



NORGES BANK

3 | 16

SEPTEMBER

PENGEPOLITISK RAPPORT

MED VURDERING AV
FINANSIELL STABILITET

Norges Bank

Oslo 2016

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 14. september 2016 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 21. september 2016 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

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

INNHold

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN	7
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN	22
3 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET	36
RAMMER	
- Anslag på petroleumsinvesteringer	18
- Forutsetninger om finanspolitikken	20
- Modellteknisk tolkning av ny informasjon	30
- Avveiiinger i pengepolitikken	32
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/16	34
- Om beslutningsgrunnlaget for motsyklisk kapitalbuffer	40
- Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	40
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	41
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for krav til motsyklisk kapitalbuffer	42
UTDYPINGER	45
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	46
- Den nøytrale realrenten globalt og i Norge	51
- Mulige kostnader og gevinster ved å lene seg mot vinden i pengepolitikken	54
- Hvordan påvirkes Nibor-påslaget av nye reguleringer?	57
- Utviklingen i bankenes kredittpraksis	58
- Gir høy gjeldsvekst i oppgangstider større konsumfall i nedgangstider?	60
VEDLEGG	61
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	62
Tabeller og detaljerte anslag	63

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

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

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

RAPPORTERING

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

Motsyklisk kapitalbuffer

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

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

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

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

HOVEDSTYRETS VURDERING

Hovedstyret drøftet pengepolitikken på møtene 14. og 21. september 2016. Utgangspunktet for diskusjonen var analysen som ble publisert i Pengepolitisk rapport 2/16. Hovedstyret besluttet i juni å holde styringsrenten uendret på 0,50 prosent. Samtidig tilsa hovedstyrets vurdering av utsiktene at styringsrenten kunne bli satt ned i løpet av året. Analysen i rapporten innebar en prognose der styringsrenten avtok til om lag ¼ prosent ved utgangen av 2016. Styringsrenten ble anslått å øke til ¾ prosent mot slutten av prognoseperioden. Med en slik bane for styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville avta de nærmeste årene. Prisveksten i 2019 ble anslått til mellom 1½ og 2 prosent. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien var ventet å avta litt fram mot høsten 2017, for deretter å øke noe.

Veksten i verdensøkonomien er moderat. Det er utsikter til at importveksten hos handelspartnerne blir noe lavere i årene som kommer enn lagt til grunn i juni. Økt usikkerhet som følge av britenes flertall for å forlate EU, ventes å dempe veksten i Storbritannia. Prisveksten er fortsatt lav i de fleste industriland, men anslås å øke gradvis i årene som kommer. Faktiske og forventede styringsrenter hos handelspartnerne har samlet sett falt litt siden forrige rapport og er på historisk lave nivåer.

Oljeprisen har den siste tiden vært om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Prisene på leveranser fram i tid er lite endret og indikerer en svært gradvis oppgang i oljeprisen. Kronen har styrket seg og er noe sterkere enn ventet i juni.

Påslaget i det norske pengemarkedet har økt og vært høyere enn anslått. Økt pris på bankenes finansiering i dollar, blant annet som følge av nye reguleringer i det amerikanske pengemarkedet, kan bidra til at påslaget også fremover holder seg høyere enn tidligere lagt til grunn. Bankenes utlånsmarginer har avtatt.

Nye nasjonalregnskapstall viser at veksten i norsk økonomi har vært litt høyere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i august om økt produksjonsvekst, og de venter at veksten vil tilta fremover. Det er tegn til at veksten i norsk økonomi tar seg opp litt raskere enn anslått i juni.

Ulike indikatorer for utviklingen i arbeidsmarkedet spriker, men samlet ser kapasitetsutnyttningen ut til å være høyere enn ventet. Den registrerte arbeidsledigheten har avtatt og vært lavere enn anslått. Kontaktene i Regionalt nettverk rapporterte i august om litt høyere kapasitetsutnyttning. På den andre siden har sysselsettingen falt, og ledigheten målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har vært litt høyere enn lagt til grunn.

Prisveksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Tolvmånedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 3,3 prosent i august. Kronesvekkelsen de siste årene bidrar til å holde prisveksten oppe. Gjennomslaget fra en svakere krone kan ha vært sterkere enn lagt til grunn. Det er utsikter til at prisveksten den nærmeste tiden blir høyere enn anslått i forrige rapport. Inflasjonsforventningene er fortsatt godt forankret og nær målet.

Boligprisveksten har tiltatt og vært høyere enn anslått. Prisveksten er høy særlig i og rundt Oslo. Veksten i husholdningenes gjeld har holdt seg stabil. Høy boligprisvekst kan føre til økt gjeldsopptak og gjøre husholdningene mer sårbare.

Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten innebærer en styringsrente som holder seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebærer prognosen at det er litt større sannsynlighet for at styringsrenten settes ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten anslås å øke til i underkant av 1 prosent mot slutten av prognoseperioden. Prognosen for styringsrenten er noe høyere enn i forrige pengepolitiske rapport. Med en slik bane for styringsrenten tilsier analysene at inflasjonen blir liggende noe over 2,5 prosent det nærmeste året. Inflasjonen vil avta etter hvert som virkningene av krone-svekkelsen fases ut. Prisveksten anslås til i underkant av 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vurderes å være høyere enn lagt til grunn i forrige rapport og anslås å øke gradvis de neste årene.

Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingene i norsk økonomi. I en økonomi preget av omstilling kan likevel ikke pengepolitikken fullt ut motvirke utslagene i produksjon og sysselsetting. Det er handlingsrom i rentesettingen, begge veier. Skulle norsk økonomi bli utsatt for nye store forstyrrelser, kan det ikke utelukkes at styringsrenten kan bli negativ.

Når styringsrenten er nær en nedre grense, øker usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det taler for å gå mer varsomt fram i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden legger hovedstyret vekt på at prisveksten de siste månedene har vært uventet høy. Det er samtidig tegn til noe sterkere økonomisk vekst og høyere kapasitetsutnyttning enn lagt til grunn i juni. Lave renter kan bidra til at veksten i boligprisene holder seg oppe og øke sårbarheten i det finansielle systemet. På den andre siden er veksten i norsk økonomi moderat, og kapasitetsutnyttningen er under et normalt nivå. Lav kostnadsvekst og en noe sterkere krone gjør at prisveksten trolig vil avta etter hvert. Etter en samlet vurdering av utsiktene og risikobildet mener hovedstyret at styringsrenten bør holdes uendret på 0,50 prosent ved dette møtet. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene, vil styringsrenten mest sannsynlig bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 21. september å holde styringsrenten uendret på 0,50 prosent.

Øystein Olsen
21. september 2016

1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

Fortsatt moderat vekst internasjonalt

Veksten i verdensøkonomien har avtatt litt de siste årene som følge av svakere utvikling i fremvoksende økonomier, se figur 1.1. Det har vært en moderat oppgang i veksten i industrialiserte land og dermed hos Norges handelspartnere samlet sett. Veksten hos handelspartnerne har avtatt noe så langt i år, i tråd med anslagene i Pengepolitisk rapport 2/16.

Vekstutsiktene for flere europeiske land er svekket etter at den britiske folkeavstemningen i juni viste et flertall for å forlate EU. Det gjelder særlig for Storbritannia, hvor usikkerhet rundt landets fremtidige tilknytning til viktige handelspartnere kan dempe veksten i investeringer og sysselsetting. I euroområdet og Sverige kan lavere forventet etterspørsel fra Storbritannia og økt usikkerhet blant husholdninger og foretak redusere veksten fremover.

Veksten i USA har vært om lag 2,5 prosent de siste par årene. En nedgang i foretaksinvesteringene har bremsert veksten hittil i år. Vi ventet at veksten tar seg opp igjen den nærmeste tiden, og at den holder seg rundt 2 prosent de neste årene.

I Asia rammes flere industrialiserte land av svakere etterspørsel etter varene og tjenestene de eksporterer. Ekspansiv økonomisk politikk bidrar til at veksten likevel holdes oppe. I Kina var aktiviteten i andre kvartal noe høyere enn ventet, blant annet på grunn av myndighetenes tiltak for å stimulere økonomien. Fall i investeringene gjennom sommeren bidrar likevel til at usikkerheten rundt den videre utviklingen i Kina vedvarer. Det er fortsatt nedgang i aktiviteten

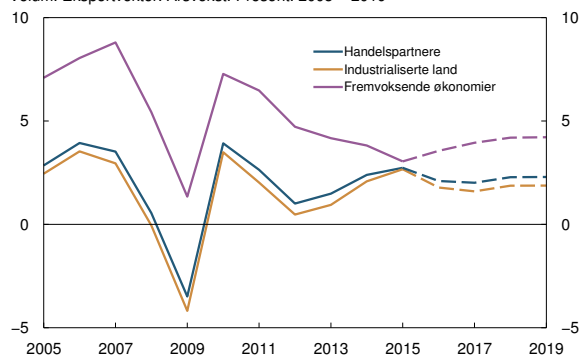
i både Brasil og Russland, men vekstutsiktene har bedret seg for begge landene de siste månedene. For nærmere omtale av den økonomiske utviklingen i ulike land og regioner, se utdypingen på side 46.

Samlet anslår vi en BNP-vekst hos handelspartnerne på 2,1 prosent i år, uendret fra anslaget i forrige rapport, se tabell 1 i vedlegget. Neste år ventet vi at veksten avtar til 2 prosent, litt lavere enn vi anslo i juni. Forskjellen i veksttakten mellom industrialiserte land og fremvoksende økonomier ventet å øke, se figur 1.1. Veksten i global handel har avtatt siden 2012. Importveksten hos handelspartnerne er nedjustert mer enn det endringen i anslagene for BNP-veksten isolert sett skulle tilsi, se figur 1.2. Det skyldes at veksten i eksport og investeringer, som har høyt importinnhold, ser ut til å bli svak i Storbritannia, euroområdet og Kina.

