



NORGES BANK

1 | 15 MARS

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**

**MED VURDERING AV
FINANSIELL STABILITET**

Norges Bank

Oslo 2015

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 fram 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 4. mars 2015 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 vedtok hovedstyret i møtet 18. mars 2015 en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 18. juni 2015. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for 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
1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN	7
Internasjonal økonomi	7
Valutamarkedene	9
Bankenes renter	9
Realøkonomien	10
Konsumprisene	13
RAMMER:	
- Forutsetninger om finanspolitikken	15
- Forutsetninger om petroleumsinvesteringer	16
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN	18
Utsikter og drivkrefter	18
Prognoser for norsk økonomi	19
Usikkerhet i anslagene	22
Kryssjekker av renteprognosen	23
RAMMER:	
- Kriterier for en god rentebane	24
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 4/14	26
3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	28
Utvikling i gjeld og eiendomspriser	28
Utvikling i bankene	33
RAMMER:	
- Beslutning om motsyklisk kapitalbuffer	28
- Endringer i det norske kapitaldekningsregelverket	35
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for bufferkravet	36
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	38
UTDYPINGER	39
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	40
- Om sammenhengen mellom svingninger i økonomisk aktivitet og arbeidsledighet	44
VEDLEGG	47
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	48
Tabeller og detaljerte anslag	49

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 12. mars 2015.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 18. mars 2015.

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

Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i pengepolitikken i et møte om lag to uker før Pengepolitisk rapport publiseres. Aktuelle temaer til rapporten har vært diskutert i et tidligere møte. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om en pengepolitisk strategi fattes dagen før rapporten offentliggjøres. Strategien gjelder for perioden fram til neste rapport og er gjengitt først i rapporten.

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

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 bygget 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.

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, etter hvert også filialer av utenlandske banker.

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.

HOVEDSTYRETS VURDERING

Hovedstyret diskuterte strategien for pengepolitikken på møtene 4. og 18. mars 2015. Utgangspunktet for diskusjonen var strategien som hovedstyret vedtok i sitt møte 10. desember 2014 og analysen i Pengepolitisk rapport 4/14. Hovedstyret besluttet i desember å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,25 prosent. Analysen i Pengepolitisk rapport 4/14 tilsa en styringsrente på 1¼ prosent eller noe lavere fram mot slutten av 2016. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville ligge nær 2,5 prosent de neste årene. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ble anslått å avta det nærmeste året, men deretter å øke noe igjen.

I sine drøftinger 4. og 18. mars festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere er fortsatt moderat og har vært om lag som anslått. I fremvoksende økonomier har veksten avtatt, men det er tegn til en gradvis bedring i en del industriland.
- Konsumprisveksten er lav hos de fleste av våre handelspartnere og nær null i mange land.
- Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene ute er lavere enn ved forrige rapport. Langsiktige renter har falt videre. Flere utenlandske sentralbanker har foretatt ytterligere lettelser i pengepolitikken. I Sverige har Riksbanken satt ned styringsrenten til -0,1 prosent. Det ble samtidig annonsert kjøp av statsobligasjoner. Den europeiske sentralbanken (ESB) har utvidet sitt aktivkjøpsprogram til også å gjelde statsobligasjoner. I Danmark har Nationalbanken senket renten på innskuddsbevis til -0,75 prosent.
- I januar falt oljeprisen til sitt laveste nivå siden 2008, men den har siden tatt seg noe opp. Den siste tiden har oljeprisen ligget rundt 55 dollar per fat. Det er om lag 15 dollar lavere enn lagt til grunn i desember. Terminprisene har også falt.
- Kronen har svekket seg siden forrige rapport ble lagt fram. Hittil i første kvartal har kronekursen i gjennomsnitt vært om lag 3 prosent svakere enn lagt til grunn i desember.
- Veksten i norsk økonomi ble noe sterkere i fjerde kvartal 2014 enn anslått i desember. Samtidig ble veksten i de foregående kvartalene revidert ned. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i januar om avtakende produksjonsvekst. Aktiviteten i oljeleverandørnæringen har avtatt videre, men de øvrige næringene rapporterer fortsatt om vekst. Fremover venter kontaktene i nettverket ytterligere nedgang i veksten. Den registrerte arbeidsledigheten har så langt holdt seg stabil og litt lavere enn ventet.
- Bankene har satt ned renten på boliglån med i overkant av ¼ prosentenheter. Boligprisene fortsetter å stige mye og er noe høyere enn lagt til grunn i desember. Husholdningenes gjeldsvekst har vært litt lavere enn anslått, men gjelden øker fortsatt mer enn husholdningenes inntekter.
- Lønnsveksten i 2014 ble 3,1 prosent, som er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.
- Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,4 prosent i februar, litt lavere enn anslått i forrige rapport.

Hovedstyret tar utgangspunkt i at styringsrenten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon avveies mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Det er usikkerhet om drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. Pengepolitikken søker å være robust. Ved store forstyrrelser kan det tilsa en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. En robust pengepolitikk tar også hensyn til faren for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp.

Hovedstyret merket seg at analysene i denne rapporten viser svakere utsikter for norsk økonomi enn i desember. Oljeprisen har falt videre, og aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å avta mer enn tidligere antatt. Lønnsveksten i fjor ble lavere enn lagt til grunn, og det er forventninger om at lønningene også fremover øker noe mindre enn tidligere anslått. Det vil etter hvert gi svakere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Lavere renter ute

trekker også i retning av lavere renter her hjemme. Analysen innebærer en styringsrente på om lag 1 prosent de neste årene. Deretter øker styringsrenten gradvis. Prognosen for styringsrenten er lavere enn anslagene fra desember gjennom hele anslagsperioden. Med en slik utvikling i styringsrenten tilsier analysene i rapporten at prisveksten vil øke noe de nærmeste kvartalene før den avtar og blir liggende litt over 2 prosent utover i prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vurderes å være lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå, og den anslås å avta ytterligere. Mot slutten av prognoseperioden ventes kapasitetsutnyttningen å tilta mot et normalt nivå.

Hovedstyret drøftet effektene av lavere oljepris på norsk økonomi. En lavere oljepris vil gi seg utslag i en svakere utvikling i fastlandsøkonomien, men det vil trolig ta tid før virkningene fullt ut kommer til syne. Et fleksibelt arbeidsmarked ser ut til å begrense oppgangen i arbeidsledigheten, og så langt har ledigheten økt lite. Utviklingen i kronekursen den siste tiden har vært påvirket av endringene i oljeprisen. Svekkelsen av kronen vil bidra til å holde inflasjonen oppe den nærmeste tiden og dempe utslagene i norsk økonomi av en lavere oljepris.

Hovedstyret drøftet også konsekvensene for norsk økonomi av de lave rentene ute. Det påvirker utviklingen i kronen og dermed utsiktene for inflasjonen, og bidrar til lave renter også her hjemme. Lave renter kan øke presset i boligmarkedet. Høy vekst i boligprisene bidrar også til å øke gjeldsveksten.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden la hovedstyret vekt på at utviklingen i norsk økonomi så langt har vært om lag som ventet, selv om utsiktene er litt svakere enn i desember. På kort sikt løftes prisveksten av at kronen har svekket seg. Drivkreftene for inflasjonen lenger fram er svakere. Både hensynet til å holde inflasjonen nær målet og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene tilsier en lavere styringsrente. Styringsrenten ble redusert i desember for å motvirke faren for en markert nedgang i norsk økonomi som følge av en lavere oljepris. Så langt har imidlertid utslagene i realøkonomien av oljeprisfallet vært relativt små. Samtidig fortsetter boligprisene å stige mye. Det kan gjøre husholdningene mer sårbare og kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien lenger fram i tid. Etter en samlet vurdering mente hovedstyret at styringsrenten nå bør holdes uendret. Hvis utviklingen i økonomien fremover blir om lag som anslått, er det utsikter til at styringsrenten vil bli satt ned.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 18. mars å holde styringsrenten uendret på 1,25 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 1/2–1 1/2 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 18. juni 2015, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Øystein Olsen
18. mars 2015

1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

INTERNASJONAL ØKONOMI

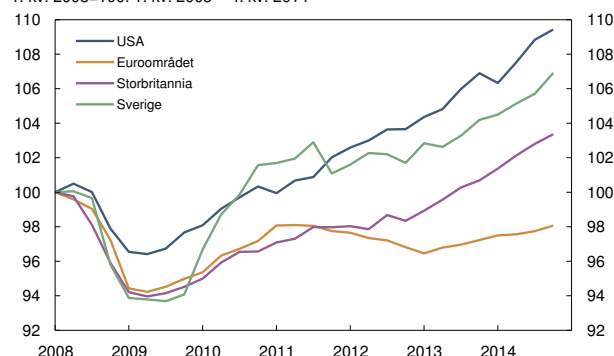
Det er fremdeles moderat vekst i verdensøkonomien, men forskjellene fra land til land er store. I euroområdet har aktiviteten tatt seg noe opp, men veksten er fremdeles lav, se figur 1.1. Husholdningenes forbruk øker og det er tegn til at bedriftenes investeringer vil tilta fremover. Høy arbeidsledighet og videre nedbelåning i privat og offentlig sektor vil likevel trolig bidra til å dempe aktiviteten i lang tid. I USA har veksten fått feste. Det er god vekst i privat konsum og bedringen i arbeidsmarkedet fortsetter. Lønnsveksten er fremdeles moderat, men lavere bensinpriser bidrar til økt kjøpekraft hos husholdningene. I Storbritannia og Sverige bidrar utviklingen i privat konsum til å holde BNP-veksten oppe. Samtidig dempes eksporten i disse landene av den lave veksten i euroområdet.

I Kina avtar veksten, særlig drevet av svakere utvikling i eiendomsinvesteringene. Nedgangen i boligmarkedet har fortsatt inn i 2015, men økte infrastrukturinvesteringer og fortsatt god vekst i det private forbruket vil trolig bidra til å holde veksten oppe. I oljeproduserende land som Russland og Brasil dempes den økonomiske aktiviteten av fallet i oljeprisen.

De økonomiske utsiktene hos Norges handelspartnere er samlet sett om lag som i forrige rapport. BNP-veksten anslås å ta seg opp fra 2 prosent i fjor til 2¼ prosent i år, ¼ prosentenheter lavere enn anslått i desember, se figur 1.2 og tabell 3 i vedlegget. Nedjusteringen skyldes i hovedsak lavere vekst i Russland. Utover i prognoseperioden venter vi en årlig vekst hos handelspartnerne samlet på rundt 2½ prosent. Verdensøkonomien anslås å vokse med 3 prosent i år. Det er på linje med gjennomsnittet for de siste 30 årene. For en nærmere omtale av utviklingen internasjonalt, se utdypingen på side 40.

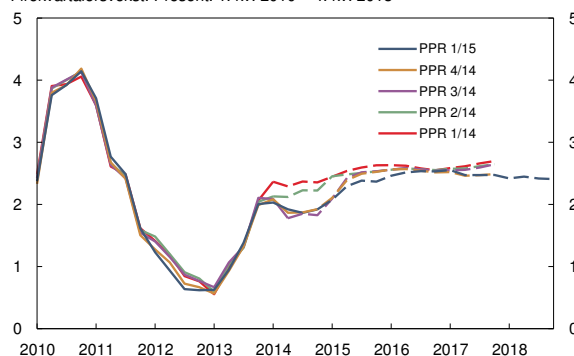
Veksten i konsumprisene er lav hos de fleste av våre handelspartnere og nær null i mange land, se figur 1.3. Fallet i oljeprisen bidrar til å holde inflasjonen nede. Kjerneinflasjonen er noe høyere, men spesielt i euroområdet og Sverige er også den underliggende prisveksten lav. For industrilandene samlet venter vi nå lavere konsumprisvekst i 2015 enn vi anslo i forrige rapport. Markedsbaserte mål på langsiktige inflasjonsforventninger har i det siste tatt seg noe opp igjen i USA, Storbritannia og euroområdet, men er likevel

Figur 1.1 BNP. Sesongjustert volumindeks. 1. kv. 2008=100. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



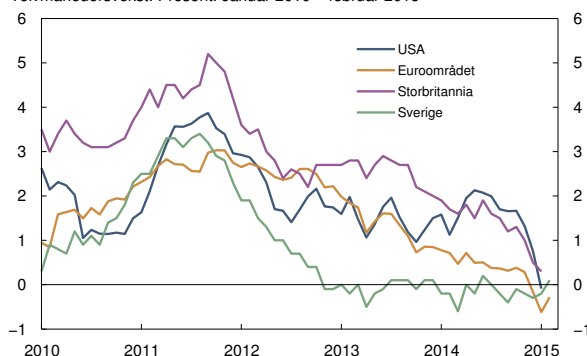
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne. Volum. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2018¹⁾



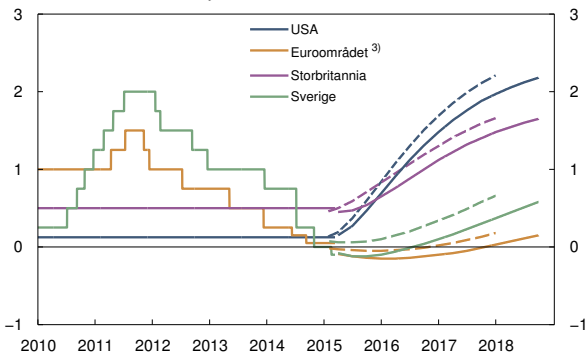
1) Anslag gitt på ulike tidspunkt (stiplet). Anslag fra 4. kv. 2014 for PPR 1/15
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – februar 2015¹⁾



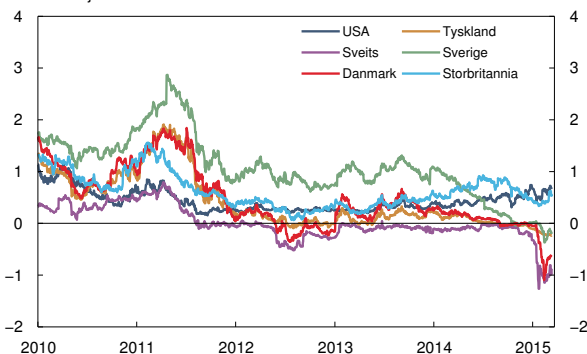
1) Til og med januar 2015 for USA og Storbritannia
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.4 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 5. desember 2014 og 12. mars 2015.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2018²⁾



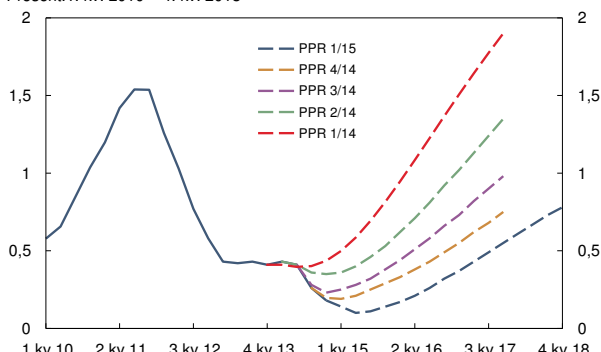
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 5. desember 2014. Tynne linjer viser terminrenter per 12. mars 2015. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 1. kvartal 2015
3) Eonia for euroområdet fra 1. kvartal 2015
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.5 Renter på 2-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 12. mars 2015



Kilde: Bloomberg

Figur 1.6 Pengemarkedsrente hos handelspartnerne. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2018¹⁾



1) Terminrenter på ulike tidspunkt (stiplede). For PPR 1/15 benyttes terminrenter per 12. mars 2015
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

lavere enn ved forrige rapport. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere sett under ett ventes å tilta fra 1 prosent i år til 2¼ prosent i slutten av prognoseperioden, se tabell 4 i vedlegget.

Styringsrentene er nær null i mange land og forventes å være lave lenge, se figur 1.4. Siden Pengepolitisk rapport 4/14 har flere sentralbanker foretatt ytterligere lettelser i pengepolitikken. I januar besluttet Den europeiske sentralbanken (ESB) å utvide sitt aktivkjøpsprogram til også å gjelde statsobligasjoner utstedt av stater i euroområdet og obligasjoner fra enkelte europeiske institusjoner. De samlede obligasjonskjøpene utgjør 60 milliarder euro i måneden. Hensikten med kjøpene er å stimulere etterspørselen og få prisveksten opp. Markedsprisingen indikerer at ESB vil holde styringsrenten nær null fram til sommeren 2018. I februar satte Riksbanken i Sverige ned styringsrenten til -0,1 prosent og annonserte samtidig kjøp av statsobligasjoner. For å opprettholde en fast kurs mot euro, har Danmarks Nationalbank senket renten på innskuddsbevis til -0,75 prosent. Ekspansiv pengepolitikk har ført til en markert nedgang i markedsrentene, og flere land har nå negative statsrenter, se figur 1.5. I USA og Storbritannia indikerer markedsprisingen at første renteheving kommer henholdsvis sommeren og høsten 2015. For våre handelspartnere sett under ett er markedsaktørenes forventninger til pengemarkedsrentene ute lavere enn ved forrige rapport, se figur 1.6.

Rentene på langsiktige statsobligasjoner har fortsatt å falle i mange land, se figur 1.7. Også lange norske renter har falt. Den ekspansive pengepolitikken, særlig fra ESB, har trolig bidratt til utviklingen. Siden begynnelsen av februar har lange renter i flere utviklede økonomier steget noe, mens de har fortsatt å falle eller er om lag uendret for de fleste økonomiene i euroområdet.

Etter at oljeprisen i januar falt til sitt laveste nivå siden finanskrisen, har den tatt seg noe opp. Den siste tiden har oljeprisen ligget rundt 55 dollar per fat. Det er om lag 15 dollar lavere enn lagt til grunn i desember, og nær en halvering sammenliknet med gjennomsnittet for første halvår i 2014, se figur 1.8. Terminprisene er også lavere enn i desember. Det er tegn til at det markerte oljeprisfallet vil påvirke veksten i oljetilbudet

fra land utenfor OPEC. Internasjonale oljeselskaper har annonsert betydelige investeringskutt og færre borerigger er aktive i USA. Dette har trolig bidratt til oljeprisøkningen siden januar. Samtidig er overskuddstilbudet fremdeles stort og oljelagrene i OECD-området er svært høye. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, som indikerer en viss oppgang i oljeprisen fremover.

VALUTAMARKEDENE

Det har vært store bevegelser i valutamarkedet siden forrige rapport. Kursbevegelsene har vært preget av ulike utsikter for pengepolitikken i forskjellige land. Negative renter og kjøp av statsobligasjoner har svekket euro og svenske kroner. I USA og Storbritannia har utsikter til renteoppgang gitt en markert styrking av amerikanske dollar og britiske pund.

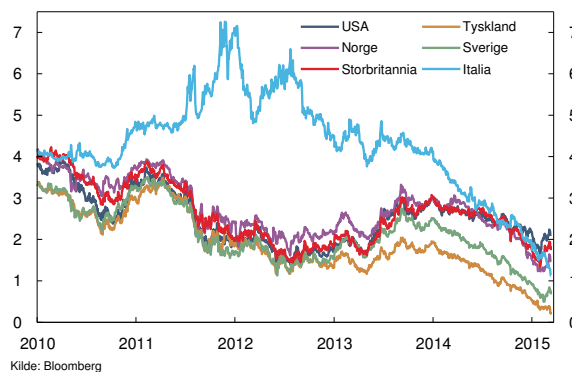
Målt ved den importveide indeksen I-44 har kronen svekket seg siden forrige rapport, se figur 1.9. Svekkelsen har vært markert mot amerikanske dollar og britiske pund, se figur 1.10. Så langt i første kvartal har I-44 i gjennomsnitt vært om lag 3 prosent svakere enn anslått i desember. Svekkelsen av kursen må ses i lys av fallet i oljeprisen, reduksjonen i styringsrenten i desember i fjor og forventninger om ytterligere rentekutt. Det siste halve året har det vært en nær sammenheng mellom oljeprisen og kronen. Dårlig likviditet i kronemarkedet kan tidvis også ha dempet interessen for å kjøpe norske kroner.

BANKENES RENTER

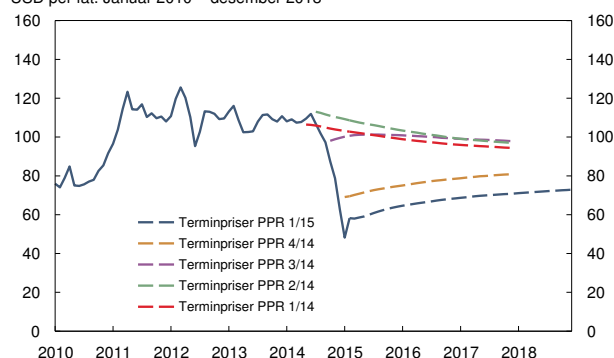
Bankene har i gjennomsnitt satt ned renten på boliglån med i overkant av ¼ prosentenheter siden forrige rapport. Rentene på fastrentelån har falt mer enn rentene på lån med flytende rente.

Bankenes finansieringskostnader har falt noe. Innskuddsrentene er satt ned om lag like mye som utlånsrentene. Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente har lenge ligget rundt ¼ prosentenheter og ventes å holde seg på det nivået. Risikopåslagene på obligasjoner fra banker og kredittforetak har avtatt de siste årene, se figur 1.11. Nye obligasjoner utstedes med et lavere risikopåslag enn obligasjonene som forfaller. Hvis risikopåslagene blir liggende på dagens nivå, venter vi at finansieringskostnaden for boliglån vil avta noe.

