere bidro tiltakende vekst i industrilandene til at veksten tok seg opp fra 2012 til 2015, se figur 2.1. I 2016 avtok veksten litt, og i årene som kommer venter vi at den forblir i overkant av 2 prosent. For handelspartnerne samlet er kapasitetsutnyttningen lavere enn normalt, men det er stor variasjon mellom landene. Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil øke til mer normale nivåer i løpet av de neste årene.

I andre halvår 2016 tiltok veksten hos våre handelspartnere og var noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Økningen var størst i industrilandene, mens bildet var mer blandet i de fremvoksende økonomiene. I industrilandene har det vært en klar bedring i husholdningenes kjøpekraft de siste to årene. Sammen med en bedring i finansielle forhold som følge av ekspansiv pengepolitikk har dette vært et viktig bidrag til veksten. I fjor bidro også finanspolitikken positivt til veksten for første gang på flere år.

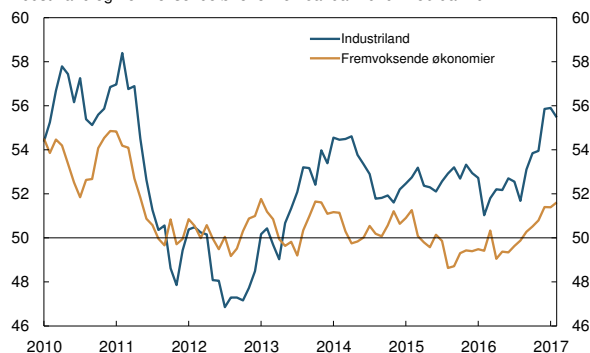
Flere tillitsindikatorer peker mot sterkere vekst på kort sikt, se figur 2.2, og anslaget for BNP-veksten hos handelspartnerne i år er oppjustert fra forrige rapport. Fremover venter vi derimot en svakere vekst i husholdningenes kjøpekraft som følge av høyere prisvekst. Samtidig vil trolig ikke finanspolitikken og utviklingen i finansielle forhold støtte opp under veksten i like stor grad som før. For de neste årene venter vi derfor at veksten vil avta litt igjen. Sammenlignet med

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



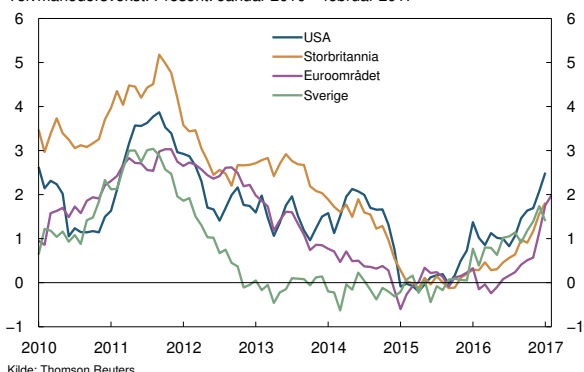
1) Kjøpekraftsjusterte BNP-vekter.
2) Eksportvekter.
3) Anslag for 2016 – 2020 (stiplet).
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 PMI¹⁾ for industrien hos Norges handelspartnere. Industriland og fremvoksende økonomier. Januar 2010 – februar 2017



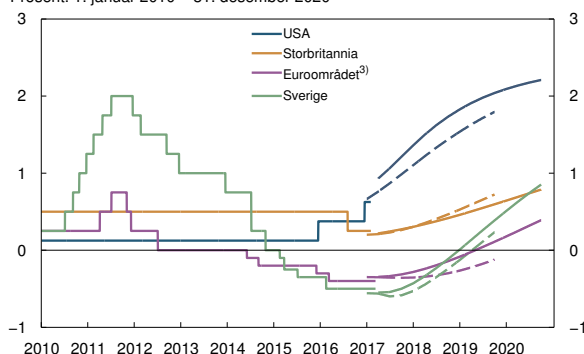
1) Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.3 KPI i utvalgte industriland.
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – februar 2017



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.4 Styringsrenter og beregnede terminrenter¹⁾.
Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2020²⁾



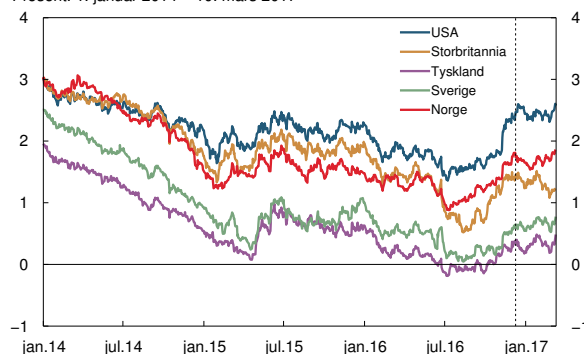
1) Beregnede terminrenter per 9. desember 2016 (stiplet). Terminrenter per 10. mars 2017 (heltrukken). Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter.

2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 2. kv. 2017.

3) ESBS innskuddsrente. Eonia fra 2. kv. 2017.

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.5 Renter på tiårs statsobligasjoner.
Prosent. 1. januar 2014 – 10. mars 2017¹⁾



1) PPR 4/16 var basert på informasjon til og med 9. desember 2016, markert ved vertikal linje.

Kilde: Bloomberg

førrige rapport er anslagene for handelspartnerne samlet sett lite endret.

Det er likevel tegn til at investeringsveksten tar seg noe opp i industrilandene, spesielt i USA, etter flere år med svak utvikling. I tråd med dette er anslagene for den samlede importveksten i industrilandene oppjustert både for i år og neste år. Vi venter også litt høyere importvekst i Kina. Høyere importvekst hos handelspartnerne tilsier økt aktivitet i norsk økonomi.

Usikkerheten om den videre økonomiske utviklingen internasjonalt er stor. På den ene side kan veksten tilta raskere, i tråd med økt optimisme om fremtidsutsiktene blant bedrifter og husholdninger i flere land. Finanspolitikken i USA kan bli mer ekspansiv enn lagt til grunn. På den annen side kan nye signaler om økt proteksjonisme og politisk uro globalt føre til at veksten blir lavere enn anslått.

Prisveksten har tiltatt i industrilandene

Konsumprisveksten hos handelspartnerne er fremdeles lav som følge av lav kapasitetsutnyttning i flere land. Den siste tiden har imidlertid prisveksten tiltatt i industrilandene, se figur 2.3, drevet av økningen i energiprisene det siste året. I Storbritannia bidrar i tillegg den kraftige valutakurssvekkelsen til å trekke prisveksten opp. De siste månedene har den samlede prisveksten i de fremvoksende økonomiene som inngår i vårt handelspartneraggregat avtatt noe. Det skyldes i hovedsak at prisveksten i Brasil og Russland har falt fra svært høye nivåer. Kjerneprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har vært lav over lengre tid, men ventes å øke gradvis i takt med høyere kapasitetsutnyttning. Vi venter at konsumprisveksten hos handelspartnerne samlet vil ta seg noe opp i årene som kommer. Samlet sett er anslagene for konsumprisveksten lite endret siden forrige rapport.

Internasjonale renter har steget

Rentenivået internasjonalt er fortsatt svært lavt. Rente forventningene indikerer at styringsrentene hos handelspartnerne vil stige noe raskere enn vi la til grunn i forrige rapport, se figur 2.4, i hovedsak som følge av økte styringsrenteforventninger i USA. Det har bidratt til at handelspartnerens pengemarkedsrenter har økt siden forrige rapport, se figur 1.3 i kapittel 1. Forventninger om sterkere vekst og høyere prisvekst bidro til en markert økning i handelspartnerens langsiktige

renter i andre halvår i fjor. En fortsatt sterk økonomisk utvikling har bidratt til at de samlet sett har steget litt mer siden forrige rapport, se figur 2.5. I Frankrike, Italia og Spania har økt politisk usikkerhet bidratt til at de langsiktige rentene har steget noe mer enn i andre land.

I fremvoksende økonomier førte den internasjonale renteoppgangen og en sterkere dollar til en betydelig kapitalutgang mot slutten av fjoråret. Det er nå tegn til at kapitalutgangen har bremsset opp, og svekkelsen av valutakursene er delvis reversert.

2.2 LAND OG REGIONER

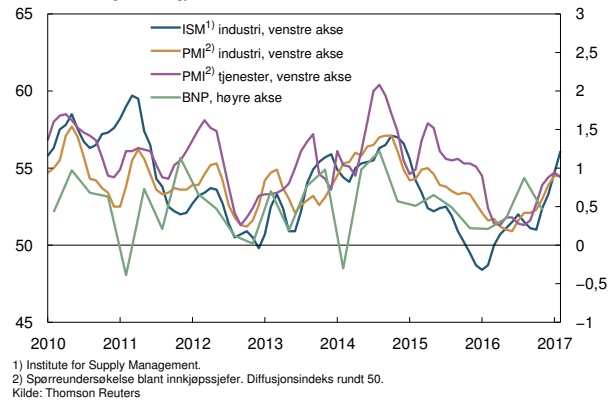
Usikkerhet rundt den økonomiske politikken i USA

Veksten i amerikansk økonomi var i 2016 den svakeste på fem år, men tiltok i andre halvår. Tillits- og aktivitetsindikatorer peker i retning av god vekst på kort sikt, se figur 2.6. Aksjekursene har i det siste nådd historisk høye nivåer. Forventninger om en mer ekspansiv finanspolitikk bidro til en markert styrking av amerikanske dollar og en økning i langsiktige renter mot slutten av 2016. Siden forrige rapport har langsiktige renter steget noe, mens dollaren er om lag uendret. Fremover venter vi at høyere investeringer og en mer ekspansiv finanspolitikk vil øke veksten. I tråd med dette har vi oppjustert BNP-anslaget noe til 2,2 prosent i år og 2,4 prosent neste år. Deretter venter vi en vekst på rundt 2 prosent.

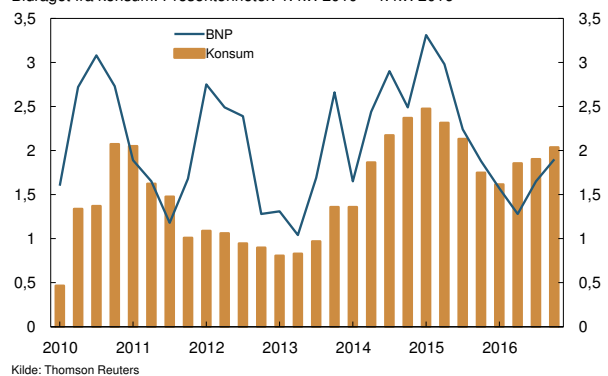
Det er stor usikkerhet om den økonomiske politikken de neste årene. Den nye administrasjonen har blant annet varslet endringer i skattesystemet og handelspolitikken, immigrasjonsbegrensninger, et infrastrukturprogram og en økning i forsvarsbudsjettet. Størrelsesordenen på tiltakene og hvordan utgiftene skal finansieres er fortsatt uavklart, og det er usikkert hvordan endringene vil påvirke utviklingen i realøkonomien og finansmarkedene.

Husholdningene har bidratt mest til veksten de siste årene, se figur 2.7, og vi venter at det private konsumet vil støtte opp under veksten også fremover. Tiltakende prisvekst vil imidlertid dempe husholdningenes kjøpekraft, slik at bidraget fra privat konsum trolig vil være mindre enn i de siste årene. Det er tegn til at investeringene nå tar seg noe opp igjen, delvis som følge av bedring i investeringene i olje- og gasssektoren. Forventninger om dereguleringer og

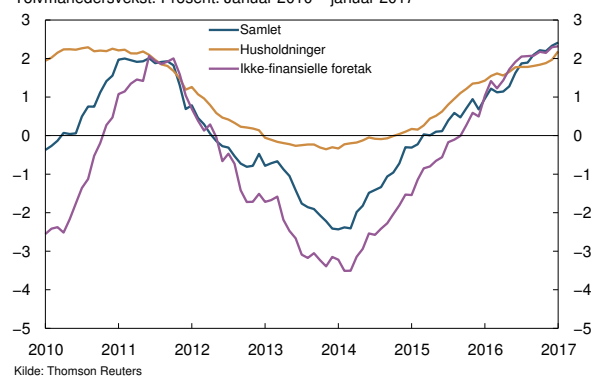
Figur 2.6 BNP og ulike konjunkturindikatorer i USA. BNP. Kvartalsvekst. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2016. Konjunkturindikatorer. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Januar 2010 – februar 2017



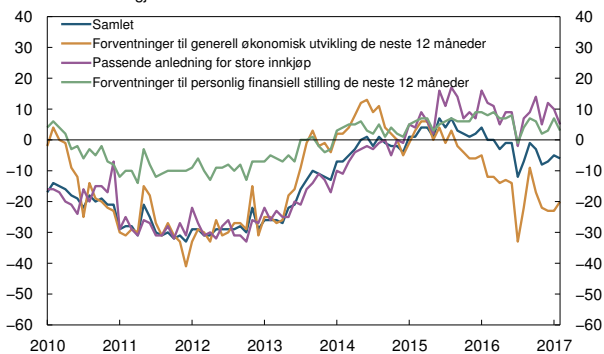
Figur 2.7 BNP i USA. Firekvartalersvekst. Prosent. Bidraget fra konsum. Prosentenheter. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2016



Figur 2.8 Utlån til husholdninger og ikke-finansielle foretak i euroområdet. Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2010 – januar 2017

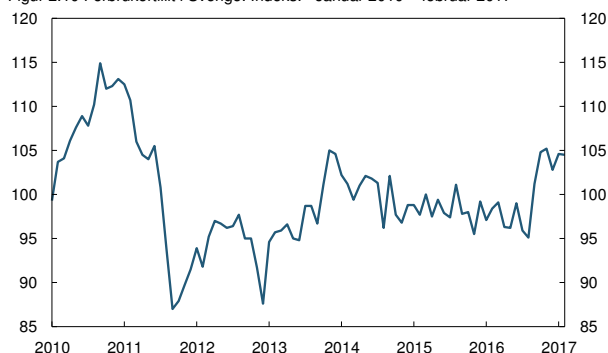


Figur 2.9 Forbrukertillit i Storbritannia. Indeks.¹⁾
Avvik fra historisk gjennomsnitt. Januar 2010 – februar 2017



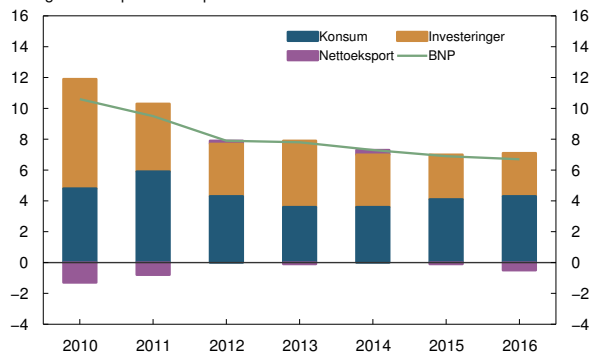
¹⁾ GfK Consumer Confidence Index.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.10 Forbrukertillit i Sverige. Indeks.¹⁾ Januar 2010 – februar 2017



¹⁾ Konjunkturinstitutets tillitsindikator for husholdninger.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.11 BNP i Kina. Samlet årsvekst. Prosent.
Bidrag fra etterspørselskomponenter. Prosentenheter. 2010 – 2016



Kilde: CEIC

skattelettelser kan løfte investeringsviljen i amerikanske bedrifter. På den annen side satte den amerikanske sentralbanken i desember 2016 opp renten og har signalisert en noe raskere tilstramming i pengepolitikken. Sammen med muligheter for handelsrestriksjoner og lavere immigrasjon kan det bidra til å dempe investeringsveksten lenger frem.

Fortsatt gode finansielle forhold støtter opp under veksten i euroområdet

Veksten i euroområdet har tatt seg opp de siste årene, men kapasitetsutnyttingen er fortsatt lavere enn normalt i de fleste landene. Det var god vekst mot slutten av 2016, og ulike indikatorer peker mot at veksten vil holde seg oppe i første halvår 2017. Det har vært en økning i bankutlån til bedrifter og husholdninger, se figur 2.8, og tillitsindikatorer for industri- og tjenestesektoren har steget mer enn ventet. Anslaget for BNP-veksten i år er derfor litt oppjustert, til 1,6 prosent. Anslagene fremover er uendret, og veksten ventes å forbli rundt 1,5 prosent i årene som kommer.

De siste årene har det private konsumet stått for mer enn halvparten av veksten, som følge av en gradvis bedring i arbeidsmarkedet samtidig som lave energipriser har holdt konsumprisveksten nede. Fremover venter vi at økt prisvekst og dermed lavere reallønnsvekst vil dempe konsumveksten noe. Vi venter at videre bedring i utlånsforhold og en oppgang i boligmarkedet vil bidra til en moderat økning i investeringsveksten. Lav lønnsomhet og en stor andel misligholdte lån i mange europeiske banker bidrar til å begrense bankenes evne til å støtte opp under en raskere oppgang i investeringene.

Veksten i Storbritannia har holdt seg oppe

De siste årene har BNP-veksten i britisk økonomi vært høy sammenlignet med veksten i andre industriland. Veksten tiltok gjennom fjoråret og har vært høyere enn vi ventet i etterkant av folkeavstemningen om EU-medlemskap. Fremover venter vi at veksten vil dempes, etter hvert som husholdninger og bedrifter tilpasser seg et nytt rammeverk for samarbeid med de øvrige EU-landene. Det er fortsatt stor usikkerhet knyttet til det nye rammeverket, særlig på områder som handel og immigrasjon. Signaler fra regjeringen om at Storbritannia verken vil delta i det indre markedet

eller i en tollunion med EU har bidratt til en videre svekkelse av britiske pund.

Privat konsum har gitt det største bidraget til veksten de siste årene. Nedgang i arbeidsledigheten over flere år har bidratt til økt disponibel inntekt i husholdningene. Sammen med lav prisvekst har det ført til en økning i kjøpekraften. Husholdningene er fortsatt relativt optimistiske med tanke på utviklingen i egen økonomi, men mer pessimistiske med tanke på landets økonomi, se figur 2.9. Fremover venter vi at høyere prisvekst og fortsatt lav lønnsvekst vil dempe konsumveksten, mens tilpasningen til et nytt handelsregime vil bidra til nedgang i investeringene. Samlet anslår vi en BNP-vekst på rundt 1,5 prosent for årene 2018 til 2020.

Styrringsrenteforventningene har falt noe siden forrige rapport, blant annet etter at den britiske sentralbanken nedjusterte sitt anslag for likevektsledigheten, det vil si hvor lav arbeidsledigheten kan bli før det oppstår inflasjonspress. Politisk usikkerhet i andre land i Europa har ført til økt etterspørsel etter britiske statsobligasjoner. Sammen med en noe svakere utvikling i flere konjunkturindikatorer har disse forholdene bidratt til at de langsiktige rentene har falt litt siden forrige rapport, etter en markert økning mot slutten av 2016.

Tillitsindikatorer peker mot god vekst i Sverige

Veksten i svensk økonomi har avtatt det siste året, etter at offentlig konsum og boligbygging bidro til svært høy vekst i 2014 og 2015. Fremover venter vi at privat konsum og eksport vil bidra mest til veksten.

Tillitsindikatorer peker mot en videre oppgang i konsumet, se figur 2.10, og vi venter høyere vekst i eksporten som følge av noe bedre vekstutsikter internasjonalt. Arbeidsledigheten har falt, og tiltakende kapasitetsutnyttning vil trolig bidra til nye investeringer i næringslivet. Utsiktene på kort sikt synes noe bedre enn lagt til grunn i forrige rapport, og vi anslår en vekst på 2,5 prosent i år. Deretter venter vi at den vil avta til rundt 2 prosent i 2020, etter hvert som økonomien nærmer seg full kapasitetsutnyttning og pengepolitikken blir mindre ekspansiv.

Blandet bilde i fremvoksende økonomier

I Kina har veksten avtatt de siste årene, i hovedsak fordi investeringsveksten har falt. Samtidig har vekstbidraget fra konsumet fortsatt å øke, se figur 2.11, i tråd med myndighetenes mål om en rebalansering av økonomien. Starten på fjoråret ble preget av markedsuro og stor kapitalutgang, men aktiviteten tok seg opp gjennom året som følge av finanspolitiske lettelser og en mer lempelig utlånspraksis i bankene. Det ga en ny oppgang i boligmarkedet, og økte eienomsinvesteringer bidro til å støtte opp under veksten. BNP-veksten avtok likevel videre i 2016, men ble sterkere enn anslått i forrige rapport. Det har bidratt til å trekke opp vekstanslaget for i år til 6,3 prosent. Vi venter at veksten vil avta til i underkant av 6 prosent i årene frem mot 2020, som lagt til grunn i forrige rapport.

I fremvoksende økonomier utenom Kina er veksten fortsatt god, men har samlet sett vært noe lavere enn anslått i forrige rapport. Det skyldes særlig en fortsatt svak utvikling i Brasil og en klar avdemping i Tyrkia.

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Oljeprisen er halvert sammenliknet med gjennomsnittet for årene 2011 til 2014, men er markert høyere enn bunnen i begynnelsen av 2016, se figur 1.4 i kapittel 1. Oppgangen i prisen siden bunnen knyttes blant annet til høy vekst i oljeetterspørselen og lavere produksjonen i landene utenfor OPEC. Gjennom 2016 ble oljeprisen også påvirket av forventninger om formelle produksjonsbegrensninger. På slutten av året inngikk OPEC og flere andre land en avtale om å redusere produksjonen med nær 1,8 millioner fat per dag fra og med januar 2017.