Gradvis tiltakende inflasjon ute

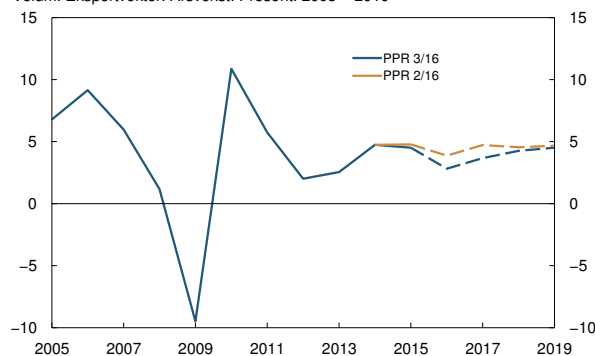
Konsumprisveksten hos handelspartnerne har vært lav de siste par årene og er for tiden rundt 1 prosent i gjennomsnitt, se figur 1.3. Den lave prisveksten skyldes blant annet fallet i råvareprisene de siste årene og lav kapasitetsutnyttning i flere land. De siste månedene har prisveksten avtatt litt i USA. Etter fire måneder med fallende priser i euroområdet har det gjennom sommeren igjen vært en oppgang i prisene. Prisveksten i fremvoksende økonomier har falt litt, hovedsakelig fordi inflasjonen er kommet ned fra høye nivåer både i Russland og Brasil. Kjerneprisveksten hos våre viktigste handelspartnere er stabil og noe høyere enn den samlede konsumprisveksten. Prisutviklingen hos handelspartnerne har samlet sett vært om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Figur 1.1 BNP hos handelspartnerne. Volum. Eksportvekter. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2019¹⁾



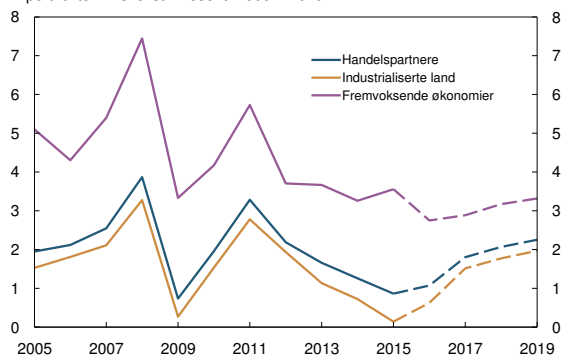
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet). Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 Import hos handelspartnerne. Volum. Eksportvekter. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2019¹⁾



1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet). Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 KPI hos handelspartnere.
 Importvekter. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2019¹⁾

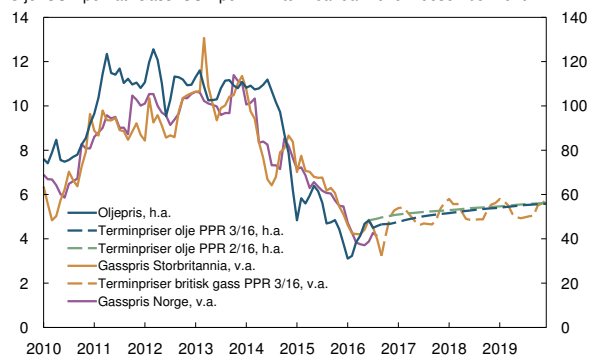


1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Fremover vil en utvikling i oljeprisen i tråd med terminprisene bidra til en gradvis oppgang i konsumprisveksten hos våre handelspartnere. Økende kapasitetsutnyttning og tiltakende kostnadsvekst kan også trekke prisveksten opp i de fleste industrialiserte landene. På den andre siden kan fortsatt overkapasitet i industrien og svak utvikling i produsentprisene i flere fremvoksende økonomier, særlig i Kina, bidra til å dempe prisveksten hos våre viktigste handelspartnere.

For handelspartnere samlet venter vi at konsumprisveksten tar seg gradvis opp til 2,3 prosent i løpet av de neste årene, se tabell 2 i vedlegget. Anslagene er om lag som i forrige rapport.

Figur 1.4 Spot- og terminpriser på råolje og naturgass.
 Olje. USD per fat. Gass. USD per MMBtu¹⁾. Januar 2010 – desember 2019²⁾



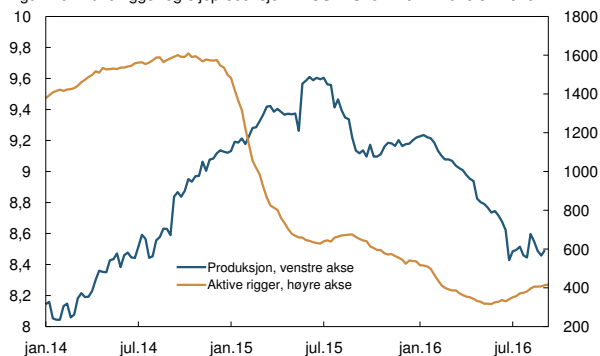
1) Millioner British thermal units.
 2) For terminpriser (stiplet) vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 13. – 17. juni 2016 for PPR 2/16 og 12. – 16. september 2016 for PPR 3/16.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Olje- og gasspriser ser ut til å holde seg relativt lave

Oljeprisen har variert mellom 45 og 50 dollar per fat den siste tiden, og prisen har dermed vært om lag som lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.4. Oljeprisen er halvert sammenlignet med gjennomsnittet for årene 2011 til 2014.

Tilbudet av olje er fortsatt høyt. Produksjonen i OPEC de siste månedene har vært den høyeste på åtte år. Siden oljeprisen begynte å falle sommeren 2014 har OPEC stått for nær 90 prosent av veksten i det globale oljetilbudet. OPEC har annonsert at mulige tiltak for å stabilisere oljemarkedet vil bli diskutert på et møte i slutten av september.

Figur 1.5 Aktive rigger og oljeproduksjon¹⁾ i USA. Uke 1 2014 – uke 37 2016²⁾



1) Produksjon i millioner fat per dag.
 2) Siste observasjon for produksjon er uke 36 2016.
 Kilde: Thomson Reuters

Oljelagrene i OECD-landene er fremdeles høye. Det internasjonale energibyråets (IEA) anslag indikerer at lagrene også vil øke noe fremover, og mer enn lagt til grunn i juni. Anslaget for global oljeetterspørsel i 2016 og 2017 er litt nedjustert. IEA venter at tilbudet av olje fra land utenfor OPEC vil falle i 2016, men at det så tar seg noe opp igjen i 2017.

Selv om den globale etterspørselen etter olje etter hvert kan overstige tilbudet, vil det trolig ta tid før oljelagrene kommer tilbake til mer normale nivåer. Samtidig har aktiviteten i amerikansk oljenæring tatt seg opp etter at oljeprisen igjen har steget opp mot 50 dollar, se figur 1.5. Produktivitetsforbedringer og kostnadsbesparelser har gjort det lønnsomt å produsere olje ved vesentlig lavere oljepriser enn for få år siden.

Vi legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene de nærmeste årene. Terminprisene indikerer en moderat prisoppgang til rundt 55 dollar per fat ved utgangen av 2019, om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Prisen på norsk og britisk gass følger hverandre over tid. Prisen på britisk gass har falt gjennom sommeren. Terminprisene på britisk gass indikerer en oppgang i den norske gassprisen de neste årene, om lag som utsiktene for oljeprisen.

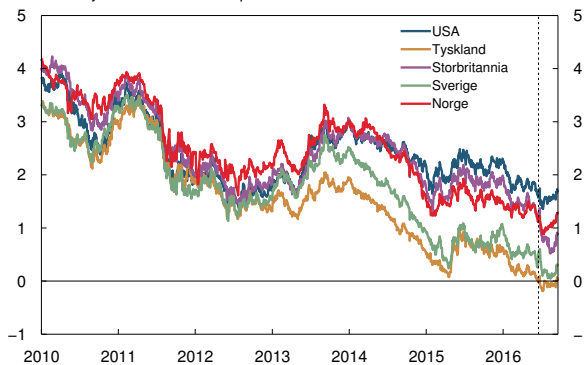
Fortsatt svært lave renter ute

Resultatet av den britiske folkeavstemningen overrasket finansmarkedene og ga kraftige markedsutslag. Stor usikkerhet om konsekvensene av Storbritannias utmelding fra EU, både for finansmarkedene og den økonomiske veksten internasjonalt, førte til at rentene på antatt trygge statsobligasjoner og aksjeindekser i mange land falt markert i dagene etter folkeavstemningen, se figur 1.6 og 1.7. I løpet av sommeren avtok markedsuroen. Langsiktige renter både i USA og Tyskland har steget til om lag samme nivå som ved forrige rapport, mens britiske og svenske renter fortsatt er betydelig lavere enn i juni. Globale aksjeindekser er høyere enn ved forrige rapport.

Handelspartnernes styringsrenter er svært lave, og det er utsikter til at de vil holde seg lave i flere år fremover, se figur 1.8. Det har vært forskjellig utvikling i ulike land siden juni, men for handelspartnerne samlet sett er det små endringer i forventede pengemarkedsrenter den nærmeste tiden, se figur 1.9. Terminrentene noen år frem i tid har falt litt.

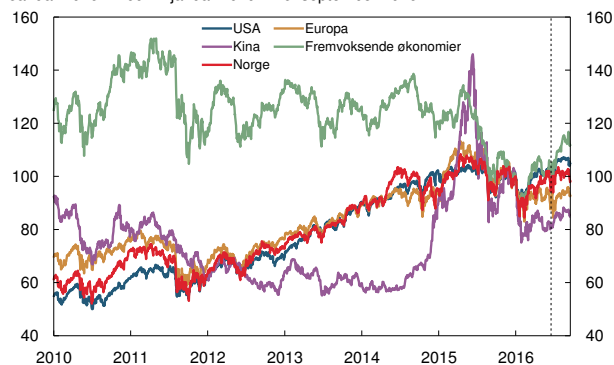
Begrunnet i svekkede vekstutsikter for britisk økonomi etter folkeavstemningen annonserte sentralbanken i Storbritannia i august en omfattende pakke med pengepolitiske tiltak. Styringsrenten ble satt ned fra 0,5 prosent til 0,25 prosent, og programmet for kjøp av statsobligasjoner ble utvidet. Sentralbanken skal også kjøpe obligasjoner utstedt av ikke-finansielle foretak. I tillegg ble et nytt utlånprogram til bankene introdusert for å sørge for at rentenedsettelsen får gjennomslag til bankenes utlånsrenter. Sentralbanken indikerte også at hvis økonomien utvikler seg om lag som den anslår, kan renten bli satt ytterligere ned.