Figur 1.7 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 12. mars 2015

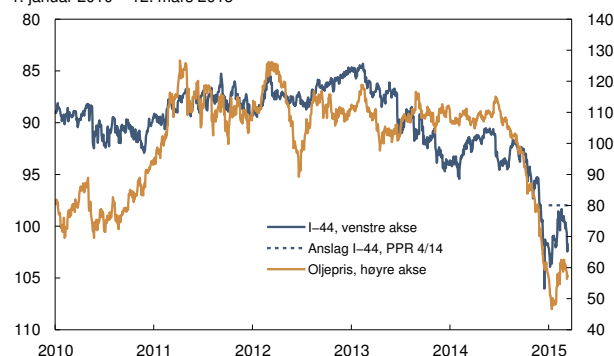


Figur 1.8 Priser på råolje. USD per fat. Januar 2010 – desember 2018^{1) 2)}



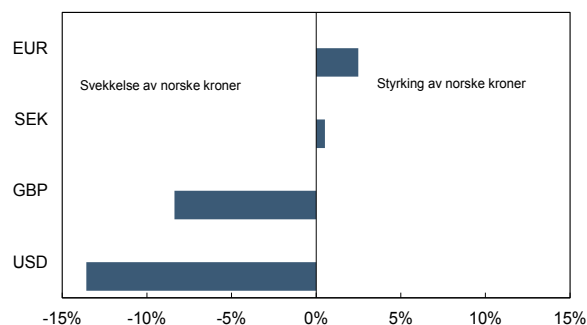
1) For mars 2015 er siste observasjon 12. mars 2015
2) Terminpriser på ulike tidspunkter (stiplet). For PPR 1/15 vises terminpriser per 12. mars 2015
Kilde: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Oljepris og importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾ 1. januar 2010 – 12. mars 2015



1) Stigende kurve betyr sterkere kurs
Kilde: Norges Bank og Thomson Reuters

Figur 1.10 Bilaterale valutakursbevegelser - norske kroner. Endring i effektive valutakurser. Prosent. 5. desember 2014 - 12. mars 2015



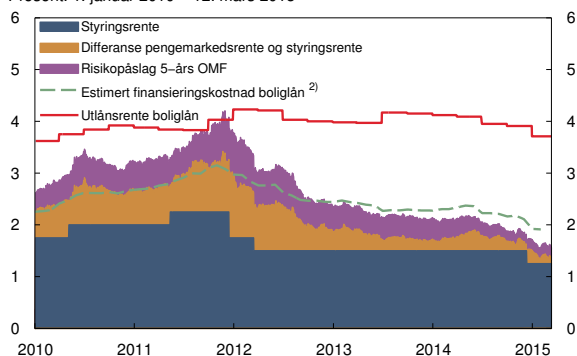
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

REALØKONOMIEN

BNP for Fastlands-Norge økte med 0,5 prosent i fjerde kvartal 2014, noe mer enn anslått i desember. Samtidig ble veksten i de foregående kvartalene revidert ned slik at veksten for året samlet ble noe lavere enn ventet. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i januar om avtakende produksjonsvekst, se figur 1.12. Aktiviteten i oljeleverandørnæringen har avtatt, men de øvrige næringene rapporterer fortsatt om vekst, se figur 1.13. Fremover venter kontaktene i nettverket videre nedgang i veksten.

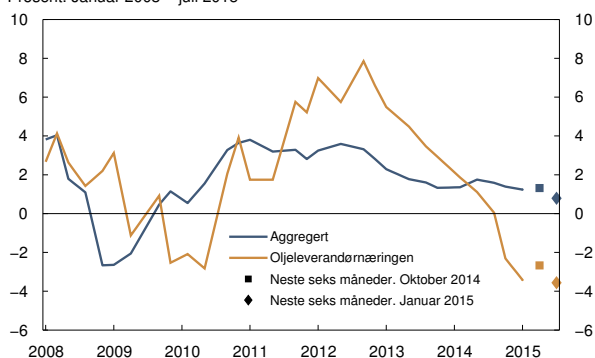
Husholdningenes konsum vokser moderat, og spareparten er fortsatt høy. Varekonsumet har utviklet seg svakt de siste årene, men god vekst i tjenestekonsumet holder den samlede konsumveksten oppe. Etter en svak utvikling i tredje kvartal, tok konsumet seg opp i fjerde kvartal og var noe høyere enn anslått i forrige rapport. Kontaktene i Regionalt nettverk melder fortsatt om moderat vekst i husholdningsrettede næringer, og fremover ventes veksten å avta noe. Husholdningenes tillitsindikatorer har falt videre siden omslaget i fjor høst, se figur 1.14. Svak forbrukertillit må ses i sammenheng med lavere oljepris og usikkerhet om utviklingen fremover. Vi anslår fortsatt moderat vekst i konsumet den nærmeste tiden. Samtidig venter vi at den høye springen vil fortsette.

Figur 1.11 Utlånsrente boliglån¹⁾ og finansieringskostnader. Prosent. 1. januar 2010 – 12. mars 2015



1) Utlånsrenten på totale utlån med part i bolig gitt av alle banker og kredittforetak i Norge. Utlånsrenten målt ved utgangen av kvartalet
2) Estimert ut fra vektet rente på beholdning av OMF-lån og vektet innskuddsrente
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.12 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Annualisert. Prosent. Januar 2008 – juli 2015¹⁾



1) Siste observasjon i Regionalt nettverk er januar 2015
Kilde: Norges Bank

Boligprisene og omsetningen i boligmarkedet har fortsatt å øke. Siden forrige rapport har boligprisene steget noe mer enn ventet. I februar var boligprisene 8,7 prosent høyere enn i samme måned året før. Lavere utlånsrenter har trolig bidratt til den høye boligprisveksten den siste tiden. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe, og veksten på 6,2 prosent i januar var noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Boliginvesteringene falt i 2014, og utviklingen i fjerde kvartal var svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i januar om avtakende vekst i bygg- og anleggssektoren. Også utsiktene er nedjustert sammenliknet med kontaktene forventninger i oktober. Samtidig tiltok salget av nye boliger gjennom fjoråret, og salget har holdt seg oppe hittil i år. Vi venter at veksten i boliginvesteringene vil ta seg noe opp, men holde seg lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Etter flere kvartaler med svak vekst falt investeringene i fastlandsbedriftene i fjerde kvartal og var lavere enn anslått i forrige rapport. Svake vekstutsikter og usikkerhet om den økonomiske utviklingen har trolig bidratt. I Regionalt nettverk venter de private næringene svak eller negativ investeringsvekst i tiden fremover, se figur 1.15.

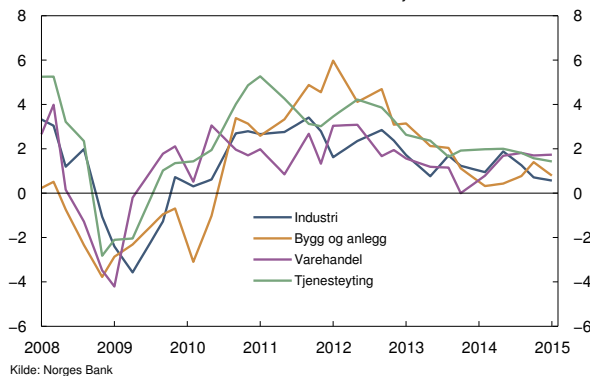
Fallet i oljeprisen siden desember vil trolig føre til lavere petroleumsinvesteringer enn tidligere lagt til grunn. Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil falle med 15 prosent i år, 10 prosent i 2016 og 5 prosent i 2017, før de så tar seg noe opp i 2018. Se egen ramme på side 16 for en nærmere gjennomgang av anslagene.

Årsveksten i eksporten av tradisjonelle varer og tjenester tiltok i fjor, men veksten var noe lavere enn anslått i forrige rapport. Selv om kostnadsnivået i Norge fortsatt er høyt sammenliknet med andre land, bidrar en svakere krone til å styrke konkurranseevnen for norske eksportbedrifter. Samtidig vil den petroleumsrelaterte eksporten kunne dempes av svakere utvikling i globale offshoreinvesteringer. Eksportindustribedriftene i Regionalt nettverk meldte om nedgang i produksjonsveksten fra oktober til januar. Vi venter likevel at veksten i den samlede tradisjonelle eksporten vil ta seg noe opp.

Veksten i norsk økonomi har som ventet avtatt. Fastlandsøkonomien anslås å vokse med i overkant av ¼ prosent i kvartalet den nærmeste tiden. Anslagene er litt lavere enn prognosene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.16, men litt høyere enn forventet produksjonsvekst i Regionalt nettverk, se figur 1.17.

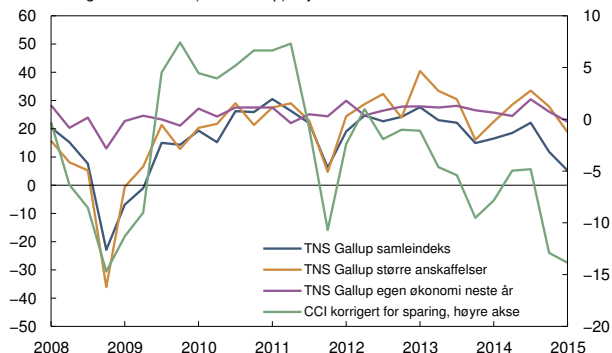
Arbeidsledigheten har holdt seg stabil den siste tiden, se figur 1.18. I februar var den registrerte arbeidsledigheten 2,8 prosent av arbeidsstyrken, litt lavere enn anslått i forrige rapport. I regioner og næringer som er nært tilknyttet oljevirksomheten har arbeidsledigheten økt. Veksten i sysselsettingen har så langt holdt seg oppe. Regionalt nettverk peker i retning av lav sysselsetningsvekst, se figur 1.19. Også forholdet mellom antall arbeidsledige og ledige stillinger indikerer at arbeidsmarkedet er blitt mindre stramt, se figur 1.20. Vi venter at arbeidsledigheten vil øke noe.

Figur 1.13 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder. Annualisert. Prosent. Januar 2008 – januar 2015



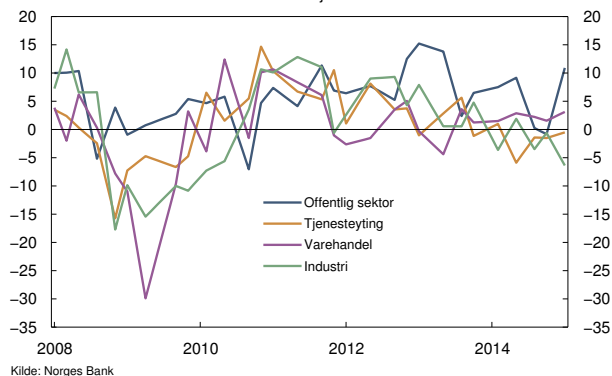
Kilde: Norges Bank

Figur 1.14 Forbrukertillit. CCI korriger for sparing (Opinion)¹⁾ og Forventningsbarometeret (TNS Gallup). Ujusterte netttotal. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2015²⁾



1) Gjennomsnitt av delindekser for forventninger til egen økonomi, landets økonomi og arbeidsledighet. For CCI er gjennomsnitt av månedstall benyttet som kvartalstall
2) Til og med februar 2015 for CCI
Kilder: TNS Gallup, Opinion og Norges Bank

Figur 1.15 Norges Banks regionale nettverks indikator for forventet vekst i investeringer neste 12 måneder. Prosent. Januar 2008 – januar 2015



Kilde: Norges Bank

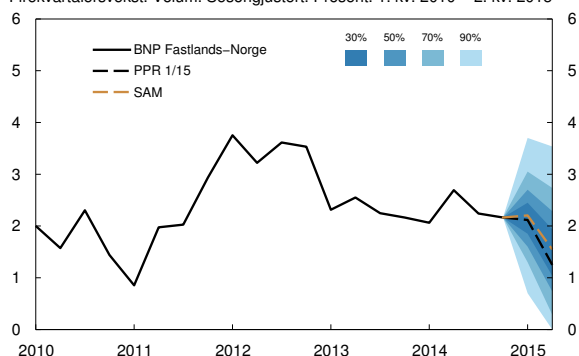
Kapasitetsutnyttningen avtok gjennom fjoråret og vurderes nå å være lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå. I Regionalt nettverk er det få bedrifter som melder om kapasitetsproblemer eller problemer med å få tak i kvalifisert arbeidskraft, se figur 1.21. Gjennom fjoråret falt andelen bedrifter som rapporterte om slike begrensninger, men nedgangen har vært liten siden forrige undersøkelse. Samtidig har arbeidsledigheten vært noe lavere enn anslått. Samlet ser det derfor ut til at kapasitetsutnyttningen har avtatt noe mindre enn ventet i forrige rapport.

Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslår årslønnsveksten for 2014 til

3,1 prosent. Det er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Lønnsoverhenget inn i 2015 anslås av TBU til 1,4 prosent, klart lavere enn det som er vanlig i år med mellomoppgjør. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter en lønnsvekst for inneværende år på om lag 3 prosent, noe lavere enn kontaktenes forventninger i oktober. Også i forventningsundersøkelsen fra Epinion er forventningene til lønnsveksten i 2015 nedjustert fra forrige måling. Vi anslår en lønnsvekst på 3 prosent i 2015, noe lavere enn i forrige rapport. Sammen med midlertidig høyere prisvekst som følge av at kronen har svekket seg, gir det utsikter til den laveste reallønnsveksten på 20 år, se figur 1.22.

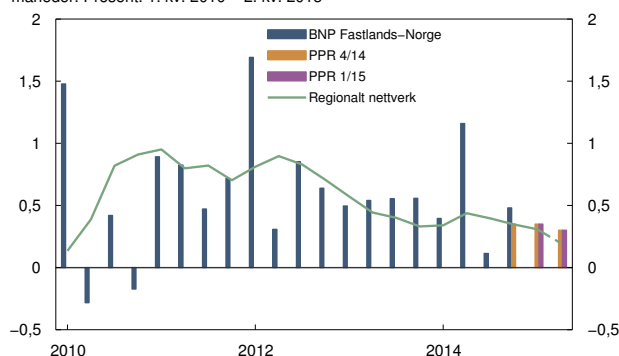
Figur 1.16 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte.

Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2015²⁾



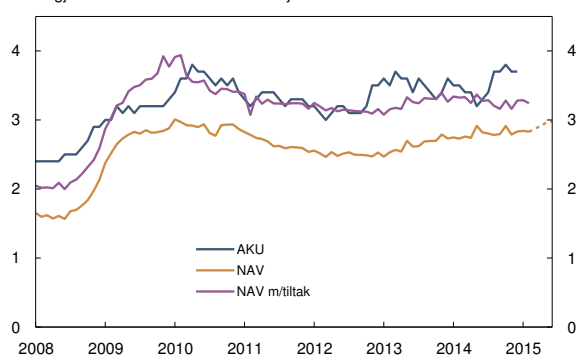
1) System for sammenvøying av korttidsmodeller
2) Anslag for 1. kv. 2015 – 2. kv. 2015 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.17 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettværks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2015²⁾



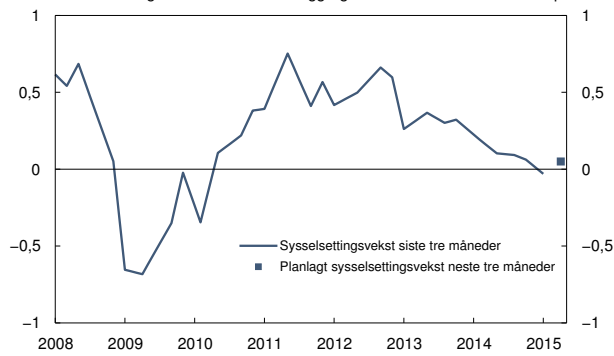
1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er januar 2015. Siste observasjon for BNP-vekst er 4. kvartal 2014
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.18 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – juni 2015²⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen
2) Anslag for mars 2015 – juni 2015 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

Figur 1.19 Norges Banks regionale nettværks indikator for vekst i sysselsetting siste tre måneder og neste tre måneder. Aggregert. Prosent. Januar 2008 – april 2015



Kilde: Norges Bank

KONSUMPRISENE

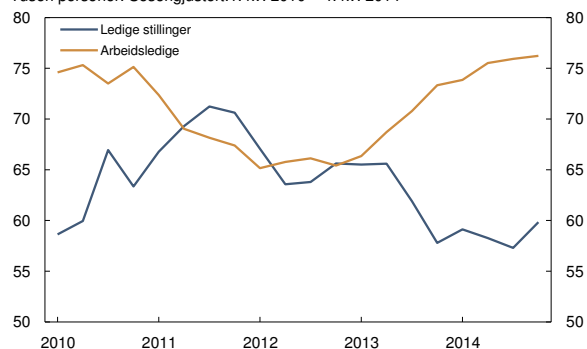
Prisveksten har vært noe lavere enn anslått i forrige rapport. I februar var tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) 1,9 prosent, ned fra 2,0 prosent i januar, se figur 1.23. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 2,4 prosent i februar. Det var litt lavere enn anslått i forrige rapport, men på linje med tolv månedersveksten de foregående månedene.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har økt med i underkant av 3 prosent den siste tiden, se figur 1.24. I februar var tolv månedersveksten i disse prisene 2,8 prosent, i tråd med anslagene fra

desember. Prisveksten på matvarer og alkoholfrie drikkevarer har vært omkring 2,5 prosent de siste månedene, men steg til 3,1 prosent i februar. Etter å ha avtatt gjennom fjoråret, har veksten i husleiene tiltatt litt den siste tiden. Tolv månedersveksten i prisene på andre tjenester har holdt seg rundt 3 prosent de siste månedene, men falt noe i februar. Vi har lagt til grunn at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil være om lag 2¾ prosent den nærmeste tiden.

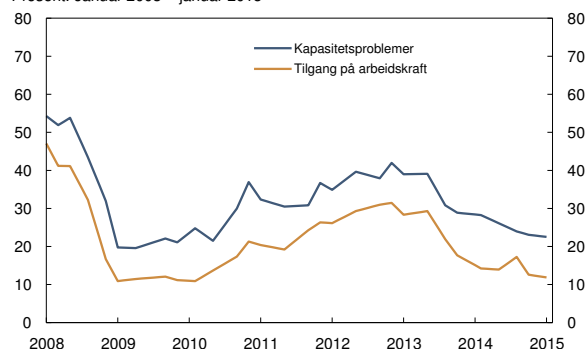
Tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer var 1,3 prosent i februar, uendret fra de to foregående månedene. Tolv månedersveksten i februar

Figur 1.20 Antall ledige stillinger og antall arbeidsledige.¹⁾
Tusen personer. Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2014



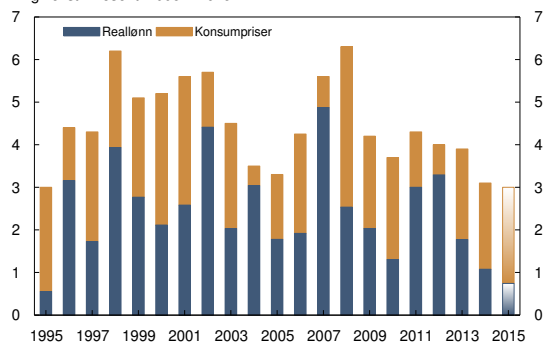
1) Registrerte arbeidsledige
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

Figur 1.21 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾ i Regionalt nettverk.
Prosent. Januar 2008 – januar 2015



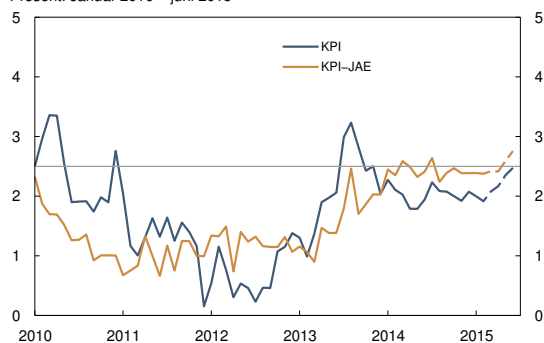
1) Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22 Årslønn.
Årlig vekst. Prosent. 1995 – 2015¹⁾



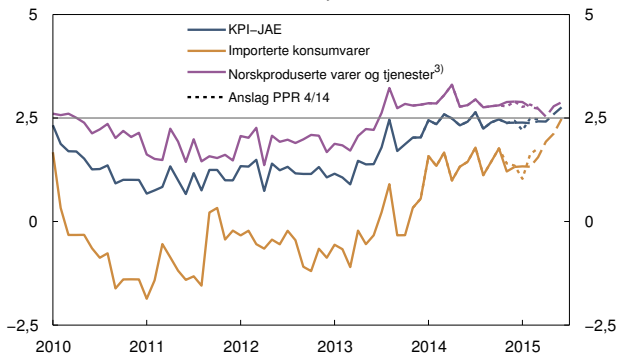
1) Anslag for 2015
Kilder: TBU, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.23 KPI og KPI-JAE.¹⁾ Tolv månedersvekst.
Prosent. Januar 2010 – juni 2015²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for mars 2015 – juni 2015 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.24 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – juni 2015²⁾



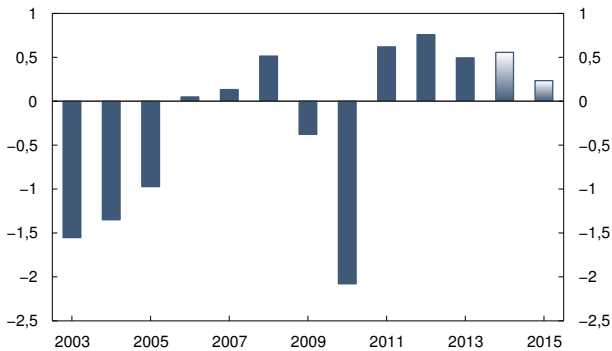
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) Anslag for mars 2015 – juni 2015 (stiplet)
 3) Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

var noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Selv om prisveksten har endret seg lite siden desember, venter vi at kronesvekkelsen siden i fjor høst vil bidra til sterkere prisvekst på importerte konsumvarer i tiden fremover. Samtidig vil prisveksten dempes av svakere prisimpulser fra landene vi importerer fra, se figur 1.25. Samlet anslår vi at prisveksten på importerte konsumvarer vil tilta de nærmeste kvartalene.