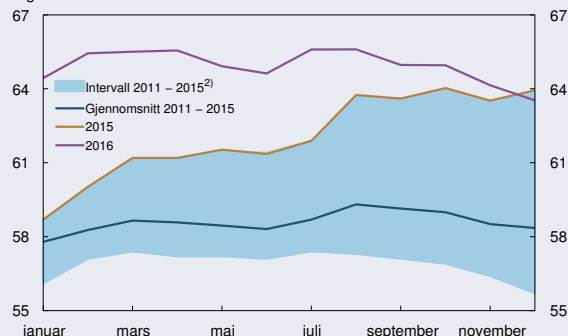
Etter å ha vært relativt stabil på rundt 55 dollar per fat de siste månedene, har oljeprisen avtatt noe den siste tiden. I fjerde kvartal 2016 var fallet i oljelagrene i OECD det største på tre år, se figur 2.12. Anslag fra Det internasjonale energibyrået (IEA) tilsier at oljelagrene vil fortsette å falle gjennom 2017 gitt at OPEC opprettholder produksjonsnivået fra januar ut året. Oppgangen i verdensøkonomien inn i 2017 kan føre til god vekst i oljeetterspørselen også i år. Globale oljeinvesteringer falt kraftig i 2015 og 2016. Skulle globale oljeinvesteringer utenom USA reduseres også i 2017, kan det begrense produksjonen av olje om få år og dermed føre til høyere priser igjen.

Det vil imidlertid kunne ta tid før økt oljeforbruk og begrensninger i oljeproduksjonen reduserer de høye lagrene ned mot normale nivåer. Erfaring tilsier også at oppfyllelsen av OPECs avtale om produksjonskutt kan reduseres over tid. Oljeproduksjonen i USA har i tillegg begynt å øke igjen etter at oljeprisen steg gjennom 2016. Mulige endringer i energipolitikken og skattesystemet i USA vil kunne føre til en ytterligere økning i oljeproduksjonen i årene fremover.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene. De indikerer at prisen vil holde seg nær dagens nivå ut 2020. Både IEA og Det amerikanske energibyrået (EIA) oppfatter dagens oljepris som et rimelig nivå for å skape balanse mellom tilbud av og etterspørsel etter olje globalt, i alle fall den nærmeste tiden.¹

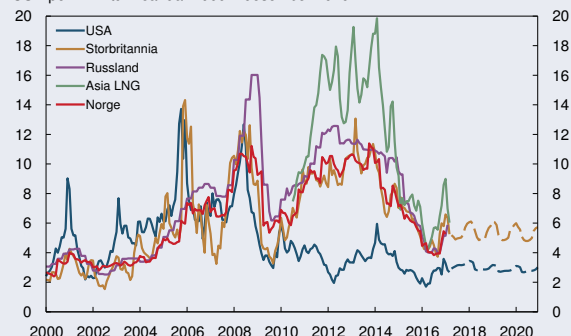
Prisen på eksport av norsk gass økte i andre halvdel av 2016, men er fortsatt vesentlig lavere enn den var i perioden 2011 til 2013, se figur 2.13. Vi venter at den norske prisen vil fortsette å stige på kort sikt, i tråd med utviklingen i gassprisene i Storbritannia og på kontinentet.

Figur 2.12 Oljelagre i OECD-landene. Samlede oljelagre i industrien målt i antall dagers forbruk.¹⁾ Januar 2011 – desember 2016



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig forventet etterspørsel over de neste tre månedene.
2) Blått bånd er intervallet mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2011 – 2015.
Kilder: IEA og Norges Bank

Figur 2.13 Spot- og terminpriser¹⁾ på naturgass. USD per MMBtu²⁾. Januar 2000 – desember 2020³⁾



1) Terminpriser (stiplet) viser gjennomsnittet av terminpriser i perioden 6. – 10. mars 2017.
2) Millioner British thermal units.
3) Spotpriser for USA, Storbritannia og Asia LNG i mars 2017 er gjennomsnitt i perioden 6. – 10. mars.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

1 Se blant annet *Oil Market Report* February 2017. International Energy Agency og *Short-Term Energy Outlook (STEO)* February 2017. US Energy Information Administration.

3 Norsk økonomi

Veksten i BNP for Fastlands-Norge var i fjor den laveste siden finanskrisen. Kapasitetsutnyttningen har avtatt de siste årene og er under et normalt nivå, men det ser ut til at nedgangen stoppet opp i siste del av fjoråret. I 2016 var årsveksten i konsumprisene den høyeste på mange år, men prisveksten avtok gjennom andre halvår. Lønnsveksten falt markert fra 2015 til 2016. Veksten i fastlandsøkonomien har vært om lag som vi anslo i forrige rapport, mens arbeidsledigheten er lavere enn ventet. Lønns- og prisveksten har vært lavere enn anslått. Boligprisveksten har holdt seg oppe, om lag som vi anslo i desember. I årene fremover venter vi at veksten i fastlandsøkonomien vil øke og at arbeidsledigheten vil avta. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil nå et normalt nivå i 2020. Det er utsikter til at inflasjonen vil avta videre de nærmeste årene for så å øke litt i 2020.

3.1 FINANSIELLE FORHOLD

Pengemarkedspåslaget avtar

Pengemarkedsrenten, se boks 3.1, økte gjennom andre halvår i fjor. Markedets forventninger om styringsrenten endret seg lite i denne perioden, mens pengemarkedspåslaget økte markert. Økningen i påslaget skyldes i hovedsak tilpasninger til ny regulering av amerikanske pengemarkedsfond, som ble iverksatt i midten av oktober i fjor. Bevegelsene i pengemarkedspåslaget her hjemme har vært nært knyttet til utviklingen i påslagene i det amerikanske pengemarkedet, se figur 3.1. Den siste tiden har tremåneders Nibor vært rundt 1 prosent, om lag det samme nivået som i fjor sommer. Etter å ha fortsatt å øke frem mot nyttår, som følge av bankenes balanse-tilpasninger, har påslaget som ventet falt så langt i år. Nedgangen har skjedd noe raskere enn vi la til grunn i desember. Det er samtidig lite ny informasjon om drivkreftene bak utviklingen i påslaget. Etter hvert som forholdene i det amerikanske pengemarkedet bedres og i takt med at den europeiske sentralbanken faser ut sine obligasjonskjøp, venter vi at prisen på å låne dollar relativt til andre valutaer vil falle.

Som i forrige rapport anslår vi at påslaget i tremåneders Nibor vil avta gjennom året og deretter holde seg uendret frem til utgangen av 2020, se figur 3.2. Sammen med prognosen for styringsrenten i denne rapporten innebærer prognosen for påslaget at pengemarkedsrenten etter hvert vil øke gradvis, se figur 3.3.

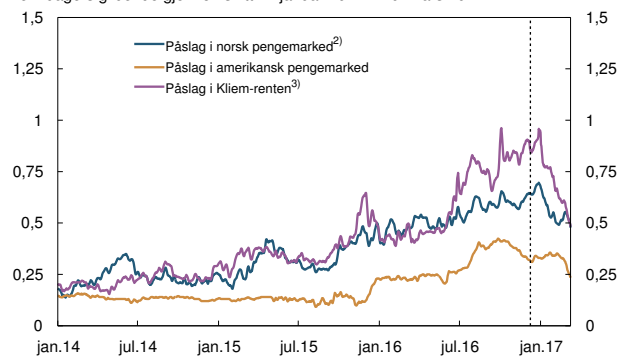
BOKS 3.1 RENTER OG RISIKOPÅSLAG

Tremåneders Nibor, som er pengemarkedsrenten med tre måneders løpetid, er en viktig referanserate i det norske pengemarkedet. Mye av bankenes finansiering prises med utgangspunkt i denne renten.

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

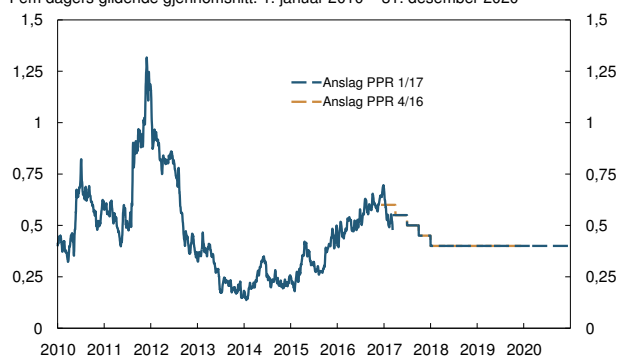
Når bankene låner penger i obligasjonsmarkedet, betaler de et risikopåslag utover Nibor. Påslagene for de enkelte obligasjonslånene varierer med bankenes kredittverdighet og med løpetiden på lånene. Prisen på bankenes finansiering i markedet har betydning for nivået på innskudds- og utlånsrenter til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

Figur 3.1 Påslag i tremåneders pengemarkedsrenter. Prosentenheter. Fem dagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2014 – 10. mars 2017¹⁾



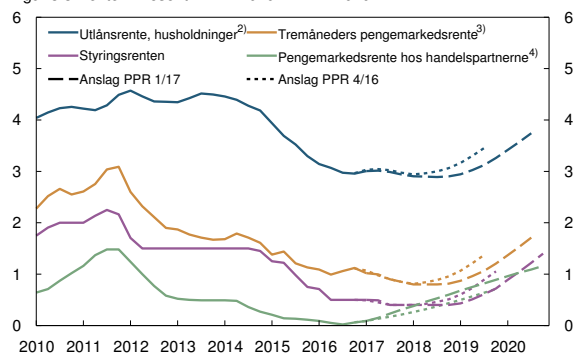
1) PPR 4/16 var basert på informasjon til og med 9. desember 2016, markert ved vertikal linje.
2) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
3) Kiem skal gjenspeile europeiske bankers kostnad for usikrede interbanklån i dollar.
I praksis er Kiem-renten den europeiske pengemarkedsrenten, Euribor, valutawappet til dollar.
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 3.2 Påslag i tremåneders pengemarkedsrente.¹⁾ Prosentenheter. Fem dagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2010 – 31. desember 2020²⁾



1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
2) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



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

Norske renter med lengre løpetider steg gjennom høsten i fjor, i takt med den internasjonale renteoppgangen, se kapittel 2. Økningen i norske renter stoppet opp mot slutten av fjoråret, og siden vår forrige rapport har de vært lite endret, se figur 2.5 i kapittel 2.

Siden forrige rapport har risikopåslagene på usikrede bankobligasjoner falt, mens risikopåslagene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er om lag uendret, se figur 3.4. Med uendrede påslag fremover vil det gjennomsnittlige påslaget på utestående bankobligasjoner falle noe, mens det gjennomsnittlige påslaget på utestående OMF-finansiering vil være om lag uendret.

Utlånsrentene har økt litt

Gjennom høsten i fjor var bankenes gjennomsnittlige utlånsrente til husholdninger relativt stabil. Utlånsrenten til husholdninger har økt litt de siste månedene, om lag som vi la til grunn i forrige rapport. I Norges Banks utlånsundersøkelse varslet bankene om strammere kredittpraksis overfor husholdninger i første kvartal. Innstramningen ble begrunnet med endringene i boliglånsforskriften, som gjelder fra 1. januar 2017, se nærmere beskrivelse i kapittel 5. Også utlånsrentene til foretak har økt litt den siste tiden, om lag som vi forutsatte i desember. For utlån til foretak ventet bankene i utlånsundersøkelsen om lag uendret kredittpraksis i første kvartal.

Vi legger til grunn at bankenes utlånsmargin på lån til husholdninger vil øke noe den nærmeste tiden etter hvert som pengemarkedspåslaget avtar. Deretter venter vi at utlånsmarginen avtar svært gradvis i årene som kommer, og anslaget er om lag uendret fra desember. Prognosene innebærer at utlånsrentene til husholdninger etter hvert vil øke til rundt 3¾ prosent i 2020, se figur 3.3.

Kronekursen er svakere enn anslått

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, svekket seg betydelig over en lengre periode frem til begynnelsen av fjoråret. Svekkelsen hang sammen med det kraftige fallet i oljeprisen siden sommeren 2014. Kronekursen styrket seg gjennom fjoråret i takt med at oljeprisen steg og rentedifferansen mot våre handelspartnere økte. Etter å ha vært relativt stabil de siste månedene, har oljeprisen avtatt noe den siste tiden. Også rentedifferansen har samlet

sett avtatt litt siden forrige rapport. Kronkursen har svekket seg i det siste og er svakere enn vi anslo i desember, se figur 3.5.

Vi anslår at kronen vil holde seg om lag uendret det nærmeste året for så å styrke seg svært gradvis, se figur 1.11 i kapittel 1. Styrkingen må blant annet ses i lys av at rentedifferansen mot våre handelspartnere ventes å øke etter hvert. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en litt svakere krone det nærmeste året. For årene etter er kronkursanslagene lite endret.

3.2 PRODUKSJON OG ETTERSPORSSEL

Veksten i fastlandsøkonomien har tatt seg litt opp

Veksten i norsk økonomi har avtatt de siste årene. Det skyldes først og fremst virkninger av oljeprisfallet siden sommeren 2014 og redusert aktivitet i petroleumsrettede næringer. En ekspansiv finanspolitikk har sammen med lave renter og en relativt svak krone bidratt til at veksten ikke har blitt enda lavere.

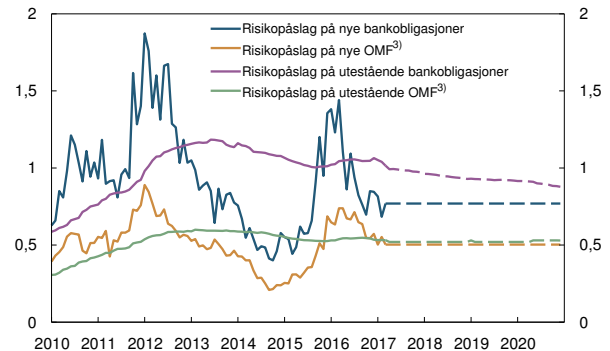
Veksten i fastlandsøkonomien var 0,8 prosent i 2016, den laveste siden 2009. Petroleumsinvesteringene fortsatte å falle, og eksporten fra Fastlands-Norge gikk markert ned. Kvartalsveksten i BNP for Fastlands-Norge tok seg litt opp fra tredje til fjerde kvartal, slik vi hadde ventet.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i februar at veksten de siste tre månedene hadde vært noe sterkere enn i de foregående tre månedene. Oppgangen var bredt basert, på tvers av næringer og regioner, se figur 3.6. Oljeleverandørene rapporterte om videre nedgang i produksjonen, men fallet var mindre enn i forrige tremånedersperiode. Samlet ventet kontaktene at veksttakten vil ta seg ytterligere noe opp de neste seks månedene.

Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil øke den nærmeste tiden, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er på linje med forventningene i Regionalt nettverk, og i tråd med anslagene fra vårt system for sammenveing av kortidsmodeller (SAM), se figur 3.7.

Vi anslår at årsveksten i BNP for Fastlands-Norge vil øke i år og neste år og deretter holde seg i overkant av 2 prosent årlig, se figur 1.12 i kapittel 1. I år er det særlig eksport, oljeinvesteringer og foretaksinvesteringer som bidrar til at veksten øker. Fra og med neste

Figur 3.4 Gjennomsnittlig risikopåslag på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker¹. Prosentenheter. Januar 2010 – desember 2020²

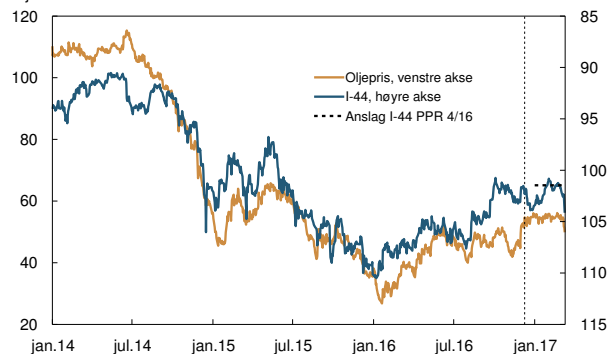


1) Påslag over tremåneders pengemarkedsrente.
2) Anslag for mars 2017 – desember 2020 (stiplet).

3) Obligasjoner med fortrinnsrett.

Kilder: Bloomberg, DNB Markets, Stamdata og Norges Bank

Figur 3.5 Oljepris¹ og importveid valutakursindeks (I-44)². 1. januar 2014 – 10. mars 2017³



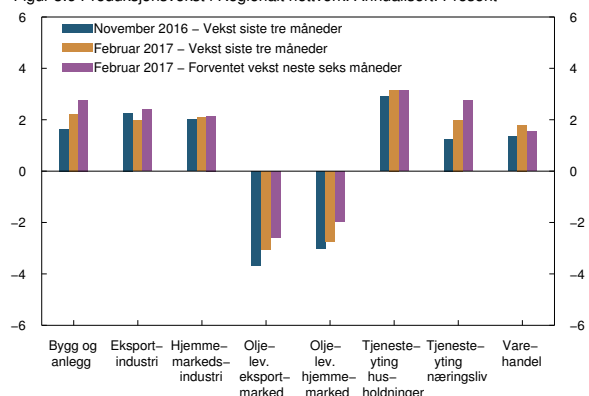
1) Brønt blend, USD per fat.

2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.

3) PPR 4/16 var basert på informasjon til og med 9. desember 2016, markert ved vertikal linje.

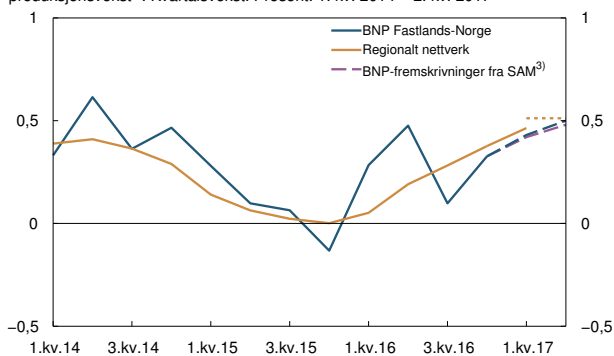
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.6 Produksjonsvekst i Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

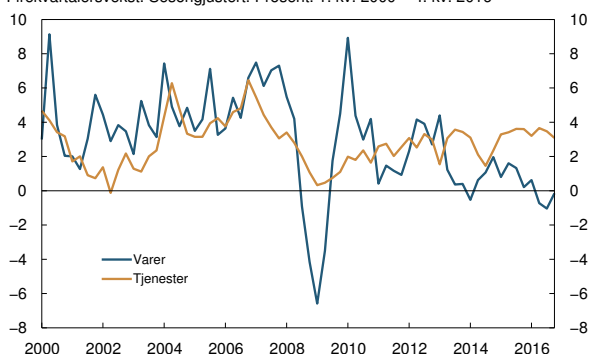
Figur 3.7 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst¹⁾, Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2017²⁾



1) Rapportert vekst siste tre måneder (heltrukken) og forventet vekst i produksjon neste seks måneder (stiplet).
 2) Anslag for 1. kv. 2017 – 2. kv. 2017 (stiplet).
 3) System for sammenveiling av korttidsmodeller.

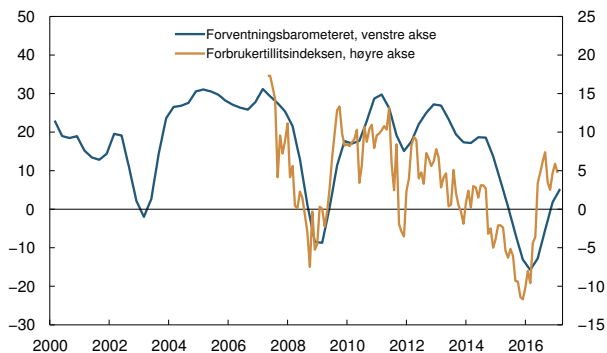
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Husholdningenes konsum av varer og tjenester. Firekvarterersvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2016



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.9 Forbrukertillit. Nettotall. Kantar TNS' Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2017. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Mai 2007 – februar 2017



Kilder: Kantar TNS og Opinion

år venter vi at de siste årenes markerte fall i petroleumsinvesteringene vil snu til en moderat økning. På den annen side legger vi til grunn at finanspolitikken endres i tråd med Regjeringens forslag til justert handlingsregel for bruk av oljeinntekter. Mens finanspolitikken de siste årene har bidratt betydelig til veksten i norsk økonomi, legger vi nå til grunn at vekstbidraget fra finanspolitikken vil bli begrenset i årene fremover. Våre forutsetninger om finanspolitikken er omtalt i en ramme på side 33.

Anslaget for veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2017 er litt høyere enn i forrige rapport, hovedsakelig fordi boliginvesteringene ser ut til å øke mer enn vi anslo sist. Vi ser også for oss at petroleumsinvesteringene vil falle noe mindre i år enn vi anslo i desember. Eksporten fra Fastlands-Norge ser på den annen side ut til å bli litt lavere i år enn vi ventet i forrige rapport. For 2018 er vekstanslaget for BNP for Fastlands-Norge nedjustert. En viktig årsak er lavere vekst i offentlige utgifter enn vi la til grunn sist. I tillegg er oljeprisen noe lavere enn i desember.