Figur 1.6 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 16. september 2016¹⁾



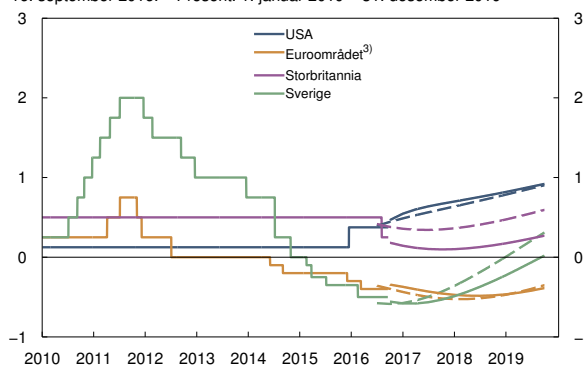
1) PPR 2/16 var basert på informasjon til og med 17. juni 2016, markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 1.7 Utvalgte aksjemarkedsindekser. Januar 2016 = 100. 1. januar 2010 – 16. september 2016¹⁾



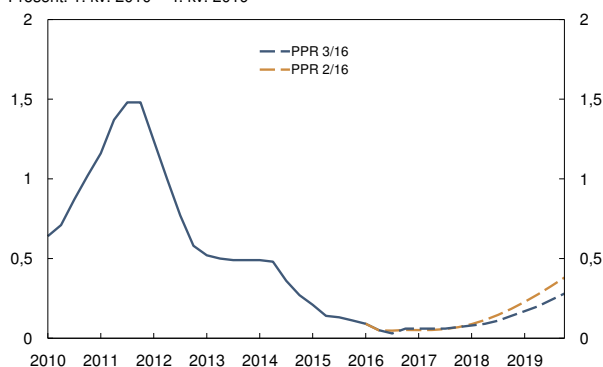
1) PPR 2/16 var basert på informasjon til og med 17. juni 2016, markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 1.8 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 17. juni 2016 og 16. september 2016. ¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2019²⁾



1) Beregnede terminrenter per 17. juni 2016 (stiple). Terminrenter per 16. september 2016 (heltrukken). Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter.
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 1. oktober 2016.
3) ESBIs innskuddsrente. Eonia fra 3. kv. 2016.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.¹⁾
Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019²⁾

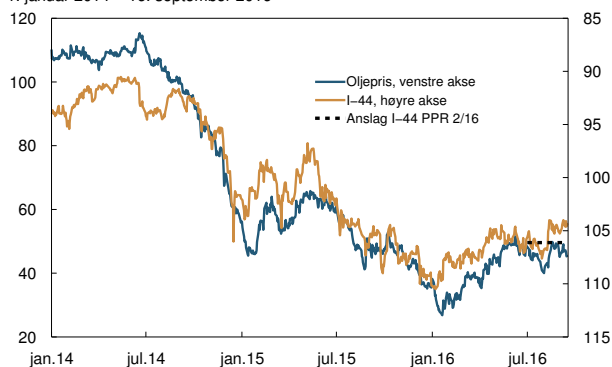


1) Aggregatet for handelspartnerenes renter er beskrevet i *Norges Bank Memo 2/2015*.
2) Stiplede blå og oransje linjer viser terminrenter henholdsvis per 16. september 2016 og 17. juni 2016.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Den amerikanske sentralbanken har holdt styringsrenten uendret siden vår forrige rapport. På sensommeren signaliserte sentralbanken at renten kan bli satt opp i løpet av høsten. Markedsprisingen indikerer at neste renteøkning i USA kommer i desember i år, noe tidligere enn markedsforventningene tilsa i juni.

Den europeiske sentralbanken (ESB) har holdt innskuddsrenten uendret siden juni og har ikke kommet med nye pengepolitiske signaler. I markedet er det nå priset inn at ESB vil sette ned innskuddsrenten i løpet av våren 2017. Mange markedsaktører venter at ESB forlenger obligasjonskjøpsprogrammet sitt, og at det dermed videreføres også etter våren 2017.

Figur 1.10 Oljepris¹⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾.
1. januar 2014 – 16. september 2016



1) Brent blend, USD per fat.
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Sentralbanken i Sverige har ikke endret styringsrenten eller programmet for obligasjonskjøp siden juni, men den har signalisert at neste renteøkning kan komme noen måneder senere enn den hadde antydnet ved vår forrige rapport. Den svenske sentralbanken anslår nå at styringsrenten kan bli satt opp i løpet av høsten 2017. Markedsprisingen indikerer at første renteheving vil komme i løpet av første kvartal 2018.

Noe sterkere krone

Pengepolitiske signaler fra sentralbankene har vært viktige for bevegelsene i valutamarkedet siden juni. Den amerikanske dollaren har styrket seg litt etter signaler fra den amerikanske sentralbanken om at renten kan bli satt opp i løpet av høsten. I Japan har de penge- og finanspolitiske tiltakene vært mindre ekspansive enn ventet i markedet, og japanske yen har styrket seg siden juni. Også euroen er noe sterkere enn ved forrige rapport, dels på grunn av mangel på nye signaler fra ESB om ytterligere pengepolitiske tiltak. Britiske pund svekket seg markert da resultatet av folkeavstemningen ble kjent i juni, og videre i august da den britiske sentralbanken reduserte styringsrenten. Enkelte positive nyheter om britisk økonomi har bidratt til å reversere deler av svekkelsen den siste tiden. I Sverige har renteforventningene falt noe, og svenske kroner er noe svakere enn i juni.

Norske kroner, målt ved den importveide kursindeksen I-44, svekket seg markert fra 2013 til begynnelsen av 2016, i hovedsak som følge av fallet i oljeprisen og svakere vekstutsikter for norsk økonomi, se figur 1.10. Gjennom 2016 har kronen styrket seg, og styrkingen

Figur 1.11 Påslag i tremåneders Nibor.¹⁾ Fem dagers glidende gjennomsnitt.
Prosentenheter. 1. januar 2010 – 31. desember 2019²⁾



1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders Nibor og forventet styringsrente.
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

siden juni har vært litt større enn vi anslo i forrige rapport. Økt rentedifferanse mot utlandet, dels på grunn av høyere norske renteforventninger, kan ha bidratt til styrkingen den siste tiden.

Høyere påslag i pengemarkedsrenten

Påslaget i tremåneders Nibor, som er differansen mellom pengemarkedsrenten Nibor og forventet styringsrente, har steget i løpet av sommeren, se figur 1.11. Nibor-påslaget er nå om lag 0,60 prosentenheter, mens vi i forrige rapport anslo at det skulle være 0,40 prosentenheter.

Økningen i påslaget skyldes hovedsakelig oppgang i dollarrenten, som bankene legger til grunn for fastsettelsen av Nibor. Tilpasninger til nye reguleringer av amerikanske pengemarkedsfond har trukket dollarrenten opp. Strengere likviditetskrav til banker både i Norge og internasjonalt kan også ha bidratt til oppgangen i Nibor-påslaget. Hvordan Nibor-påslaget påvirkes av reguleringer både i USA og i Norge er nærmere omtalt i utdypingen på side 57.

Fremover anslår vi at Nibor-påslaget avtar. Vi venter at påslaget i bankenes dollarrente faller noe når reguleringen av amerikanske pengemarkedsfond implementeres i midten av oktober. Når ESB faser ut sine obligasjonskjøp, vil det kunne bidra til en ytterligere nedgang i Nibor-påslaget. Vi legger til grunn at Nibor-påslaget reduseres til 0,40 prosentenheter våren 2017. Anslaget er høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Oppjusteringen skyldes at effektene av reguleringene synes å ha vært større enn tidligere lagt til grunn.

Bankene må betale et risikopåslag over Nibor når de henter markedsfinansiering. Risikopåslagene på bankenes nye langsiktige markedsfinansiering har falt og er nå mellom 0,10 og 0,20 prosentenheter lavere enn ved forrige rapport, se figur 1.12. Holder påslagene seg på dette nivået, vil det gjennomsnittlige risikopåslaget på bankenes utestående seniorobligasjoner falle litt fremover, mens påslaget på utestående obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) vil være om lag uendret.

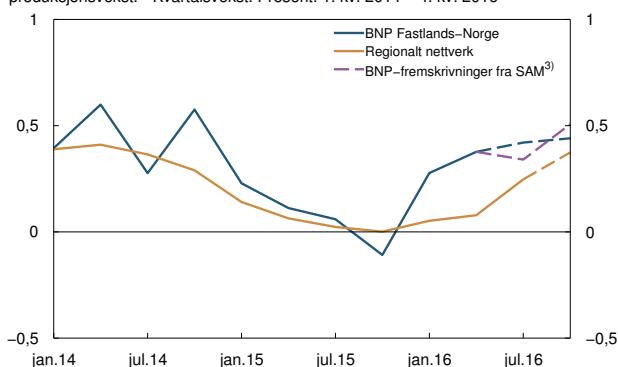
Til tross for økningen i Nibor-påslaget ser det ut til at bankene har endret sine utlånsrenter lite de siste månedene. Bankenes utlånsmarginer, differansen

Figur 1.12 Gjennomsnittlig risikopåslag på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Påslag over tremåneders Nibor. Basispunkter. Januar 2010 – desember 2019¹⁾



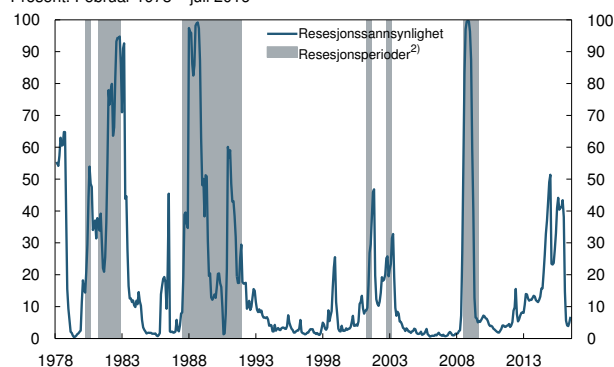
1) Anslag for september 2016 – desember 2019 (stiplet).
Kilder: Bloomberg, DNB Markets, Stamdata og Norges Bank

Figur 1.13 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst.¹⁾ Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2016²⁾