Vi venter at tolvmånedersveksten i KPI-JAE den nærmeste tiden vil ligge på om lag samme nivå som anslått i desember. Anslagene for KPI-JAE er høyere enn fremskrivningene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.26. Vi legger til grunn at effekten av kronesvekkelsen blir større enn det SAM fanger opp.

Figur 1.25 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2015¹⁾

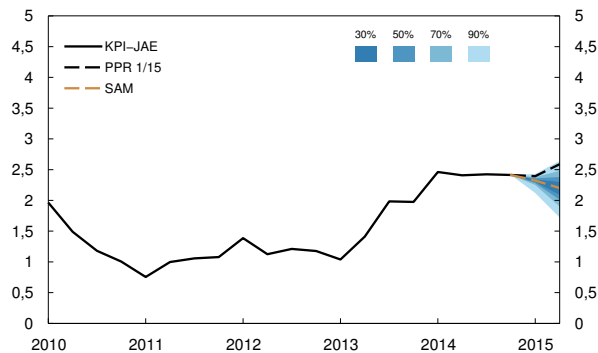


1) Anslag for 2014 og 2015

Kilde: Norges Bank

Figur 1.26 KPI-JAE.¹⁾ Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte.

Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2015³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) System for sammenveining av korttidsmodeller

3) Anslag for 1. kv. 2015 – 2. kv. 2015 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

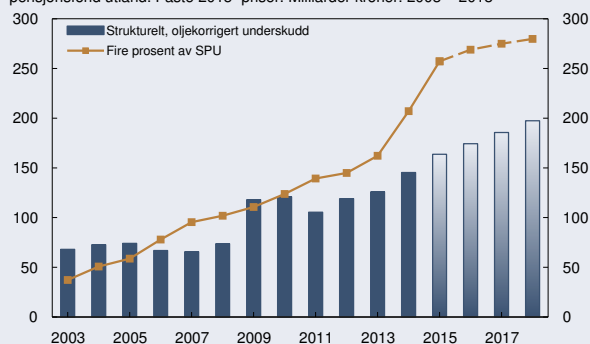
FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Forutsetningene om finanspolitikken bygger på saldert budsjett for 2015. Den underliggende bruken av oljeinntekter måles ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet. For 2015 anslås underskuddet til 164 milliarder kroner. Veksten i statsbudsjettets utgifter er nær gjennomsnittet for de siste 15 årene. Samtidig er det vedtatt enkelte skattelettelser som får virkning i 2015.

Endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge brukes som et enkelt mål for virkningen av statsbudsjettet på etterspørselen av varer og tjenester i økonomien. Målt på denne måten er det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslått å øke med 0,6 prosentenheter fra 2014 til 2015. Det anslåtte underskuddet i år tilsvarer 2,5 prosent av fondsverdien ved utgangen av 2014. Verdien av fondet, målt i norske kroner, økte med så mye som 1 400 milliarder i 2014. Svekkelsen av kronen mot slutten av fjoråret er en viktig forklaring.

Vi legger beregningsteknisk til grunn at oljepengebruken de kommende årene vil øke i om lag samme takt som den har gjort siden handlingsregelen ble innført i 2001, se figur 1.27. Det tilsvarer en årlig økning i det strukturelle underskuddet på om lag 0,3 prosentenheter av trend-BNP for Fastlands-Norge.

Figur 1.27 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018¹⁾



1) Anslag for 2015 – 2018
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

FORUTSETNINGER OM PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene på norsk sokkel økte sterkt fra 2002 til 2013, drevet av en kraftig økning i oljeprisen, god tilgang på lønnsomme funn og behov for oppgraderinger på eldre felt. Den sterke investeringsveksten førte til at kostnadsnivået i petroleumsnæringen også økte markert. Kostnadene fortsatte å vokse fra 2011 til 2013 samtidig som oljeprisen holdt seg stabil rundt 110 dollar. Svak lønnsomhet førte etter hvert til at oljeselskapene satte i verk en rekke tiltak for å redusere kostnadene til drift, vedlikehold og investeringer. Samtidig var en del større oppgraderingsprosjekter i ferd med å bli avsluttet. Investeringene falt derfor gjennom 2014 til tross for at flere store utbygginger ble satt i gang de foregående årene. Allerede før oljeprisen begynte å falle i fjor høst, anslo vi at investeringene ville falle betydelig i 2015.

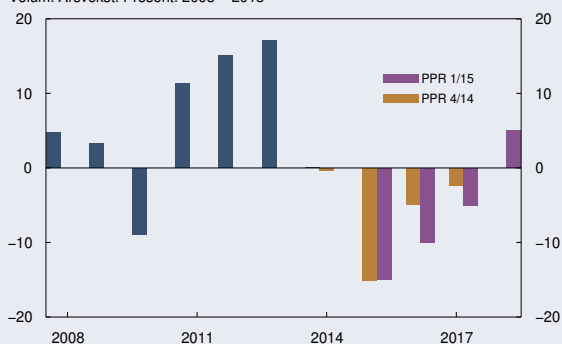
Virkningene på petroleumsinvesteringene av en nedgang i oljeprisen vil avhenge av nivået på oljeprisen og hvor permanent nedgangen forventes å være. Oljeprisen har den siste tiden ligget rundt 55 dollar per fat. Sammenliknet med gjennomsnittet for første halvår i 2014 er oljeprisen nær halvert. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene og at oljeselskapene legger til grunn en tilsvarende prisutvikling. Prisene i terminmarkedet indikerer at oljeprisen vil ta seg opp til i overkant av 70 dollar i 2018, se figur 1.8. Terminprisene for 2018 har falt med nesten 30 dollar siden i fjor sommer.

Nedgangen i spot- og terminprisene på olje har svekket den forventede lønnsomheten av investeringsprosjekter på norsk sokkel betydelig. En del prosjekter vil ikke lenger være tilstrekkelig lønnsomme til å bli gjennomført. Oljeselskapene prøver å redusere kostnadene i sine prosjekter, blant annet ved å øke boreeffektiviteten, standardisere utbygginger, velge enklere utbyggingsløsninger og ved å forhandle fram lavere priser i riggmarkedet og andre leverandørmarkeder. De kostnadsreducerende tiltakene vil trolig bidra til at flere prosjekter blir gjennomført, men også til at flere prosjekter blir skjøvet ut i tid. Nedgangen i investeringene forsterkes av at kontantstrømmen i oljeselskapene er kraftig svekket som følge av nedgangen i oljeprisen. Oljeselskapene søker å finansiere investeringer og aksjeutbytte over driften. Redusert kontantstrøm kombinert med at selskapene prioriterer å holde utbyttet høyt og stabilt, bidrar derfor til lavere investeringer.

En betydelig del av investeringene i 2015 er bundet opp av tidligere beslutninger og inngåtte kontrakter. Fordi oljeselskapene planla å redusere investeringene i 2015 markert før oljeprisen falt, er det grunn til å tro at de har begrensede muligheter til å redusere investeringene ytterligere på kort sikt. Det meste av effekten på investeringene av lavere oljepris ventes derfor å komme etter 2015. Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil falle med 15 prosent i år, med ytterligere 10 prosent i 2016 og med 5 prosent i 2017, se figur 1.28. Fallet i spot- og terminprisene på olje siden begynnelsen av desember har gjort at anslagene for 2016 og 2017 er nedjustert fra forrige rapport. Kostnadsreducerende tiltak vil trolig føre til at en del utsatte prosjekter kommer i gang mot slutten av anslagsperioden. Vi anslår derfor at investeringene vil ta seg noe opp i 2018.

Lavere investeringer på felt i drift er den viktigste faktoren bak nedgangen i investeringene fra 2014 til 2017, se figur 1.29. Oppgradering av eldre felt har bidratt til høye investeringer de siste årene. Det vil ikke være like stort behov for oppgrade-

Figur 1.28 Petroleumsinvesteringer.
Volum. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018¹⁾



¹⁾ Anslag for 2015 – 2018
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ringer fremover. Innsparingstiltakene i oljeselskapene bidrar også til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres i løpet av prognoseperioden. Vi anslår at investeringene på disse feltene vil falle med 18 milliarder kroner i år og med 11 milliarder kroner fra 2015 til 2017.

Utgiftene til feltutbygging har økt markert de siste årene og var på 73 milliarder kroner i 2014. Det høye investeringsnivået i fjor hadde sammenheng med at det pågikk flere store utbyggingsprosjekter på norsk sokkel. Enkelte av disse prosjektene er nå ferdige. De øvrige prosjektene ventes å bli ferdige i perioden 2015 til 2017. Investeringene i pågående utbyggingsprosjekter utenom Johan Sverdrup vil trolig falle med over 70 milliarder kroner fra 2014 til 2018. Utbyggingsinvesteringene på Johan Sverdrup-feltet anslås å utgjøre 8 milliarder kroner i år og 20–30 milliarder kroner per år i perioden 2016 til 2018. Vi legger også til grunn at utbyggingen av Maria-feltet vil starte opp i år og at utbygging av feltene Zidane og Vette (Bream) vil komme i gang i løpet av 2016.

Prosjektet Snorre 2040 og utbyggingen av Johan Castberg-feltet er de største utbyggingsprosjektene som er under planlegging på norsk sokkel. Begge prosjektene har vært utsatt flere ganger på grunn av svak lønnsomhet. Partnerne i Snorre- og Johan Castberg-lisensene arbeider med å redusere investeringskostnadene i prosjektene slik at de kan bli tilstrekkelig lønnsomme. Endelig investeringsbeslutning for begge prosjektene er planlagt til 2017. Vi legger til grunn at Snorre 2040 og utbyggingen av Johan Castberg vil starte i andre halvdel av 2017.¹

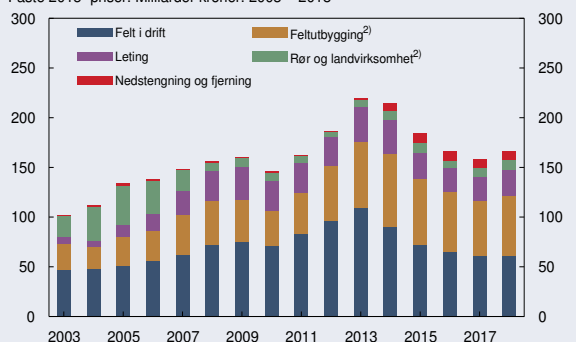
Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil falle med 7 milliarder kroner i år og med ytterligere 11 milliarder fra 2015 til 2017. Nedgangen gjenspeiler at investeringene i nye prosjekter, herunder Johan Sverdrup, ikke vil være tilstrekkelig store til å veie opp for investeringsnedgangen i pågående prosjekter, se figur 1.30. De nye prosjektene vil bidra til at investeringene tar seg noe opp igjen i 2018.

Nedgangen i oljeprisen vil bidra til å redusere leteaktiviteten betydelig fra 2014 til 2015. Vi anslår at leteinvesteringene vil fortsette å falle noe i 2016. Lavere etterspørsel etter borerigger har ført til at riggratene har falt markert. Det vil etter hvert gi lavere borekostnader, som igjen kan bidra til at letingen tar seg opp igjen mot slutten av prognoseperioden.

¹ Snorre 2040 er et stort utbyggingsprosjekt på et felt i drift. Vi klassifiserer dette prosjektet som et feltutbyggingsprosjekt, i tråd med hvordan tilsvarende prosjekter (som Ekofisk Sør og Eldfisk II) har blitt klassifisert i tellingen til Statistisk sentralbyrå.

Figur 1.29 Petroleumsinvesteringer.

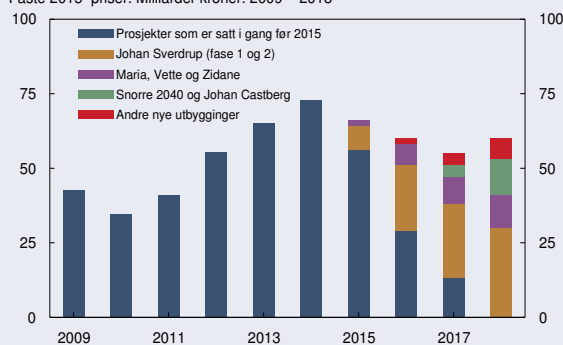
Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018¹⁾



¹⁾ Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2003 – 2014 er hentet fra investeringstellingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet.
²⁾ Utgiftene til eksportforledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landanlegg.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.30 Feltutbygging.

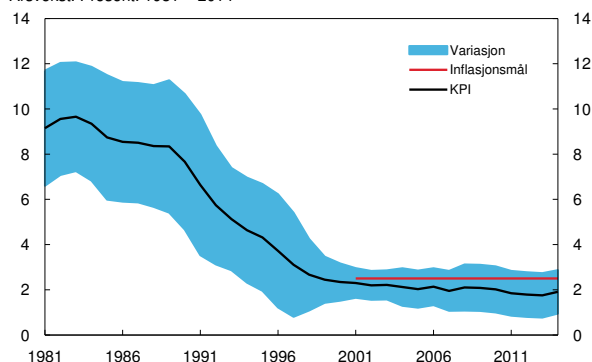
Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2009 – 2018¹⁾



¹⁾ Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2009 – 2014 er hentet fra investeringstellingen og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på investeringstellingen for 1. kvartal 2015, prognosene i Sokkelåret 2014 fra Oljedirektoratet, stortingsproposisjoner for prosjekter som er satt i gang før 2015, konsekvensutredninger for nye prosjekter og løpende informasjon om utsettelse og antatt oppstart av prosjekter.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

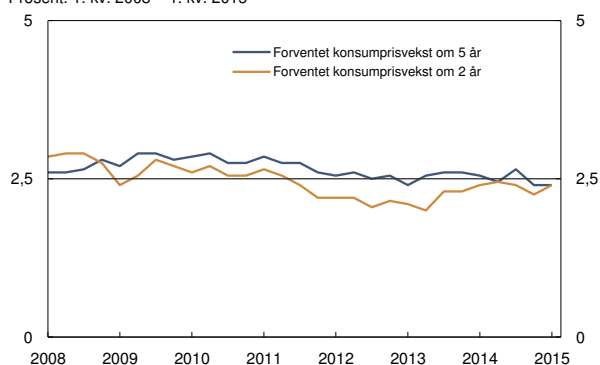
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

Figur 2.1 Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI. Årsvekst. Prosent. 1981 – 2014



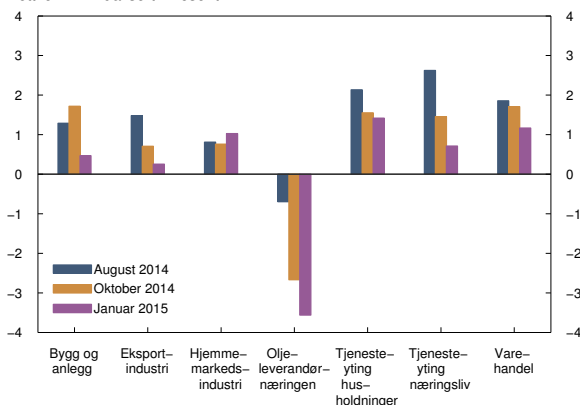
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2015



1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademia
Kilder: TNS Gallup, Opinion og Epinion

Figur 2.3 Forventet produksjonsvekst neste seks måneder i Norges Banks regionale nettverk. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 2.1. Inflasjonsforventningene, slik de kommer til uttrykk i forventningsundersøkelser, holder seg også nær 2,5 prosent, se figur 2.2.

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 avveien tas det hensyn til at det er usikkerhet om nåsituasjonen, drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. Pengepolitikken søker å være robust. Ved store forstyrrelser kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Det kan tilsi en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. En robust pengepolitikk tar også hensyn til faren for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp.

I Pengepolitisk rapport 4/14 ble styringsrenten anslått å ligge på 1¼ prosent eller noe lavere fram mot slutten av 2016, for deretter å øke noe gjennom 2017. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville ligge nær 2,5 prosent de neste årene. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå og ble anslått å avta gjennom 2015. Mot slutten av prognoseperioden var kapasitetsutnyttningen igjen ventet å øke.

UTSIKTER OG DRIVKREFTER

Da styringsrenten ble satt ned i desember, ble det lagt vekt på å redusere risikoen for en markert nedgang i økonomien som følge av fallet i oljeprisen. Så langt har utviklingen i norsk økonomi vært om lag som ventet. Prisveksten holder seg nær 2,5 prosent og arbeidsledigheten har holdt seg stabil. Kontaktene i vårt regionale nettverk meldte i januar om videre nedgang i produksjonsveksten, på linje med forventningene i forrige runde.

Utsiktene for norsk økonomi er svekket siden desember. Oljeprisen har falt videre og aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å avta mer enn tidligere antatt. Fallet i oljeinvesteringene vil trolig bli større enn vi så for oss i forrige rapport, se ramme på side 16.

Ifølge vårt regionale nettverk har forventningene til produksjonsveksten falt i de fleste næringer, se figur 2.3. Fremover venter vi at arbeidsledigheten vil øke noe og at kapasitetsutnyttningen vil avta. Lønnsveksten i fjor ble lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, og det er utsikter til at veksten i lønningene også fremover blir lavere enn tidligere anslått. Det svekker drivkreftene for inflasjonen lenger fram. Svekkelsen av kronen vil på den andre siden bidra til å holde prisveksten oppe den nærmeste tiden.

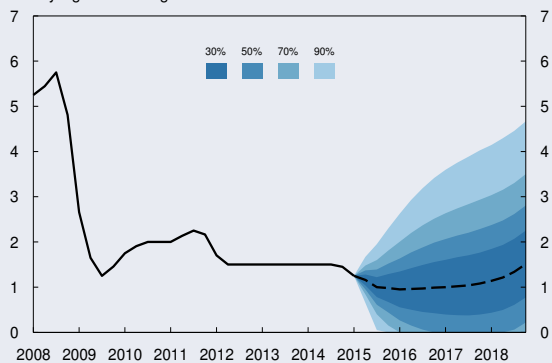
PROGNOSER FOR NORSK ØKONOMI

Anslagene i denne rapporten tilsier en styringsrente på om lag 1 prosent de neste årene. Styringsrenten anslås deretter å øke gradvis, se figur 2.4 a-d. Prognosen for styringsrenten er lavere enn i Pengepolitik rapport 4/14 gjennom hele anslagsperioden, se figur 2.5. Både hensynet til å holde prisveksten nær 2,5

prosent og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene tilsier en lavere styringsrente. Pengepolitikken søker også å være robust, og i rentesettingen tas det hensyn til faren for særlige ugunstige utfall for økonomien. Prognosen for styringsrenten ligger noe høyere enn den ville gjort dersom hensynet til robusthet ikke hadde vært vektlagt, se ramme på side 24 om avveiningene i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane. For en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringene i renteprognoen, se ramme på side 26. Bankenes utlånsrenter anslås å følge utviklingen i styringsrenten, se figur 2.6.

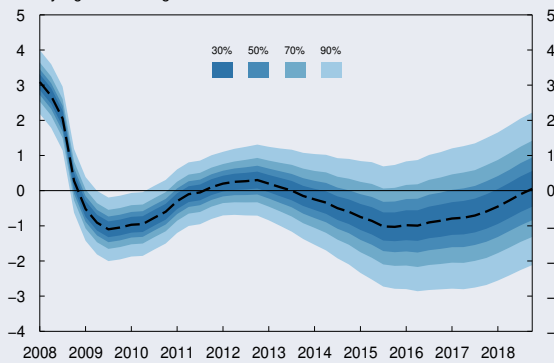
Med en utvikling i styringsrenten som anslått i denne rapporten, tilsier analysene at prisveksten vil øke noe de nærmeste kvartalene før den avtar og blir liggende litt over 2 prosent utover i prognoseperioden, se figur 2.7.