Utsikter til moderat vekst i privat forbruk

Veksten i husholdningenes konsum har vært moderat de siste årene. Varekonsumet har utviklet seg særlig svakt, og var uendret fra 2015 til 2016, se figur 3.8. Veksten i husholdningenes konsum tok seg opp mot slutten av fjoråret, og noe mer enn vi la til grunn i forrige rapport.

De siste årene har avtakende lønnsvekst, svakt arbeidsmarked og høyere prisvekst bidratt til å dempe veksten i husholdningenes konsum. Samtidig har lav rente bidratt til å holde forbruket oppe. Veksten i husholdningenes nominelle inntekter avtok fra 2015 til 2016. Lavere vekst i lønnsinntektene dempet inntektsveksten, mens en liten nedgang i innbetalt skatt trakk i motsatt retning. Samlet sett var inntektsveksten i 2016 litt høyere enn vi anslo i forrige rapport. Etter at sparingen de siste årene har vært høy, avtok spareraten i 2016. Nedgangen i spareraten var litt mindre enn vi ventet i desember.

Forventningsindikatorerne fra Kantar TNS og Opinion har steget siden forrige rapport, og tyder på at forbrukertilliten er på vei opp, se figur 3.9. Vi venter at årsveksten i husholdningenes konsum vil tilta i år og neste år, og deretter avta noe, se figur 3.10. Høyere

vekst i kjøpekraften som følge av høyere lønns- og sysselsettingsvekst og lavere inflasjon trekker forbruksveksten opp i årene som kommer, mens utsikter til høyere realrenter vil bidra i motsatt retning. Anslagene for husholdningenes forbruk er lite endret siden forrige rapport. Prognosene innebærer at spare-raten vil falle videre i år og øke igjen i 2018 og 2019, se figur 3.11.

Vi er usikre på lønnsutviklingen fremover. Hvis lønnsveksten blir svakere enn vi nå venter, vil trolig forbruksveksten bli lavere enn i våre anslag. Våre vurderinger av lønnsutviklingen er nærmere omtalt i kapittel 3.4.

Høy vekst i boligpriser og gjeld øker sårbarheten

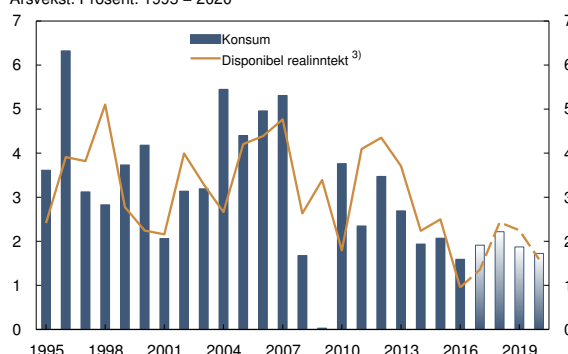
Det har over lengre tid vært en kraftig oppgang i boligprisene. I februar var tolv månedersveksten i boligprisene 13,0 prosent, om lag som anslått i forrige rapport. Boligprisveksten er høyest i Oslo-området, men prisene stiger mye også i store deler av landet for øvrig. Det siste året har boligprisene steget betydelig mer enn husholdningenes disponible inntekter, se figur 1.7 i kapittel 1. Lave renter har vært en viktig drivkraft bak økningen i boligprisene.

Vi legger til grunn at boligprisveksten vil avta fremover, blant annet som følge av økt tilbud av boliger og utsikter til høyere realrenter. Det er stor usikkerhet knyttet til utviklingen i boligprisene fremover. Risikoen for et kraftig fall i boligprisene frem i tid øker dersom den høye boligprisveksten vedvarer.

Veksten i husholdningenes gjeld har tiltatt det siste halvåret. Utviklingen de siste månedene har vært om lag som vi la til grunn i forrige rapport. Gjelden fortsatte å vokse raskere enn husholdningenes inntekter, slik at husholdningenes gjeldsbelastning økte videre, se figur 3.12. Den sterke økningen i boligprisene gjør at vi venter en noe høyere gjeldsvekst på kort sikt. Den høye boligprisveksten og oppgangen i gjeldsbelastningen tyder på at husholdningenes sårbarhet øker. Sårbarheten i husholdningssektoren er nærmere omtalt i kapittel 5. En gradvis avtakende boligprisvekst, slik vi venter, vil trolig føre til at også kredittveksten etter hvert dempes, se figur 3.13.

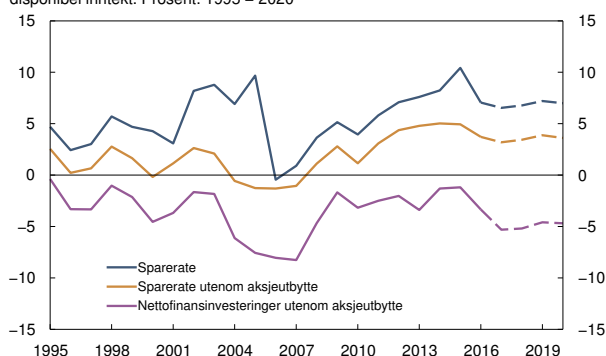
Boliginvesteringene økte markert gjennom 2015 og 2016. I fjerde kvartal i fjor var investeringene 11

Figur 3.10 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2020²⁾



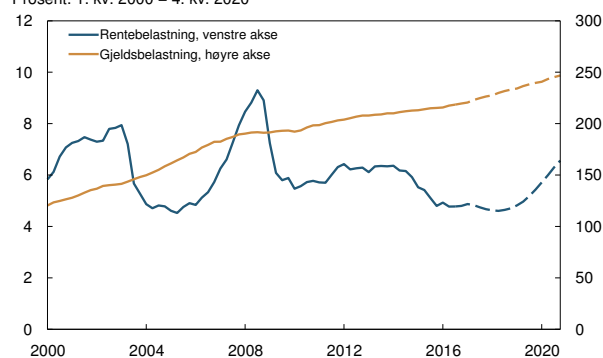
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).
3) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



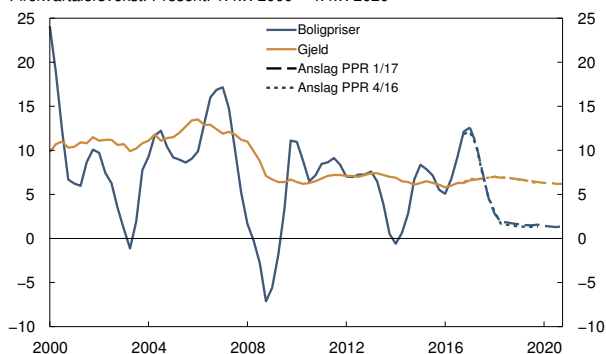
1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Husholdningenes rentebelastning og gjeldsbelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2020²⁾



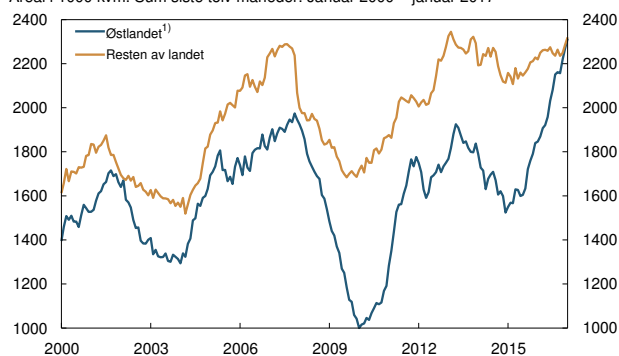
1) Henholdsvis renteutgifter i prosent av disponible inntekt pluss renteutgifter og lånegjeld i prosent av disponible inntekt. Disponible inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 4. kv. 2016 benyttes veksten i disponible inntekt uten aksjeutbytte.
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Boligpriser og husholdningenes gjeld¹⁾.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2020²⁾



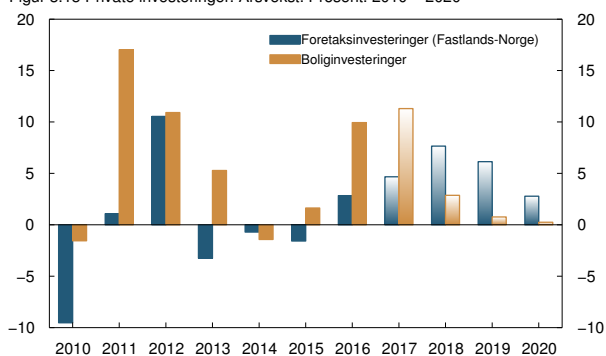
1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2.
2) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Igangsettingstillatelser til bolig etter fylke.
Areal i 1000 kv. Sum siste tolv måneder. Januar 2000 – januar 2017



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

Figur 3.15 Private investeringer. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



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

prosent høyere enn ett år tidligere. Veksten har vært høyere enn vi anslo i forrige rapport. Både salg og igangsetting av nye boliger økte mye gjennom fjoråret, og utviklingen har fortsatt siden forrige rapport.

Den høye boligprisveksten er en viktig drivkraft bak oppgangen i boligbyggingen, og igangsettingen av nye boliger har økt mest i områder der prisveksten har vært høyest, se figur 3.14. Lavere vekst i boligprisene vil trolig bidra til at veksten i boliginvesteringene reduseres. Utsikter til avtakende befolkningsvekst vil trolig også dempe boliginvesteringene. At investeringene har kommet opp på et historisk høyt nivå, tilsier også at veksten etter hvert dempes. Vi anslår at boliginvesteringene vil øke betydelig i år og at veksten deretter vil avta, se figur 3.15. Anslagene for veksten i boliginvesteringene i år er klart høyere enn i forrige rapport. Også for årene fremover er anslagene oppjustert.

Høyere etterspørsel vil trolig løfte foretaksinvesteringene

Foretakssektoren preges av oljeprisfallet og det kraftige omslaget i investeringsaktiviteten i petroleumsnæringen de siste årene. Siden toppen i 2013 har investeringene på norsk sokkel falt med vel 30 prosent. Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil falle klart også i 2017, før de øker moderat i årene fremover, se figur 3.16. Våre anslag for petroleumsinvesteringene er nærmere omtalt i en ramme på side 34.

I likhet med utviklingen i mange andre land har veksten i foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge vært svak de siste årene. I årene 2013 til 2015 avtok investeringene og som andel av BNP for fastlands-Norge lå de under gjennomsnittet for årene 1995 til 2016. Det var særlig investeringene i virksomheter som leverer til petroleumsnæringen som ble redusert, men utviklingen var svak også i flere andre næringer, se figur 3.17. Den lave investeringsveksten må ses i sammenheng med at etterspørselen rettet mot foretakssektoren har vært svak. Foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge økte noe i 2016, og veksten i fjerde kvartal var litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Vi anslår at veksten i foretaksinvesteringene vil tilta ytterligere i år og neste år. Prognosene innebærer at

foretaksinvesteringene tar seg opp til rundt 10 prosent av fastlands-BNP i løpet av 2018. Det er noe over det historiske gjennomsnittet. I 2019 og 2020 venter vi at investeringsveksten avtar litt.

Utsikter til økt eksportvekst

Norske bedrifter har bedret sin kostnadmessige konkurransevne betydelig de siste årene, se figur 3.18. Det skyldes først og fremst at kronkursen har svekket seg. Samtidig har også lønnsveksten i Norge avtatt, og i 2016 var den lavere enn hos handelspartnerne for første gang siden 1995. Bedret konkurransevne og god importvekst hos handelspartnerne bidro til at eksporten fra Fastlands-Norge økte klart i 2014 og 2015.

Nedgangen i den globale petroleumsindustrien førte til at eksporten fra norske oljeleverandører falt kraftig i fjor. Eksporten av finans- og forretningstjenester falt også kraftig, trolig delvis som følge av lavere aktivitet i norsk og utenlandsk petroleumsvirksomhet. Forstyrrelser på tilbudssiden førte til at eksporten av sjømat, raffinerte oljeprodukter og andre industrielle råvarer falt klart fra 2015 til 2016. Nedgangen i eksporten ble dempet av sterk vekst i turisme til Norge og økt eksport av ferdigvarer fra tradisjonell industri.

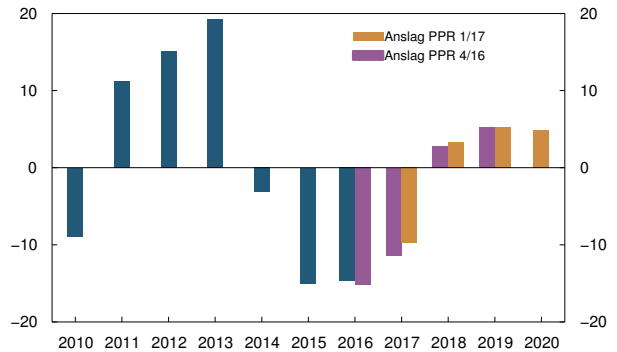
Vi anslår at eksporten fra oljeleverandørene vil fortsette å falle den nærmeste tiden, i tråd med informasjon fra Regionalt nettverk. I 2019 og 2020 venter vi at denne eksporten øker noe igjen, som følge av økte offshoreinvesteringer globalt. Økt importvekst hos Norges handelspartnere vil bidra til at den øvrige eksporten tar seg godt opp fremover. Store investeringer innen råvarebasert industri vil også trekke opp eksporten de neste årene. Våre anslag innebærer at samlet eksport fra Fastlands-Norge vil ta seg moderat opp fra 2016 til 2017. Deretter venter vi en klar vekst i eksporten, se figur 3.19.

3.3 ARBEIDSMARKED OG KAPASITETSUTNYTTING

Forbi ledighetstoppen

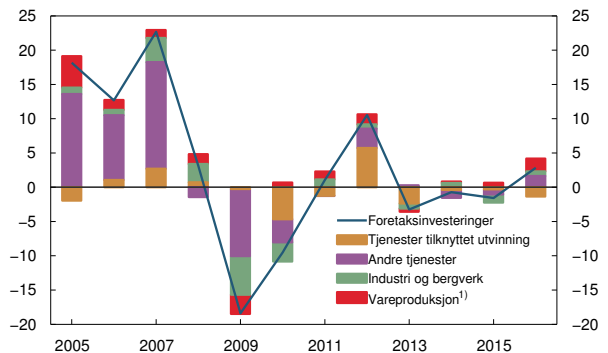
Arbeidsmarkedet er preget av lav aktivitet i petroleumssektoren og svak vekst i norsk økonomi. Den samlede sysselsettingen var om lag uendret fra 2015 til 2016, men økte gjennom året, ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). Utviklingen i 2016 var litt bedre enn vi anslo i desember. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) indikerer en klart svakere syssel-

Figur 3.16 Petroleumsinvesteringer. Volum. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



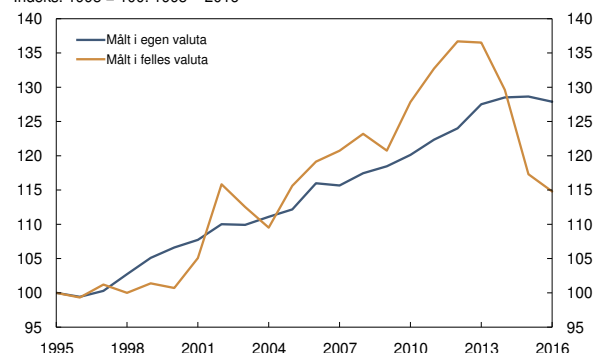
1) Anslag for 2017 – 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Bidrag til vekst i foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosentenheter. 2005 – 2016



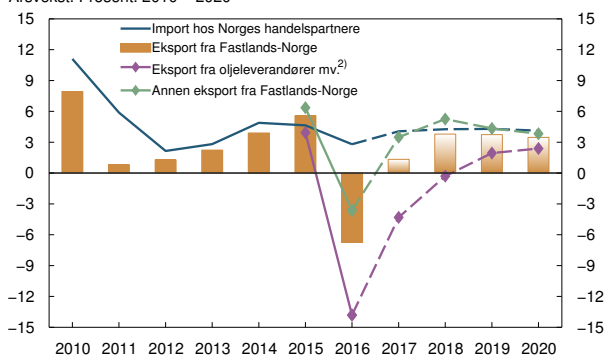
1) Vareproduksjon inkluderer bygg og anlegg og kraftproduksjon.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.18 Norske lønnskostnader relativt til handelspartneres lønnskostnader.¹⁾ Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2016



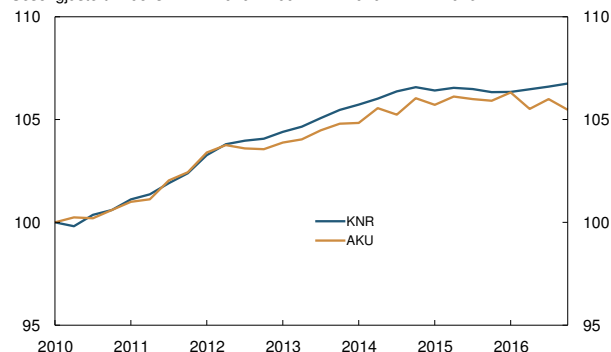
1) Timelønnskostnader i industrien.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.19 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020¹⁾



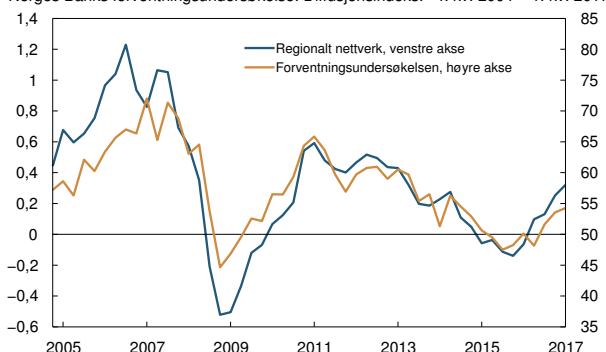
1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).
2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.20 Sysselsetting ifølge KNR og AKU.¹⁾ Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 2010 = 100. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2016



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

Figur 3.21 Forventet endring i sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.²⁾ 4. kv. 2004 – 1. kv. 2017



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

settingsutvikling gjennom 2016 enn KNR viser, se figur 3.20. Siden AKU er en utvalgsundersøkelse vil den vise større svingninger i sysselsettingen enn KNR.

Kontaktene i vårt regionale nettverk ventet i februar samlet sett at sysselsettingsveksten ville ta seg opp de neste tre månedene. Kontaktene i oljeleverandørnæringen ventet fortsatt at antall sysselsatte ville avta. I alle andre næringer var det forventninger om økt sysselsetting. Også Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at sysselsettingsveksten vil øke fremover, se figur 3.21.

I tråd med forventningene fra Regionalt nettverk og forventningsundersøkelsen anslår vi at sysselsettingsveksten vil tilta frem mot sommeren. Vi venter at sysselsettingsveksten tar seg videre opp i 2018 som følge av at den økonomiske veksten tiltar. Anslagene for sysselsettingsveksten i år er litt høyere enn i vår forrige rapport og lite endret for årene fremover.

Arbeidsstyrken i Norge har historisk vært fleksibel. Mange har trukket seg ut av arbeidsmarkedet i perioder når det har vært få ledige jobber, og så kommet tilbake igjen når aktiviteten har tatt seg opp. Yrkesfrekvensen, som måler arbeidsstyrken som andel av befolkningen i arbeidsfør alder, har derfor svingt med konjunktorene. Samtidig er det en underliggende trend i retning av lavere yrkesfrekvens som følge av aldring av befolkningen. Yrkesfrekvensen har historisk fulgt svingningene i kapasitetsutnyttningen med et tidsetterslep på litt under ett år. I denne nedgangs-konjunktoren holdt yrkesfrekvensen seg oppe frem til begynnelsen av fjoråret, og lenger enn normalt når kapasitetsutnyttningen har falt. Gjennom 2016 var det et markert fall i yrkesfrekvensen, se figur 3.22. Yrkesfrekvensen er nå mer i tråd med hva historiske sammenhenger tilsier. Vi anslår at yrkesfrekvensen vil endres lite den nærmeste tiden, for så å ta seg litt opp mot slutten av prognoseperioden. Anslagene for vekst i arbeidsstyrken er nedjustert for i år og litt oppjustert for årene fremover, sammenlignet med forrige rapport.

Svak utvikling i sysselsettingen samtidig som arbeidstilbudet holdt seg oppe, førte til at arbeidsledigheten økte i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014. Siden sommeren 2014 har forskjellen mellom AKU-ledigheten og registrert ledighet vært større enn normalt. Den

registrerte ledigheten økte moderat og nådde en topp på i overkant av 3 prosent tidlig i 2016. Ifølge AKU fortsatte ledigheten å øke frem til sommeren 2016, da den kom opp i nær 5 prosent. Både AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten har falt i det siste. Noe av nedgangen i registrert ledighet skyldes trolig at omfanget av arbeidsmarkedstiltak har økt. Andelen personer som enten var helt ledige eller på ordinære arbeidsmarkedstiltak var om lag uendret gjennom 2016. Både AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten har vært lavere enn vi anslo i forrige rapport. Avviket mellom de to ledighetsmålene har avtatt.

Antall nye personer som registreres som arbeidsledige, har falt de siste månedene, se figur 3.23. Det kan tyde på at den registrerte ledigheten etter hvert vil reduseres videre. Vi venter at arbeidsledigheten vil være om lag uendret de nærmeste månedene, se tabell 3b og 3c i vedlegget. Etter hvert som sysselsettingsveksten tar seg opp, venter vi at arbeidsledigheten gradvis vil avta. Anslagene for arbeidsledigheten er lavere enn i forrige rapport, se figur 1.13 i kapittel 1.