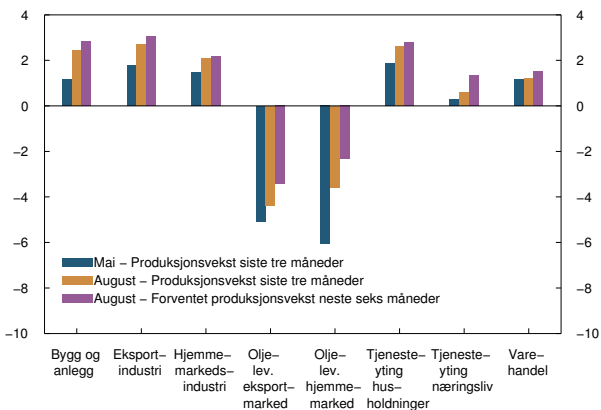
1) Rapportert vekst siste tre måneder (heltrukket) og forventet vekst i produksjon neste seks måneder (stiplet).
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2016 (stiplet).
3) System for sammenveiling av korttidsmodeller.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14 Sannsynlighet for fall i aktiviteten.¹⁾ Prosent. Februar 1978 – juli 2016



1) Glattede resesjons sannsynligheter beregnet med månedlig indikatormodell basert på antall arbeidsløse, oljepris, industriproduksjonsindeksen og detaljomsetningsindeksen. I en utdyping i PPR 1/16 presenterte vi resesjons sannsynligheter beregnet i sanntid.
2) Datert i Aastveit, K.A., A.S. Jore og F. Ravazzolo (2016), «Identification and real-time forecasting of Norwegian business cycles», *International Journal of Forecasting*, 32, 283–292.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Produksjonsvekst i Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



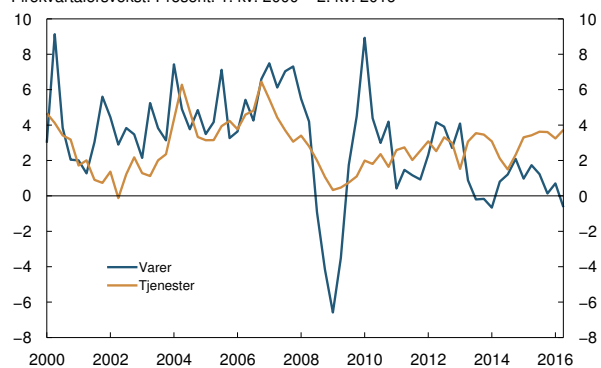
Kilde: Norges Bank

mellom bankenes utlånsrenter og pengemarkedsrentene, har dermed falt.

Noe høyere vekst i norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi har vært svak de siste par årene, hovedsakelig på grunn av fallet i oljeprisen og lavere aktivitet i petroleumsrettede næringer. Veksten har tiltatt noe i år. BNP for Fastlands-Norge steg med 0,3 prosent i første kvartal og 0,4 prosent i andre kvartal, opp fra en gjennomsnittlig kvartalsvekst på 0,1 prosent i fjor. Holdes elektrisitetsproduksjon utenom, var veksten i andre kvartal 0,5 prosent. Veksten var litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

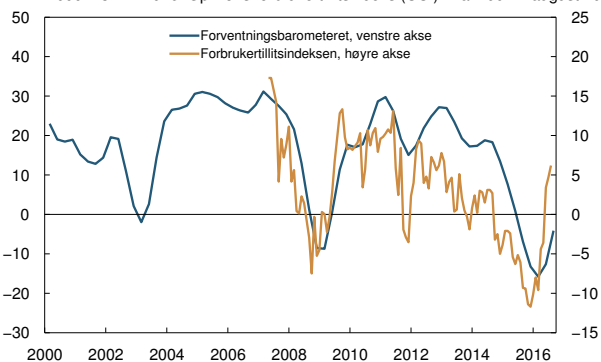
Figur 1.16 Husholdningenes konsum av varer og tjenester. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2016



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Vi venter at BNP for Fastlands-Norge vokser i om lag samme takt som i andre kvartal den nærmeste tiden. Vekstanslagene er noe oppjustert fra forrige rapport. De nye anslagene er i tråd med fremskrivingene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM) og forventningene til produksjonsveksten i Regionalt nettverk, se figur 1.13. Ifølge modellberegninger er sannsynligheten for fall i aktiviteten liten, se figur 1.14.

Figur 1.17 Forbrukertillit. Netttotal. TNS Gallups Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2016. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Mai 2007 – august 2016



Kilder: Opinion og TNS Gallup

Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i august om noe høyere produksjonsvekst de siste tre månedene sammenlignet med foregående tremånedersperiode. Oppgangen var bredt basert. De fleste av regionene rapporterte om økt vekst, og veksten tiltok i alle næringer utenom varehandelen, se figur 1.15. Bedringen var tydeligst blant oljeleverandørene, selv om aktiviteten i næringen fortsatt faller. Aktiviteten tiltok klart i bygg og anlegg, og kontaktene i denne næringen meldte om den høyeste veksten siden begynnelsen av 2013. Flere av kontaktene, blant annet i turistnæringen, rapporterte at den svake kronen har bidratt til økt etterspørsel etter norske varer og tjenester. Alle næringene ventet høyere vekst det neste halve året enn i foregående tremånedersperiode. Vekstutsiktene var sterkest i bygg og anlegg, eksport-industri og tjenesteyting mot husholdningene.

Veksten i husholdningenes konsum har vært moderat de siste årene. I andre kvartal økte konsumet med 0,4 prosent, samtidig som nivået i første kvartal ble revidert betydelig opp. Det var god vekst i tjenestekonsumet i andre kvartal, mens varekonsumet var om lag uendret, se figur 1.16. Varekonsumet falt i juli. Samtidig har forbrukertilliten steget, se figur 1.17, og

husholdningsrettede tjenesteytere i vårt regionale nettverk meldte i august om økt vekst i etterspørselen. Samlet sett har utviklingen i konsumet vært litt sterkere enn vi anslo i forrige rapport. Også anslagene for den nærmeste tiden er noe oppjustert. Vi venter at høy boligprisvekst, økt konsumenttillit og fortsatt lav rente bidrar til å trekke konsumet opp, mens svak utvikling i husholdningenes kjøpekraft demper oppgangen.

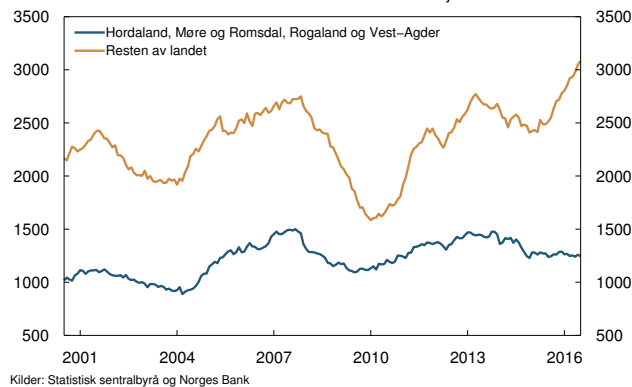
Reviderte tall viser at husholdningenes sparerate i fjor ble trukket opp av uvanlig høyt uttak av aksjeutbytte. Utenom aksjeutbytte har sparingen de siste årene vært lavere enn tidligere lagt til grunn. Vi venter at husholdningene reduserer sin sparing ytterligere i år for å kunne opprettholde veksten i forbruket.

Boliginvesteringene har steget markert det siste året. Den høye veksten fortsatte i andre kvartal, og veksten var noe høyere enn anslått i forrige rapport. Igangsettingen av nye boliger har holdt seg stabil i fylker med nær tilknytning til oljevirksomheten, mens den har fortsatt å øke i landet for øvrig, se figur 1.18. For landet samlet er både igangsettingen og salget av nye boliger nå på høye nivåer. Vi venter fortsatt vekst i boliginvesteringene fremover. Anslagene er oppjustert siden forrige rapport som følge av den sterke oppgangen i boligprisene de siste månedene.

Det har vært svak utvikling i foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge de siste årene, og de er særlig blitt dempet av lavere investeringer i oljerelatert virksomhet. Foretaksinvesteringene tok seg noe opp i andre kvartal og var høyere enn anslått i forrige rapport. Vi venter at lave renter og litt høyere vekst i økonomien bidrar til moderat vekst i foretaksinvesteringene også i de neste kvartalene. Anslagene for foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge er noe høyere enn i forrige rapport.

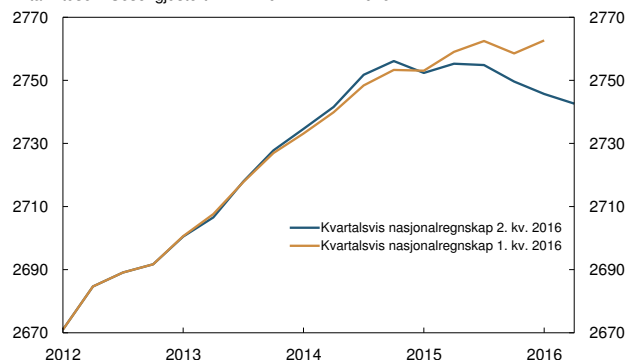
Petroleumsinvesteringene har falt kraftig i kjølvannet av oljeprisfallet, og de avtok videre i første halvår i år. Utviklingen har vært svakere enn vi anslo i forrige rapport, og anslaget for inneværende år er noe lavere enn i juni. Vi venter nå at petroleumsinvesteringene faller om lag like mye i år som i fjor, mens nedgangen neste år blir mindre. Se ramme på side 18 for detaljer om våre anslag på petroleumsinvesteringene.