Figur 2.4a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018¹⁾



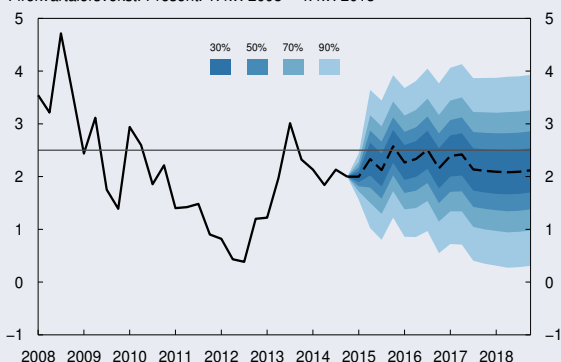
1) Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



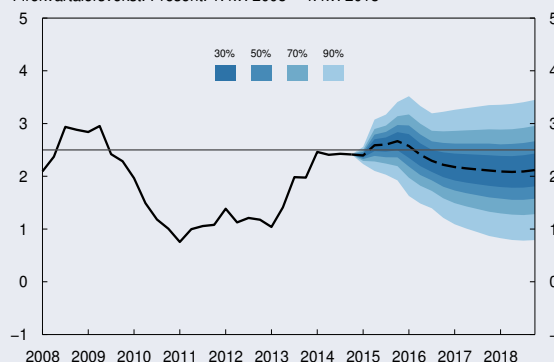
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018¹⁾



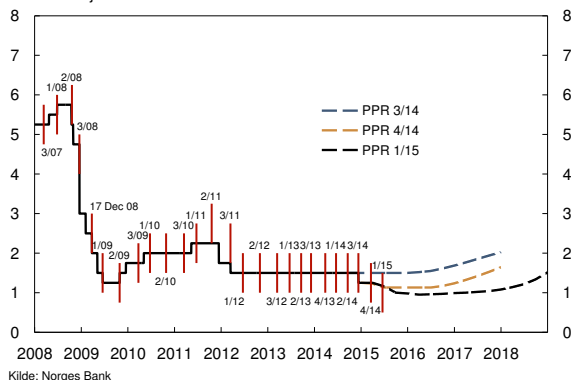
1) Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.4d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018²⁾



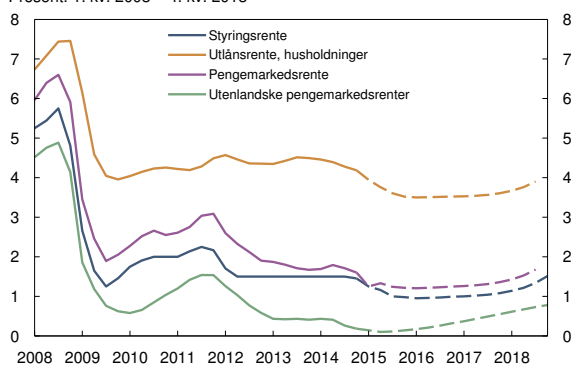
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.5 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2018



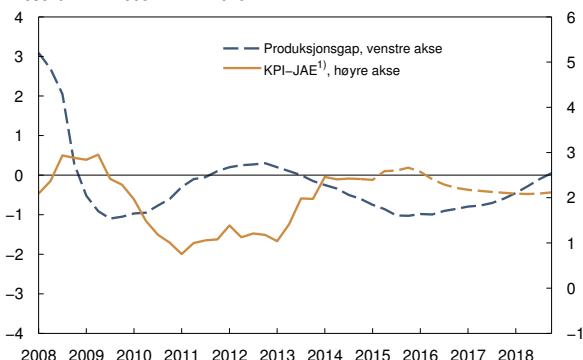
Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente,¹⁾ utlånsrente til husholdninger²⁾ og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018³⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger
3) Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Inflasjon og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vurderes å være lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå og anslås å avta ytterligere. Mot slutten av prognoseperioden ventes kapasitetsutnyttningen å tilta mot et normalt nivå.

Veksten i norsk økonomi ventes å avta fra 2¼ prosent i 2014 til 1½ prosent i år. Deretter anslås veksten å ta seg opp til 2 prosent i 2016 og videre til om lag 2½ prosent årlig mot slutten av prognoseperioden. I takt med avdempingen av veksten i produksjonen ventes også lavere vekst i sysselsettingen. Arbeidsinnvandringen har vært høy de siste årene, og tilbudet av arbeidskraft har historisk vist seg fleksibelt ved endringer i etterspørselen, se egen utdyping på side 44. Vi legger til grunn at fleksibiliteten i arbeidstilbudet demper utslagene i arbeidsledigheten. Den registrerte arbeidsledigheten anslås å øke fra 3 prosent i 2015 til 3¼ prosent i 2016. I de påfølgende årene ventes ledigheten å avta noe etter hvert som veksten i fastlandsøkonomien tar seg noe opp.

Lavere aktivitet i oljeverandørnæringen vil redusere etterspørselen etter arbeidskraft og dempe lønnsveksten både i denne næringen og i økonomien for øvrig. Vi venter en lønnsvekst på rundt 3 prosent i 2015 og 2016. Utover i prognoseperioden ventes lønnsveksten å øke etter hvert som kapasitetsutnyttningen tiltar.

Kronen har vært svakere enn lagt til grunn i desember. Holdt opp mot historiske erfaringer er kronen svakere enn forventet rentedifferanse og oljepris skulle tilsi. Det kan henge sammen med økt usikkerhet om utsiktene for norsk økonomi. I anslagene har vi lagt til grunn at noe av denne usikkerheten etter hvert avtar og at oljeprisen øker gradvis. Det kan tilsi en viss styrking av kronen fremover. Som følge av lavere terminpriser på olje og en lavere rentedifferanse mot utlandet, legger vi likevel til grunn at kronen vil holde seg svakere gjennom hele prognoseperioden enn i forrige rapport, se figur 2.8.

Konsumprisveksten anslås å tilta noe i starten av prognoseperioden. Det skyldes en midlertidig høyere prisvekst på importerte konsumvarer som følge av kronesvekkelsen siden i fjor høst. Utover i prognoseperioden vil effekten av kronesvekkelsen avta. Sammen med en gradvis styrking av kronen vil det

bidra til at prisveksten på importerte konsumvarer etter hvert reduseres. Lønnsveksten i 2014 ble lavere enn tidligere lagt til grunn. Sammen med utsikter til svakere lønnsvekst fremover vil det bidra til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester avtar de neste par årene. Mot slutten av prognoseperioden vil den innenlandske prisveksten tilta etter hvert som lønnsveksten øker. Vi anslår at den samlede konsumprisveksten blir liggende lavere i årene som kommer enn vi så for oss i forrige rapport.

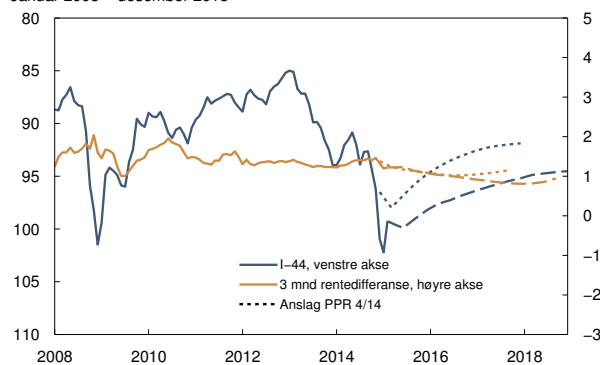
Produktivitetsveksten i fastlandsøkonomien har vært om lag 1 prosent det siste året, en god del lavere enn i årene før finanskrisen. Vi venter at produktivitetsveksten vil øke noe utover i prognoseperioden etter hvert som kapasitetsutnyttningen tar seg opp. Arbeidsinnvandring ventes fortsatt å bidra til vekst i produksjonspotensialet de kommende årene, men svakere utsikter for norsk økonomi vil kunne bremse innvandringen noe.

Vi venter moderat vekst i konsumet også de kommende årene, noe høyere enn anslått i forrige rapport. Utsikter til lavere reallønnsvekst i år vil dempe husholdningenes kjøpekraft. Samtidig vil lavere renter kunne bidra til høyere vekst i konsumet. Veksten i det private forbruket anslås å øke fra 1¼ prosent i år til 3 prosent i 2017, se figur 2.9. Spareraten ventes å holde seg på høye nivåer, men svakere lønnsvekst og lavere renter kan bidra til noe lavere sparing enn tidligere lagt til grunn, se figur 2.10.

Fortsatt usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi vil trolig bidra til lav vekst i bedriftenes investeringer det nærmeste året. Utover i prognoseperioden vil lave renter og økt etterspørsel trolig føre til at veksten i foretaksinvesteringene tiltar. Også veksten i boliginvesteringene ventes å ta seg opp igjen de nærmeste årene, blant annet som følge av relativt høy boligprisvekst og fortsatt befolkningsøkning.

Vi anslår at veksten i eksporten fra Fastlands-Norge vil øke fra 3 prosent i 2014 til 5 prosent i år, på linje med veksten i de viktigste eksportmarkedene, se figur 2.11. Bedret konkurransevne de siste to årene som følge av svakere krone, gjør eksportbedriftene bedre i stand til å opprettholde sine markedsandeler. Likevel er det norske kostnadsnivået fremdeles høyt, se figur 2.12. Utover i prognoseperioden bidrar veksten

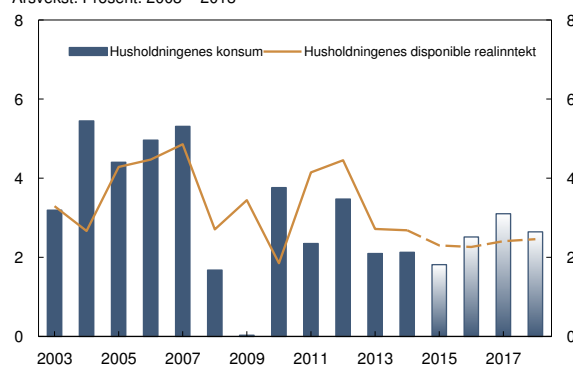
Figur 2.8 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere²⁾ og importveid valutakursindeks (I-44).³⁾ Januar 2008 – desember 2018⁴⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på årlige renteendringer priset inn i pengemarkedet
2) Terminrenter for handelspartnere per 12. mars 2015
3) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs
4) Anslag fra PPR 1/15 for 2. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

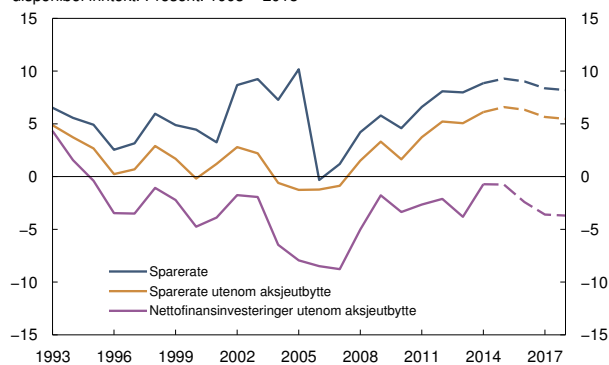
Figur 2.9 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt.²⁾ Årsvekst. Prosent. 2003 – 2018³⁾



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner
3) Anslag for 2015 – 2018

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

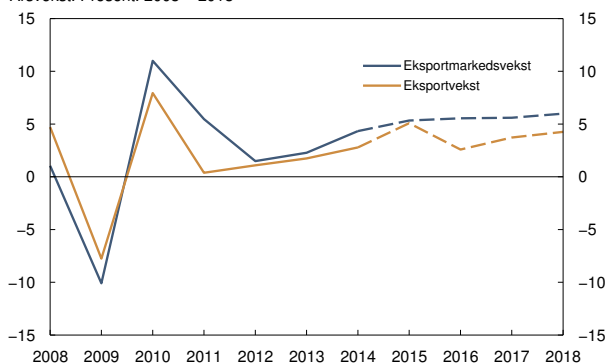
Figur 2.10 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2018¹⁾



1) Anslag for 2015 – 2018 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

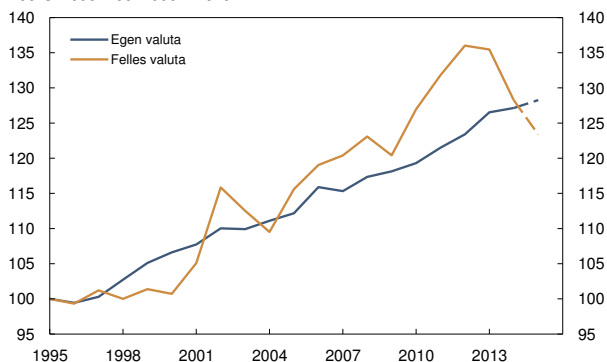
Figur 2.11 Vekst i eksportmarkedene¹⁾ og norsk fastlandseksport.
Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018²⁾



1) Eksportmarkedsveksten er beregnet som importvekst hos 25 handelspartnere
2) Anslag for 2015 – 2018 (stiplet)

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.12 Lønnskostnader¹⁾ relativt til handelspartnere.²⁾
Indeks. 1995=100. 1995 – 2015

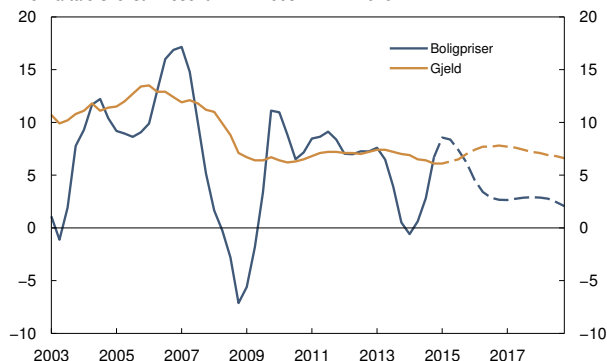


1) Timelønnskostnader i industrien

2) Anslag for 2015 (stiplet)

Kilder: TBU, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.13 Husholdningenes gjeld¹⁾ og boligpriser.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2018²⁾



1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2

2) Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)

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

i eksportmarkedene til fortsatt vekst i fastlandseksporten, men en gradvis styrking av kronen bidrar til at norske eksportbedrifter taper markedsandeler. Samtidig vil den petroleumsrelaterte eksporten, som utgjør om lag en fjerdedel av fastlandseksporten, trolig avta i takt med nedgangen i globale offshoreinvesteringer.

Boligprisveksten ventes å holde seg høy den nærmeste tiden for deretter å avta gradvis utover i prognoseperioden, se figur 2.13. Lave utlånsrenter ventes å stimulere veksten i boligprisene, mens utsikter til svakere inntektsvekst og noe høyere arbeidsledighet etter hvert vil virke dempende. I lys av boligprisutviklingen anslås husholdningenes gjeldsvekst å øke noe de neste årene. Det er dermed utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning vil fortsette å vokse, se figur 2.14. Husholdningenes rentebelastning anslås å falle litt det nærmeste året, men ventes deretter å øke noe igjen.

USIKKERHET I ANSLAGENE

Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Det er usikkerhet knyttet til anslagene. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene og dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg annerledes enn vi har lagt til grunn. Det er derfor usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 2.4 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten.

Veksten i norsk økonomi kan bli svakere enn vi nå ser for oss. Det er vanskelig å forutse hvor stor virkning en lavere oljepris og redusert aktivitet i petroleumsnæringen vil ha på fastlandsøkonomien. Effektene på norsk økonomi kan bli større enn vi ser for oss, selv om oljeprisen utvikler seg i tråd med det vi nå har lagt til grunn. Vi kan heller ikke utelukke at oljeprisen stabiliserer seg på dagens nivå eller faller videre. Skulle petroleumsinvesteringene falle vesentlig mer enn vi nå anslår, vil vekstutsiktene for norsk økonomi kunne svekkes betydelig og føre til at arbeidsledigheten øker mer enn vi nå venter. Vi legger til grunn at fastlandseksporten vil bidra til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe. Det høye kostnadsnivået kan føre til at norske eksportbedrifter i mindre grad klarer

å ta del i den forventede markedsveksten. Reduserte oljeinvesteringer globalt vil dessuten kunne trekke ned den petroleumsrelaterte eksporten mer enn vi har lagt til grunn. Bevegelsene i valutamarkedet, særlig i markedet for norske kroner, har vært betydelige det siste halve året. Skulle kronen styrke seg mye fremover, vil både produksjonen og inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår. Inflasjonen vil også kunne holdes nede hvis lønnsveksten blir lavere enn lagt til grunn. Skulle prisveksten bli lavere enn anslått, eller produksjonen og sysselsettingen utvikle seg svakere enn vi nå ser for oss, kan styringsrenten bli satt mer ned enn det referansebanen indikerer.

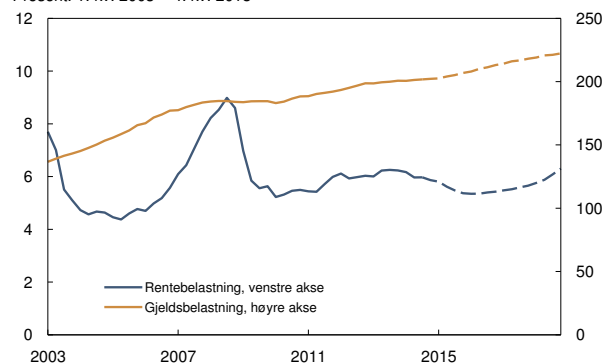
Blir veksten i norsk økonomi sterkere enn vi nå ser for oss, kan renten settes raskere opp enn det referansebanen tilsier. Skulle oljeprisen øke raskere og mer enn det terminprisene indikerer, kan petroleumsinvesteringene bli høyere enn vi nå anslår. Ringvirkningene av en lavere oljepris vil også kunne bli mindre enn det vi legger til grunn i denne rapporten. Et fleksibelt arbeidsmarked og god omstillingsevne kan bidra til at arbeidsledigheten holder seg på dagens nivå og at veksten i økonomien holdes oppe. Lave renter og god tro på egen økonomi kan også bidra til høyere vekst i husholdningenes konsum enn anslått.

KRYSSJEKKER AV RENTEPROGNOSEN

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk for renteprognosen. De nærmeste årene ligger de beregnede terminrentene noe under våre prognoser for pengemarkedsrenten. Lenger ut i prognoseperioden synes markedets forventninger å være mer på linje med vår prognose, se figur 2.15.

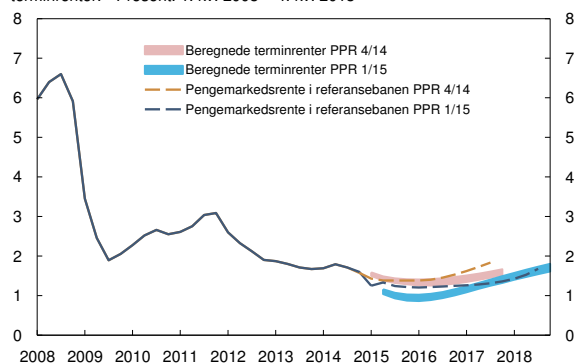
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.16 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i denne modellen er estimert på historiske sammenhenger. I fremskrivingene er anslagene for de aktuelle størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger nær midten av intervallet.

Figur 2.14 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning.²⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2018³⁾



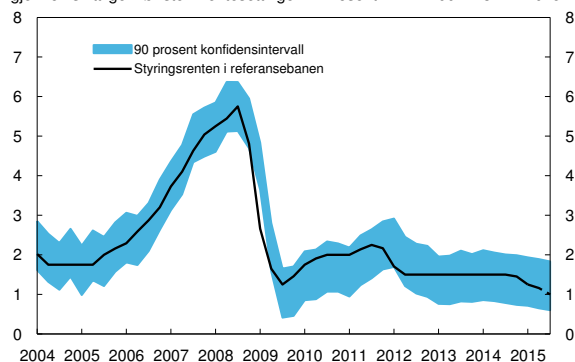
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital 1. kv 2006 – 3. kv. 2012
2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital 2006 – 3. kv. 2012 plus renteutgifter
3) Anslag for 4. kv. 2014 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter.²⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det røde og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 24. november – 5. desember 2014 og 27. februar – 12. mars 2015
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.16 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 3. kv. 2015



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 4. kv. 2014. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008
Kilde: Norges Bank

KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

Norges Bank sikter mot en prisstigning nær 2,5 prosent over tid. 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 kan være 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 den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien.

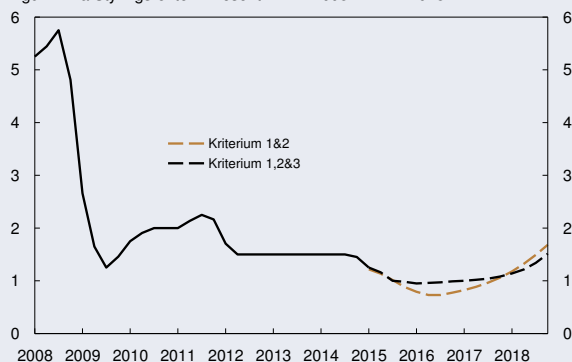
I avveilingen tas det hensyn til at tilstanden og virkemåten i økonomien ikke er fullt ut kjent. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. I tillegg legges det vekt på følgende kriterium:

3. *Pengepolitikken er robust:*

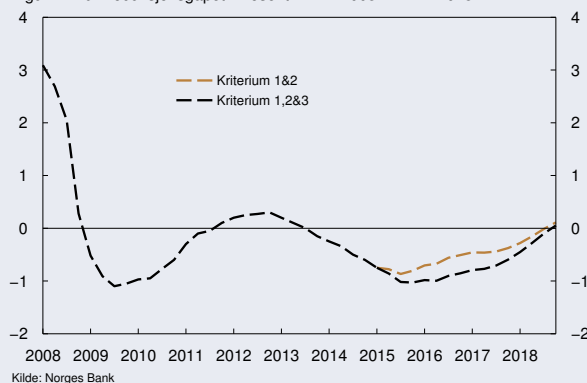
I rentesettingen bør det tas hensyn til faren for særlige ugunstige utfall for økonomien. Ved store forstyrrelser kan det innebære en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. Hensynet innebærer også at pengepolitikken bør søke å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene, veies mot hverandre. Hensynet til robusthet er inkludert fordi det vil kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid.