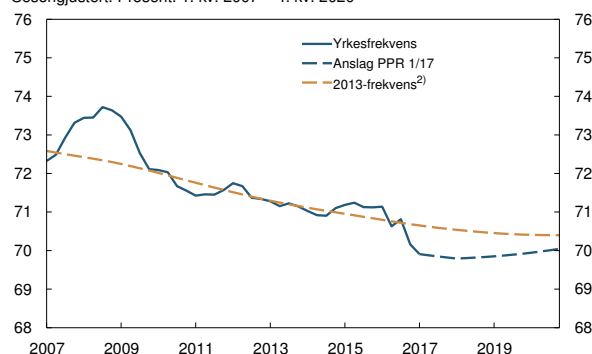
Fortsatt ledige ressurser fremover

Kapasitetsutnyttingen, se boks 3.2, falt gjennom 2014, 2015 og 2016, i takt med at produksjonsveksten avtok og arbeidsledigheten økte. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttingen har vært lavere enn normalt de siste årene.

Potensiell produksjon bestemmes av den langsiktige utviklingen i produktivitet og arbeidsstyrke. Som i andre industriland har produktivetsveksten i norsk økonomi avtatt de siste årene. Noe av nedgangen i produktivetsveksten skyldes trolig at virksomhetene ikke har nedbemannet i samme omfang som nedgangen i produksjonen kunne tilsi. Dermed er det grunn til å tro at produktivetsveksten vil ta seg opp når den økonomiske veksten tiltar fremover. Aldring av befolkningen og avtakende innvandring demper den potensielle veksten i arbeidsstyrken, se figur 3.24. Som i forrige rapport legger vi til grunn at den potensielle produksjonen øker med om lag 1¾ prosent årlig fremover.

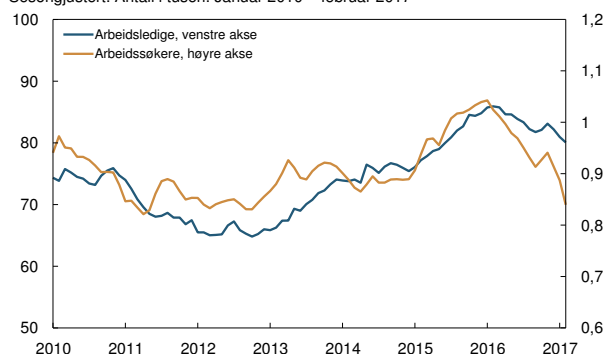
Utviklingen i arbeidsmarkedet er viktig i vurderingen av kapasitetsutnyttingen i økonomien. Spesielt er registrert ledighet en viktig indikator. Det uvanlig store

Figur 3.22 Yrkesfrekvenser. Arbeidsstyrken som andel av befolkningen (15 – 74 år). Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2020¹⁾



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

Figur 3.23 Registrert ledige og nye ordinære arbeidssøkere per virkedag. Sesongjustert. Antall i tusen. Januar 2010 – februar 2017

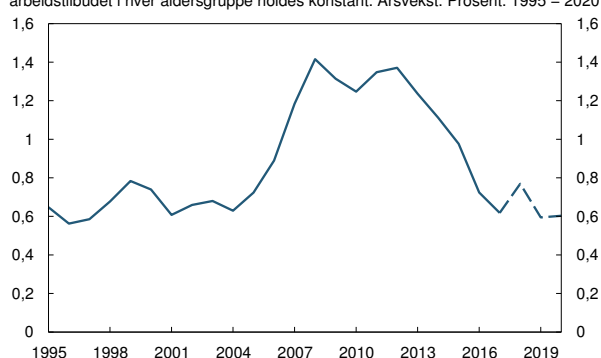


Kilde: NAV

BOKS 3.2 KAPASITETSUTNYTTING

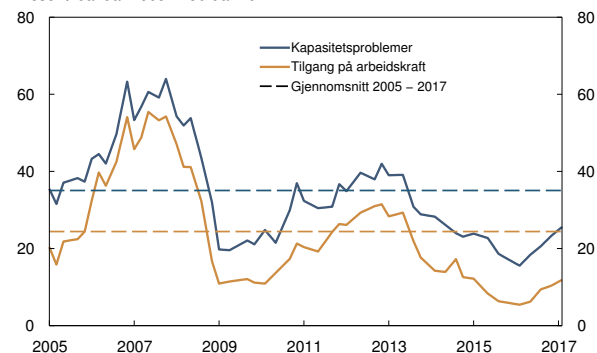
Kapasitetsutnyttingen, eller produksjonsgapet, er forskjellen mellom den faktiske produksjonen og den potensielle produksjonen. Den potensielle produksjonen kan ikke observeres og må anslås. Trendberegninger på BNP-tall kan være et utgangspunkt for å anslå den potensielle produksjonen i økonomien bakover i tid. Det er stor usikkerhet om trenden i produksjonen nær slutten av den historiske serien. For å anslå den potensielle produksjonen og produksjonsgapet i nåtid gjør vi derfor en samlet vurdering basert på en rekke indikatorer og modeller. I vurderingen legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Figur 3.24 Utvikling i arbeidsstyrken som følge av befolkningsendringer, gitt at arbeidstilbudet i hver aldersgruppe holdes konstant. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2020¹⁾



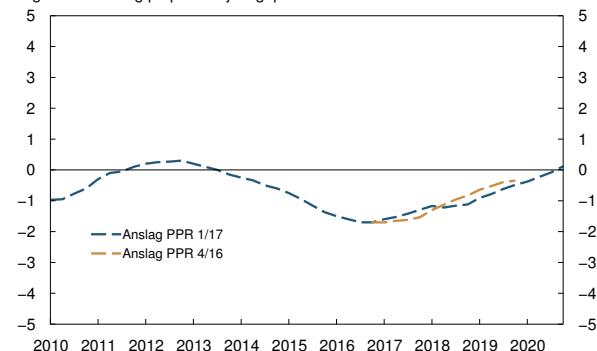
1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet). Beregningene korrigerer for det normalt tar noe tid før personer som kommer til Norge som flyktninger, kommer ut i arbeidslivet.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.25 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.¹⁾ Prosent. Januar 2005 – februar 2017



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

Figur 3.26 Anslag på produksjonsgapet¹⁾. Kvartalsvekst. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



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

og vedvarende avviket mellom AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten gjør det vanskeligere enn normalt å anslå omfanget av ledige ressurser, se utdyping i Pengepolitisk rapport 4/16. I anslagene for kapasitetsutnyttningen har vi lagt noe vekt på utviklingen i AKU-ledigheten i tillegg til den registrerte ledigheten. Det er i tråd med at det fortsatt er en lav andel bedrifter i Regionalt nettverk som melder om at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen. Den lave lønnsveksten gjennom fjoråret kan gi støtte til at kapasitetsutnyttningen har vært noe lavere enn det den historiske sammenhengen mellom produksjonsgapet og den registrerte ledigheten isolert sett skulle tilsi.

Nedgangen i arbeidsledigheten både i NAV og AKU siden forrige rapport kan tyde på at kapasitetsutnyttningen har økt. Andelen av kontaktbedriftene i Regionalt nettverk som oppgir at de ville ha problemer med å møte en vekst i etterspørselen, har økt i de fire siste målingene, se figur 3.25. Økningen skyldes at etterspørselen har økt, men også at bedriftene har redusert sin produksjonskapasitet. På den annen side har veksten i Fastlands-Norge vært om lag som ventet, og nedgangen i arbeidsledigheten må ses i sammenheng med at yrkesfrekvensen også har avtatt. Sysselsettingen som andel av befolkningen falt videre gjennom 2016. Det gjelder også sysselsettingsfrekvensen for aldersgruppen 25–54 år, som i liten grad vil påvirkes av aldringen av befolkningen, se figur 1.6 i kapittel 1.

Samlet anslår vi at kapasitetsutnyttningen ved utgangen av 2016 var om lag som anslått i forrige rapport, men at den vil ta seg gradvis opp gjennom innværende år. Gjennom neste år venter vi at kapasitetsutnyttningen vil endres lite. Det skyldes først og fremst at vi har lagt til grunn at veksten i offentlig etterspørsel avtar. Fra 2019 anslår vi at vekst i oljeinvesteringene sammen med økt vekst i eksporten fra Fastlands-Norge vil bidra til at kapasitetsutnyttningen igjen tar seg opp. Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil nå et normalt nivå i 2020, se figur 3.26. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere for innværende år enn i forrige rapport, og litt lavere for årene fremover.

3.4 KOSTNADER OG PRISER

Høy prisvekst i fjor

Årsveksten i konsumprisene i fjor ble den høyeste på mange år. Konsumprisindeksen (KPI) steg med 3,6 prosent fra 2015 til 2016, mens konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) økte med 3,0 prosent i samme periode, se figur 1.9 i kapittel 1. Høy vekst i elektrisitetsprisene bidro til at KPI steg mer enn KPI-JAE. Oppgangen i konsumprisveksten de siste årene skyldes i stor grad virkninger av den betydelige kronesvekkelsen frem til begynnelsen av fjoråret. En svakere krone har bidratt til høyere prisvekst på importerte ferdigvarer og etter hvert også på norskproduserte varer og tjenester. Samtidig har prisimpulsene fra utlandet målt i utenlandsk valuta vært moderate. Den innenlandske kostnadsveksten har avtatt, blant annet som følge av avtakende lønnsvekst i kjølvannet av oljeprisfallet.

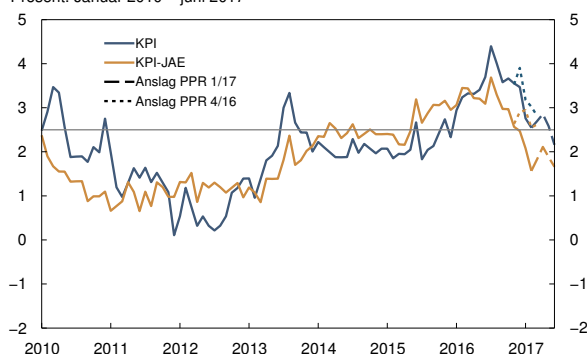
Prisveksten har vært lavere enn anslått

Tolvmånedersveksten i konsumprisene har falt siden sommeren i fjor. I desember anslo vi en videre nedgang i prisveksten i takt med gradvis avtakende virkninger av kronesvekkelsen. Moderat innenlandsk kostnadsvekst var ventet å bidra i samme retning. Siden forrige rapport har konsumprisveksten vært klart lavere enn anslått. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var 1,6 prosent i februar, 1,0 prosentenhet lavere enn vi anslo i desember, se figur 3.27. Både prisene på importerte varer og på norskproduserte varer og tjenester har steget mindre enn ventet. Det er særlig prisveksten på varer som har falt. Veksten i husleiene har avtatt over en lengre periode og har bidratt til å trekke den samlede konsumprisveksten ned. De siste månedene har imidlertid veksten i husleiene tiltatt noe, se figur 3.28. Høy vekst i energiprisene gjør at KPI fortsatt stiger mer enn KPI-JAE, se figur 3.29.

Valutakurseffekter og lav kostnadsvekst trekker prisveksten ned

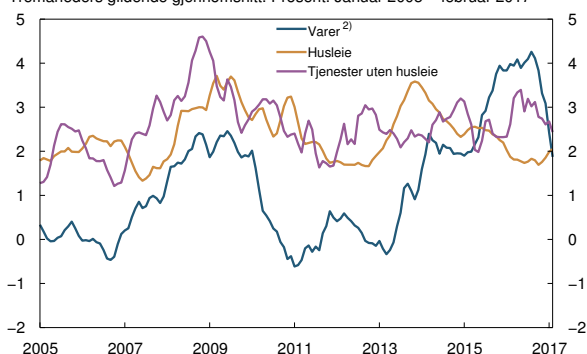
Virkningene av den tidligere kronesvekkelsen avtar. Prisutviklingen den siste tiden kan tyde på at valutakurseffektene fases ut raskere enn tidligere lagt til grunn. Det siste året har kronen styrket seg. Det bidrar ytterligere til en avdemping av prisveksten. Prisveksten hos våre handelspartnere har vært lav de siste årene, og prisimpulsene fra utlandet, målt i utenlandsk valuta, har bidratt til å dempe prisveksten,

Figur 3.27 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – juni 2017²⁾



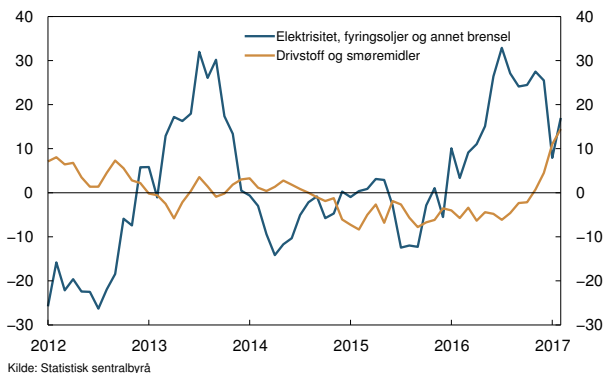
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for mars 2017 – juni 2017 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.28 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektor. Tolvmånedersvekst. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2005 – februar 2017



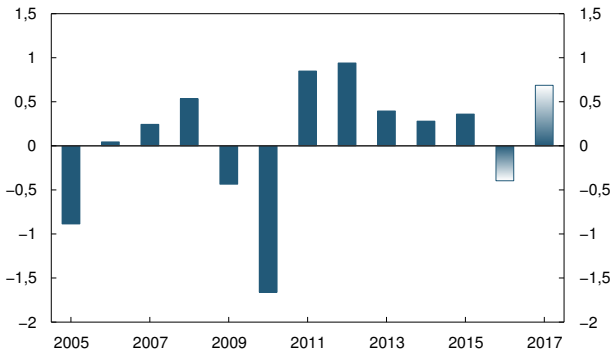
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) For 2016 benyttes Norges Banks beregninger, basert på data fra Statistisk sentralbyrå.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.29 Utvalgte energivarer i KPI. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2012 – februar 2017



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.30 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2017¹⁾

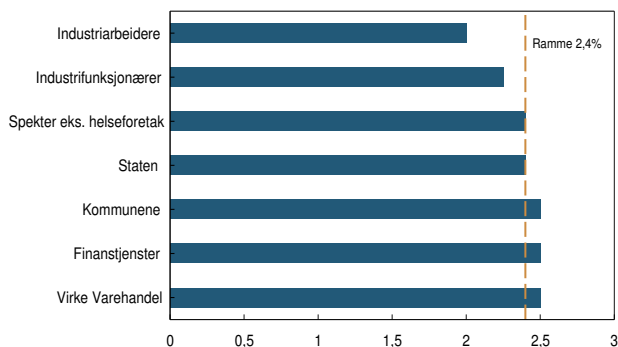


¹⁾ Anslag for 2016 – 2017 (gradert).
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

se figur 3.30. Utsikter til sterkere prisimpulser fra utlandet i år vil isolert sett gi høyere prisvekst her hjemme tidlig i prognoseperioden. Sterkere prisimpulser fra utlandet skyldes først og fremst en oppgang i råvarepriser og produsentpriser internasjonalt.

Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap ble årslønnsveksten i 2016 1,7 prosent. Lønnsveksten ble dermed betydelig lavere enn det vi la til grunn i desember og også klart lavere enn rammen for lønnsoppgjøret i fjor. Samtidig ble prisveksten relativt høy og høyere enn lagt til grunn i lønnsoppgjøret. Til sammen førte dette til et klart fall i reallønningene i 2016. Fallet i lønnsveksten i fjor var en viktig faktor bak nedgangen i husholdningenes samlede inntektsvekst, se kapittel 3.2.

Figur 3.31 Lønnsvekst i noen store forhandlingsområder i 2016. ¹⁾ Årsvekst. Prosent.



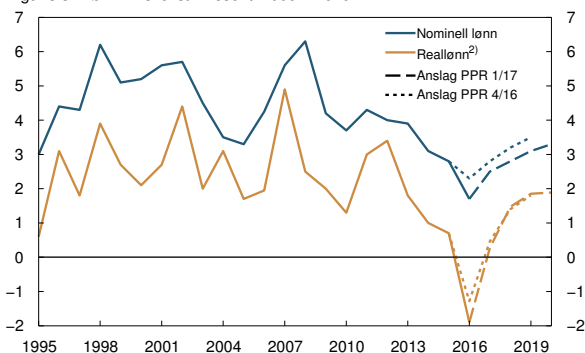
¹⁾ Foreløpige tall fra TBU.
Kilder: TBU og Norges Bank

Nedgangen i lønnsveksten i 2016 må ses i lys av omstillinger i norsk økonomi. Lønnsveksten i de enkelte forhandlingsområdene var mellom 2,0 og 2,5 prosent, se figur 3.31. En betydelig nedgang i antall sysselsatte i næringer med høyt lønnsnivå, som petroleumsrelatert virksomhet, bidro til å trekke ned den samlede lønnsveksten. Sammensetningseffekter innad i næringer og bedrifter har også dempet lønnsveksten. I industrien samlet ble lønnsveksten trukket ned av at andelen funksjonærer ble redusert. Bedriftenes kostnader påvirkes også av produktivitetsveksten, som avtok litt fra 2015 til 2016. Samlet har veksten i lønnskostnadene per produsert enhet likevel avtatt. Det demper kostnadsveksten i bedriftene og dermed også prisveksten.

Utsikter til lavere lønns- og prisvekst enn tidligere anslått

Vi venter at et strammere arbeidsmarked og høyere økonomisk vekst vil bidra til at lønnsveksten gradvis øker de kommende årene, se figur 3.32. Sammensetningseffektene ventes ikke å bli like fremtredende i tiden fremover. De siste lønnsoppgjørene har vært moderate og lønnskostnadsandelen ventes å falle til nær et normalt nivå i 2017, se figur 3.33. Det kan tale for at arbeidstakerne vil oppnå gradvis høyere lønnsvekst etter hvert som konjunktorene og lønnsomheten i bedriftene bedres. På den annen side trekker lavere prisvekst og hensynet til å bevare den kostnadsmessige konkurranseevnen i retning av at lønnsveksten forblir moderat også i årene fremover.

Figur 3.32 Lønn. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2020¹⁾



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

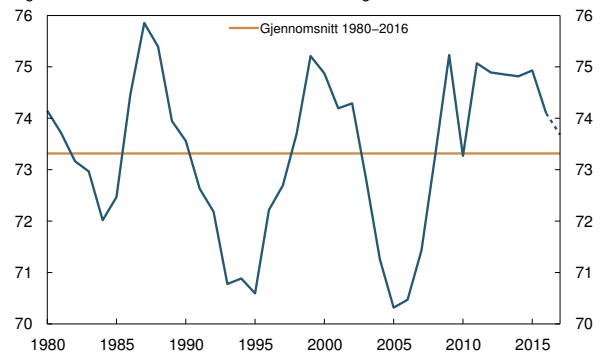
For inneværende år venter vi at den nominelle lønnsveksten øker til 2,5 prosent. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslår et lønnsoverheng inn i 2017 på 1,0 prosent. Det er lavere enn det gjennomsnittlige overhenget i år med mellomoppgjør. I Norges Banks forventningsundersøkelse venter partene i arbeidslivet en årslønnsvekst på 2,6 prosent i år. I februar meldte kontaktene i Regionalt nettverk at de ser for seg en årslønnsvekst i år på 2,5 prosent.

Anslagene for den nominelle lønnsveksten er lavere enn i forrige rapport. Samtidig ser det ut til at konsumprisveksten blir lavere enn vi anslo i desember. Prognosene innebærer at reallønnsveksten vil ta seg opp de neste årene. Vi er imidlertid usikre på hvor raskt den nominelle lønnsveksten vil øke. Den lave lønnsveksten i fjor kan være uttrykk for en moderasjon i lønnsoppgjørene som vil vare ved over tid, som en del av tilpasningene i etterkant av fallet i oljeprisen. Lønnsveksten har vært moderat i flere andre land de siste årene, noe som kan virke dempende på lønnsveksten her hjemme. I tillegg kan lav prisvekst i årene som kommer bidra til at den nominelle lønnsveksten ikke øker like raskt som det vi nå anslår.

Oppdaterte beregninger fra vårt system for sammenveining av korttidsindikatorer (SAM) peker i retning av at prisveksten vil avta litt videre gjennom første halvår i år, se figur 3.34. Våre anslag innebærer at tolv månedersveksten i KPI-JAE vil øke litt de neste par månedene for så å falle igjen frem mot sommeren, se tabell 3d i vedlegget. De store endringene i prisveksten siden forrige rapport bidrar til usikkerhet om prisutviklingen den nærmeste tiden. Sammensettingseffekter i lønnsveksten i fjor kan tilsa at den underliggende kostnadsveksten ikke er like lav som det den samlede lønnsveksten for 2016 gir inntrykk av. Det bidrar også til usikkerhet om prisveksten fremover. Store endringer i prisveksten på energivarer gjør at vi også er usikre på utviklingen i den samlede konsumprisveksten (KPI) i tiden som kommer.