Figur 1.18 Igangsettingstillatelser til bolig etter fylke. Areal i 1000 kv. Akkumulert siste tolv måneder. Juli 2000 – juli 2016



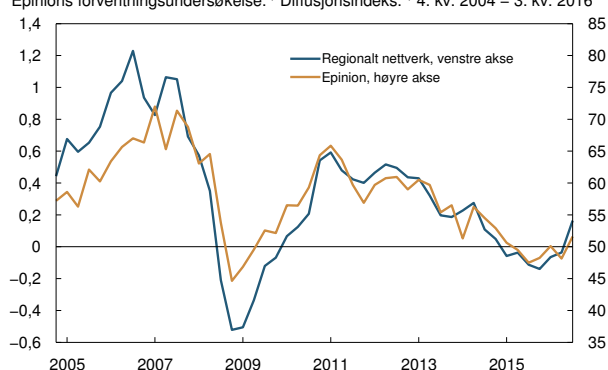
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.19 Sysselsetting. Antall i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2012 – 2. kv. 2016



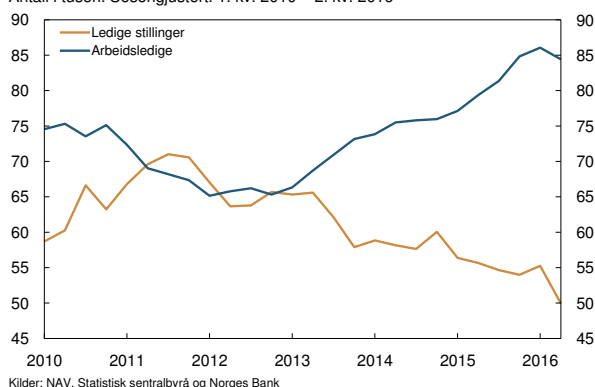
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.20 Forventet endring i sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Prosent. Epinions forventningsundersøkelse.²⁾ Diffusjonsindeks.³⁾ 4. kv. 2004 – 3. kv. 2016



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

Figur 1.21 Ledige stillinger og registrerte arbeidsledige. Antall i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2016

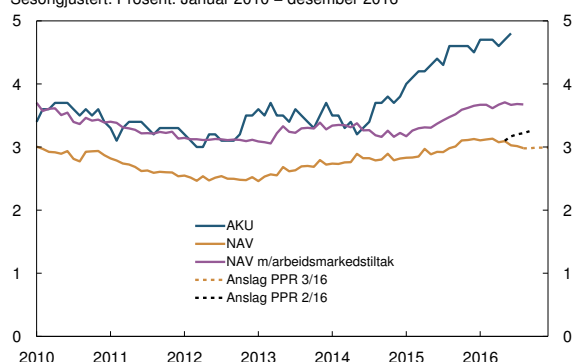


Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det har vært god vekst i offentlig etterspørsel de siste årene, men veksten i første halvår var noe lavere enn vi la til grunn i juni. Anslaget for offentlig etterspørsel for i år er derfor litt nedjustert fra forrige rapport. Se ramme på side 20 om våre forutsetninger om finanspolitikken.

Eksporten fra Fastlands-Norge økte sterkt gjennom 2014 og 2015. Den har falt så langt i år og var samlet sett lavere i første halvår enn anslått i forrige rapport. Eksporten fra leverandører til oljenæringen falt betydelig i første halvår, og vi venter at denne eksporten vil fortsette å falle den nærmeste tiden. En kraftig nedgang i eksporten av raffinerte oljeprodukter trekker også ned anslaget for i år. For andre fastlandsbedrifter venter vi god vekst i eksporten fremover, men oppgangen kan dempes av kapasitetsbegrensninger i fiskeoppdrett og i deler av prosessindustrien. Samlet venter vi at eksporten fra Fastlands-Norge øker moderat den nærmeste tiden. Anslaget for eksportveksten i 2016 er nedjustert fra rapporten i juni. Det skyldes at eksporten var lavere enn ventet i første halvår og at vekstutsiktene hos Norges handelspartnere er svekket.

Figur 1.22 Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV²⁾. Sesongjustert. Prosent. Januar 2010 – desember 2016³⁾



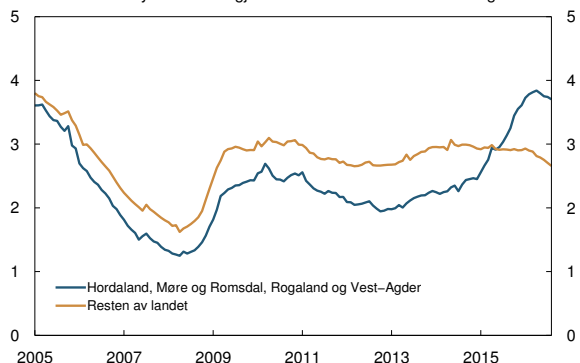
1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for september 2016 – desember 2016 (stiplet).
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Importen har falt de siste kvartalene og var lavere i første halvår enn anslått i forrige rapport. Den svake importutviklingen kan blant annet ses i sammenheng med nedgangen i petroleumsinvesteringene, som har et høyt importinnhold. I tillegg har kronesvekkelsen de siste årene trolig bidratt til en vridning av etterspørselen mot norske varer og tjenester. Vi anslår at importen tar seg noe opp den nærmeste tiden.

Høyere kapasitetsutnyttning enn ventet

Arbeidsmarkedet har de siste par årene vært preget av lavere aktivitet i petroleumssektoren og svak vekst i norsk økonomi. Til tross for bortfall av mange arbeidsplasser i oljerelaterte næringer holdt sysselsettingen seg lenge oppe. Nye nasjonalregnskapstall viser at sysselsettingen var lavere i fjor enn tidligere tall viste, og at det har vært nedgang i de tre siste kvartalene, se figur 1.19. Samlet sett var det om lag 0,6 prosent færre sysselsatte i andre kvartal enn vi la til grunn i forrige rapport. Med noe høyere vekst i økonomien venter vi at sysselsettingen tar seg opp i løpet av høsten. Både kontaktene i Regionalt nettverk og næringslivslederne som deltar i Epinions forventningsundersøkelse venter økt sysselsetting fremover,

Figur 1.23 Registrert arbeidsledighet etter fylke. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2005 – august 2016



Kilder: NAV og Norges Bank

se figur 1.20. På den andre siden var det en nedgang i antall ledige stillinger i andre kvartal, se figur 1.21.

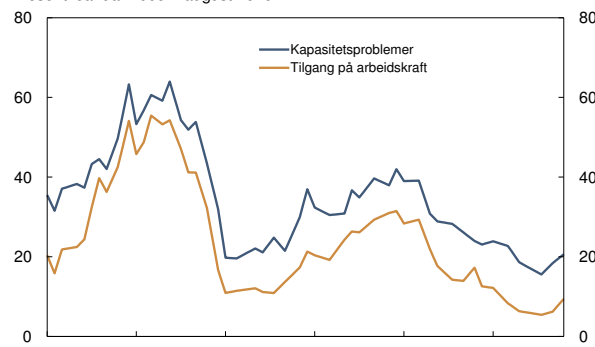
Arbeidsstyrken har økt med i overkant av 1 prosent i gjennomsnitt de siste årene, og oppgangen fortsatte i årets første kvartal. I andre kvartal falt arbeidsstyrken, og utviklingen var svakere enn vi anslo i forrige rapport. Fremover venter vi at arbeidsstyrken vokser litt igjen, dels som en reversering av nedgangen i andre kvartal.

Arbeidsledigheten har økt de siste årene. Målt ved den registrerte arbeidsledigheten fra NAV har oppgangen vært moderat, mens økningen er mer markert i Arbeidskraftundersøkelsen (AKU),¹ se figur 1.22. De siste månedene har den registrerte arbeidsledigheten avtatt og vært lavere enn anslått i forrige rapport. Som andel av arbeidsstyrken var ledigheten 3,0 prosent i august, uendret fra juli. Også i fylker med nær tilknytning til oljevirkosomheten har ledigheten avtatt den siste tiden, se figur 1.23. Nedgangen i den registrerte ledigheten kan ses i sammenheng med en økning i antall personer på tiltak, og samlet sett har andelen personer som er registrert ledige eller på tiltak vært om lag uendret siden forrige rapport. Ledigheten målt ved AKU var på 4,8 prosent i juni, opp fra 4,7 prosent i mai. AKU-ledigheten har økt litt mer enn vi anslo i forrige rapport. Den nærmeste tiden venter vi at både den registrerte ledigheten og AKU-ledigheten vil være om lag uendret.

Kapasitetsutnyttningen har falt de siste par årene og vært lavere enn et normalt nivå. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen avtok videre i første halvår, men mindre enn vi la til grunn i forrige rapport. Produksjonen har økt litt mer enn ventet, og vekstutsiktene for de nærmeste kvartalene er noe bedret. Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte om en videre oppgang i kapasitetsutnyttningen i august, se figur 1.24. Det var også en liten økning i andelen av bedrifter i nettverket som meldte at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen. Den registrerte arbeidsledigheten, som er en sentral indikator i vår vurdering av kapasitetsutnyttningen i økonomien, har vært lavere enn anslått i forrige rapport. Det store avviket mellom den registrerte arbeidsledigheten og AKU-ledigheten kan tyde

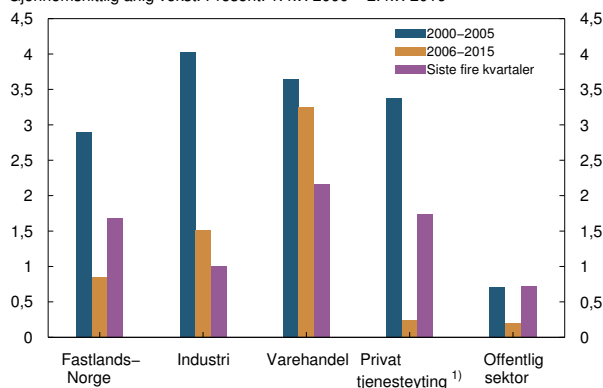
1 For en diskusjon av mulige forklaringer på hvorfor de to ledighetsmålene viser ulik utvikling, se Nordbø, E. W. (2016), «Hvor mange er arbeidsledige?», *Aktuell kommentar* 9/2016, Norges Bank.