Figur 2.17a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



Figur 2.17b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



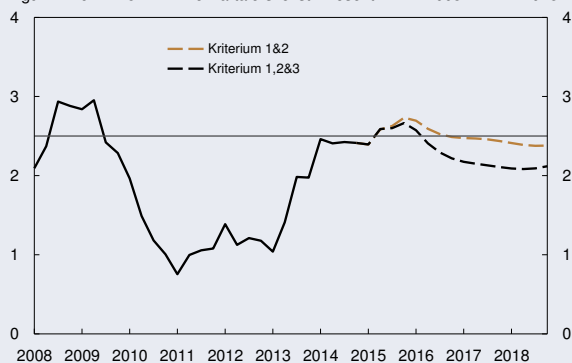
Avveilingen mellom kriteriene kan være vanskelig å kvantifisere. Hovedstyret redegjør kvalitativt for sin skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

Figurene 2.17 a-c gir en illustrasjon av hvordan ulike pengepolitiske strategier kan tenkes å påvirke utfallet for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen. Banene for styringsrenten som følger av de ulike strategiene, reflekterer avveilingene mellom de ulike hensynene i pengepolitikken. Avstanden mellom banene for styringsrenten vil avhenge av tilstanden i økonomien og av hvilke forstyrrelser økonomien utsettes for. Både tilstanden i økonomien og forstyrrelser som treffer økonomien, vil endre seg over tid.

Pengepolitikken søker å være robust. Dersom Norges Bank ikke hadde tatt hensyn til robustetskriteriet,

ville styringsrenten, ifølge en teknisk modellanalyse, blitt redusert til $\frac{3}{4}$ prosent i løpet av 2015, se oransje linjer i figurene. I desember ble det lagt vekt på å redusere risikoen for en markert nedgang i økonomien som følge av oljeprisfallet. Hensynet til robusthet trakk da i retning av en lavere styringsrente i starten av prognoseperioden. Pengepolitikken skal samtidig dempe faren for oppbyggingen av finansielle ubalanser. Ytterligere reduksjoner i styringsrenten vil øke sannsynligheten for at veksten i boligprisene holder seg høy eller tiltar, og for at gjeldsveksten øker. En samlet vurdering av robusthet gjør at styringsrenten i referansebanen ligger noe høyere enn det som følger av modellanalysen basert på de to første kriteriene. I referansebanen anslås det å ta lengre tid før produksjon og sysselsetting tar seg opp, og inflasjonen blir liggende noe lavere enn dersom det ikke tas hensyn til robustetskriteriet.

Figur 2.17c KPI-JAE.¹⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 4/14

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 4/14, se figur 2.18. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se egen ramme side 24, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.19 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.¹ De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

Styringsrentene er nær null hos flere av våre handelspartnere. Markedsaktørens forventninger til styringsrentene ute de neste årene er lavere enn i desember. Det bidrar isolert sett til en sterkere krone og dermed

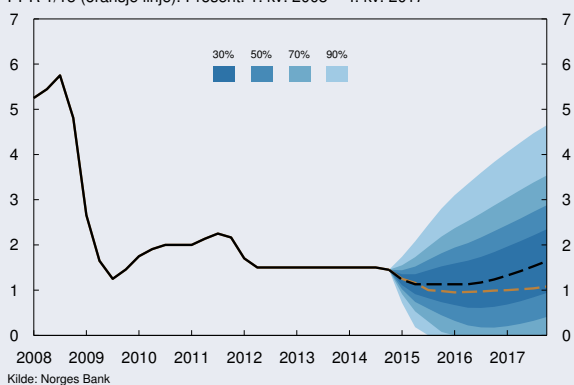
til lavere prisvekst og aktivitet her hjemme. Lavere renter ute trekker derfor i retning av en lavere bane for styringsrenten, se lilla søyler.

Utsiktene for etterspørselen fremover er noe svakere enn i desember. Oljeprisen har falt videre, og aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å bli lavere enn tidligere lagt til grunn. Vi venter at oljeinvesteringene vil falle mer i 2016 og 2017 enn vi så for oss i forrige rapport. Lavere oljepris vil også kunne dempe eksporten fra oljeleverandørindustrien som følge av svak vekst i investeringer i offshore oljevirksomhet globalt. Svakere utsikter for etterspørselen, og dermed for produksjonen og sysselsettingen i norsk økonomi, trekker samlet sett i retning av en lavere bane for styringsrenten, se oransje søyler.

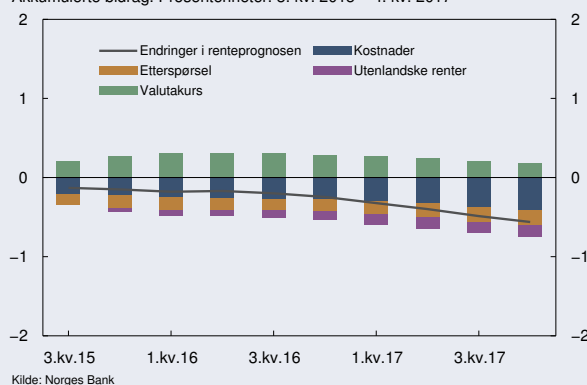
Lønnsveksten i 2014 ble lavere enn ventet og forventningene til lønnsveksten i år har falt. Anslagene for lønnsveksten de neste årene er nedjustert sammenliknet med anslagene i forrige rapport. Lavere

¹ Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO, og basert på kriteriene for en god rentebane.

Figur 2.18 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 4/14 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/15 (oransje linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Figur 2.19 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 4/14. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2015 – 4. kv. 2017



lønnsvekst bidrar til lavere kostnadsvekst og dermed til lavere prisvekst. De mørkeblå søylene viser nedjusteringen av rentebanen som følge av lavere lønnsvekst.

Kronen har utviklet seg svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Kursutviklingen kan delvis forklares av at markedets forventede rentedifferanse mot utlandet har falt og vært lavere enn det som lå til grunn for analysen i desember. I tillegg har trolig fallet

i oljeprisen hatt en selvstendig effekt på kronen. Som følge av lavere terminpriser på olje legges det i anslagene til grunn at kronen vil holde seg noe svakere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Det trekker isolert sett i retning av en høyere bane for styringsrenten, se grønne søyler.

Endringer i anslagene for hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1.

TABELL 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/15. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/14 i parentes

	2015	2016	2017	2018
KPI	2¼ (-¼)	2¼ (-½)	2¼ (-¼)	2
KPI-JAE ¹	2½ (0)	2¼ (-½)	2¼ (-¼)	2
Årslønn ²	3 (-¼)	3¼ (-¼)	3¾ (-¼)	4
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ³	1¾ (-½)	3¼ (¼)	3¼ (½)	2¾
BNP Fastlands-Norge	1½ (0)	2 (-¼)	2½ (0)	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴	-1 (0)	-1 (0)	-¾ (0)	-¼
Sysselsetting, personer (KNR)	½ (0)	½ (-¼)	1¼ (0)	1
Registrert ledighet (rate, nivå)	3 (0)	3¼ (0)	3 (0)	3
Nivå				
Styringsrente ⁵	1 (-¼)	1 (-¼)	1 (-½)	1¼
Importveid valutakurs (I-44) ⁶	99½ (3¼)	97 (3¾)	95¾ (3¾)	94¾
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁷	0 (-¼)	¼ (-¼)	½ (-¼)	¾

1 KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

3 Privat og offentlig konsum og brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge

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

5 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

7 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Norges Bank skal legge fram et beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen fire ganger i året. Kravet er fastsatt til 1 prosent fra 30. juni 2015, se boks under.

Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 38. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene, særlig når nye krav innføres. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

UTVIKLING I GJELD OG EIENDOMSPRISER

Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien markert raskere enn verdiskapingen, se figur 3.1. Siden finanskrisen har kredittveksten kommet noe ned. Kredittindikatoren har holdt seg nokså stabil de siste årene.

Gjeldsveksten i husholdningene avtok litt gjennom fjoråret, men gjelden vokser fortsatt noe raskere enn inntektene, se figur 3.2 og 3.3. Høy og stigende gjeldsbelastning gjør husholdningene sårbare for blant annet inntektsbortfall, renteøkninger og fall i boligprisene.

Bankenes utlånsvekst til personmarkedet har tatt seg opp de siste månedene, se figur 3.4. Utlånsveksten er i all hovedsak knyttet til nedbetalingslån med pant i bolig.

Det er tegn til at bankene har lettet litt på kredittpraksisen overfor husholdningene det siste året. Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse venter bankene litt høyere låneetterspørsel fra husholdningene i første kvartal 2015, se figur 3.5. Flere banker har satt ned utlånsrentene på boliglån de siste månedene.

Boligprisene falt i 2013, men har siden steget raskt, se figur 3.6. Det var særlig sterk boligprisvekst på slutten av fjoråret. I februar i år var boligprisene 8,7

BESLUTNING OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Nivået på den motsykliske kapitalbufferen ble fastsatt i forskrift av 12. desember 2013:

«§ 1

Banker, finansieringsforetak og morselskap i finanskonsern som ikke er forsikringskonsern, skal fra 30. juni 2015 ha en motsyklisk kapitalbuffer bestående av ren kjernekapital som skal utgjøre ett prosentpoeng.

§ 2

Beregningsgrunnlaget for den motsykliske kapitalbufferen skal være det samme som beregningsgrunnlaget for minstekravet til ansvarlig kapitaldekning.

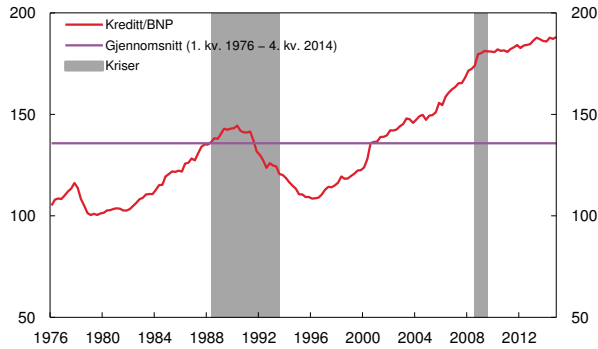
§ 3

Forskriften trer i kraft straks.»

I brev til Finansdepartementet 10. desember 2014 vurderte Norges Bank at beslutningsgrunnlaget ikke talte for en endring i bufferkravet.¹ Finansdepartementet besluttet 17. desember å holde bufferkravet uendret.

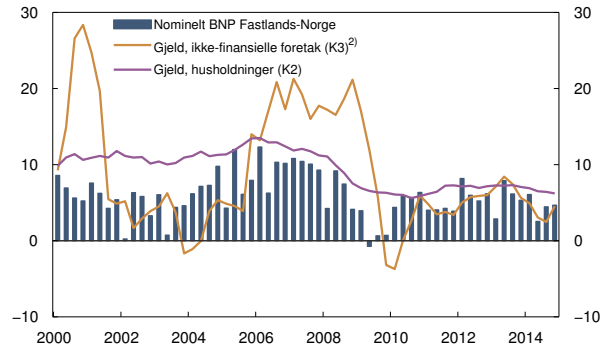
¹ Se *Råd om motsyklisk kapitalbuffer 4. kvartal 2014*, Norges Bank.

Figur 3.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 4. kv. 2014



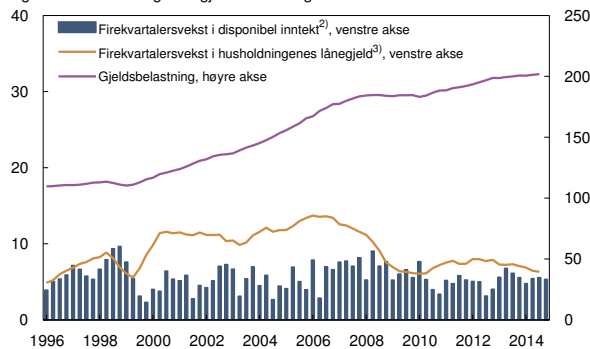
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 inneholder K2 og utenlandsgjeld
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvaralersvekst.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2014



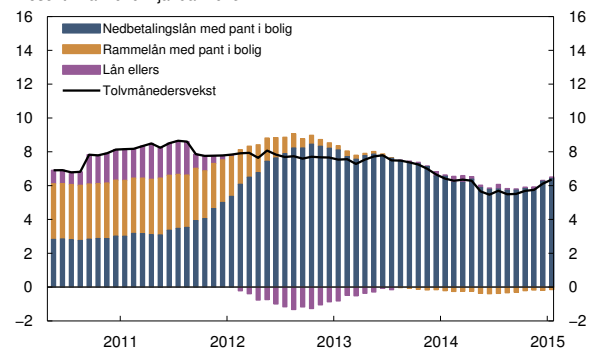
1) Endring i kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Husholdningenes gjeldsbelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1996 – 4. kv. 2014



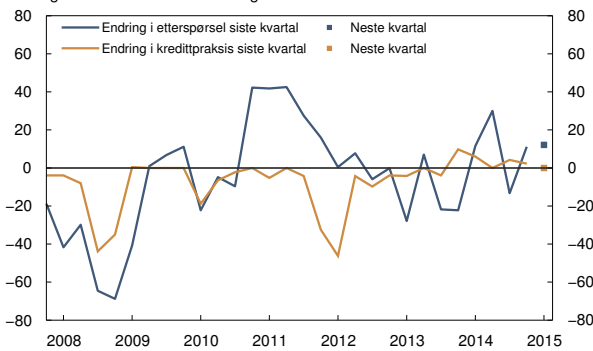
1) Lånegjeld for husholdninger og ideelle organisasjoner i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
2) Tall for 3. og 4. kv. 2014 er beregnet på bakgrunn av kvartalsveksten i disponibel inntekt etter Statistisk sentralbyrås hovedrevisjon. Historiske data er ikke revidert
3) Endring i beholdning målt ved utgangen av kvartalet. Siste observasjon 3. kv. 2014
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Bankenes¹⁾ utlån til personmarkedet.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Mai 2010 – januar 2015



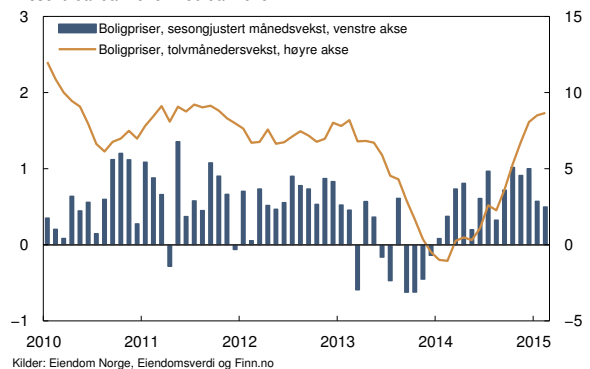
1) Alle banker og kredittforetak
2) Personmarkedet omfatter lønntakere, pensjonister, trygdede, studenter og andre. Serien er bruddjustert for oppstarten av OBOS-banken AS i desember 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Endring i etterspørsel etter lån og kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.¹⁾ Husholdninger. Prosent. 4. kv. 2007 – 1. kv. 2015



1) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis
Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest. Prosent. Januar 2010 – februar 2015



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

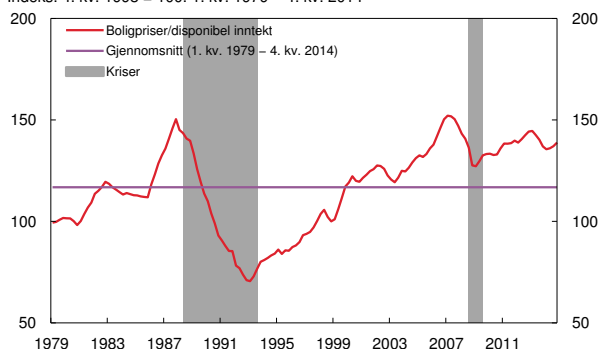
prosent høyere enn på samme tid i fjor. Boligprisene steg mer enn husholdningenes disponible inntekter i andre halvår 2014, men boligprisindikatoren er fortsatt lavere enn ved begynnelsen av 2013, se figur 3.7. Omsetningen av brukte boliger har tatt seg opp, se figur 3.8. Både tiden det tar å selge en bolig og antall boliger som ligger ute for salg ved månedsslutt, falt gjennom andre halvår i fjor. Nyboligsalget var svakt i begynnelsen av 2014, men økte kraftig gjennom året.

Det er store regionale forskjeller i utviklingen i boligprisene, se figur 3.9. Det siste året har boligprisveksten i Stavanger vært nokså svak, mens prisveksten i

Tromsø har vært svært sterk. Prisveksten i Oslo tok seg kraftig opp i løpet av andre halvår 2014.

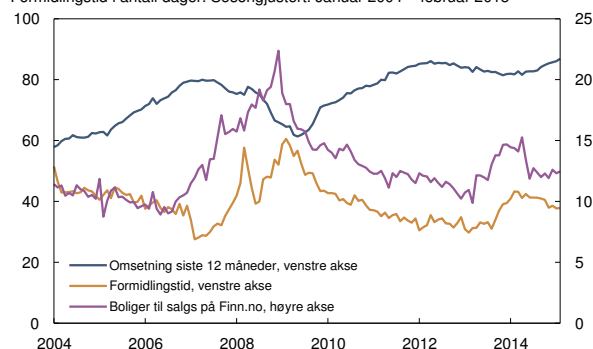
Gjeldsveksten i ikke-finansielle foretak har vært moderat siden finanskrisen, se figur 3.2. Veksten i bankgjelden, som er foretakenes viktigste kilde til finansiering, har vært svak de siste årene, se figur 3.10. Gjennom 2014 avtok veksten i obligasjons- og sertifikatgjelden og bidro til at den samlede kredittveksten til foretakene avtok markert. De siste månedene har veksten i både bank- og obligasjonsgjelden økt litt. Noe av økningen kan skyldes svekkelsen av kronen.

Figur 3.7 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 4. kv. 2014



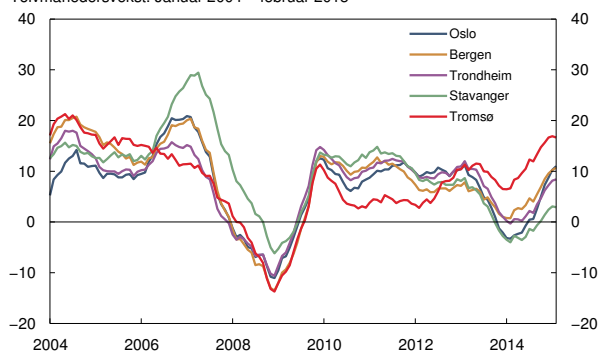
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.8 Antall omsatte brukte boliger og boliger til salg i 1000 boliger. Formidlingstid i antall dager. Sesongjustert. Januar 2004 – februar 2015



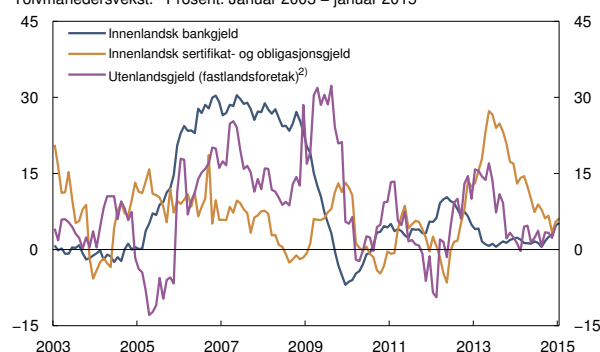
Kilder: Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

Figur 3.9 Boligpriser. Utvalgte byer. Tolv månedersvekst. Januar 2004 – februar 2015



Kilder: Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

Figur 3.10 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst.¹⁾ Prosent. Januar 2003 – januar 2015



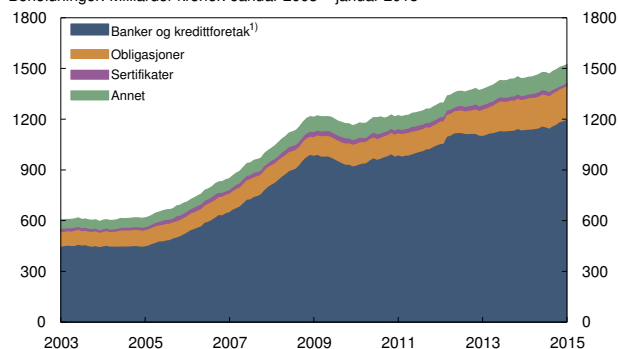
¹⁾ Endring i beholdning
²⁾ Vekst basert på transaksjoner. Til og med desember 2014
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Obligasjons- og sertifikatgjeld utgjør nær 14 prosent av den innenlandske gjelden til norske ikke-finansielle foretak, se figur 3.11. I første halvår i fjor var det høy emisjonsaktivitet i det norske obligasjonsmarkedet, spesielt fra høyrisikoforetak, se figur 3.12. I andre halvår bidro nedgangen i oljeprisen til at risikopåslagene for oljerelaterte høyrisikoobligasjoner økte kraftig både internasjonalt og i Norge. Emisjonsvolumet fra norske høyrisikoforetak, og særlig oljerelaterte foretak, falt betydelig gjennom andre halvår. Lavrisikoforetak har fortsatt god tilgang til finansiering i obligasjonsmarkedet, og risikopåslagene har holdt seg lave og nokså stabile det siste halvåret.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om uendret låneetterspørsel fra foretakene i fjerde kvartal 2014 sammenliknet med kvartalet før, se figur 3.13. Kredittpraksisen ble også vurdert til å være uendret. For første kvartal 2015 ventet bankene litt strammere kredittp praksis overfor foretakene og noe lavere låneetterspørsel.