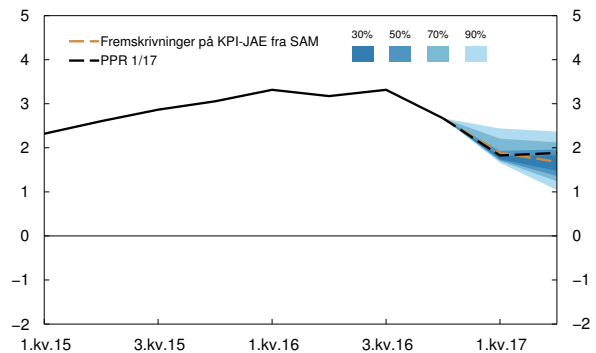
Vi anslår at prisveksten avtar de kommende årene. Prisveksten ventes å øke litt i 2020, til om lag 1,5 prosent, se figur 3.35. Anslagene er lavere enn i forrige rapport. Utsikter til høyere energipriser enn tidligere lagt til grunn gjør at anslagene for veksten i KPI det nærmeste året likevel er lite endret fra desember. Det

Figur 3.33 Lønnskostnadsandel for Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. 1980 – 2017²⁾



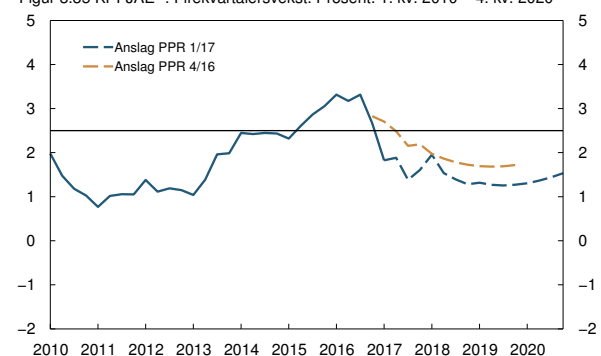
1) Lønnskostnader som andel av faktorinntekten.
2) Anslag for 2017 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.34 KPI-JAE¹⁾ i PPR 1/17 med usikkerhetsvifte fra SAM²⁾.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2015 – 2. kv. 2017³⁾



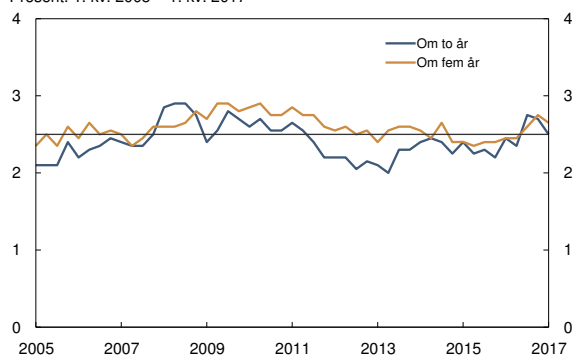
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) System for sammenveining av korttidsmodeller.
3) Anslag for 1. kv. 2017 – 2. kv. 2017 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.35 KPI-JAE¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020²⁾



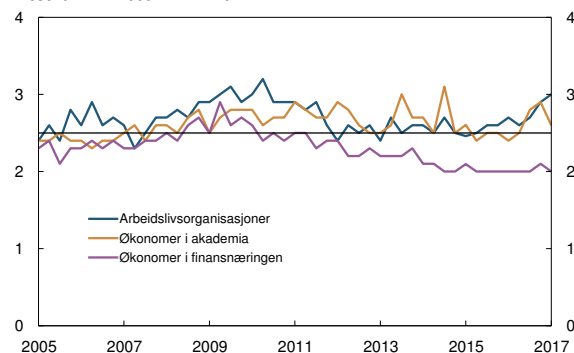
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.36 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾
Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2017



¹⁾ Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien.
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.37 Forventet konsumprisvekst om fem år blant ulike aktører.
Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2017



Kilder: Epinion og Norges Bank

er usikkerhet om prisutviklingen også på lengre sikt. Dersom lav prisvekst bidrar til forventninger om at prisveksten vil forbli lav, vil det kunne gi en langsommere oppgang i lønns- og prisveksten enn vi nå legger til grunn.

Inflasjonsforventningene holder seg nær 2,5 prosent

Forventninger til den fremtidige inflasjonsutviklingen påvirker både pris- og lønnsdannelsen i økonomien. Gjennom andre halvår i fjor indikerte Norges Banks forventningsundersøkelse en viss oppgang i inflasjonsforventningene, både blant partene i arbeidslivet og blant økonomene, se figur 3.36. I inneværende kvartal har forventningene samlet sett avtatt litt igjen, men de holder seg fortsatt nær 2,5 prosent. Det er ofte mest variasjon i forventningene til prisveksten på kort sikt, mens forventningene til prisveksten lenger frem gjerne holder seg mer stabile. De siste årene har forventningene til prisveksten på lengre sikt blant økonomene i finansnæringen avtatt noe, se figur 3.37.

JUSTERT HANDLINGSREGEL FOR FINANSPOLITIKKEN

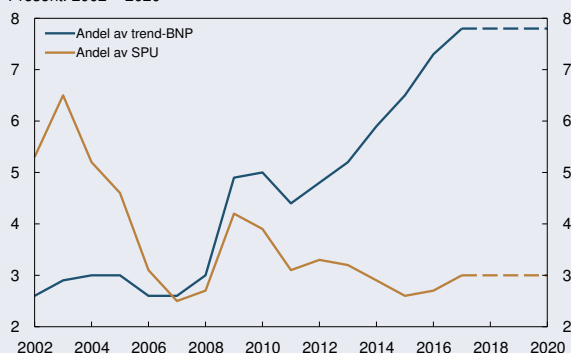
I februar annonserte Regjeringen endringer som vil ha betydning for innretningen av finanspolitikken fremover. Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland (SPU) ble foreslått oppjustert til 70 prosent, mens anslaget på den forventede realavkastningen av fondet ble foreslått nedjustert fra 4 til 3 prosent.

De siste årene har bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, ligget godt under 4 prosent av fondsverdien. I gjennomsnitt har oljepengebruken utgjort 3,1 prosent av fondsverdien de siste ti årene. Siden fondsverdien har økt betydelig, har bruken av oljeinntekter likevel kunnet øke forholdsvis mye over tid. Da handlingsregelen ble innført i 2001, utgjorde det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet 1,4 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.38. I år ventes den tilsvarende andelen å bli på 7,8 prosent. Den gjennomsnittlige, årlige endringen siden 2001 har vært på 0,4 prosentenheter, målt som andel av fastlands-BNP. Endringen i denne andelen brukes som et enkelt mål på budsjettets virkning på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. For 2017 legger vi til grunn at denne budsjettimpulsen vil være 0,5 prosentenheter.

Vi legger til grunn at det strukturelle underskuddet i år blir på 224 milliarder kroner, som forutsatt i forrige rapport, se figur 3.39. Det tilsvarer 3 prosent av fondsverdien, og bruken av oljeinntekter i år ligger følgelig an til å bli lik det nye anslaget på den forventede realavkastningen. Vi legger til grunn at bruken vil tilsvare 3 prosent av fondet også gjennom resten av prognoseperioden. Det gir utsikter til at det strukturelle underskuddet vil være om lag uendret som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Fondet vil fortsatt vokse, men ikke raskere enn den økonomiske aktiviteten for øvrig. Det innebærer at budsjettimpulsen for årene fremover vil være 0.

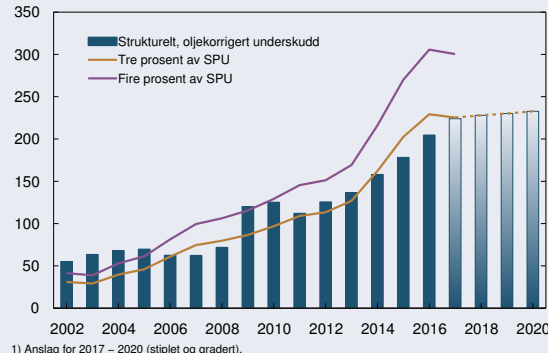
I forrige rapport forutsatte vi en årlig økning i det strukturelle underskuddet på 0,3 prosentenheter årlig, målt som andel av fastlands-BNP, fra og med 2018. Det var i tråd med tekniske forutsetninger i Nasjonalbudsjettet 2017. De nye forutsetningene innebærer følgelig en mindre ekspansiv finanspolitikk fremover. Det gjenspeiles også i anslagene for etterspørselen fra offentlig forvaltning, som er nedjustert fra og med neste år, se figur 1.8 i kapittel 1. Anslagene for inneværende år er basert på det vedtatte budsjettet for 2017 og er ikke endret fra vår forrige rapport. Ellers legger vi beregningsteknisk til grunn at det reelle skattenivået samlet holdes uendret fra og med 2017. I Nasjonalbudsjettet 2017 ble det signalisert at skattesatsen for alminnelig inntekt vil bli satt ned ytterligere i 2018, fra 24 til 23 prosent. Anslagene i denne rapporten bygger på at dette skattekuttet gjennomføres, men at det kompenseres ved inntektsøkninger på andre områder.

Figur 3.38 Strukturelt oljekorrigeret budsjettunderskudd som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge og Statens pensjonsfond utland (SPU). Prosent. 2002 – 2020¹⁾



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

Figur 3.39 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre og fire prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2002 – 2020¹⁾



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

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene på norsk sokkel har falt betydelig de siste årene. Nedgangen gjenspeiler at lønnsomheten i petroleumsnæringen falt sterkt fra 2010 til 2015, både på grunn av det store fallet i olje- og gassprisene i 2014 og 2015 og som følge av den høye kostnadsveksten i årene før. Den svekkede lønnsomheten førte til at oljeselskapene satte i verk en rekke tiltak for å redusere kostnadene. Tiltakene har ført til at balanseprisene i flere planlagte prosjekter har falt fra 60–80 dollar til under 40 dollar per fat. Disse prosjektene er dermed lønnsomme dersom oljeprisen holder seg over 50 dollar per fat, som lagt til grunn i denne rapporten.

Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil falle klart også i 2017, før de øker moderat i årene fremover. Anslagene er noe oppjustert fra forrige rapport, se figur 3.15. Ny informasjon tyder på at det i perioden 2017–2019 vil bli satt i gang flere prosjekter på nye og eksisterende felt enn tidligere lagt til grunn.

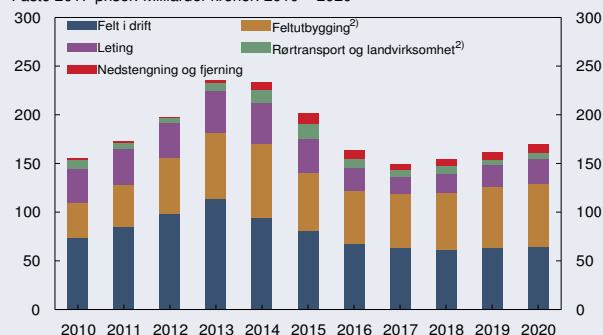
Investeringene på *felt i drift* har falt mye siden 2013. Vi anslår at de vil falle ytterligere i år og neste år, men mindre enn i de foregående årene, se figur 3.40. Oppgradering av flere eldre felt førte til at investeringene på felt i drift var svært høye i 2012 og 2013. En del av nedgangen fra 2013 til 2018 gjenspeiler at oppgraderingsprosjekter er avsluttet og at det er satt i gang få tilsvarende nye prosjekter. Innsparingstiltakene i oljeselskapene fører også til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres frem til 2018. Vi venter at investeringene på felt i drift vil ta seg noe opp igjen fra 2018 til 2020 siden flere oppgraderingsprosjekter er blitt lønnsomme etter at kostnadene er redusert.

Utgiftene til *feltutbygging* var svært høye i 2013 og 2014 som følge av at flere store felt var under utbygging. Slutføring av disse prosjektene bidrar isolert sett til å trekke ned investeringene kraftig fra 2014 til 2018, se figur 3.41. Nedgangen dempes av at Johan Sverdrup og flere små og mellomstore prosjekter er blitt satt i gang de to siste årene. Vi venter at prosjektene Njord Future, Bauge, Pil & Bue, Storklakken og Skarfjell, Johan Castberg og Snorre Expansion Project vil bli satt i gang i løpet av 2017. Videre legger vi til grunn at utbyggingen av Skarfjell og fase to av Johan Sverdrup-utbyggingen vil komme i gang i løpet av 2018. Flere andre feltutbygginger, som Luno 2, Fogelberg, Wisting og Alta/Gohta, kan også bli satt i gang i løpet av prognoseperioden. Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil ta seg godt opp de neste årene.

Utgiftene til leting har falt klart siden 2014. Vi anslår at *leteinvesteringene* vil avta med ytterligere 5 milliarder kroner i 2017, i tråd med investeringstillingen for første kvartal. Deretter venter vi at letingen vil ta seg noe opp igjen, drevet av økningen i oljeprisen det siste året og nedgangen i borekostnadene siden 2014.

Figur 3.40 Petroleumsinvesteringer.

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



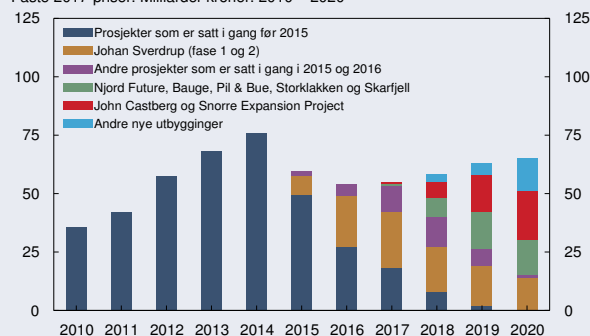
1) Anslag for 2017 – 2020. Tallene for 2010 – 2016 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å være uendret fra 2016 til 2017.

2) Utgiftene til eksportrørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.41 Feltutbygging.

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



1) Anslag for 2017 – 2020 og for sammensetningen av investeringene i 2015 og 2016. Tallene for totale utbygginginvesteringer for 2010 – 2016 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringsstillingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingprosjekter. Utgiftene til eksportrørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 Pengepolitisk analyse

Styringsrenten settes med sikte på å oppnå lav og stabil inflasjon uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Prognosen for styringsrenten ligger nær ½ prosent de nærmeste årene. Samtidig innebærer renteprognosen at det er litt større sannsynlighet for at styringsrenten settes ned enn opp i tiden som kommer. Prognosen er lite endret fra forrige rapport, men tilsier at styringsrenten vil holde seg nær dagens nivå noe lenger enn vi så for oss i desember. Høyere vekst og renter ute og en svakere krone løfter rentebanen, mens lavere pris- og lønnsvekst her hjemme trekker rentebanen ned. Drivkreftene for innenlandsk etterspørsel trekker i retning av en høyere bane for styringsrenten på kort sikt, mens de tilsier en lavere rentebane lenger frem. Ifølge prognosene vil prisveksten avta de nærmeste årene for så å øke litt i 2020. Kapasitetsutnyttningen anslås å øke gradvis og nå et normalt nivå i 2020.

4.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

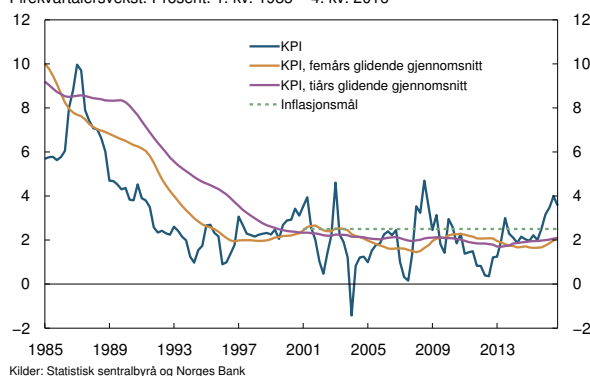
Lav og stabil inflasjon

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

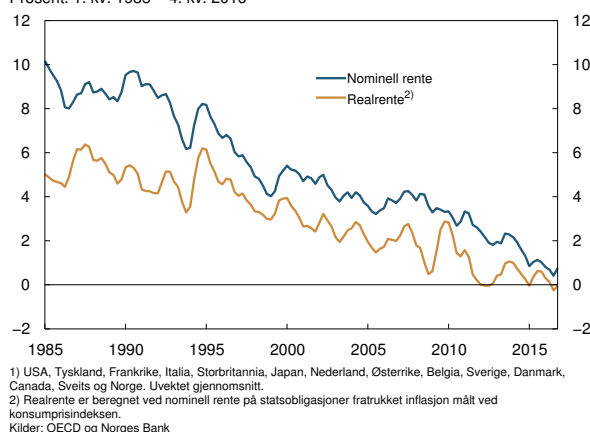
Styringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. I de pengepolitiske avveiningene tar vi hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. En robust pengepolitikk bør bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Se ramme på side 40 om kriterier for en god rentebane.

Rentenivået er svært lavt, både internasjonalt og her hjemme, se figur 4.2. Nivået på realrenten som er forenelig med en balansert utvikling i økonomien, gjerne omtalt som den nøytrale realrenten, har trolig falt over tid. Norges Banks anslag på den nøytrale realrenten har blitt gradvis nedjustert i takt med utviklingen ute, se utdyping i Pengepolitisk rapport 3/16. I kjølvannet av fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 er styringsrenten i Norge blitt redusert flere ganger. Behovet for en ekspansiv pengepolitikk har sammen med en lavere nøytral realrente trukket styringsrenten ned.

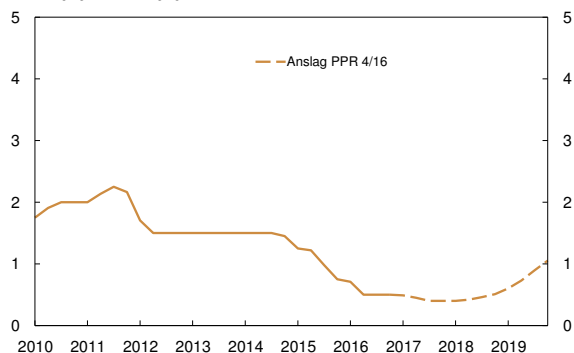
Figur 4.1 Konsumprisindeksen. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1985 – 4. kv. 2016



Figur 4.2 Renter på tiårs statsobligasjoner. 14 OECD-land.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1985 – 4. kv. 2016

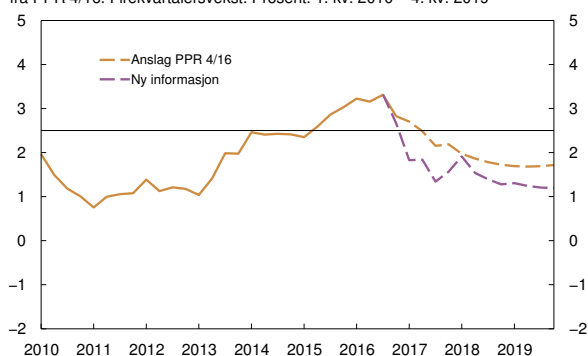


Figur 4.3a Anslag på styringsrenten fra PPR 4/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019¹⁾



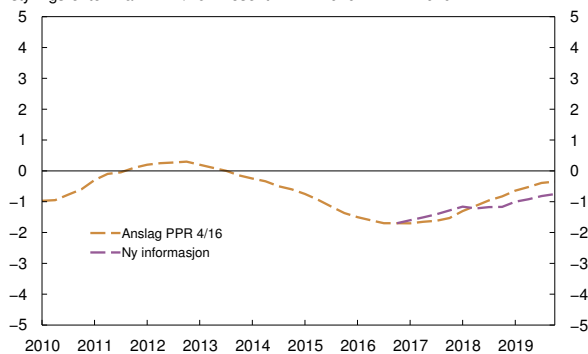
1) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3b KPI-JAE¹⁾. Ny informasjon betinget på anslag på styringsrenten fra PPR 4/16. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.3c Anslag på produksjonsgapet. Ny informasjon betinget på anslag på styringsrenten fra PPR 4/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

Utsikter til uendret styringsrente i forrige rapport

Analysen i forrige rapport tilsa at styringsrenten ville holde seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebar prognosen at det var litt større sannsynlighet for at renten ville bli satt ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten ble anslått å øke til om lag 1 prosent i 2019. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville avta de nærmeste årene. Inflasjonen ble anslått til mellom 1,5 og 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn normalt. Den nærmeste tiden var kapasitetsutnyttningen ventet å holde seg om lag uendret, for så å øke gradvis de neste årene.

4.2 NY INFORMASJON OG VURDERINGER

Modellteknisk analyse tilsier lavere styringsrente

Ved hjelp av en modellteknisk øvelse analyserer vi virkningen av ny informasjon og nye anslag for den økonomiske utviklingen¹ når vi samtidig beholder prognosen for styringsrenten fra desember², se figur 4.3 a–c.

Med en uendret bane for styringsrenten viser denne analysen at prisveksten avtar raskere og blir lavere enn vi anslo i desember gjennom hele prognoseperioden. Konsumprisene har steget klart mindre enn ventet, og lavere lønnsvekst enn tidligere anslått tilsier en lavere prisvekst også i årene fremover.

Analysen viser samtidig at kapasitetsutnyttningen det nærmeste året vil være litt høyere enn anslått i forrige rapport. Det må ses i lys av at drivkreftene for etterspørselen den nærmeste tiden synes noe sterkere enn tidligere anslått, blant annet som følge av utsikter til høyere boliginvesteringer. Samtidig vil det ifølge denne analysen ta lengre tid enn vi så for oss i desember før kapasitetsutnyttningen nærmer seg et normalt nivå. Det skyldes blant annet at realrenten er høyere i den modelltekniske øvelsen enn det vi la til grunn i forrige rapport. En mindre ekspansiv finanspolitikk i årene som kommer bidrar også til å dempe kapasitetsutnyttningen.