Figur 1.24 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.¹⁾ Prosent. Januar 2005 – august 2016



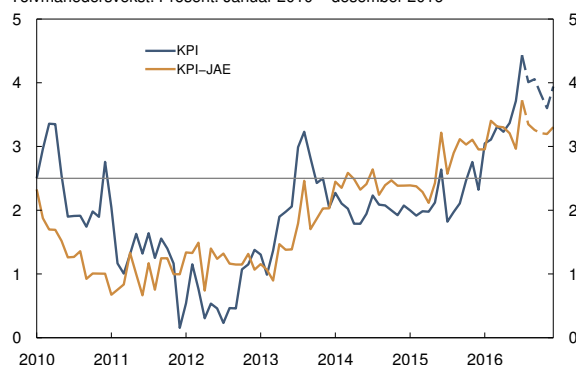
1) Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen. Kilde: Norges Bank

Figur 1.25 Produktivitetsvekst i Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig årlig vekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2016



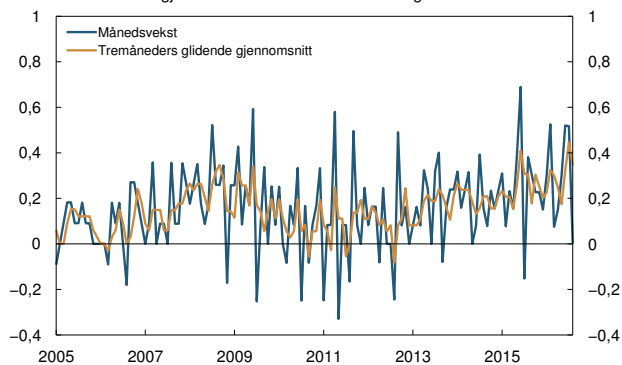
1) Utenom boligjenester og varehandel. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.26 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – desember 2016²⁾



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

Figur 1.27 KPI-JAE¹⁾.
Månedsvest. Sesongjustert. Prosent. Januar 2005 – august 2016

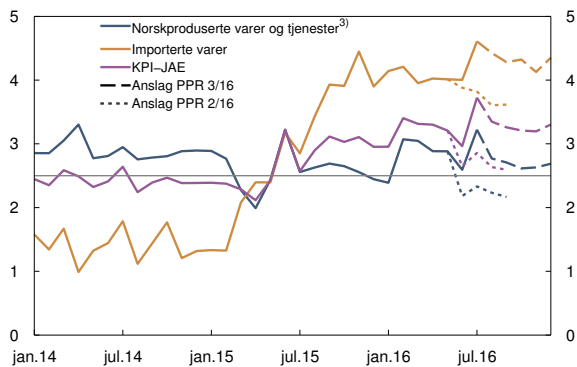


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

på at omfanget av ledige ressurser i økonomien er noe større enn det tallene for registrert ledighet isolert sett tilsier. I de nærmeste kvartalene anslår vi at kapasitetsutnyttningen vil være om lag uendret, men på et høyere nivå enn anslått i juni.

Som i flere andre land har produktivetsveksten i norsk økonomi vært lav de siste årene, se figur 1.25. Reviderte nasjonalregnskapstall viser at produktiviteten i fastlandsøkonomien i fjor og i første kvartal i år likevel var betydelig høyere enn tidligere lagt til grunn. I andre kvartal var det en økning i produktiviteten på 1,7 prosent fra samme kvartal i fjor. Det var høyere enn anslått i forrige rapport. Oppgangen gjenspeiler trolig både at bedrifter har tilpasset bruken av arbeidskraft til et lavere produksjonsnivå og at arbeidskraften utnyttes mer effektivt i bedrifter hvor det nå går bedre. I tråd med anslagene fra juni venter vi moderat vekst i produktiviteten fremover.

Figur 1.28 KPI-JAE¹⁾ samlet og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2014 – desember 2016²⁾

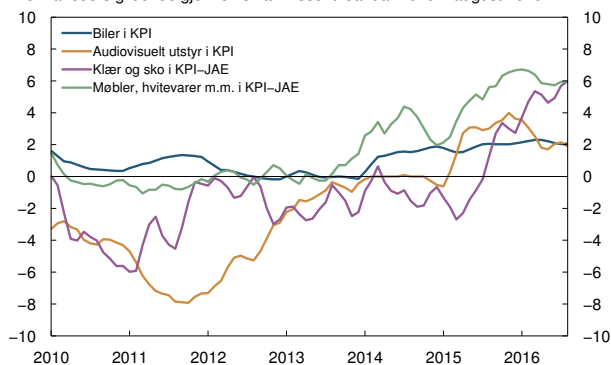


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for september 2015 – desember 2016 (stiplet).
3) Norges Banks beregninger.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lav lønnsvekst

Lønnsveksten for i år anslås til 2,5 prosent, uendret fra anslaget i forrige rapport. I de fleste av vårens lønnsoppgjør kom partene til enighet innenfor rammen i industrien på 2,4 prosent. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet i august en lønnsvekst i år på 2,4 prosent, litt høyere enn de så for seg i mai. Ifølge Epinions forventningsundersøkelse for tredje kvartal venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst for innværende år på 2,7 prosent, opp 0,3 prosentenheter fra andre kvartal. Konsumprisveksten har økt de siste månedene. Det kan støtte opp om at lønnsveksten i år blir noe høyere enn lagt til grunn i rammen for lønnsoppgjøret. Våre anslag innebærer en nedgang i reallønnen i år.

Figur 1.29 KPI og KPI-JAE¹⁾. Varegrupper med høy importandel. Tolvmånedersvekst. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2010 – august 2016



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

Høyere prisvekst

Inflasjonen har økt og vært høyere enn vi anslo i forrige rapport. I august var tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) 4,0 prosent, mens veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 3,3 prosent, se figur 1.26. Det har vært store svingninger i månedsvest i KPI-JAE de siste månedene, se figur 1.27.

Den uventet høye prisveksten gjennom sommeren kan dels skyldes midlertidige forhold, blant annet mindre tilbudsaktivitet enn vanlig i enkelte næringer. Andre faktorer bak veksten i prisene vil trolig være ved

noe lenger. Kronesvekkelsen de siste årene har bidratt til å trekke prisveksten opp gjennom økte priser på både importerte konsumvarer og importerte innsatsvarer. Det kan se ut til at gjennomslaget fra kronesvekkelsen til konsumprisene har vært sterkere enn vi tidligere har lagt til grunn. Nye nasjonalregnskaps-tall, som viser at lønnskostnadene per produsert enhet har vært lavere enn vi tidligere har forutsatt, kan støtte opp om en slik vurdering.

Tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester var 2,8 prosent i august, ned fra 3,2 prosent i juli. Prisveksten har vært høyere enn anslått i juni, og også anslagene fremover er oppjustert, se figur 1.28. Oppjusteringen av anslagene skyldes dels at vi legger til grunn at valutakursgjennomslaget til norskproduserte varer og tjenester er høyere enn vi tidligere har forutsatt. I tillegg kan den høye veksten i KPI i seg selv bidra til at prisveksten holder seg oppe lenger, blant annet fordi mange kontrakter inneholder bestemmelser om at priser kan eller skal reguleres i takt med veksten i KPI.² Vi venter likevel at den innenlandske prisveksten gradvis avtar. Det må ses i lys av en lengre periode med moderat lønnsvekst og ledige ressurser i norsk økonomi.

Tolvmånedersveksten i prisene på importerte varer var 4,4 prosent i august, ned fra 4,6 prosent i juli, se figur 1.28. Veksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Den høye prisveksten må ses i sammenheng med kronesvekkelsen de siste årene. Gjennom 2016 har kronen styrket seg igjen, noe som etter hvert kan dempe prisveksten på importerte varer. For enkelte varegrupper med høy importandel har prisveksten allerede begynt å avta, se figur 1.29. De internasjonale prisimpulsene til importerte konsumvarer anslås å bli svakere i år enn i fjor, se figur 1.30, men anslaget for inneværende år er noe oppjustert siden juni. Vi anslår en tolvmånedersvekst i prisene på importerte varer på i overkant av 4,0 prosent de neste månedene. Anslagene er høyere enn i forrige rapport. Det skyldes hovedsakelig at prisveksten har vært høyere enn ventet.

Samlet anslår vi at tolvmånedersveksten i KPI-JAE avtar noe og holder seg i overkant av 3,0 prosent gjennom

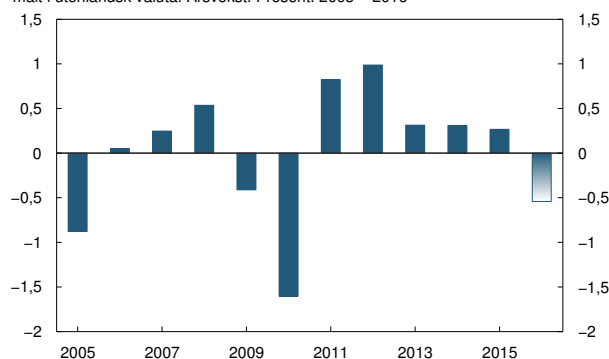
2 Det gjelder blant annet for mange husleiekontrakter, som er regulert av Husleieloven. For mer om sammenhengen mellom KPI og husleiekontrakter, se for eksempel Erlandsen, S. K., P. B. Ulvedal og N. H. Vonen (2016), «Effekter av metodeendringer i KPI», Staff Memo 10/2016, Norges Bank.

høsten. Anslagene er høyere enn i forrige rapport og på linje med prognosene fra SAM, se figur 1.31. Også et flertall av kontaktene innenfor husholdningsrettede næringer i Regionalt nettverk venter at prisveksten avtar fremover. I lys av de store svingningene i prisveksten i de siste månedene synes utfallsrommet for prisveksten den nærmeste tiden å være større enn vanlig.

Høyere boligprisvekst

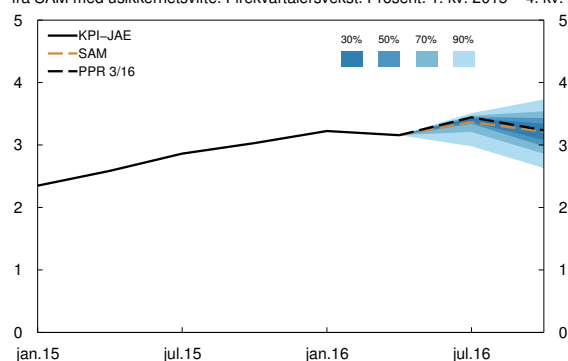
Veksten i boligprisene har økt de siste månedene og har vært høyere enn anslått i forrige rapport. I august var tolvmånedersveksten 9,1 prosent. Veksten i husholdningenes kreditt har vært nokså stabil hittil i år. I juli var tolvmånedersveksten 5,8 prosent, om lag som ventet i forrige rapport. Utviklingen i boligpriser og gjeld er nærmere omtalt i kapittel 3.