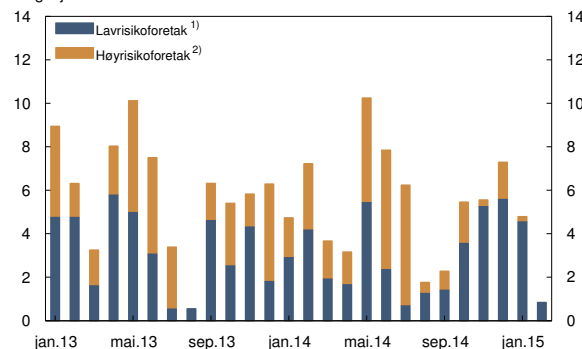
Bedriftene i Norges Banks Regionale nettverk venter svak investeringsvekst den nærmeste tiden. Utsiktene er særlig svake for oljerelaterte næringer. Lav investeringsvekst kan bidra til at gjeldsveksten i bedriftene blir moderat også fremover.

Figur 3.11 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak (K2). Beholdninger. Milliarder kroner. Januar 2003 – januar 2015



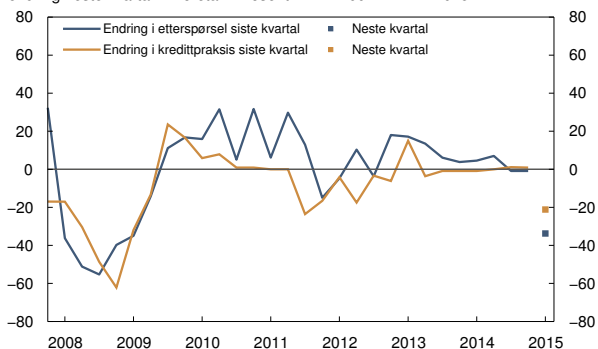
1) I Statistisk sentralbyrås statistikk er Eksportkreditt klassifisert som "andre kilder" og Eksportfinans inngår under "kredittforetak". Klassifiseringen i figuren er endret slik at både Eksportfinans og Eksportkreditt inngår som kredittforetak
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Emisjonsvolum fra norskregistrerte ikke-finansielle foretak i det norske obligasjonsmarkedet. Milliarder kroner. Per måned. Januar 2013 – februar 2015



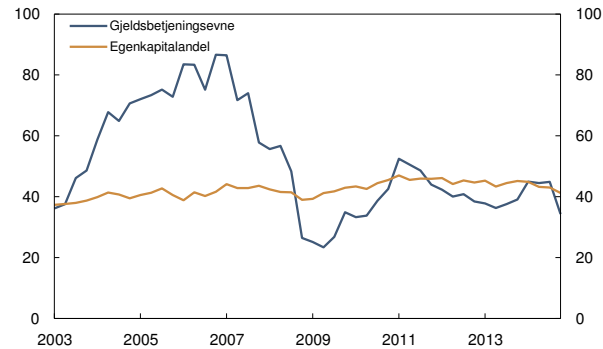
1) Foretak med kredittradering lik eller høyere enn BBB-
2) Foretak med kredittradering lavere enn BBB-
Kilde: Stamdata

Figur 3.13 Endring i etterspørsel etter lån og kredittp praksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal. 1) Foretak. Prosent. 4. kv. 2007 – 1. kv. 2015



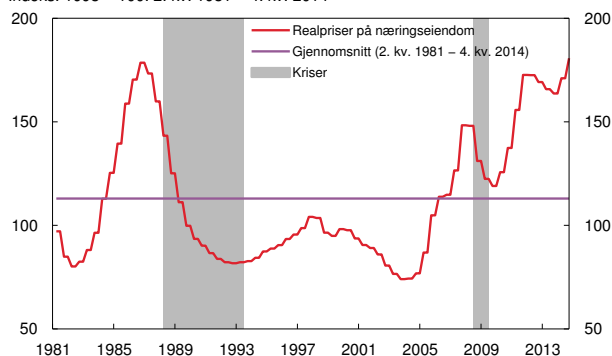
1) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittp praksis
Kilde: Norges Bank

Figur 3.14 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ og egenkapitalandel²⁾ i børsnoterte foretak. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2014



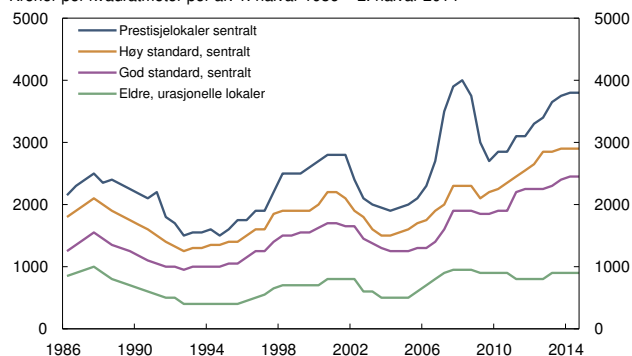
1) Resultat for skatt plus av- og nedskrivninger siste fire kvartaler i prosent av rentebærende gjeld for ikke-finansielle foretak som er med i OBX-indeksen, eksklusive Statoil
2) Egenkapital i prosent av eiendeler for norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, eksklusive Statoil
Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾
Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 4. kv. 2014



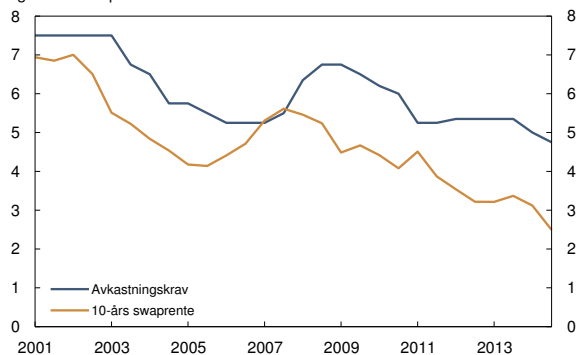
1) Beregnede salgpriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fasilands-Norge
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Leiepriser for kontorlokaler i Oslo.
Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 1986 – 2. halvår 2014



Kilder: OPAK og Dagens Næringsliv

Figur 3.17 Avkastningskrav¹⁾ for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo og 10-års swaprente²⁾. Prosent. 1. halvår 2001 – 2. halvår 2014



1) Avkastningskravet er basert på vurderinger gjort av Dagens Næringslivs ekspertpanel på næringsseiendom
2) Halvårlig swaprente er beregnet som et gjennomsnitt av daglige renter
Kilder: Dagens Næringsliv og Thomson Reuters

Foretakenes evne til å motstå forstyrrelser i økonomien avhenger blant annet av deres evne til å betjene gjeld og hvor stor del av virksomheten som finansieres med egenkapital. Gjeldsbetjeningsvnen til børsnoterte foretak er lavere enn i årene før finanskrisen, se figur 3.14. I fjerde kvartal 2014 falt gjeldsbetjeningsvnen. Svekkelsen av kronkursen kan ha bidratt til at gjelden målt i norske kroner har økt. De siste årene har egenkapitalandelen vært nokså stabil, men den har falt noe de siste kvartalene.

Næringsseiendom er den enkeltnæringen norske banker har mest utlån til. Næringen har holdt bankenes utlånsvekst til foretakene oppe, og utlånsveksten til næringsseiendom har økt noe de siste månedene.

Verdien på en næringsseiendom avhenger av netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Indikatoren for prisene på næringsseiendom tar utgangspunkt i OPAKs beregnede salgpriser på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo, se figur 3.15. Den beregnede salgspisen på slike kontorlokaler steg betydelig gjennom 2014. Leieprisutviklingen i Oslo har vært stabil det siste året, se figur 3.16. Det anslåtte avkastningskravet har samtidig falt, se figur 3.17. Det har trolig sammenheng med fallet i de langsiktige markedsrentene.

Investment Property Databank (IPD) beregner verdier på næringsseiendom basert på verdivurderinger hentet fra regnskapene til eiendomsforetak. Ifølge IPD økte verdien på kontoreiendom for alle områder i Oslo i 2014, mens utviklingen er mer blandet i andre regioner, se figur 3.18.

Det er tegn til at arealledigheten for kontoreiendom i Oslo-området har økt litt i det siste. Arealledigheten kan stige videre i områder hvor det er mye oljerelatert næringsvirksomhet. Økt tilførsel av nye kontorlokaler kan isolert sett også bidra til litt høyere arealledighet innværende år.

Andelen markedsfinansiering i bankene har tidligere økt i perioder hvor utlånsveksten fra bankene er særlig sterk. Markedsfinansieringsandelen økte markert forut for finanskrisen, og høy vekst i innskudd sammen med moderat utlånsvekst har siden bidratt til at markedsfinansieringsandelen har holdt seg stabilt høy, se figur

3.19. Obligasjonsgjeld, i hovedsak i form av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har stått for en stadig større andel av markedsfinansieringen, se figur 3.20. Risikopåslaget på bankenes langsiktige markedsfinansiering har falt de siste årene, se figur 3.21. Norges Banks likviditetsundersøkelse tyder på at bankene har god tilgang på markedsfinansiering.

De fire indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser er på historisk høye nivåer, se figur 3.1, 3.7, 3.15 og 3.19. De er også høyere enn flere av de beregnede langsiktige trendene, se ramme side 36. Det tyder på at finansielle ubalanser har bygd seg opp.

Avstanden mellom kredittindikatoren og de beregnede trendene er blitt mindre den siste tiden. Utviklingen i samlet kreditt tyder isolert sett ikke på at de finansielle ubalansene har økt. På den annen side har indikatorene for eiendomspriser steget, også målt som avvik fra ulike trender. Eiendomspriser og kreditt kan gjensidig forsterke hverandre. Oppgangen i bolig- og næringsseiendomsprisene kan være tegn på at de finansielle ubalansene bygger seg videre opp.

UTVIKLING I BANKENE

Resultatet til de største norske bankene¹ var litt lavere i fjerde kvartal enn i tredje kvartal, blant annet som følge av lavere netto gevinster fra finansielle instrumenter og litt høyere utlånstap. Egenkapitalavkastningen var 13,7 prosent i 2014. Det er litt høyere enn gjennomsnittet de siste tyve årene.²

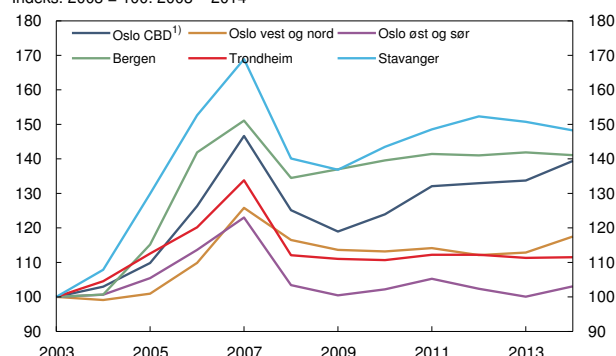
Bankene har styrket sin kapitaldekning det siste året. De største norske bankene har ved utgangen av 2014 i gjennomsnitt en ren kjernekapitaldekning på 12,4 prosent, forutsatt at utbyttene blir som foreslått. Det utgjør en økning på 0,8 prosentenheter sammenliknet med 2013. Kronesvekkelsen bidro til å trekke ren kjernekapitaldekning noe ned i fjerde kvartal gjennom økt beregningsgrunnlag.

Fra 1. juli 2014 var kravet til ren kjernekapitaldekning i norske finansinstitusjoner 10 prosent. Med de vedtakene som allerede er fattet av norske myndigheter,

1 De syv største norske bankkonsernene: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge.

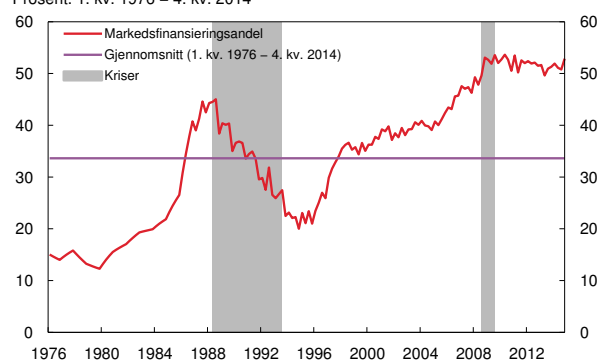
2 Se *Norwegian banks' adjustment to stricter capital and liquidity regulation*, Norges Bank Staff Memo 18/2014.

Figur 3.18 Verdi på kontoreiendom. Utvalgte regioner. Indeks. 2003 = 100. 2003 – 2014



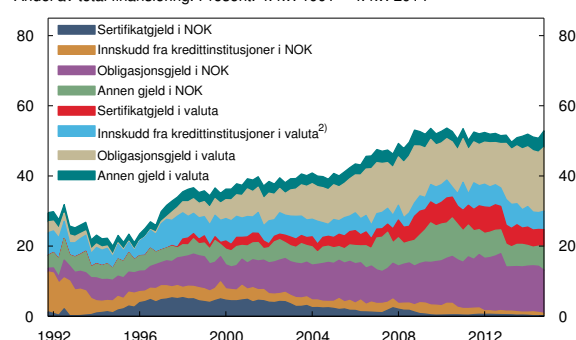
1) CBD står for "Central Business District"
Kilde: Investment Property Databank

Figur 3.19 Bankenes¹ markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1976 – 4. kv. 2014



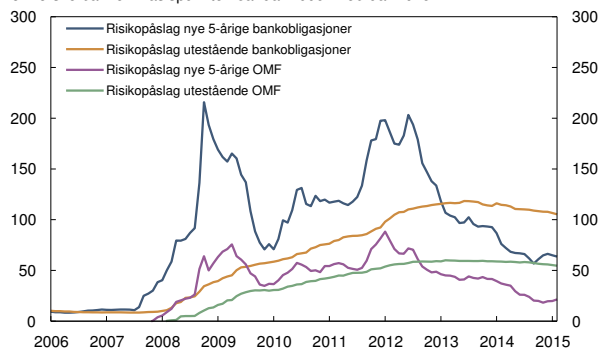
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker
Kilde: Norges Bank

Figur 3.20 Dekomponering av bankenes¹ markedsfinansieringsandel. Andel av total finansiering. Prosent. 4. kv. 1991 – 4. kv. 2014



1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker
2) Innskudd fra kredittinstitusjoner inkluderer også innskudd fra sentralbanker
Kilde: Norges Bank

Figur 3.21 Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Basispunkter. Januar 2006 – februar 2015

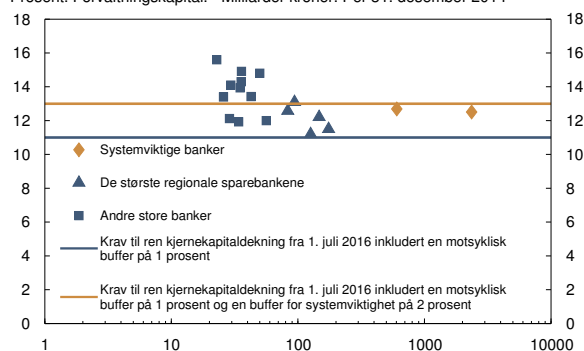


1) Differanse mot 3-måneder NIBOR
Kilder: Bloomberg, Stamdata, DNB Markets og Norges Bank

må bankene holde en motsyklisk buffer på 1 prosent fra 1. juli 2015. De systemviktige bankene må i tillegg holde 1 prosent ekstra ren kjernekapital fra 1. juli 2015 og ytterligere 1 prosent fra 1. juli 2016. De fleste elementene i det nye kapitaldekningsregelverket er nå på plass, se boks side 35.

Ved utgangen av fjerde kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin, se figur 3.22. De systemviktige bankene må fortsette å bygge kapital for å møte de økte kravene som gjelder fra sommeren neste år.

Figur 3.22 Bankkonsernernes¹⁾ rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital²⁾ Milliarder kroner. Per 31. desember 2014³⁾



1) Bankkonsern med forvaltningskapital over 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
2) Logaritmisk skala
3) Beregningene er basert på bankenes forslag til utbytte
Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

ENDRINGER I DET NORSKE KAPITALDEKNINGSREGELVERKET

EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) trådte i kraft 1. januar 2014. Regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i Norge gjennom EØS-avtalen. Kapital- og bufferkravene i regelverket trådte i kraft i Norge 1. juli 2013, se opptrapping av kapitalkrav i figur 3.23. Det har i ettertid kommet flere avklaringer rundt kapitaldekningsregelverket.

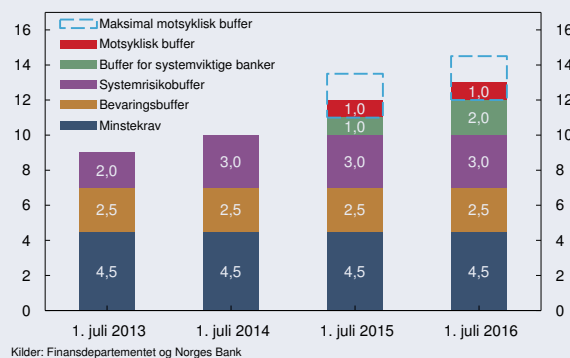
Finansdepartementet utpekte 12. mai 2014 DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS¹ som systemviktige. Systemviktige finansinstitusjoner får et tilleggskrav til ren kjernekapitaldekning på 1 prosentenheter fra 1. juli 2015 og 2 prosentenheter fra 1. juli 2016. Finanstilsynet skal hvert år innen utgangen av første kvartal gi råd til Finansdepartementet om hvilke banker som bør anses som systemviktige. Finansinstitusjoner med en forvaltningskapital på minst 10 prosent av BNP Fastlands-Norge og/eller en markedsandel for utlån til publikum i Norge på minst 5 prosent skal som hovedregel utpekes som systemviktige.²

I 2014 kom det nye regler for beregninger av risikovekter på boliglån. IRB-bankene måtte fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad gitt mislighold (LGD) på minst 20 prosent. Det ga en økning i boliglånsvektene for alle norske IRB-banker. 1. juli 2014 annonserte Finanstilsynet nye krav til beregningen av misligholdsannsynlighet (PD) for boliglån.³ Endringene skal reflekteres i bankenes rapporterte kapitaldekning for første kvartal 2015. Ifølge Finanstilsynet vil endringene i IRB-modellene føre til at risikovektene på boliglånsporteføljene øker til 20–25 prosent. Ved utgangen av 2013 var risikovektene 10–15 prosent. Virkningen på bankenes kapitaldekning vil avhenge av i hvilken grad bankene er bundet av overgangsregelen⁴. For IRB-banker som fortsatt bindes fører ikke økningen av boliglånsvektene til endring i kapitaldekningen. For bankene som ikke bindes av overgangsregelen, gir økte boliglånsvekter et høyere beregningsgrunnlag og dermed lavere kapitaldekning.

Finansdepartementet besluttet 22. august 2014 regler som, inntil de tas inn i EØS-avtalen, midlertidig gjennomfører flere av de øvrige bestemmelsene i EUs kapitaldekningsregelverk. Finansdepartementet besluttet samtidig at SMB-rabatten, som innebærer at bankene slipper å holde bevaringsbuffer for utlån til små og mellomstore bedrifter, ikke innføres i norsk regelverk. Det ble også avklart at kravet til systemrisikobuffer vil gjelde for både innenlandske og utenlandske eksponeringer for de systemviktige norske bankene. Reglene vil revurderes før de innarbeides i EØS-avtalen.

Baselkomiteen har sendt ut høringer om endringer i standardmetoden for kredittrisiko, og endringer i kapitalgulvet for IRB-banker relatert til standardiserte metoder for kredittrisiko, operasjonell risiko og markedsrisiko. Fristen for begge høringene er 27. mars 2015.

Figur 3.23 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



1 Kommunalbanken AS er et heleid statlig aksjeselskap som yter lån til kommunesektoren i Norge.

2 Se Forskrift om identifisering av systemviktige finansinstitusjoner, Finansdepartementet 2014.

3 Se Krav til IRB-modeller for boliglån, Finanstilsynet 2014.

4 Overgangsregelen innebærer at beregningsgrunnlaget (sum risikovektede eiendeler) for IRB-banker minst må utgjøre 80 prosent av hva det ville vært med Basel I-regelverket. Ifølge CRD IV skal overgangsregelen videreføres til 2017.

MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR BUFFERKRAVET¹

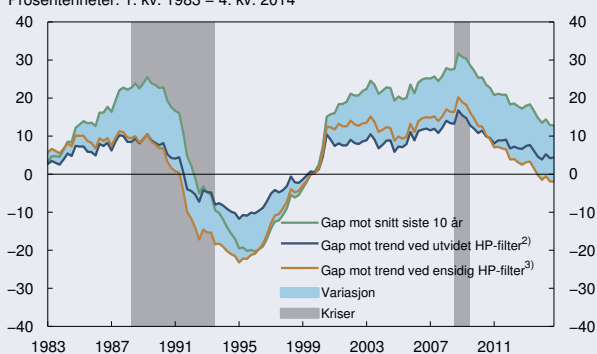
Norges Bank analyserer utviklingen i fire nøkkelindikatorer og sammenlikner nåsituasjonen med langsiktige trender. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene og dermed til målingen av finansielle ubalanser. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder.

Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene²: et ensidig Hodrick Prescott-filter (HP) som anvendt av Baselkomiteen, et ensidig HP-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose, samt historiske gjennomsnitt. For boligprisene i forhold til disponibel inntekt og realprisene på næringsseiendom er gjennomsnittet beregnet rekursivt over hele historien. For kreditt i forhold

1 Se også Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, Norges Bank Memo 1/2013.

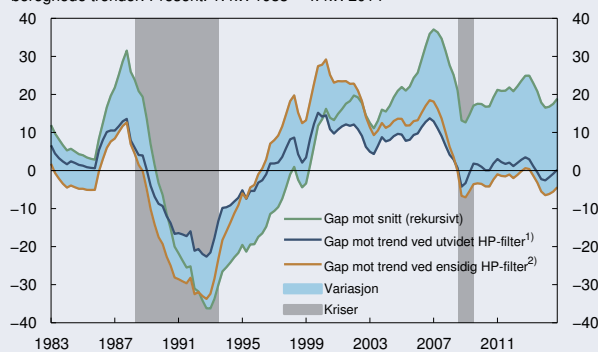
2 For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser på side 30 i Pengepolitisk rapport 2/13.