1 For de variablene hvor den fremtidige utviklingen bestemmes utenfor vår makroøkonomiske modell NEMO, har vi lagt inn anslag for hele prognoseperioden (blant annet vekst ute, pengemarkedsrenter ute, petroleumsinvesteringer og finanspolitikk). For størrelser som i øvelsen bestemmes innenfor modellen, har vi lagt inn anslag frem til og med andre kvartal 2017.

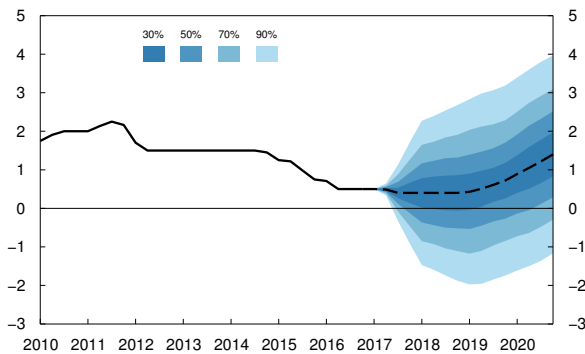
2 For å sørge for at rentebanen i denne modellanalysen er uendret fra rentebanen i forrige rapport har vi utsatt modellen for et sett med pengepolitisksjokk.

Den modelltekniske analysen peker samlet sett i retning av en lavere bane for styringsrenten, først og fremst som følge av utsikter til lavere prisvekst i årene som kommer. I denne analysen tar vi imidlertid ikke hensyn til hvordan risikoen for oppbygging av finansielle ubalanser kan påvirke utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. I tillegg er det usikkerhet om virkningene av pengepolitikken, spesielt når styringsrenten er nær en nedre grense. Det taler for å gå mer varsomt frem i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente.

Samlede avveininger tilsier små endringer i renteprognozen

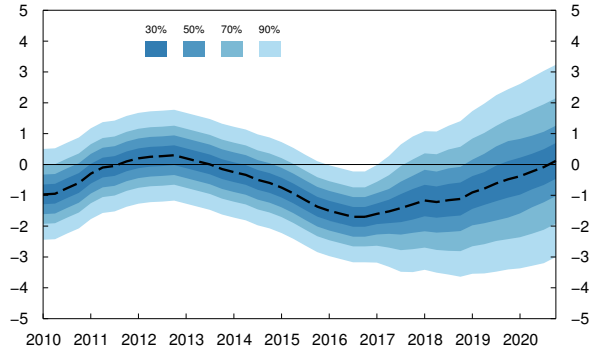
Det er utsikter til at inflasjonen vil bli lavere enn tidligere ventet. Det tilsier isolert sett en lavere styringsrente i tiden som kommer. På den annen side ser oppgangen i realøkonomien ut til å ha fått feste, og arbeidsledigheten har avtatt. Inflasjonsforventningene synes godt forankret. Med en styringsrente nær dagens nivå er det utsikter til at prisveksten etter hvert vil ta seg opp igjen. Ved å ta hensyn til risikoen forbundet med svært lave renter, kan pengepolitikken bidra til en mer stabil økonomisk utvikling over tid. En enda lavere styringsrente vil kunne føre til at veksten i boligpriser og gjeld skyter ytterligere fart

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



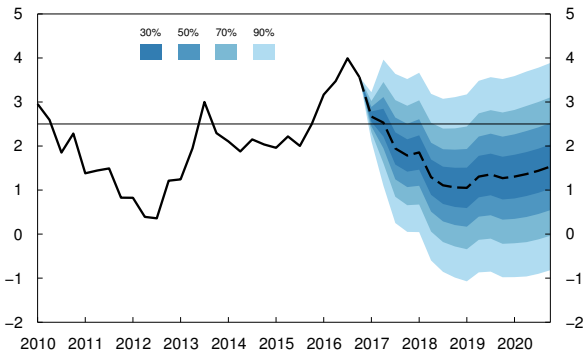
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

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



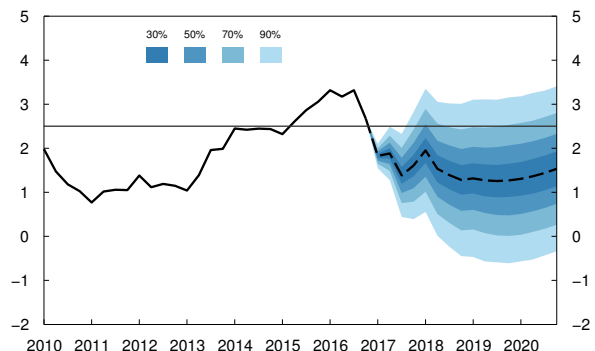
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
Kilde: Norges Bank

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



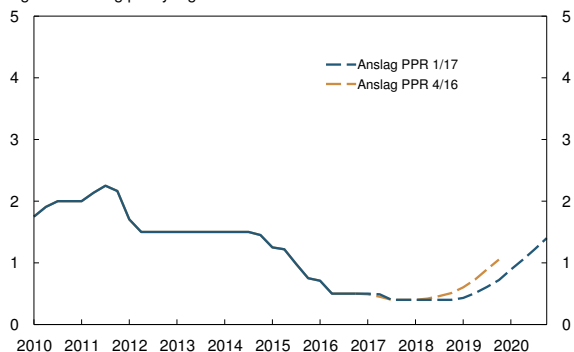
1) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

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

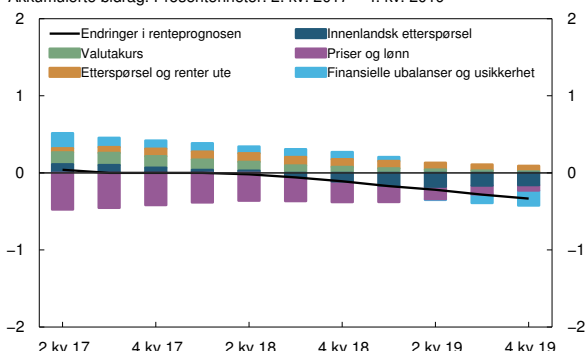


1) Anslag for 1. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

og øke faren for en brå nedgang i etterspørselen frem i tid. Faren for en videre oppbygging av finansielle ubalanser og usikkerheten om virkningene av en lavere styringsrente taler mot å redusere renten nå.

Prognosen for styringsrenten ligger nær ½ prosent de nærmeste årene, se figur 4.4 a–d. Samtidig innebærer prognosen at det er litt større sannsynlighet for at renten vil bli satt ned enn opp i tiden som kommer. Ifølge prognosen øker styringsrenten gradvis fra 2019 til i underkant av 1½ prosent ved utgangen av 2020. Renteprognosen er lite endret siden forrige rapport, men tilsier at det vil ta noe lengre tid før styringsrenten settes opp enn vi så for oss i desember, se figur 4.5. Med en utvikling i styringsrenten i tråd med prognosene i denne rapporten, er det utsikter til at prisveksten avtar de kommende årene. Prisveksten ventes å øke litt i 2020, til om lag 1,5 prosent. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og nå et normalt nivå i 2020. Prognosene for inflasjonen er lavere enn i desember, mens anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt høyere for i år og litt lavere for årene fremover.

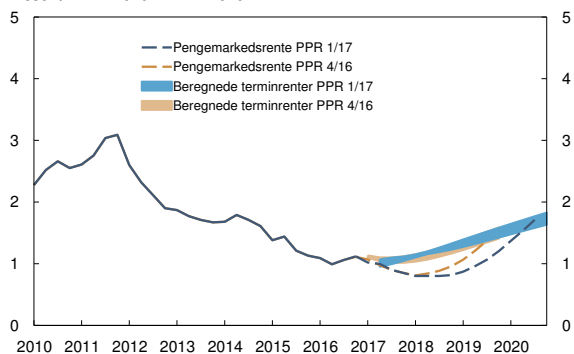
Figur 4.6 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 4/16. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kv. 2017 – 4. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

Prognosene i denne rapporten innebærer at realrentene vil øke i årene som kommer. Pengepolitikken blir dermed gradvis mindre ekspansiv etter hvert som realøkonomien bedrer seg. Vi ser for oss noe høyere realrenter i årene som kommer enn vi la til grunn i desember.

Figur 4.7 Tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020³⁾



1) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 28. november – 9. desember 2016 og 27. februar – 10. mars 2017.
3) Anslag for 1. kv 2017 – 3. kv. 2020.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Faktorer bak endringer i anslagene

Prognosen for styringsrenten er basert på kriteriene for en god rentebane, se ramme på side 40, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Figur 4.6 illustrerer hvilke faktorer som har påvirket renteprognosen gjennom utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport. Det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene våre og virkningen på rentebanen. Hovedstyret redegjør for sin skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

Vekstutsiktene for Norges handelspartnere er bedret på kort sikt, og det ser ut til at importveksten til disse landene de kommende årene vil bli høyere enn vi anslå

i forrige rapport. Samtidig har forventede styringsrenter hos våre handelspartnere steget siden desember. Høyere vekst og renter ute trekker i retning av økt aktivitet og prisvekst her hjemme, blant annet gjennom en svakere krone og høyere eksport. Det trekker i retning av en høyere bane for styringsrenten, se oransje søyler.

Kronekursen har svekket seg i det siste og er svakere enn anslått i forrige rapport. En svakere krone bidrar isolert sett til høyere prisvekst og økt aktivitet i norsk økonomi. Det bidrar til å trekke rentebanen opp, se grønne søyler.

Lønnsveksten i fjor viste seg å bli klart lavere enn tidligere anslått, og anslaget for inneværende år er justert ned. Siden forrige rapport har også prisveksten avtatt raskere enn ventet. Lavere vekst i priser og lønninger trekker i retning av en lavere bane for styringsrenten, se lilla søyler.

Veksten i norsk økonomi har vært om lag som anslått i forrige rapport. Samtidig er arbeidsledigheten lavere enn ventet, og kapasitetsutnyttningen vurderes nå å være litt høyere enn tidligere lagt til grunn. Boliginvesteringene ser ut til å øke mer enn ventet, og oljeinvesteringene vil trolig bli noe høyere enn tidligere anslått. På den annen side vil en noe lavere oljepris og utsikter til en mindre ekspansiv finanspolitikk fra og med neste år dempe veksten. Sett under ett trekker drivkreftene for den innenlandske etterspørselen i retning av en høyere bane for styringsrenten den nærmeste tiden, mens de trekker i retning av en lavere rentebane på lengre sikt, se mørkeblå søyler.

I de pengepolitiske avveiningene tar vi hensyn til usikkerhet om økonomiens virkemåte og til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien. De lyseblå søylene illustrerer den samlede skjønnsutøvelsen i pengepolitikken, som også omfatter risikovurderinger som modellanalysen ikke tar hensyn til. De samlede vurderingene innebærer at styringsrenten de nærmeste årene holdes høyere enn det den forventede utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning isolert sett skulle tilsi. Til gjengjeld holdes renten lav noe lenger.

4.3 USIKKERHET OG KRYSSJEKKER

Prognoser er usikre

Prognosene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Prognoser er usikre. Dersom de økonomiske utsiktene endres eller dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg å være annerledes enn vi har lagt til grunn, kan renteprognozen justeres. Virkningene av pengepolitikken er spesielt usikker når styringsrenten er nær en nedre grense.

Usikkerheten om den videre økonomiske utviklingen internasjonalt er stor. På den ene siden kan veksten tilta raskere, i tråd med økt optimisme om fremtidsutsiktene blant bedrifter og husholdninger i flere land. Finanspolitikken i USA kan bli mer ekspansiv enn lagt til grunn. Høyere vekst hos våre handelspartnere vil kunne bidra til høyere vekst også her hjemme. På den annen side kan nye signaler om økt proteksjonisme og politisk uro globalt føre til at veksten ute blir lavere enn anslått. Det vil i så tilfelle også kunne dempe aktiviteten her hjemme.

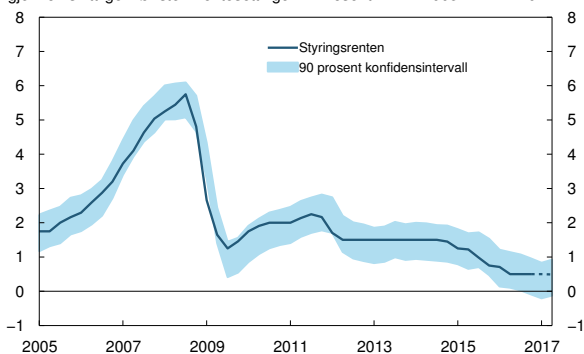
Veksten i priser og lønninger har vært lavere enn ventet. Det er stor usikkerhet om utviklingen fremover, både for de nærmeste månedene og lenger frem i tid. Lav prisvekst kan bidra til forventninger om at prisveksten vil forbli lav. Det vil igjen kunne føre til en langsommere oppgang i lønns- og prisveksten enn vi nå legger til grunn.

En lang periode med sterk vekst har økt fallhøyden i boligprisene, og økningen i gjeldsbelastningen har gjort husholdningene mer sårbare. Det vil igjen kunne øke faren for en brå nedgang i etterspørselen frem i tid. Et kraftig fall i boligprisene kan utløse en betydelig nedgang i husholdningenes forbruk, noe som i sin tur både vil dempe kapasitetsutnyttningen og veksten i konsumprisene.

Kryssjekker rimelig i tråd med renteprognozen

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på renteprognozen. De beregnede terminrentene er lite endret siden forrige rapport, og disse rentene ligger høyere enn vår prognose for pengemarkedsrenten i denne rapporten de nærmeste årene, se figur 4.7. I slutten av prognose-

Figur 4.8 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2017²⁾



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere, samt styringsrenten i forrige periode. Ligningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 4. kv. 2016. Nærmere utdyping er gitt i *Norges Bank Staff Memo 3/2008*.
2) Anslag for 1. kv. 2017 – 2. kv. 2017 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

perioden er de beregnede terminrentene og vår prognose for pengemarkedsrenten på om lag samme nivå.

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

KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

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

1. Inflasjonsmålet nås:

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

2. Inflasjonsstyringen er fleksibel:

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

3. Pengepolitikken er robust:

Rentebanen bør ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Oppbygging av finansielle ubalanser kan øke faren for brå skift i etterspørselen frem i tid. En robust pengepolitikk bør derfor bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Det vil kunne redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller der tilliten til det nominelle ankeret er i fare, kan det i noen tilfeller være riktig å føre en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

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

5 Vurdering av finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Husholdningenes gjeld fortsetter å stige mer enn inntektene. Samlet gjeld i fastlandsøkonomien har likevel ikke steget mer enn verdiskapingen det siste året. Det skyldes i hovedsak lavere vekst i foretakenes gjeld, og særlig i utenlandsgjelden. I fjor økte boligprisene vesentlig mer enn husholdningenes inntekter. Det er høy prisvekst i store deler av landet. Høy boligprisvekst og vedvarende oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning tyder på at finansielle ubalanser fortsatt bygger seg opp. Bankenes samlede utlånstap økte i fjor, men var likevel på forholdsvis lave nivåer. Den økte kapitaldekningen i bankene gjør dem bedre i stand til å håndtere større tap lenger frem.

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og verdiskaping i fastlandsøkonomien, utviklingen i eiendomspriser, samt hvor stor del av sin finansiering bankene henter i finansmarkedene, se ramme på side 48. Vurderingene av de finansielle ubalansene er utgangspunktet for Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se ramme på side 4 og 47.

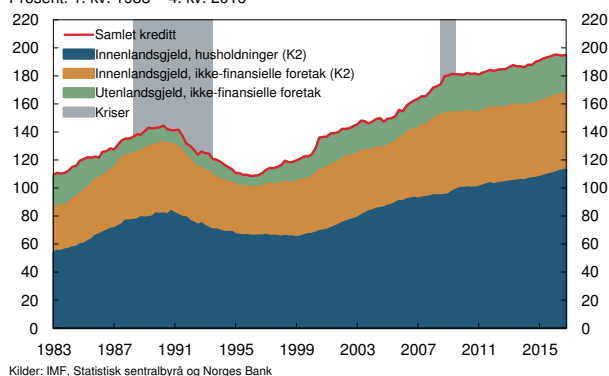
5.1 KREDITT

Kreditten har lenge steget raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, se figur 5.1. Oppgangen i samlet kreditt skyldes i hovedsak sterk vekst i husholdningenes gjeld. Veksten i samlet kreditt har avtatt det siste året, og kreditten har steget mindre enn beregnet trend, se figur 5.2. Det skyldes i hovedsak lavere vekst i foretakenes utenlandsgjeld.

Høy gjeldsvekst i husholdningene

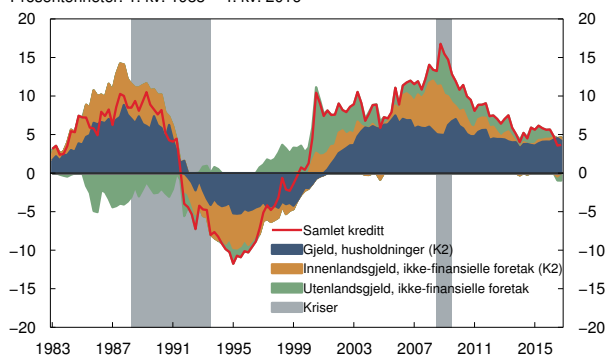
Husholdningenes gjeld har lenge steget mer enn husholdningenes inntekter, slik at gjeldsbelastningen har økt. Gjeldsveksten i husholdningene har tiltatt det siste halvåret, mens inntektsveksten har vært svak. Sterk vekst i boligprisene ventes å føre til noe høyere gjeldsvekst fremover, se omtale i kapittel 3. Høye gjeldsoptak gjør husholdningene mer sårbare. Det øker faren for en brå nedgang i etterspørselen og utlånstap i bankene frem i tid. Høy boligprisvekst og vedvarende oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning tyder på at finansielle ubalanser fortsatt bygger seg opp.

Figur 5.1 Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



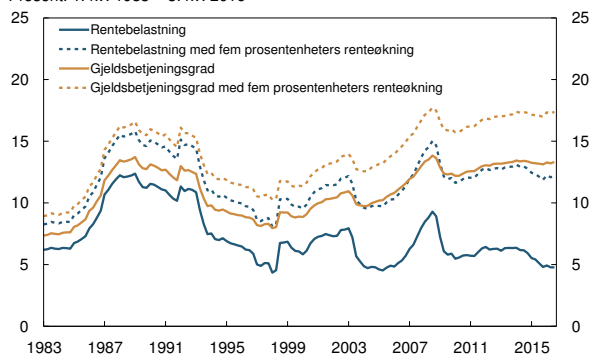
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.2 Dekomponert kredittgap. Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra trend ved utvidet HP-filter.¹⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



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

Figur 5.3 Husholdningenes rentebelastning og gjeldsbetjeningsgrad.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016

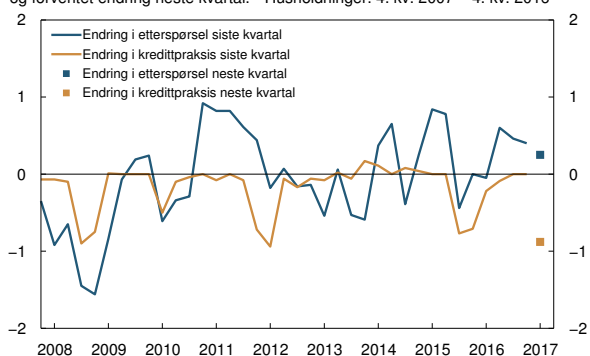


1) Rentebelastning er beregnet som renteutgifter i prosent av disponibel inntekt pluss renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lave utlånsrenter bidrar til at husholdningenes rentebelastning er nokså lav, se figur 5.3. Til tross for lave renter er husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad, som måler både renter og avdrag som andel av inntekt, rundt nivåene fra bankkrisen på slutten av 1980-tallet. Økt gjeld i husholdningene gjør at en renteøkning gir større utslag i rentebelastningen og gjeldsbetjeningsgraden nå enn tidligere.

Finansdepartementet har fra 1. januar 2017 strammet noe inn på forskriften om krav til nye utlån med pant i bolig (boliglånsforskriften). Det ble innført et nytt krav om at låntakers samlede gjeld ikke skal overstige fem ganger brutto inntekt, noe strengere krav til nedbetaling og særskilte krav i Oslo. Ifølge Finanstilsynets boliglånsundersøkelse for 2016 ble ett av ti nedbetalingslån innvilget med en gjeld over fem ganger brutto inntekt. Når bare nedbetalingslån til boligkjøp inkluderes, var ett av seks lån innvilget med gjeld over fem ganger brutto inntekt. En analyse basert på tinglyste boligtransaksjoner og ligningstall finner omtrent tilsvarende andeler for alle boligkjøpere i 2014, se utdyping på side 50. Boligkjøperne i byene tok opp mer gjeld i forhold til inntekten, men mindre gjeld i forhold til boligens verdi sammenliknet med andre steder i landet.