Figur 1.30 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2016¹⁾



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

Figur 1.31 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2015 – 4. kv. 2016²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2016 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

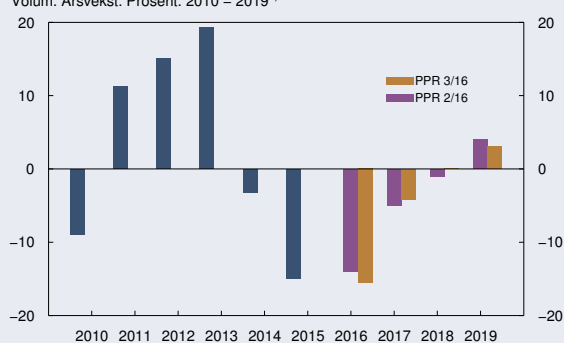
ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTINGER

Investeringene på norsk sokkel økte betydelig i perioden fra 2003 til 2013. Etter dette har det vært en markert nedgang i petroleumsinvesteringene. I 2014 falt petroleumsinvesteringene med om lag 3 prosent, mens de avtok med 15 prosent i fjor, se figur 1.32. I første halvår i år var investeringene nærmere 20 prosent lavere enn i samme periode i fjor. Nedgangen gjenspeiler at lønnsomheten i næringen er betydelig redusert, både på grunn av det store fallet i olje- og gassprisene i 2014 og 2015 og som følge av den høye kostnadsveksten i næringen i årene forut for dette. Dårligere lønnsomhet har ført til at flere prosjekter er blitt utsatt eller kansellert. I tillegg har næringen satt i verk en rekke kostnadsbesparende tiltak.

Investeringstillingen for tredje kvartal og tall fra nasjonalregnskapet tyder på at petroleumsinvesteringene vil falle noe mer i år enn vi la til grunn i forrige rapport. Vi anslår nå at investeringene faller med over 15 prosent i år og med om lag 4 prosent i 2017. Deretter venter vi at investeringene flater ut i 2018 og øker moderat i 2019. Investeringsanslagene for leting og for felt i drift er noe oppjustert i lys av investeringstillingen for tredje kvartal. Samtidig anslår vi at utgiftene til feltutbygging blir noe lavere enn ventet i forrige rapport. De kostnadsreduserende tiltakene i petroleumsnæringen har ført til at utgiftene til flere utbyggingsprosjekter, herunder Johan Sverdrup, trolig blir lavere enn anslått i juni. I tillegg er fase to av Johan Sverdrup-utbyggingen utsatt med opptil ett år. Investeringsnivået i slutten av prognoseperioden er noe lavere enn anslått i forrige rapport.

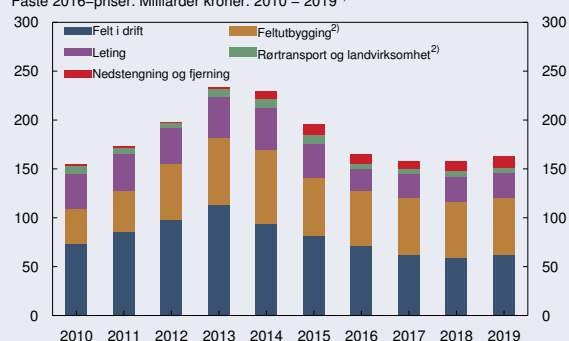
Investeringene på felt i drift har falt mye de to siste årene. Vi anslår at de vil falle med ytterligere 10 milliarder kroner i år og med 12 milliarder fra 2016 til 2018, se figur 1.33. Oppgradering av flere eldre felt førte til at investeringene på felt i drift var svært høye i 2012 og 2013. En del av nedgangen fra 2013 til 2017 gjenspeiler

Figur 1.32 Petroleumsinvesteringer.
Volum. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2019¹⁾



1) Anslag for 2016 – 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.33 Petroleumsinvesteringer.
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2019¹⁾



1) Anslag for 2016 – 2019. Tallene for 2010 – 2015 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å være uendret fra 2015 til 2016.
2) Utgiftene til eksportørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

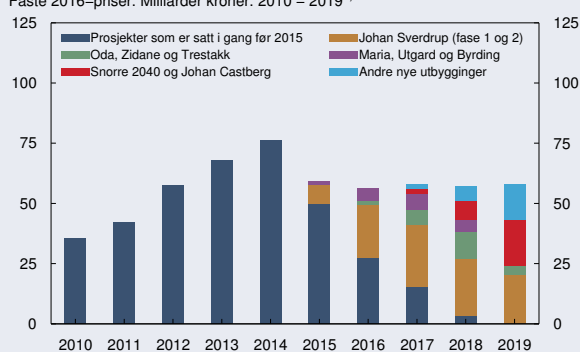
at store oppgraderingsprosjekter er avsluttet og at det ikke er behov for å sette i gang tilsvarende nye prosjekter. Innsparingstiltakene i oljeselskapene fører også til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres fram til 2018. Vi venter at investeringene på felt i drift tar seg noe opp igjen mot slutten av prognoseperioden siden flere prosjekter trolig blir lønnsomme etter at kostnadene er redusert.

Utgiftene til feltutbygging var svært høye i 2013 og 2014 som følge av en rekke store påbegynte prosjekter på norsk sokkel. Flere av disse prosjektene er nå ferdigstilt, noe som førte til at feltutbyggingen falt markert i fjor. De øvrige prosjektene skal etter planen fullføres i perioden 2016 til 2018. Det demper investeringene betydelig fra 2015 til 2018, se figur 1.34. Nedgangen dempes av at Johan Sverdrup, Maria og enkelte mindre felt bygges ut. Anslagene for feltutbygging er basert på en forutsetning om at utbyggingen av feltene Zidane, Trestakk og Oda (Butch) vil komme i gang i løpet av 2016. Vi legger også til grunn at prosjektet Snorre 2040 og utbyggingen av Johan Castberg vil komme i gang mot slutten av 2017. Fase to av Johan Sverdrup-utbyggingen vil trolig bli sanksjonert i andre halvår av 2018. Flere andre utbyggingsprosjekter, som Snilehorn, Pil og Bue, Skarfjell og Fogelberg, kan også bli satt i gang i perioden fra 2017 til 2019. Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging blir noe lavere i år og de neste årene enn i 2015.

Leteaktiviteten falt klart i fjor. Vi anslår at leteinvesteringene avtar med ytterligere 11 milliarder kroner i år, i tråd med investeringstillingen for tredje kvartal. Lavere borekostnader og høyere olje- og gasspriser fremover ventes å føre til at letingen tar seg noe opp igjen de neste årene.

Anslagene for petroleumsinvesteringene bygger på at spotprisene for olje og gass utvikler seg i tråd med terminprisene de nærmeste årene, se figur 1.4, og deretter tar seg ytterligere opp.

Figur 1.34 Feltutbygging.
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2019¹⁾



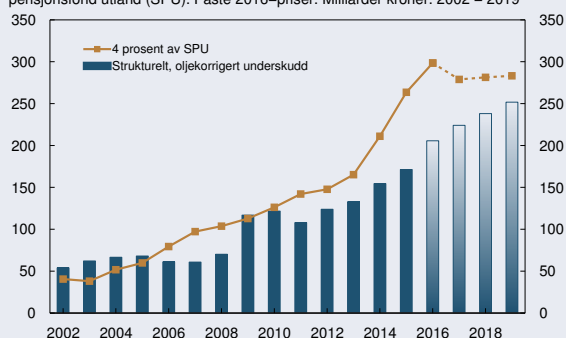
1) Anslag for 2016 – 2019 og for sammensetningen av investeringene i 2015. Tallene for totale utbyggingsinvesteringer for 2010 – 2015 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingsprosjekter. Utgiftene til eksportørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2016. Som i forrige rapport anslås bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 206 milliarder kroner i 2016, se figur 1.35. Det strukturelle underskuddet utgjør 7,5 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2016, en økning på 1,1 prosentenheter fra 2015, se figur 1.36. Endringen i denne andelen brukes som et enkelt mål på budsjettets virkning på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. Siden handlingsregelen ble innført i 2001, har den gjennomsnittlige, årlige endringen i denne andelen vært på 0,35 prosentenheter.

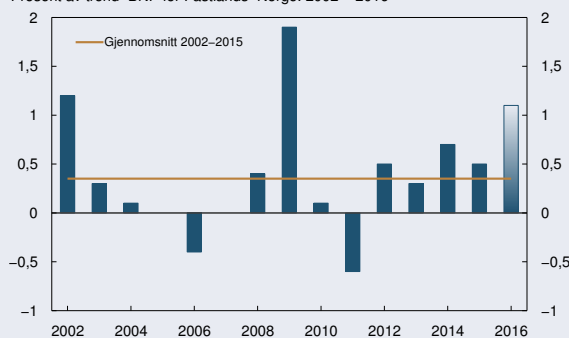
I det reviderte budsjettet ble det forutsatt at Norge ville motta 25 000 asylsøkere i år, ned fra 31 000 i fjor. Siden har Beregningsgruppen for utlendingsforvaltningen nedjustert anslaget til 10 000 søknader. Også dette anslaget fremstår nå som relativt høyt. Hittil i år har i overkant av 2 000 personer søkt om asyl i Norge. Fortsatt lav tilstrømming av asylsøkere kan bidra til at veksten i det offentlige utgifter i 2016 blir lavere enn lagt til grunn.

Figur 1.35 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og 4 prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2002 – 2019¹⁾



¹⁾ Anslag for 2016 – 2019 (stiplet og gradert).
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.36 Endring i strukturelt, oljekorrigeret underskudd. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. 2002 – 2016¹⁾



¹⁾ Anslag for 2016 (gradert).
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

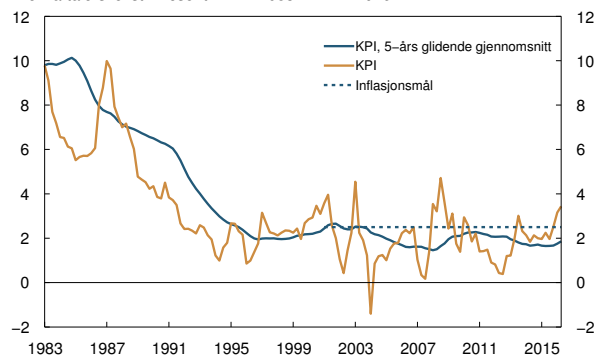
Bruken av oljepenger har steget forholdsvis raskt de siste årene. Vi legger til grunn at veksten i bruken av oljepenger vil avta fremover. Fra og med 2018 antas det som en beregningsteknisk forutsetning at den årlige endringen i det strukturelle underskuddet, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, vil være tilbake på det historiske gjennomsnittet på 0,35 prosentenheter. I 2017 kan endringen i denne andelen bli noe høyere enn dette, på 0,5 prosentenheter. Det skyldes utsikter til forholdsvis sterk utgiftsvekst samtidig som skattelettelsene som er gitt med virkning fra 2016, i hovedsak reduserer de bokførte inntektene først fra neste år.