Figur 3.24a Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2014



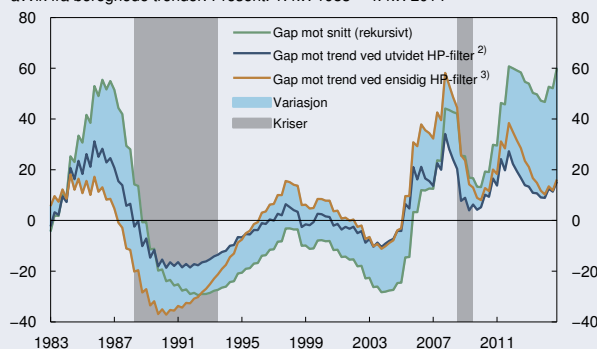
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 inneholder K2 og utenlandsgjeld
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda =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

Figur 3.24b Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2014



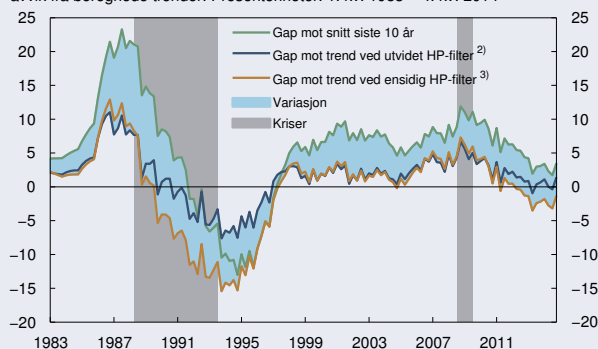
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.24c Næringsseiendomsprisgap. Realpriser på næringsseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2014



1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler i Oslo deflateret med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.24d Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2014



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

til BNP og markedsfinansieringsandelen i bankene benyttes et 10-års rullerende gjennomsnitt.

Figur 3.24 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapet mellom indikatoren og trendene er blitt mindre de siste årene, men indikatoren ligger fremdeles høyere enn to av tre trender. Mens kredittindikatoren var nokså stabil i årene etter finanskrisen, har trenden beregnet med det ensidige HP-filteret fortsatt å stige raskt. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Kredittgapet er erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser når trenden er basert på et utvidet HP-filter. Figur 3.24 b–d viser utviklingen i de øvrige nøkkelindikatorene målt som avvik fra de beregnede trendene. Boligprisgapet og nærings-eiendomsprisgapet har økt i det siste.

Norges Bank har utviklet modeller for tidlig varsling av finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.³ Det blå feltet i

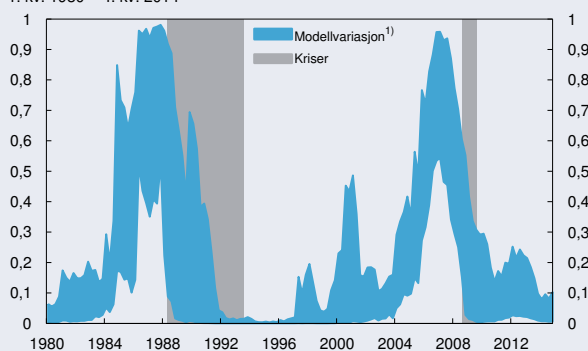
figur 3.25 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte krisesannsynlighetene har kommet ned siden finanskrisen, men at det er en viss spredning mellom anslagene fra de ulike modellene.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.⁴ Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil referanseverdien for bufferkravet variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil referanseverdien være 2,5 prosent. Referanseverdien for bufferkravet blir 0 prosent i fjerde kvartal 2014 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien $\frac{3}{4}$ prosent, se figur 3.26.

³ Se ramme på side 40 i *Pengepolitisk rapport 3/14* og *Bubbles and crises: The role of house prices and credit*, Norges Bank Working paper 14/2014.

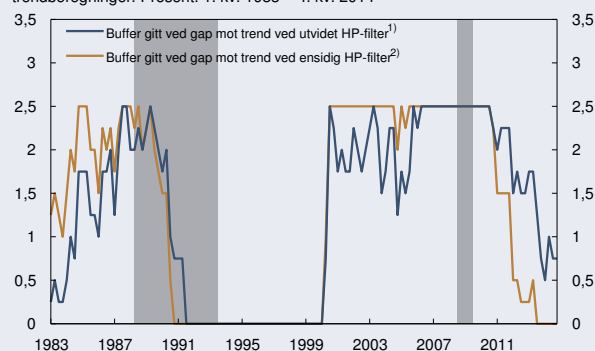
⁴ Se *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*, Baselkomiteen for banktilsyn 2010, Bank for International Settlements.

Figur 3.25 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1980 – 4. kv. 2014



1) Modellvariasjonen er representert ved høyeste og laveste krisesannsynlighet basert på ulike modellspesifikasjoner og trendberegninger
Kilde: Norges Bank

Figur 3.26 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2014



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: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

Erfaringer fra tidligere finansielle kriser i Norge og andre land viser at både bankene og låntakerne ofte tar stor risiko i perioder med sterk kredittvekst. I en høykonjunktur kan kreditt som stiger raskere enn verdiskapingen, gi signaler om oppbygging av ubalanser. Stigende bolig- og 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) salgspriser på næringseiendom og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner.² De fire indikatorene har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet.

1 Se også *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.

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 36. 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 utlånspraksis forsterker tilbakeslaget. Bufferkravet skal ikke reduseres for å avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

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

3 *ESRB Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates* ble publisert 30. juni 2014.

UTDYPINGER

Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land
Om sammenhengen mellom svingninger i økonomisk aktivitet
og arbeidsledighet

INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

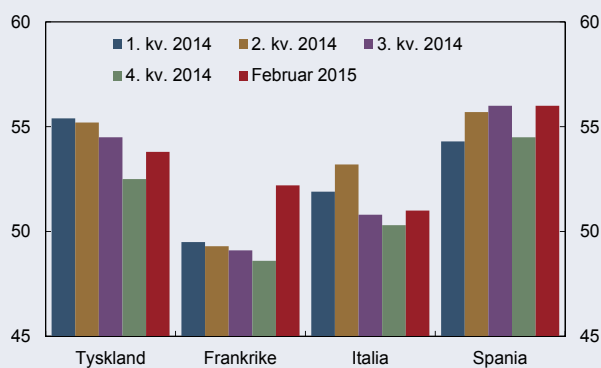
Den forsiktige opphenting i euroområdet fortsetter. Veksttakten i fjerde kvartal i fjor var noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. BNP har steget syv kvartaler på rad, og i 2014 var årsveksten positiv for første gang siden 2011. Veksten tynges fremdeles av flere forhold, som usikkerhet rundt konflikten i Ukraina og forlengelsen av det greske låneprogrammet. Foreløpig synes likevel de direkte negative økonomiske konsekvensene fra lavere handel med Russland og Ukraina å ha vært begrenset. Høyere finansieringskostnader i Hellas har i liten grad smittet over på andre utsatte økonomier i euroområdet.

Ny informasjon siden forrige rapport peker samlet sett i retning av noe bedre vekstutsikter. Inneværende år anslås veksten til 1¼ prosent, ¼ prosentenheter høyere enn i forrige rapport. Husholdningenes konsum er igjen ventet å gi det største vekstbidraget. Konsumenttilliten er over sitt historiske gjennomsnitt, og husholdningenes kjøpekraft er ventet å stige videre som følge av økt sysselsetting og høyere reallønnsvekst. Mindre stram finanspolitikk vil også bidra til å holde etterspørselsveksten i euroområdet oppe. I tillegg vil Den europeiske sentralbankens kjøp av statsobligasjoner bidra til ytterligere lettelse i finansieringsforholdene for bedrifter, husholdninger og offentlig sektor. Veksten i foretaksinvesteringene er også ventet å ta seg opp. Bedriftenes syn på de øko-

nomiske utsiktene har bedret seg siden i fjor sommer, bankenes utlånsvilkår er blitt mindre stramme og låneetterspørselen har tatt seg opp. Samtidig har lavere oljepris og svakere valutakurs bedret bedriftenes marginer og internasjonale konkurranseevne. Lav kapasitetsutnyttelse og høy gjeldsgrad vil derimot virke dempende på veksten i foretaksinvesteringene. Samlet investeringsvekst vil i tillegg holdes nede av fortsatt svak utvikling i boliginvesteringene. Nettoeksporten er ventet å gi et lite, positivt bidrag til veksten i år.

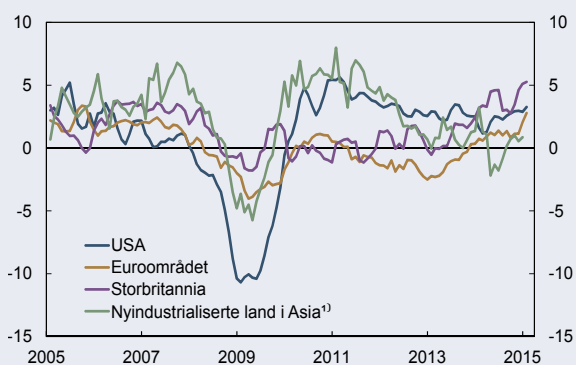
Alle eurolandene drar nytte av lavere oljepris og svakere valutakurs, og i de fire største landene er veksttakten ventet å stige fra 2014 til 2015, se figur 1. Uventet høy vekst i Tyskland og Spania mot slutten av fjoråret var viktigste årsak til oppsvinget i euroområdet samlet. I Frankrike og Italia var aktivitetsnivået om lag uendret fra tredje til fjerde kvartal, og veksten der er ventet å forbli lavere enn for euroområdet samlet. I Tyskland og Spania blir veksten værende høyere. En relativt stor andel av spanske husholdningers konsumutgifter går til energi, og utsiktene for konsum og investeringer i Spania har bedret seg ytterligere siden forrige rapport. Tysk økonomi ser ut til å unngå den svake utviklingen mange fryktet for et halvt år siden.

Figur 1 PMI i store land i euroområdet. Diffusjonsindeks rundt 50. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2014 og februar 2015



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Detaljhandel. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – januar 2015



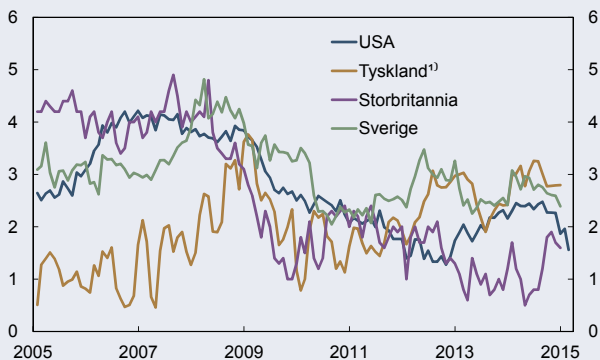
1) Sør-Korea, Singapore, Taiwan og Hong Kong. BNP-vektet
Kilder: Thomson Reuters og CEIC

I USA tiltok veksten til 2,4 prosent i 2014, men veksttakten avtok noe mot slutten av året. Offentlig forbruk falt som følge av fall i forsvarsutgiftene, og det var lavere vekst i foretaksinvesteringene. På den annen side økte husholdningenes etterspørsel, med god vekst i både privat konsum og boliginvesteringer, se figur 2. Husholdningenes forbruk vil også fremover understøttes av oljeprisfallet og fortsatt bedring i arbeidsmarkedet, med sysselsettingsvekst og fallende ledighet. I boligmarkedet har igangsettingen økt noe og andelen tvangssalg avtar, men boligsalg svinger og tilbudet av boliger til salg er lavt. Høy vekst i konsumet og gode finansieringsforhold vil bidra til at foretaksinvesteringene også tiltar. Veksten i investeringene er imidlertid noe nedjustert fra desember, som en følge av lavere aktivitet i olje- og gasssektoren og styrkingen av amerikanske dollar. Etter fire år på rad med fall i offentlige utgifter venter vi nå vekst gjennom prognoseperioden. Vi legger til grunn at pengepolitikken gradvis strammes til i løpet av de neste årene, i tråd med signalene fra den amerikanske sentralbanken, men det knytter seg betydelig usikkerhet til hvordan dette vil påvirke finansmarkedene og husholdningene. Samlet venter vi at BNP-veksten vil ta seg opp til 3¼ prosent i inneværende år, før veksttakten avtar mot slutten av prognoseperioden, se tabell 3 i vedlegget.

I Storbritannia var veksten 2,6 prosent i 2014, den høyeste siden finanskrisen. Veksttakten avtok noe i fjerde kvartal 2014. Privat konsum og investeringer har hatt god utvikling, mens svak vekst i euroområdet og sterk valutakurs bidro til den svakeste eksportveksten på fem år. Aktiviteten har vært høyest i tjenestesektoren, noe som også gjenspeiles i den gode sysselsettingsveksten. Lønnsveksten er fortsatt lav, men det er tegn til at den er på vei opp, se figur 3. For de nærmeste årene venter vi at BNP-veksten vil holde seg på om lag samme nivå som i 2014. Husholdningenes kjøpekraft styrkes av høy sysselsetting, ekspansiv pengepolitikk og fallende energipriser. Bedriftenes investeringer understøttes av høy vekst i privat konsum og gode finansieringsforhold. Samtidig vil nye finanspolitiske innstramminger i 2015 og fortsatt moderat vekst i euroområdet virke dempende på aktiviteten.

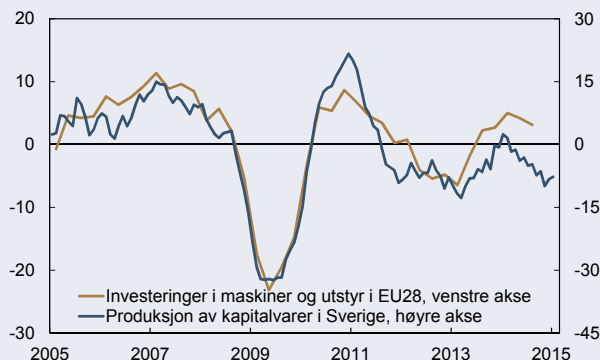
I Sverige var BNP-veksten i fjerde kvartal noe høyere enn ventet. Veksttakten steg fra 1,3 prosent i 2013 til 2,2 prosent i 2014 og er ventet å stige videre i år. Til tross for god vekst har sentralbanken senket styringsrenten til under null og annonsert kjøp av statsobligasjoner for å få opp inflasjonen og inflasjonsforventningene. Vekstutsiktene er om lag som i forrige rapport, med rundt 3 prosent årlig vekst de nærmeste årene. I 2014 sto privat konsum og boliginvesteringer

Figur 3 Lønnsvekst. Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2005 – februar 2015



1) Tremåneders glidende gjennomsnitt
Kilde: Thomson Reuters

Figur 4 Produksjon av kapitalvarer i Sverige. Tolv måneders vekst. Tremåneders snitt. Investeringer i maskiner og utstyr i EU. Firekvartalers vekst. Prosent. Januar 2005 – januar 2015



Kilde: Thomson Reuters

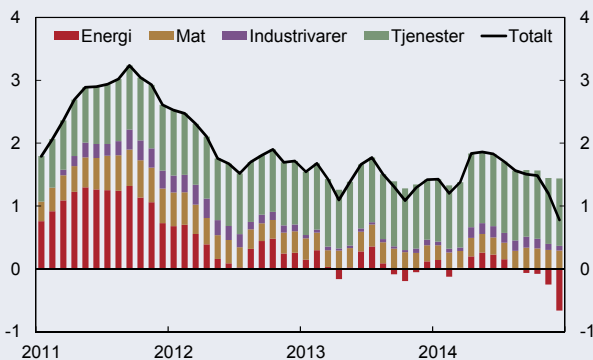
for størsteparten av veksten i Sverige, støttet av ekspansiv finans- og pengepolitikk. Eksporten tynges derimot av vedvarende lav vekst hos Sveriges viktigste handelspartnere. Investeringsvarer utgjør en stor andel av svensk eksport, og flere år med svak utvikling i handelspartnernes investeringer har ført til nedgang i industriproduksjonen i Sverige, se figur 4. Svensk eksportindustri har i tillegg tapt markedsandeler. For de neste årene legger vi til grunn at eksportveksten skal ta seg opp i tråd med handelspartnernes BNP-vekst, og at det vil føre til et oppsving i svenske bedrifters investeringer. Nettoeksporten er likevel ventet å gi et svakt negativt bidrag til veksten både i år og neste år. Det største vekstbidraget vil fremdeles komme fra husholdningenes etterspørsel, drevet av oljeprisfall, lave renter, stigende lønninger og sysselsettingsvekst. Veksten i boliginvesteringene vil trolig bli noe lavere enn i fjor, men støttes fremdeles av kombinasjonen lave renter, befolkningsvekst og boligmangel.

Fallet i oljeprisen har hatt større virkning på konsumprisveksten enn vi så for oss i forrige rapport, se figur 5. Årsanslagene for 2015 er betydelig nedjustert, og prisveksten anslås nær null både i USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige, se tabell 4 i vedlegget. I euroområdet har kjerneprisveksten vært mellom 1/2 og 1 prosent det siste året. Også i Sverige er kjerne-

prisveksten lav, men stigende. I USA og Storbritannia ligger kjerneprisveksten nær det historiske gjennomsnittet. Fra starten av neste år ventes energiprisene igjen å bidra positivt til årsveksten i konsumprisene. I USA vil styrkingen av amerikanske dollar legge en demper på prisveksten fremover, mens svakere valutakurs isolert sett vil øke prisene på importerte varer og tjenester i euroområdet og Sverige. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere samlet sett ventes å tilta fra 1 prosent i år til 2¼ prosent i slutten av prognoseperioden.

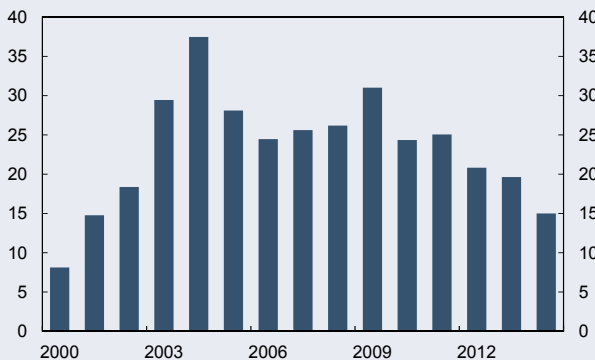
I Kina var veksten 7,4 prosent i 2014, den laveste siden 1990. Vekstnedgangen er drevet av lavere vekst i investeringene, særlig i eiendomssektoren, se figur 6. Korreksjonen i boligmarkedet har fortsatt inn i 2015. Videre fall i igangsettingen av boliger vil ha ringvirkninger i sektorer som stål og sementproduksjon, hvor det allerede er stor overkapasitet. Vi ventet at konsumveksten vil falle litt i 2015 som følge av fall i boligprisene og effekter av myndighetenes anti-korrupsjonskampanje. Lavere oljepris vil imidlertid bedre konsumentenes kjøpekraft og bidra positivt til konsumveksten. Samlet sett ventet vi at lavere oljepris, sammen med økt eksport, pengepolitiske lettelsener og økt veksttakt i infrastrukturinvesteringene vil bidra til at veksten holdes rundt 7 prosent i 2015. Videre fremover ventet vi at veksten vil avta gradvis

Figur 5 Bidrag til tolv månedersvekst i konsumprisene i 18 industriland. Prosentenheter. Januar 2011 – desember 2014



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 6 Kina. Investeringer. Årlig verdivekst. Prosent. 2000 – 2014



Kilde: CEIC

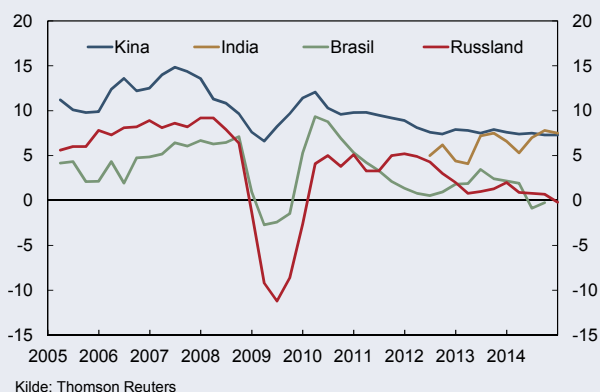
ned mot 6¼ prosent i 2018, som følge av ytterligere nedgang i investeringstakten og lavere veksttakt i den urbane arbeidsstyrken.