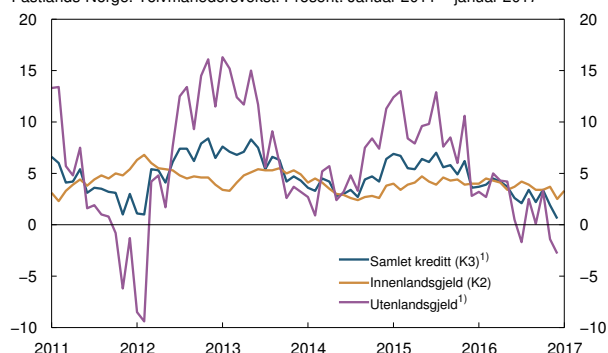
Figur 5.4 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.¹⁾ Husholdninger. 4. kv. 2007 – 4. kv. 2016



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

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse varslet om strammere kredittpraksis overfor husholdninger i første kvartal 2017 som følge av endringene i boliglånsforskriften, se figur 5.4. Bankene svarer i undersøkelsen at de vil stramme inn kredittpraksisen knyttet til maksimal gjeld i forhold til inntekt, maksimal gjeld i forhold til boligverdi og bruk av avdragsfrihet. Endringene kan isolert sett begrense gjeldsoptaket i husholdningene noe fremover og bidra til å gjøre husholdningene mer robuste.

Figur 5.5 Kredit til ikke-finansielle foretak. Transaksjoner. Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2011 – januar 2017



1) Til og med desember 2016.
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Moderat gjeldsvekst i foretakene

Veksten i fastlandsforetakenes gjeld har vært moderat de siste årene, men avtok mot slutten av fjoråret, se figur 5.5. Det skyldes i stor grad nedgang i gjelden fra utenlandske kilder, som trekkes ned av lavere gjeld mellom foretak i samme konsern, se figur 5.6. Det er særlig den konserninterne gjelden innen næringene elektrisitet-, gass- og dampforsyning som har falt.

De to siste årene har den innenlandske kredittveksten til foretakene i stor grad vært holdt oppe av utlån fra

banker, forsikringselskaper og finansieringsselskaper. Bankenes utlånsvekst til foretak har falt litt det siste halvåret, mens emisjonsaktiviteten i obligasjonsmarkedet har tatt seg opp. Det er i hovedsak foretak innen næringsseidom som har økt sin obligasjonsgjeld. Siden forrige rapport har risikopåslagene i obligasjonsmarkedet avtatt noe.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om uendret etterspørsel etter lån og uendret kredittpraksis for foretak i fjerde kvartal 2016. Bankene venter ingen endringer i etterspørsel eller kredittpraksis i første kvartal 2017. Selv om kredittveksten i foretakene er moderat, er det ikke tegn til at foretakene har problemer med tilgangen på kreditt.

Gjeldsbetjeningsevnen i børsnoterte foretak utenom oljeservice tok seg opp gjennom fjoråret, se figur 5.7.¹ Det skyldes bedret lønnsomhet for disse foretakene samlet sett. Samtidig har gjeldsbetjeningsevnen i oljeserviceforetakene svekket seg som følge av lavere lønnsomhet. Etter en lengre periode med fall har egenkapitalandelen for oljeserviceforetakene vært mer stabil i det siste. Det har sammenheng med tilførsel av egenkapital og konvertering av gjeld i forbindelse med restruktureringer. I øvrige næringer har egenkapitalandelen vært nokså stabil de siste årene.

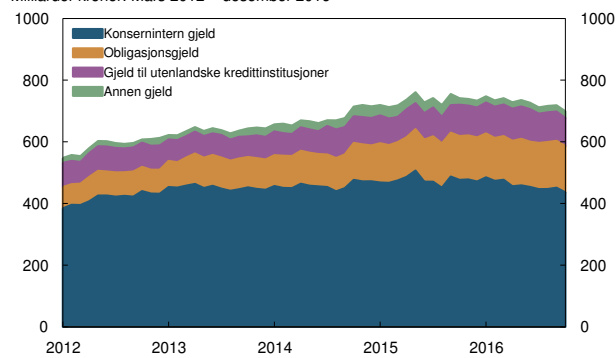
5.2 EIENDOMSPRISER

Sterk vekst i boligprisene

Boligprisene har steget betydelig mer enn husholdningenes inntekter de siste tre kvartalene, se figur 5.8. Målt i forhold til inntekt per innbygger er boligprisene betydelig høyere enn før finanskrisen. Boligpriser i forhold til inntekt har også steget vesentlig mer enn beregnede trender de siste kvartalene, se figur 5.18.

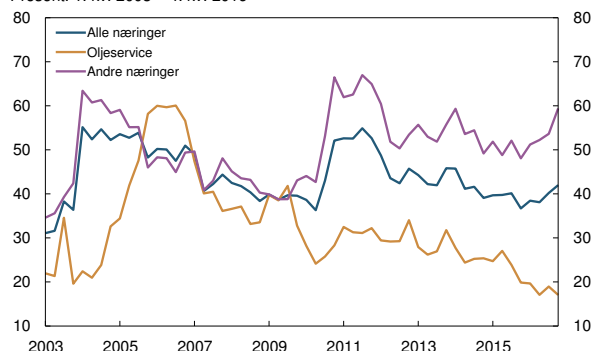
Tolv månedersveksten i boligprisene økte kraftig gjennom fjoråret, mens etter nyttår har månedsveksten vært noe lavere, se figur 5.9. Boligprisene har steget kraftig i store deler av landet, men veksten har vært sterkest i Oslo og ellers på Østlandet. I Rogaland har boligprisveksten tatt seg noe opp den siste tiden, men veksten er fortsatt svak.

Figur 5.6 Utenlandsgjeld fordelt på kredittkilder. Ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Milliarder kroner. Mars 2012 – desember 2016



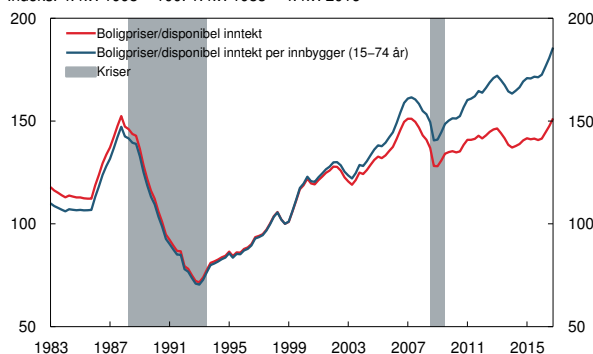
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 5.7 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ i børsnoterte foretak²⁾. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2016



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

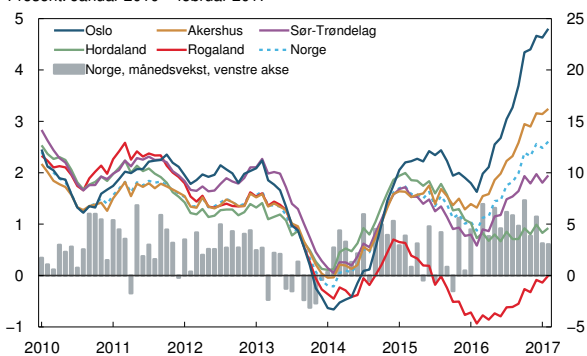
Figur 5.8 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt¹⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 4. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 For en beskrivelse av definisjoner av gjeldsbetjeningsevne, se Hjelseth, I. N. (2016) «Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte ikke-finansielle foretak». Aktuell kommentar 3/2016. Norges Bank.

Figur 5.9 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest¹⁾
Prosent. Januar 2010 – februar 2017

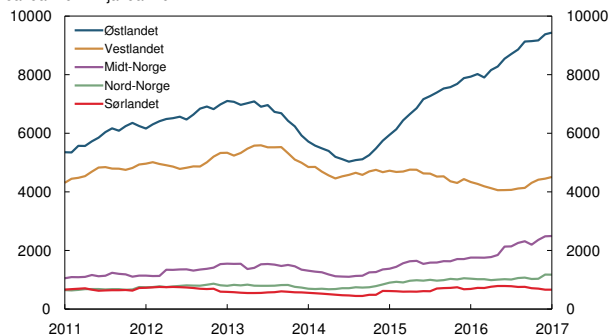


1) Tolv månedersvekst i fylker. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest i Norge.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Salget av nye boliger har økt betydelig de siste to årene, særlig på Østlandet hvor boligprisveksten også har vært høyest, se figur 5.10. Ofte selges nye boligprosjekter før de bygges. Det høye nyboligsalget kan derfor tyde på at boligbyggingen vil tilta ytterligere den nærmeste tiden, se kapittel 3. Den høye boligbyggingen kan på sikt dempe boligprisveksten. I de fleste andre deler av landet har nyboligsalget vært nokså stabilt.

Over flere år har veksten i antall husholdninger vært høyere enn igangsettingen av nye boliger, men i 2016 var igangsettingen vesentlig høyere enn anslått vekst i antall husholdninger.

Figur 5.10 Nyboligsalg. Antall solgte nye boliger. Sum siste tolv måneder.
Januar 2011 – januar 2017



Kilder: Boligprodusentenes forening, Prognosesenteret og Norges Bank

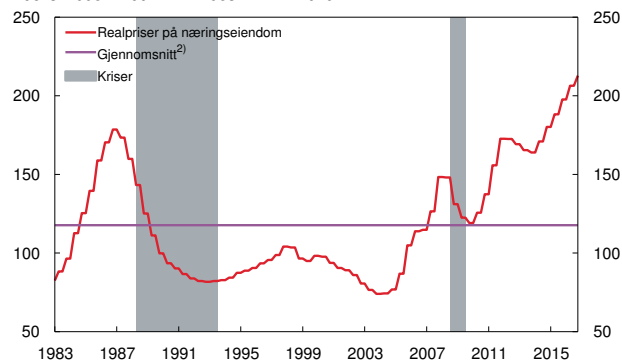
Fortsatt høy vekst i næringsseiendomspriser

Salgsprisene på næringsseiendommer sentralt i Oslo har steget i flere år, se figur 5.11. Prisveksten har i hovedsak blitt drevet av et fallende avkastningskrav. I andre halvår steg leieprisene sentralt i Oslo etter å ha vært stabile siden 2014, se figur 5.12. Økningen i leieprisene bidro til at beregnede salgspriser fortsatte å stige i andre halvår 2016, mens avkastningskravet var uendret. I Stavanger har leieprisene fortsatt å falle det siste halvåret, mens de har vært stabile i Bergen og Trondheim.

Ifølge Entras Konsensusrapport 4/16 falt kontorledigheten i Oslo og Bærum i 2016. Høy konverteringstakt fra næringsseiendom til bolig, moderat byggeaktivitet og økt etterspørsel etter kontorlokaler bidro til lavere kontorledighet.

Bankene har betydelige utlån til næringsseiendom. Det gjør bankene sårbare for utviklingen i næringsseiendom.²

Figur 5.11 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾
Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.

2) Basert på data fra 2. kv. 1981.

Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

5.3 BANKENE

De store norske bankene har hatt god lønnsomhet de siste årene, men egenkapitalavkastningen har avtatt litt. Utlånstapene i norske banker har økt noe det siste året, særlig på oljerelaterte eksponeringer, men tapene er fortsatt på et lavt nivå, se figur 5.13. Norske bankers utlån til oljerelaterte foretak utgjør en begrenset andel av bankenes samlede utlån til foretakssektoren. Bankene venter tap på oljeeksponeringer også de neste årene, men tapsanslagene i bankene med høyest oljeeksponering har vært stabile i andre halvdel av 2016.

2 Se utdypping på side 28 i *Finansiell stabilitet* 2015.

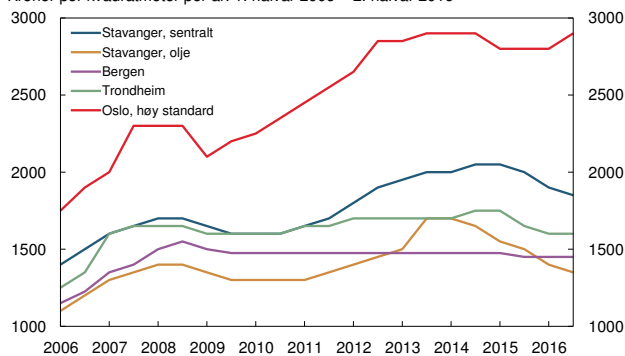
Bankene fortsetter å øke sin kapitaldekning, og ved utgangen av 2016 oppfylte alle store norske banker de fastsatte kapitalkravene. Ved utgangen av 2017 øker kravet til motsyklisk kapitalbuffer fra 1,5 til 2 prosent. De store norske bankene foreslår å utbetale en høyere andel av overskuddet i utbytte for 2016 enn i tidligere år. Det kan tyde på at bankene har handlingsrom til å nå sine kapitalmål.

I desember 2016 fastsatte Finansdepartementet krav til uvektet kjernekapitaldekning i norske banker. DNB, som blir regnet som systemviktig, skal oppfylle et krav på 6 prosent uvektet kjernekapitaldekning innen 30. juni 2017. Øvrige banker skal oppfylle et krav på 5 prosent. Ved utgangen av 2016 oppfylte norske

banker allerede det kommende kravet, se figur 5.14. I januar ble Nordea Bank Norge omdannet fra datterbank til filial av den svenske morbanken. Utenlandske filialer har nå over 1/3 markedsandel for utlån fra banker til foretak.

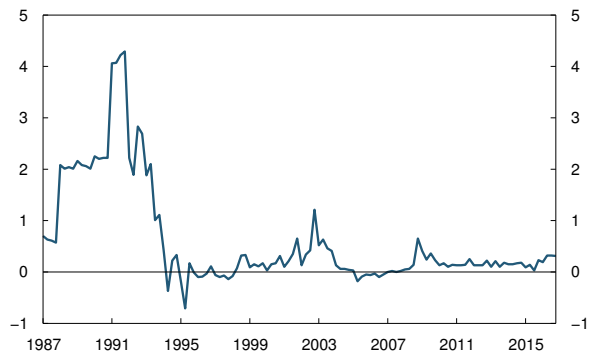
Bankenes markedsfinansieringsandel har vært nokså stabil de siste årene, se figur 5.15. Andelen avtok litt gjennom fjoråret, men norske banker har fortsatt god tilgang på markedsfinansiering. Bankene har hentet betydelig finansiering etter årsskiftet. Risikopåslaget bankene betaler på nye langsiktige seniorobligasjoner har falt siden forrige rapport, mens påslaget er om lag uendret for obligasjoner med fortrinnsrett, se figur 3.4 i kapittel 3.

Figur 5.12 Leiepriser for kontorlokaler i utvalgte byer. Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 2006 – 2. halvår 2016¹⁾



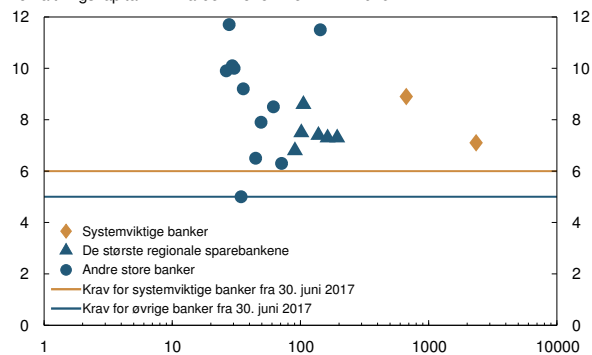
1) For byer utenom Oslo var det kun ett leieprissegment frem til 2. halvår 2013. Fra og med 2. halvår 2013 viser figuren leieprisene for kontorlokaler i Stavanger med "høy standard", mens lokalene i Bergen og Trondheim har "god standard".
Kilder: OPAK og Dagens Næringsliv

Figur 5.13 Bankenes¹⁾ utlånstap som andel av brutto utlån til kunder. Annualisert. Prosent. 1. kv. 1987 – 4. kv. 2016



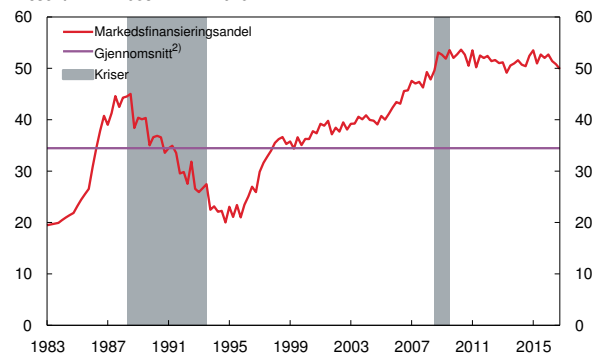
1) Alle banker og kredittforetak i Norge.
Kilde: Norges Bank

Figur 5.14 Bankenes¹⁾ uvektede kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital.²⁾ Milliarder kroner. Per 4. kv. 2016



1) Banker med balanse over 25 mrd kr.
2) Logaritmisk skala.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.15 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



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

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal dempe systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Ifølge EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) skal bufferkrav anerkjennes over landegrensener, såkalt resiprositet.¹ Det betyr at banker med grensekryssende virksomhet skal følge bufferkravet som gjelder i låntakers hjemland.

Det norske regelverket om anerkjennelse av motsyklisk kapitalbuffer i andre land trådte i kraft 1. oktober 2016. For engasjementer i EU-land skal bufferkravet i det enkelte landet anerkjennes.² I utgangspunktet skal også krav til motsyklisk kapitalbuffer i land utenfor EU anerkjennes. For engasjementer i land som ikke har fastsatt eget krav, gjelder det norske bufferkravet. Finansdepartementet kan fastsette andre krav for engasjementer i land utenfor EU, og Norges Bank skal gi råd om slike krav. I brevet med råd om motsyklisk kapitalbuffer 4. kvartal 2016 skrev Norges Bank at det foreløpig ikke er grunnlag for å anbefale andre krav.

Det samlede kravet til motsyklisk kapitalbuffer for norske banker vil avhenge av i hvilke land de har eksponeringer. De fleste land norske banker har nokså store eksponeringer i, har satt kravet til null, se tabell 1.

TABELL 1 Krav til motsyklisk kapitalbuffer i land der norske banker har størst eksponeringer

Land	Gjeldende bufferkrav	Norske bankers eksponering ¹
Sverige	1,5 prosent ²	6,7 prosent
USA	0 prosent	3,4 prosent
Danmark	0 prosent	2,4 prosent
Storbritannia	0 prosent	1,9 prosent
Litauen	0 prosent	1,9 prosent
Finland	0 prosent	1,6 prosent
Polen	0 prosent	1,5 prosent
Singapore	0 prosent	1,1 prosent
Latvia	0 prosent	1,1 prosent

¹ Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 4. kv. 2014 til 3. kv. 2016. Omfatter banker som i CRD IV-rapporteringen har levert skjema C09.01 og C09.02.

² Bufferkrav på 2 prosent gjelder fra 19. mars 2017.

Kilder: Bank for International Settlement (BIS), Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), Finanstilsynet og Norges Bank

¹ Bufferkrav opp til 2,5 prosent skal automatisk anerkjennes mellom land i EU. Grensen er lavere enn 2,5 prosent i en innfasingsperiode fra 2016 til 2019. ESRB anbefaler generelt at høyere krav også anerkjennes, se ESRB (2014) *Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates*.

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

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorene og sammenlikne nå-situasjonen med historiske trender, se ramme på side 48. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra ESRB³ og Norges Banks råd om den motsykliske bufferen. Rådet vil bygge på bankens faglige skjønn, hvor også andre forhold vil trekkes inn i vurderingen. Øvrige krav til bankene vil være en del av vurderingen, særlig når nye krav introduseres.

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

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

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

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

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

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

MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR KRAV TIL MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP samt utviklingen i eiendomspriser og hvor stor del av sin finansiering bankene henter i finansmarkedene. Se kapittel 5 for en nærmere beskrivelse.

Den samlede gjelden til husholdninger og foretak har lenge steget raskere enn BNP i fastlandsøkonomien, se figur 5.1. Det siste året har samlet kreditt vokst i omtrent samme takt som verdiskapingen. Avvikene mellom kreditt som andel av BNP og beregnede trender har avtatt i det siste, se figur 5.16.² Det skyldes i hovedsak lavere gjeld til foretak, særlig lavere utenlandsgjeld, se figur 5.2. Referanseverdien for bufferkravet³ blir 0,5 prosent i fjerde kvartal 2016 når trend er beregnet med et ensidig HP-filter utvidet med en enkel prognose, mens referanseverdien blir 0 prosent når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter, se figur 5.17.

Boligpriser som andel av disponibel inntekt har steget betydelig de siste tre kvartalene, se figur 5.8. Avviket fra beregnede trender har også steget og er på sitt høyeste nivå etter finanskrisen, se figur 5.18. Realprisene på næringsseiendom som avvik mot beregnede trender har økt de siste årene, se figur 5.19. Markedsfinansieringsandelen i bankene har avtatt litt det siste året, og avviket mot beregnede trender er redusert, se figur 5.20.

Norges Bank har utviklet modeller for å varsle finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.⁴ Det blå feltet i figur 5.21 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Figuren viser at sannsynlighetene for krise er redusert siden finanskrisen, men at spredningen mellom anslagene fra de ulike modellene har økt noe det siste året.

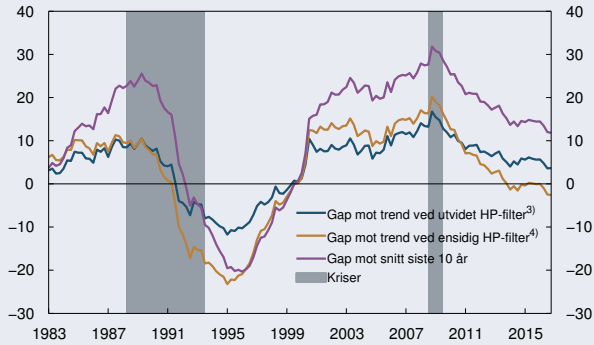
¹ Se også Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», *Norges Bank Memo* 1/2013.

² Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene. Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningmetoder for trendene, se side 30 i *Pengepolitisk rapport* 2/13.

³ Baselkomiteen for banktilsyn har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP, se Bank for International Settlements (2010) *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*.

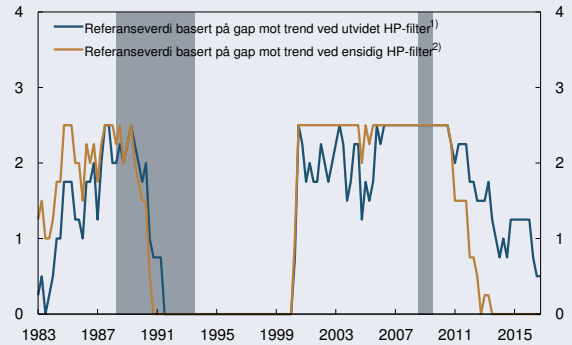
⁴ Se ramme på side 40 i *Pengepolitisk rapport* 3/14 og Anundsen A., K. Gerdrup, F. Hansen og K. Kragh-Sørensen (2014) «Bubbles and crises: The role of house prices and credit», *Norges Bank Working Paper* 14/2014.

Figur 5.16 Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



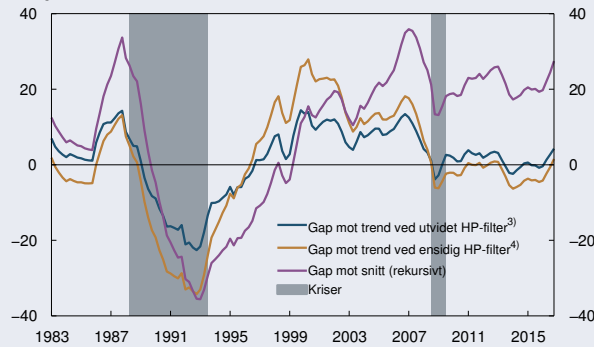
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975.
 3) Ensidig Hodrick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

Figur 5.17 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trenderegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



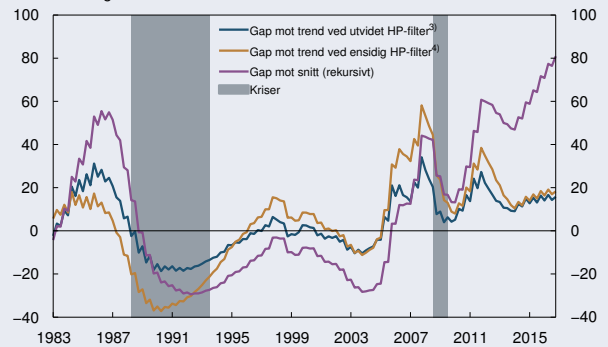
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.
 Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.18 Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntek¹⁾ som avvik fra beregnede trender²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



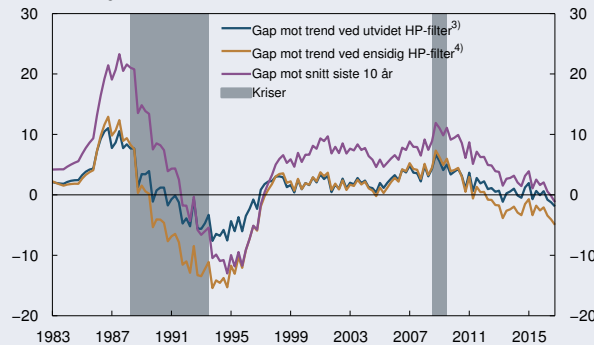
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 4. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978.
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.
 Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.19 Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



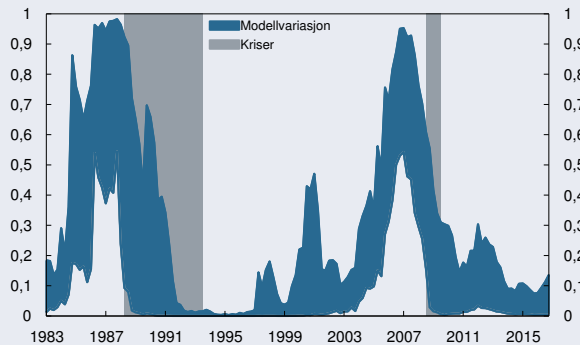
1) Beregnede salgspriiser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981.
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
 4) Ensidig Hodrick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

Figur 5.20 Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



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

Figur 5.21 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

Regionale forskjeller i boligkjøperes gjeldsnivå

Utviklingen i boligpriser og gjeld henger tett sammen. Både boligpriser og gjeld har steget over lengre tid. For å vurdere sårbarheten i husholdningene er gjeld i forhold til både inntekt og boligens verdi relevante størrelser. I denne analysen benytter vi registerdata for tinglyste boligtransaksjoner koblet sammen med ligningstall for husholdningenes inntekter og gjeld for å belyse regionale forskjeller i boligpriser og boligkjøperes gjeld.¹

Boligprisene er jevnt over høyere i byene enn andre steder i landet. Inntektsnivået er noe høyere i byene enn ellers i landet, men boligprisene i forhold til husholdningenes inntekter er likevel høyest i byene, se figur 1. I byene var medianen for boligpris i forhold til inntekt fire blant boligkjøpere i 2014, mens mange andre steder i landet var medianen under tre.²

For boligkjøpere i byene er gjelden i forhold til boligens verdi, belåningsgraden, lavere enn for boligkjøpere andre steder i landet, se figur 2. Belåningsgraden er beregnet som husholdningens samlede gjeld unntatt studiegjeld i forhold til kjøpesummen for boligen. Gjeld til andre formål enn bolig, som for eksempel billån, vil isolert sett påvirke belåningsgraden i større grad i områder der boligverdiene er lavere. For landet som helhet avtok median belåningsgrad for boligkjøpere fra 99 prosent i 2009 til 90 prosent i 2014. Belåningsgraden for førstegangskjøpere³ er gjennomgående noe høyere enn for andre boligkjøpere.

Boligkjøperes samlede gjeld (inkludert studiegjeld) i forhold til samlet brutto årsinntekt, gjeldsgraden, er høyere i byene enn ellers i landet, se figur 3. Det må ses i lys av høyere boligpriser i forhold til inntekt i byene, se figur 1. For landet som helhet økte median gjeldsgrad for boligkjøpere fra 2,9 i 2009 til 3,2 i 2014. Gjeldsgraden for førstegangskjøpere er gjennomgående noe høyere enn for andre boligkjøpere.

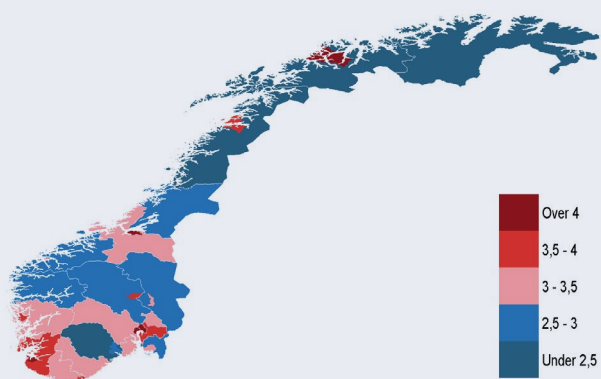
Finanstilsynet innførte retningslinjer for boliglån i 2010, som blant annet inneholdt krav til maksimal belåningsgrad. Retningslinjene har senere blitt strammet inn og forskriftsfestet. Belåningsgraden slik den er beregnet ovenfor, tilsvarer ikke forskriftskravet. Analysen inkluderer annen gjeld enn boliglån og tar ikke hensyn til tilleggsikkerhet. Fra 1. januar 2017 ble det innført et nytt krav om at samlet gjeld ikke skal overstige fem ganger brutto inntekt. Definisjonen av kravet samsvarer omtrent med gjeldsgraden beregnet ovenfor. Andelen boligkjøpere med gjeld på mer enn fem ganger inntekten var over 20 prosent i de største byene i 2014, se figur 4. For landet som helhet har andelen økt fra 14 prosent i 2009 til 18 prosent i 2014.

1 For en mer utfyllende analyse, se Anundsen, A. og S. Mæhlum (2017) «Regionale forskjeller i boligpriser og gjeld». *Aktuell kommentar* 4/2017. Norges Bank.

2 Medianen er midterste verdi når boligpris over inntekt er rangert i stigende rekkefølge.

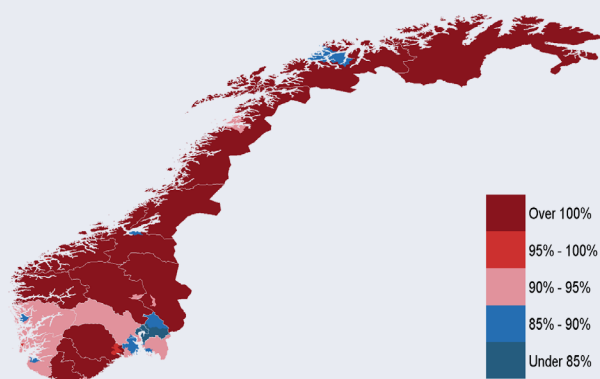
3 Førstegangskjøpere er definert som boligkjøpere uten boligformue året før.

Figur 1: Median boligpris i forhold til inntekt for boligkjøpere i 2014



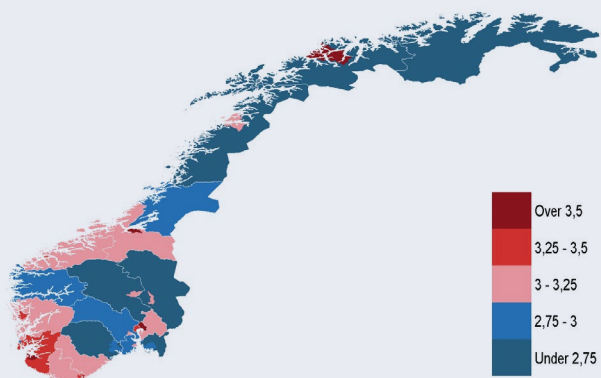
Kilder: Ambita, Kartverket, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2: Median belåningsgrad for boligkjøpere i 2014



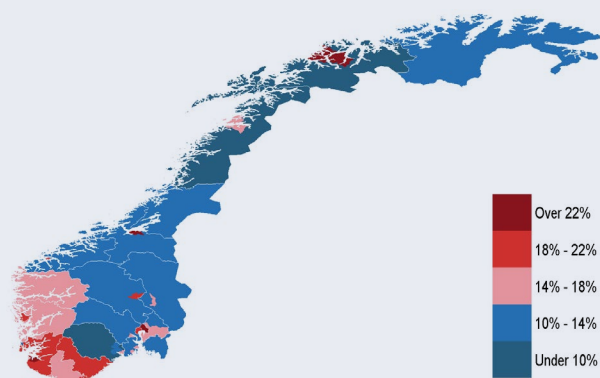
Kilder: Ambita, Kartverket, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3: Median gjeldsgrad for boligkjøpere i 2014



Kilder: Ambita, Kartverket, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4: Andel boligkjøpere i 2014 med gjeldsgrad over fem



Kilder: Ambita, Kartverket, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato ¹	Styringsrente ²	Endring
21. juni 2017		
3. mai 2017		
14. mars 2017³	0,50	0
14. desember 2016	0,50	0
26. oktober 2016	0,50	0
21. september 2016	0,50	0
22. juni 2016	0,50	0
11. mai 2016	0,50	0
16. mars 2016	0,50	-0,25
16. desember 2015	0,75	0
4. november 2015	0,75	0
23. september 2015	0,75	-0,25
17. juni 2015	1,00	-0,25
6. mai 2015	1,25	0
18. mars 2015	1,25	0
10. desember 2014	1,25	-0,25
22. oktober 2014	1,50	0
17. september 2014	1,50	0
18. juni 2014	1,50	0
7. mai 2014	1,50	0
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	1,50	0
31. oktober 2012	1,50	0
29. august 2012	1,50	0
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 2012	1,50	0
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50
19. oktober 2011	2,25	0
21. september 2011	2,25	0
10. august 2011	2,25	0
22. juni 2011	2,25	0

1 Fra og med rentemøtet 13. mars 2013 har rentebeslutningen blitt publisert dagen etter rentemøtet.

2 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Styringsrenten danner et gulv for rentene i pengemarkedet. Ved å styre bankenes tilgang til likviditet sørger sentralbanken for at rentene i den kortsiktige delen av pengemarkedet normalt ligger like over styringsrenten.

3 Pengepolitisk rapport 1/17 ble publisert 16. mars 2017, to dager etter rentemøtet.

Tabell 1 Anslag på BNP-vekst i utlandet

Endring i anslag fra PPR 4/16 i parentes	Andel av verdens BNP ¹			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markeds-kurser	Handels-partnere ⁴	2016	2017	2018	2019	2020
USA	16	23	9	1,6 (0)	2,2 (0,1)	2,4 (0,2)	2,1 (0)	2,0
Euroområdet	12	17	32	1,7 (0,1)	1,6 (0,2)	1,5 (0)	1,4 (0)	1,4
Storbritannia	2	4	10	1,8 (-0,3)	1,8 (0,4)	1,5 (0)	1,6 (0)	1,6
Sverige	0,4	0,7	11	3,1 (0)	2,5 (0,3)	2,2 (0)	2,1 (0)	2,1
Øvrige industriland ²	7	10	20	1,6 (0,1)	1,9 (0,2)	2,0 (-0,1)	2,0 (0)	1,9
Kina	18	14	6	6,7 (0,2)	6,3 (0,2)	5,7 (0)	5,7 (0)	5,7
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	11	12	1,8 (0)	3,2 (0)	3,9 (0)	4,0 (0)	4,0
Norges handelspartnere ⁴	73	78	100	2,2 (0)	2,3 (0,2)	2,3 (0)	2,2 (0)	2,2
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,1 (0)	3,5 (0,1)	3,6 (0)	3,7 (0)	3,7
Verden (markedskurser) ⁵	100	100		2,4 (0)	2,9 (0,1)	3,0 (0,1)	2,9 (0)	2,9

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

2 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Sveits, Japan, Sør-Korea og Singapore. Eksportvekter.

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. Aggregatet er sammensatt med BNP-vekter (markedskurser), for å reflektere landenes betydning for global vekst.

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere.

5 BNP-vekter. Tre års glidende gjennomsnitt. Norges Banks anslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF.

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

Tabell 2 Anslag på konsumpriser i utlandet

Endring i anslag fra PPR 4/16 i parentes	Handels-partnere ³	Handels-partnere i rente-aggregatet ⁴	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2016	2017	2018	2019	2020
USA	7	21	1,3 (0)	2,4 (0,1)	2,5 (0)	2,5 (0)	2,4
Euroområdet	34	53	0,2 (0)	1,6 (0,3)	1,4 (0,1)	1,5 (0)	1,6
Storbritannia	8	7	0,7 (0)	2,5 (0)	2,5 (0)	2,3 (0)	2,2
Sverige	15	12	1,0 (0)	1,5 (0,2)	2,1 (0)	2,9 (0)	2,9
Øvrige industriland ¹	15		0,3 (-0,1)	1,2 (-0,2)	1,4 (-0,2)	1,7 (-0,1)	1,8
Kina	12		2,0 (0)	2,3 (0)	2,4 (0)	2,7 (0)	2,7
Øvrige fremvoksende økonomier ²	10		5,9 (0,4)	4,9 (0)	4,8 (-0,1)	4,7 (-0,1)	4,7
Norges handelspartnere ³	100		1,1 (0)	2,0 (0,1)	2,1 (0)	2,3 (0)	2,3
Handelspartnere i renteaggregatet ⁴			0,6 (0)	1,8 (0,2)	1,8 (0)	2,0 (0)	2,0

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

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

3 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

4 I Norges Banks aggregat for handelspartnernes renter inngår: Euroområdet, Sverige, Storbritannia, USA, Canada, Polen og Japan. Importvekter. Se Norges Bank Memo 2/2015: «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter» for mer informasjon.

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

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

	2016		2017	
	3. kv	4. kv	1. kv	2. kv
Faktisk	0,1	0,3		
Anslag i PPR 4/16		0,3	0,4	
Anslag i PPR 1/17			0,4	0,5

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2016	2017					
	des	jan	feb	mars	april	mai	juni
Faktisk	2,9	2,9	2,9				
Anslag i PPR 4/16	3,0	3,1	3,1	3,1			
Anslag i PPR 1/17				2,9	2,9	2,9	2,9

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2016			2017			
	okt	nov	des	jan	feb	mars	april
Faktisk	4,7	4,7	4,4				
Anslag i PPR 4/16	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	
Anslag i PPR 1/17				4,4	4,4	4,4	4,4

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3d Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2016			2017			
	des	jan	feb	mars	april	mai	juni
KPI							
Faktisk	3,5	2,8	2,5				
Anslag i PPR 4/16	3,9	3,2	3,0	2,8			
Anslag i PPR 1/17				2,7	2,9	2,6	2,2
KPI-JAE¹							
Faktisk	2,5	2,1	1,6				
Anslag i PPR 4/16	2,9	2,9	2,6	2,6			
Anslag i PPR 1/17				1,8	2,1	1,9	1,7
IMPORTERTE VARER I KPI-JAE¹							
Faktisk	2,8	1,6	1,7				
Anslag i PPR 4/16	3,2	3,2	2,9	2,7			
Anslag i PPR 1/17				1,7	1,6	1,5	1,4
NORSKPRODUSERTE VARER OG TJENESTER I KPI-JAE^{1,2}							
Faktisk	2,3	2,4	1,6				
Anslag i PPR 4/16	2,8	2,8	2,4	2,6			
Anslag i PPR 1/17				2,0	2,4	2,1	1,9

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 4/16 i parentes.				
		2016	2017	2018	2019	2020
Priser og lønninger						
KPI		3,6 (0)	2,2 (-0,1)	1,3 (-0,5)	1,2 (-0,5)	1,4
KPI-JAE ¹		3,0 (-0,1)	1,7 (-0,7)	1,5 (-0,3)	1,3 (-0,4)	1,4
Årslønn ²		1,7 (-0,6)	2,5 (-0,3)	2,8 (-0,4)	3,1 (-0,4)	3,3
Realøkonomi						
BNP	3112	1,0 (0,3)	1,0 (0,5)	1,1 (-0,2)	1,4 (-0,2)	2,4
BNP for Fastlands-Norge	2715	0,8 (0,1)	1,6 (0,1)	2,0 (-0,2)	2,2 (0)	2,2
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-1,6 (0)	-1,5 (0,1)	-1,2 (-0,1)	-0,7 (-0,2)	-0,1
Sysselsetting, personer, KNR		0,1 (0,2)	0,6 (0,2)	0,9 (0)	1,0 (0)	1,0
Arbeidsstyrke, AKU		0,3 (-0,2)	-0,3 (-0,8)	0,7 (0,1)	0,8 (0,2)	0,8
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,7 (-0,1)	4,3 (-0,5)	4,1 (-0,5)	4,0 (-0,2)	3,8
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0 (0)	2,9 (-0,2)	2,8 (-0,1)	2,7 (-0,1)	2,6
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴	2754	2,7 (0,1)	2,9 (0,2)	2,4 (-0,1)	1,9 (0)	1,5
- Husholdningenes konsum ⁵	1407	1,6 (0,1)	1,9 (-0,1)	2,2 (-0,1)	1,9 (0,1)	1,7
- Foretaksinvesteringer	238	2,8 (0,8)	4,7 (-0,4)	7,7 (0,3)	6,1 (1,3)	2,8
- Boliginvesteringer	182	9,9 (1,6)	11,3 (4,9)	2,9 (0,7)	0,8 (0,3)	0,2
- Offentlig etterspørsel ⁶	927	3,0 (-0,4)	2,4 (-0,1)	1,2 (-0,4)	1,1 (-0,5)	1,2
Petroleumsinvesteringer ⁷	160	-14,7 (0,5)	-9,8 (1,6)	3,4 (0,7)	5,2 (-0,1)	4,9
Eksport fra Fastlands-Norge ⁸	582	-6,7 (-1,3)	1,3 (-1,6)	3,8 (0,4)	3,7 (0,5)	3,5
Import	1013	0,3 (-1,1)	0,3 (-2,7)	2,9 (0,9)	3,3 (1,2)	2,3
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		8,3 (0,1)	8,9 (0,2)	2,0 (0,1)	1,5 (0,2)	1,4
Kreditt til husholdningene (K2)		6,1 (0)	6,8 (0)	6,9 (0)	6,6 (0,1)	6,3
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ⁹		0,6 (0)	0,4 (0)	0,4 (0)	0,6 (-0,2)	1,1
Importveid valutakurs (I-44) ¹⁰		105,3 (0)	102,9 (0,9)	102,2 (-0,4)	101,4 (-0,4)	101,1
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹¹		0,1 (0)	0,2 (0)	0,5 (0,2)	0,8 (0,2)	1,1
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹²		44 (0)	54 (-2)	54 (-3)	54 (-3)	54

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Tall for 2016 er fra kvartalsvis nasjonalregnskap.

3 Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

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

5 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

6 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

7 Utvinning og rørtransport.

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

9 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

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

11 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

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

Endring fra PPR 4/16 i parentes, målt i USD per fat.

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

Pengepolitisk rapport 1|17 – mars