Anslagene for fremvoksende økonomier utenom Kina er nedjustert, i første rekke som følge av forverrede vekstutsikter for store råvareeksportører som Russland og Brasil, se figur 7. Russland påvirkes negativt av fallende oljepris, sanksjoner fra USA og EU, samt egne importrestriksjoner på matvarer. Inflasjonen stiger raskt som følge av at valutakursen har deprimert med rundt 40 prosent siden juni. Det har gitt fallende reallønninger og svekket kjøpekraft for husholdningene. Konsumet ventes å falle i 2015. Private investeringer vil trolig også falle på grunn av lavere oljepris, renteøkninger, økt usikkerhet og sanksjonene. Russiske bedrifter er i stor grad stengt ute fra kredittmarkedene i Europa og USA. Vekstutsiktene er også svekket på lengre sikt. Lavere oljepris og eksportsanksjoner på teknologi og varer til avansert oljeutvinning bidrar til at Russlands oljeproduksjon trolig vil avta mot slutten av tiåret. Veksttakten i Brasil falt til nær null i 2014. Korttidsstatistikk fra de siste månedene indikerer fall i aktiviteten inn i 2015. Sentimentsundersøkelser viser at pessimismen tiltar både i foretakene og husholdningene. Bytteforholdet har falt siden 2011 som følge av lavere råvarepriser, og veksten ble forsøkt holdt oppe av ekspansiv penge-

og finanspolitikk. Lav produktivitet og høy lønnsvekst har svekket konkuransen og bidratt til økt inflasjon, noe som har ført til en rekke renteøkninger de to siste årene. I tillegg rammes landbruket av en langvarig tørkeperiode, og eksportsektoren påvirkes negativt av lavere etterspørsel i Kina.

Blant oljeimporterende fremvoksende økonomier er vekstutsiktene noe bedret, selv om svak importvekst i Kina rammer flere land i Asia, se figur 8. Oljeprisfallet ventes å bedre konsumentenes kjøpekraft, samtidig som myndighetene i land som India og Indonesia har benyttet anledningen til å redusere kostbare drivstoffsubsidier. Større finanspolitisk handlingsrom og gjennomføring av strukturreformer ventes å bidra til økt investeringsvekst, og vi venter at veksten i BNP vil tilta de neste årene. I industrialiserte land i Asia som Singapore og Sør-Korea er veksten i innenlandsk etterspørsel avtakende etter flere år med høy kredittvekst. Veksttakten i BNP ventes å være nær uendret fremover til tross for bytteforholdsgevinster som følge av fallet i oljeprisen. Fallende boligpriser eller kapitalutgang som følge av tilstramming av pengepolitikken i USA vil kunne føre til uro i finansmarkedene og forverre vekstbildet ytterligere.

Figur 7 Fremvoksende økonomier. BNP. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2014



Figur 8 Kina. Import. Volum. Tolv månedersvekst. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Mars 2012 – februar 2015



OM SAMMENHENGEN MELLOM SVINGNINGER I ØKONOMISK AKTIVITET OG ARBEIDSLEDIGHET

Sammenhengen mellom svingninger i økonomisk aktivitet og arbeidsledighet avhenger av fleksibiliteten i arbeidstilbudet og hvordan bedriftene tilpasser sysselsettingen til endringer i produksjonen. Historisk har det vært relativt små svingninger i arbeidsledigheten i Norge sammenliknet med variasjonene i produksjon og sysselsetting, se figur 1. I denne rammen vil vi se nærmere på sammenhengen mellom disse størrelsene, med hovedvekt på arbeidstilbud og innvandring.

En måte å illustrere sammenhengen mellom svingninger i arbeidsledighet og økonomisk aktivitet er å estimere Okuns lov¹, som angir sammenhengen mellom BNP og arbeidsledighet direkte. En versjon av Okuns lov vises i likning (1)²:

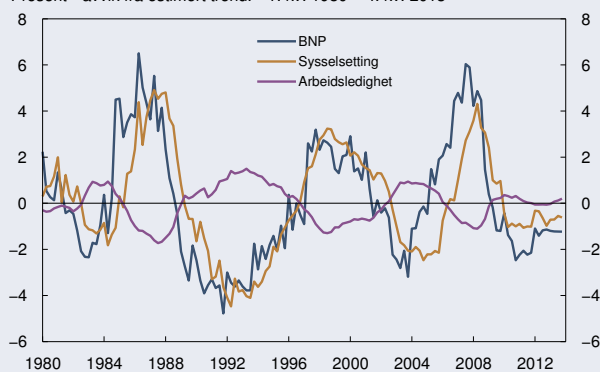
$$(1) U_t - U_t^* = \beta(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \varepsilon_t$$

- 1 Arthur Okun dokumenterte denne sammenhengen for USA i 1962.
- 2 Vi har benyttet BNP med et tidsetterslep på to kvartaler fordi dette gir best sammenheng mellom BNP og arbeidsledighet. Vi har testet ulike antagelser om tidsetterslep uten at dette endrer resultatene vesentlig.

hvor U og Y er henholdsvis registrert arbeidsledighetsrate og BNP for Fastlands-Norge³ og hvor $*$ angir trendverdier.⁴ Parameteren β , som ofte kalles Okuns parameter, er et mål på hvor stor økning i arbeidsledigheten som følger av en gitt nedgang i BNP. Parameteren ventes å være negativ og vil isolert sett være lavere jo mer fleksibelt arbeidstilbudet er. Estimer av Okun-parameteren basert på norske data for arbeidsledighet og BNP siden 1980 indikerer at en nedgang i BNP i forhold til trend på 1 prosent gir en økning i arbeidsledighet i forhold til trend på om lag $\frac{1}{4}$ prosentenheter, se tabell 1. Sammenliknet med andre land som for eksempel Sverige og USA, er økningen i ledigheten i Norge forholdsvis liten.⁵ I tillegg til graden av fleksibilitet i arbeidstilbudet, vil Okun-parameteren påvirkes av hvordan bedriftene tilpasser

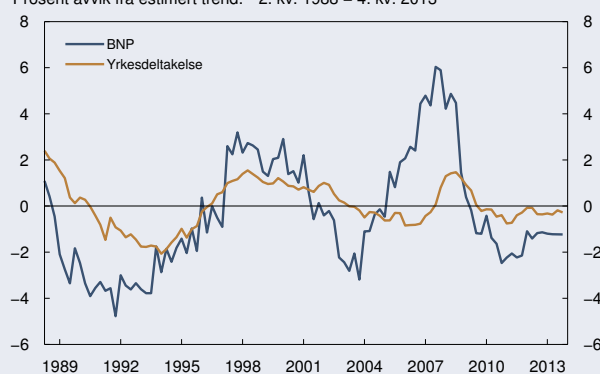
- 3 I estimeringene har vi benyttet logaritmen av BNP for Fastlands-Norge per innbygger mellom 16 og 74 år.
- 4 ε_t er et restledd.
- 5 I estimer fra IMF er Okun-parameteren nesten dobbelt så stor for Sverige og USA som for Norge. Ball, Leigh og Loungani (2012), *Okun's Law: Fit at 50?*, IMF.

Figur 1 BNP Fastlands-Norge¹⁾, sysselsetting og registrert arbeidsledighetsrate. Prosent²⁾ avvik fra estimert trend.³⁾ 1. kv. 1980 – 4. kv. 2013



- 1) BNP og sysselsetting per innbygger mellom 16–74 år
 - 2) For arbeidsledighetsraten vises prosentenheter avvik fra estimert trend
 - 3) Trenden er beregnet med tosidig Hodrick Prescott-filtter med lambda = 40 000
- Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

Figur 2 BNP Fastlands-Norge¹⁾ og yrkesdeltakelse.²⁾ Prosent avvik fra estimert trend.³⁾ 2. kv. 1988 – 4. kv. 2013



- 1) BNP per innbygger mellom 16–74 år
 - 2) Sesongjustert arbeidsstyrke fra AKU i prosent av befolkningen mellom 15–74 år
 - 3) Trenden er beregnet med tosidig Hodrick Prescott-filtter med lambda = 40 000
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sysselsettingen over konjunktursyklene. Dersom kostnadene knyttet til å redusere eller øke bemanningen oppleves som store, kan bedriftene velge å holde på arbeidskraften gjennom konjunktursyklene og eventuelt variere arbeidstiden til hver enkelt ansatt. Det vil isolert sett føre til en lavere Okun-parameter. I Norge ser det imidlertid ut som det i hovedsak er et elastisk arbeidstilbud som har bidratt til en lav Okun-parameter.

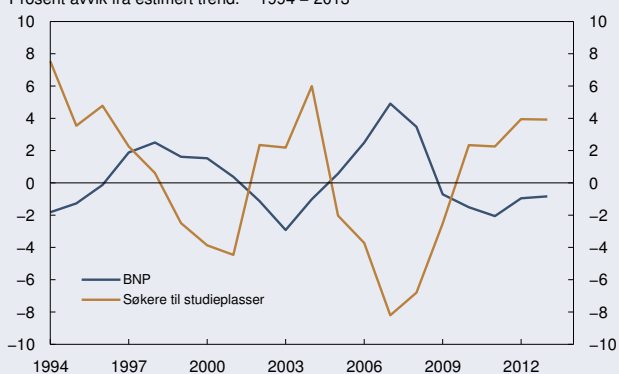
Arbeidstilbudet i Norge har historisk blitt påvirket mye av endringer i etterspørselen etter arbeidskraft. Figur 2 indikerer en tydelig sammenheng mellom BNP for Fastlands-Norge og yrkesdeltakelsen, begge målt som avvik fra en estimert trend. En viktig årsak til fleksibiliteten i arbeidstilbudet har vært at yngre aldersgrupper har valgt å studere fremfor å søke arbeid i perioder med lav etterspørsel etter arbeidskraft, og at antall studieplasser har økt i nedgangs-konjunkturer. Antall søkere til studieplasser har avtatt markert i perioder med et høyt BNP-nivå, se figur 3.

Også overganger til mer varige trygdeordninger og arbeidsmarkedstiltak har bidratt til et elastisk arbeidstilbud i Norge.

EU-utvidelsen fra 2004 innebar at Norge ble en del av et betydelig større arbeidsmarked. Det har bidratt til en markert økning i arbeidsinnvandringen til Norge og kan ha ført til et enda mer konjunkturfølsomt arbeidstilbud enn tidligere. Nettoinnvandringen økte under høykonjunkturen i 2006 og 2007, se figur 4. I kjølvannet av finanskrisen falt innvandringen, mens den tok seg opp igjen etter hvert som konjunktursituasjonen i Norge bedret seg. De siste par årene har veksten i norsk økonomi avtatt og tilstrømmingen fra utlandet har gått noe ned.⁶ Ved utgangen av 2013 var det hele 90 000 personer sysselsatt på korttids-

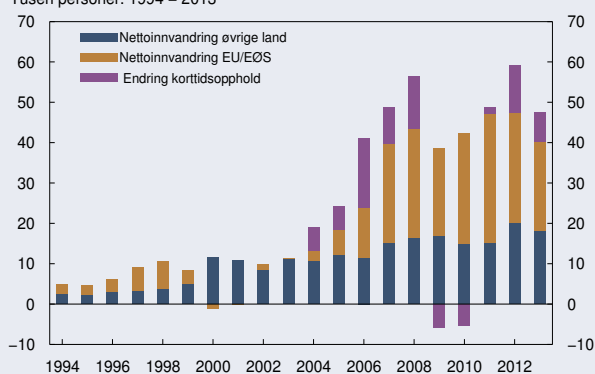
6 For empiriske undersøkelser av hvor konjunkturavhengig innvandring er, se blant annet Grangård og Nordbø (2012), *Høy innvandring til Norge: hvem kommer, og hvorfor kommer de?*, Norges Bank Staff Memo 25/2012.

Figur 3 BNP Fastlands-Norge¹⁾ og kvalifiserte søkere til studieplass. Prosent avvik fra estimert trend.²⁾ 1994 – 2013



1) BNP per innbygger mellom 16–74 år
2) Trenden er beregnet med tosidig Hodrick Prescott-filte med lambda = 100 på årsdata
Kilder: Samordna opptak, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 Nettoinnvandring etter opphav og sysselsatte lønntakere på korttidsopphold. Tusen personer. 1994 – 2013¹⁾



1) Serie for endring i sysselsatte lønntakere på korttidsopphold går fra 2004 – 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

opphold.⁷ Fordi disse regner med å oppholde seg i Norge i mindre enn 6 måneder, og dermed kan være forholdsvis løst knyttet til det norske arbeidsmarkedet, kan lavere aktivitet i norsk økonomi føre til at de reiser hjem. Figur 4 viser at det er forholdsvis store bevegelser i denne gruppen.

Det er altså tegn til at også arbeidsinnvandringen er konjunkturfølsom. I hvilken grad arbeidsinnvandringen øker den samlede fleksibiliteten i det norske arbeidstilbudet i en nedgangskonjunktur, vil også avhenge av hvordan arbeidsinnvandrerne som allerede er her, vil reagere på lavere etterspørsel etter arbeidskraft. Mange arbeidsinnvandrere har trolig lavere studietilbøyelighet enn nordmenn blant annet fordi mange arbeider i næringer der gevinsten ved å ta utdanning

7 Arbeidstakere på korttidsopphold registreres ikke som del av befolkningen eller arbeidsstyrken i statistikk fra SSB. De vil imidlertid registreres som sysselsatt i kvartalsvis nasjonalregnskap og opparbeide seg rettigheter til arbeidsledighetstrygd fra NAV. Dermed vil svingninger i personer på korttidsopphold kunne påvirke sysselsettingstallene uten at dette gjenspeiles i arbeidsstyrken.

ikke er så stor. Under finanskrisen så vi at arbeidsledigheten blant innvandrerne økte forholdsvis mye.

Dersom arbeidstilbudet er blitt mer elastisk etter 2004, vil vi kunne observere en nedgang i Okun-parameteren. Våre beregninger tyder på en litt lavere parameter etter 2004 og kan isolert sett tyde på et noe mer fleksibelt tilbud, se tabell 1. Det er imidlertid en forholdsvis kort tidsperiode og usikkerheten i estimatene er stor.

I denne rapporten anslår vi en moderat økning i den registrerte arbeidsledigheten, til tross for lav vekst i produksjon og sysselsetting. Dette er i tråd med historiske sammenhenger mellom svingninger i produksjon og arbeidsledighet. Den markerte økningen i nettoinnvandring siden 2004 har gjort det vanskeligere å forutse hvor mye arbeidsledigheten vil øke som følge av den ventede nedgangen i produksjons- og sysselsettingsveksten.

TABELL 1 Estimert Okun-parameter for Norge

Metode for beregning av trend	1. kv. 1980– 4. kv. 2013	1. kv. 1980– 4. kv. 2003	1. kv. 2004– 4. kv. 2013
Hodrick Prescott-filter ⁸ Lambda 40 000	-0,25	-0,29	-0,16
Hodrick Prescott-filter ⁸ Lambda 1 600	-0,23	-0,24	-0,21
Bandpass-filter ⁹ 6-32	-0,25	-0,25	-0,23

8 Tosidig Hodrick Prescott-filter. Lambdaverdien angir fleksibiliteten til trendberegningen. Jo høyere lambda er jo mindre fleksibel blir trenden.

9 Svingninger fra 6 til 32 kvartaler. Se Christiano og Fitzgerald (1999), *The band pass filter* for dokumentasjon.

VEDLEGG

Oversikt over rentemøter i Norges Bank
Tabeller og detaljerte overslag

OVERSIKT OVER RENTEMØTER I NORGES BANK MED ENDRINGER I STYRINGSRENTEN

Dato	Styringsrente ¹	Endring
17. juni 2015		
6. mai 2015		
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
12. mai 2011	2,25	+0,25
16. mars 2011	2,00	0
26. januar 2011	2,00	0
15. desember 2010	2,00	0
27. oktober 2010	2,00	0
22. september 2010	2,00	0
11. august 2010	2,00	0
23. juni 2010	2,00	0
5. mai 2010	2,00	+0,25
24. mars 2010	1,75	0
3. februar 2010	1,75	0
16. desember 2009	1,75	+0,25

¹ Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Styringsrenten danner et gulv for rentene i pengemarkedet. Ved å styre bankenes tilgang til likviditet sørger sentralbanken for at rentene i den kortsiktige delen av pengemarkedet normalt ligger like over styringsrenten

TABELL 1 MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer ¹	Eksport F-Norge ²	Import
2008	0,4	1,7	1,7	2,4	0,9	4,7	4,7	3,2
2009	-1,6	-1,6	0,0	4,1	-10,4	3,3	-7,8	-10,0
2010	0,6	1,8	3,8	2,2	-6,4	-8,9	7,9	8,3
2011	1,0	1,9	2,3	1,0	5,0	11,3	0,4	4,0
2012	2,7	3,8	3,5	1,6	7,4	15,1	1,1	3,1
2013	0,7	2,3	2,1	1,7	2,9	17,1	1,7	4,3
2014	2,2	2,3	2,1	2,5	1,8	0,0	2,8	1,6
2014 ³ 1. kv	0,5	0,4	1,0	0,2	1,8	-2,2	0,3	-0,3
2. kv	1,1	1,2	0,7	0,8	1,2	0,6	3,0	1,0
3. kv	0,5	0,1	0,1	0,6	-1,3	-2,5	-0,4	2,8
4. kv	0,9	0,5	1,0	0,9	-2,9	-1,3	1,9	-3,7
Nivå 2014, mrd. kroner	3 151	2 530	1 291	688	525	220	535	932

1 Utvinning og rørtransport

2 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleumstjenester og andre tjenester

3 Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2 KONSUMPRISER

Årlig vekst/ tolvmånedersvekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹	KPIXE ²	KPI-JA ³	KPI-JE ⁴	HKPI ⁵
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010	2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,3
2011	1,2	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2
2012	0,8	1,2	1,0	0,6	1,4	0,4
2013	2,1	1,6	1,4	2,1	1,6	2,0
2014	2,0	2,4	2,3	2,1	2,3	1,9
2015 jan	2,0	2,4	2,4	2,0	2,4	1,9
feb	1,9	2,4	2,3	1,9	2,3	1,8

1 KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2 KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene. Se Staff Memo 2008/7 og Staff Memo 2009/3 fra Norges Bank for en nærmere beskrivelse av KPIXE

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

5 HKPI: Harmonisert konsumprisindeks. Indeksen er basert på internasjonale kriterier utarbeidet av EUROSTAT

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 4/14 i parentes	Andel av verdens BNP		Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markedskurser ¹	2014	2015	2016	2017	2018
USA	16	22	2,4	3¼ (-¼)	3¼ (-¼)	2¾ (0)	2½
Euroområdet	12	18	0,9	1¼ (¼)	1½ (0)	1¾ (0)	1¾
Storbritannia	2	3	2,6	2¾ (0)	2¾ (0)	2½ (0)	2¼
Sverige	½	¾	2,2	3 (0)	3 (0)	2¾ (0)	2½
Kina	16	10	7,4	7 (0)	6¾ (0)	6½ (0)	6¼
Fremvoksende økonomier ²	19	12	2¾ (½)	2 (-¾)	3¼ (-½)	4 (0)	4
Norges handelspartnere ³	72	78	2 (0)	2¼ (-¼)	2½ (0)	2½ (0)	2½
Verden (PPP) ⁴	100	100	3½ (¼)	3¾ (0)	4 (0)	4 (0)	4
Verden (markedscurser) ⁴	100	100	2¾ (¼)	3 (-¼)	3½ (0)	3½ (0)	3¼

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta (markedscurser). Gjennomsnitt 2010–2012

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

3 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

4 BNP-vekter. Norges Banks anslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 4/14 i parentes	Prosentvis vekst fra foregående år				
	2014	2015	2016	2017	2018
USA	1,6	¼ (-1¼)	1¾ (0)	2 (-¼)	2¼
Euroområdet	0,4	0 (-½)	1 (-¼)	1¼ (-¼)	1½
Storbritannia	1,5	¼ (-1¼)	1¾ (0)	2 (0)	2
Sverige	-0,2	¼ (0)	1¾ (0)	3 (0)	2¾
Kina	2,0	1¾ (-¾)	2¼ (-½)	2¾ (-¼)	2¾
Fremvoksende økonomier ¹	7,1	7¼ (1¼)	5½ (0)	5¼ (0)	5
Norges handelspartnere ²	1,3	1 (-½)	1¾ (-¼)	2¼ (-¼)	2¼
Oljepris Brent Blend. USD per fat ³	99	59	66	69	72

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

2 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

3 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. For 2015 er gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året benyttet

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 5 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2014	2014	2015	2016	2017	2018
Priser og lønninger						
KPI		2,0	2¼	2¼	2¼	2
KPI-JAE ¹		2,4	2½	2¼	2¼	2
Årslønn ²		3,1	3	3¼	3¾	4
Realøkonomi						
BNP	3151	2,2	1¼	1½	2	2
BNP for Fastlands-Norge	2530	2,3	1½	2	2½	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-0,4	-1	-1	-¾	-¼
Sysselsetting, personer, KNR		1,2	½	½	1¼	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,1	1	¾	1	1
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,5	4	4	4	3¾
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,8	3	3¼	3	3
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴	2504	2,1	1¾	3¼	3¼	2¾
- Privat konsum	1291	2,1	1¾	2½	3	2¾
- Offentlig konsum	688	2,5	2½	2¼	-	-
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	525	1,8	1	6¼	-	-
Petroleumsinvesteringer ⁵	220	0,0	-15	-10	-5	5
Eksport fra Fastlands-Norge ⁶	535	2,8	5	2½	3¾	4¼
Import	932	1,6	1½	2¾	-	-
Rente og valutakurs						
Styrringsrente (nivå) ⁷		1,5	1	1	1	1¼
Importveid valutakurs (I-44) ⁸		93,7	99½	97	95¾	94¾

1 KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

4 Privat og offentlig konsum og brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge

5 Utvinning og rørtransport

6 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleums tjenester og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

7 Styrringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), NAV og Norges Bank

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

Pengepolitisk rapport 1|15 – mars