Veksten i den offentlige etterspørselen anslås til 2,7 prosent i år og 2,6 prosent neste år, før den så avtar til 1,8 prosent i 2018 og 2019. Anslagene for de kommende årene er om lag uendret fra forrige rapport, men lavere vekst enn antatt i offentlige utgifter hittil år bidrar til at vekstanslaget for 2016 er noe nedjustert. I tråd med skattemeldingen og skatteforliket i Stortinget legger vi til grunn ytterligere skattelettelser fremover, men netto lettelser per år antas å bli lavere enn i budsjettet for 2016.

Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i 2016 utgjør 2,8 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året. De beregningstekniske forutsetningene som er beskrevet ovenfor, innebærer at underskuddet vil øke som andel av fondsverdien fremover. I 2019 anslås det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet beregningsteknisk til 3,5 prosent av fondsverdien.

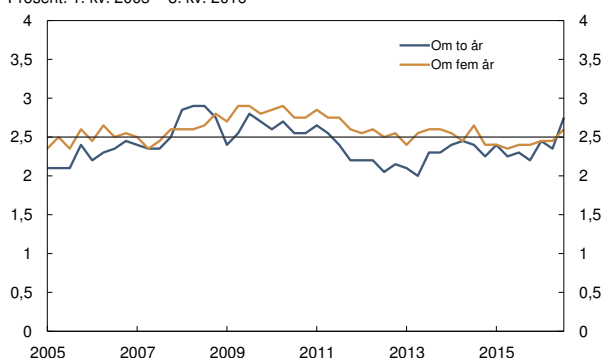
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

Figur 2.1 Konsumprisindeksen. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2016



1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademia.

Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 2.3 Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst. Annualisert. Prosent. Januar 2005 – februar 2017¹⁾



1) Rapportert vekst siste tre måneder (heltrukket) og forventet vekst i produksjon neste seks måneder (stiplet). Kilde: Norges Bank

Avveieringer i pengepolitikken

Pengepolitikken rettes inn mot å holde inflasjonen lav og stabil. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste 15 årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent. Det er nær inflasjonsmålet, se figur 2.1. Inflasjonsforventningene, slik de kommer til uttrykk i forventningsundersøkelser, har økt litt den siste tiden, men holder seg nær 2,5 prosent, se figur 2.2.

Styrringsrenten 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 forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. En robust pengepolitikk bør bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt fram i rentesettingen. Det vil kunne redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, kan det i noen tilfeller være riktig å føre en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

I kjølvannet av fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 har styrringsrenten blitt redusert flere ganger. En ekspansiv pengepolitikk har bidratt til å dempe nedgangen og til å lette omstillingene i norsk økonomi, blant annet gjennom å understøtte svekkelsen av kronkursen. Samtidig har rentene falt internasjonalt, og rentenivået som skal til for at pengepolitikken skal virke ekspansivt, har trolig avtatt, se utdyping på side 51.

Analysen i forrige rapport

Analysen i Pengepolitisk rapport 2/16 tilsa en prognose der styrringsrenten avtok til om lag ¼ prosent ved utgangen av 2016. Styrringsrenten ble anslått å øke til ¾ prosent mot slutten av prognoseperioden. Med en slik utvikling i styrringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville avta de nærmeste årene. Prisveksten i 2019 ble anslått til mellom 1,5 og 2 prosent. Kapasitetsutnyttningen var lavere enn normalt og var ventet å avta litt fram mot høsten 2017, for deretter å øke noe.

Prognosen for styringsrenten er noe høyere

Veksten i norsk økonomi har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport, og vekstutsiktene synes å være noe bedre enn lagt til grunn i juni. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i august om økt produksjonsvekst, og de venter at veksten vil tilta fremover, se figur 2.3. Den registrerte arbeidsledigheten har avtatt og vært lavere enn anslått. Forbrukertilliten har økt, og boligprisene har steget mer enn ventet. Det vil kunne understøtte veksten i privat forbruk og investeringer. På den andre siden har kronen styrket seg, og vekstutsiktene hos våre handelspartnere er noe svakere enn vi la til grunn i forrige rapport. Det vil kunne dempe eksporten. Forventede styringsrenter ute har falt litt, mens pengemarkedsrentene her hjemme har vært høyere enn vi forutsatte i juni. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er fremdeles lavere enn normalt, men ser ut til å være på et høyere nivå enn lagt til grunn i forrige rapport.

Prisveksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Gjennomslaget fra en svakere krone til konsumprisene kan ha vært sterkere enn lagt til grunn. Samtidig er det grunn til å tro at den uventet høye prisveksten de siste månedene i noen grad skyldes midlertidige forhold som vil bli reversert. Fremover kan prisveksten dempes etter hvert som effekten av kronesvekkelsen fases ut. Lav kostnadsvekst og lavere kapasitetsutnyttning enn normalt vil også kunne dempe veksten i konsumprisene.

En modellteknisk tolkning av ny informasjon siden forrige rapport er illustrert i rammen på side 30. Med en uendret bane for styringsrenten tilsier denne analysen at kapasitetsutnyttningen vil ligge høyere gjennom hele prognoseperioden enn lagt til grunn i forrige rapport. Ifølge analysen vil inflasjonen avta fra slutten av året, men holde seg høyere enn anslått i juni gjennom hele prognoseperioden.

I avveiiingene tas det hensyn til at lave renter kan bidra til at veksten i boligprisene holder seg oppe og øke sårbarheten i det finansielle systemet. Når styringsrenten er nær en nedre grense, øker usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det taler for å gå mer varsomt fram i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere

styringsrente. Se ramme på side 32 om avveiiingene i pengepolitikken.

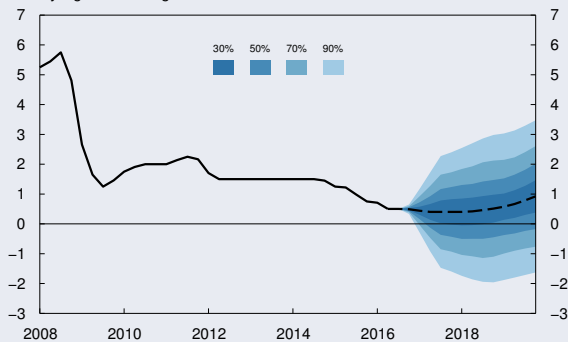
Analysene i denne rapporten innebærer en prognose der styringsrenten holder seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebærer prognosen at det er litt større sannsynlighet for at styringsrenten settes ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten anslås å øke til i underkant av 1 prosent mot slutten av prognoseperioden, se figur 2.4 a-d. Prognosen for styringsrenten er noe høyere enn i forrige rapport. I rammen på side 34 gis en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringer i renteprognozen.

Oppjusterte anslag for påslaget i pengemarkedet gjør at prognosene for pengemarkedsrenten løftes noe mer enn banen for styringsrenten, se figur 2.5. Vi forutsetter at bankene vil øke sine utlånsmarginer noe etter hvert som Nibor-påslaget avtar. Vi legger likevel til grunn at bankenes utlånsmarginer vil være lavere i årene som kommer enn forutsatt i forrige rapport. Det skyldes blant annet at risikopåslagene på bankenes nye langsiktige markedsfinansiering har avtatt og at vi legger til grunn at disse påslagene blir liggende på dagens nivå ut prognoseperioden. I tillegg har vi gjort en ny vurdering av nivået på utlånsmarginene på lengre sikt. Anslagene for utlånsrentene er dermed mindre oppjustert enn økningen i rentebanen og pengemarkedspåslagene isolert sett skulle tilsi.

Høyere prisvekst og kapasitetsutnyttning

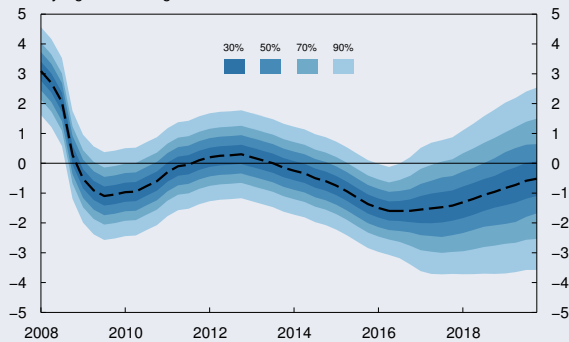
Analysene tilsier at inflasjonen avtar fra slutten av året, men holder seg høyere enn tidligere anslått gjennom hele prognoseperioden. Etter hvert som effekten av kronesvekkelsen fases ut og kronen gradvis styrker seg, vil prisveksten trolig dempes. En noe sterkere krone enn lagt til grunn i juni kan isolert sett bidra til at prisveksten avtar litt raskere enn tidligere ventet. Utsikter til høyere kapasitetsutnyttning og høyere nominell lønnsvekst de kommende årene tilsier en høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester enn anslått i forrige rapport. Samlet venter vi at veksten i konsumprisene justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) vil være mellom 3 og 3,5 prosent i andre halvår i år. Deretter anslår vi at prisveksten gradvis vil avta til i underkant av 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Figur 2.4a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019²⁾



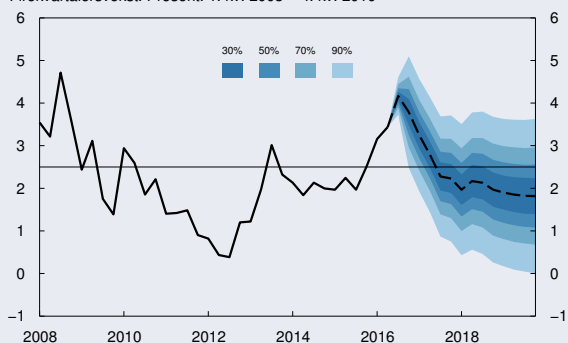
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019



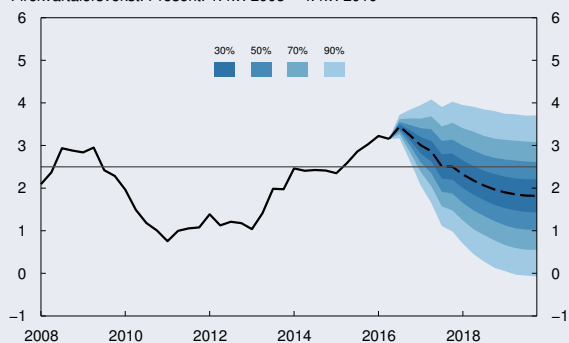
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019¹⁾



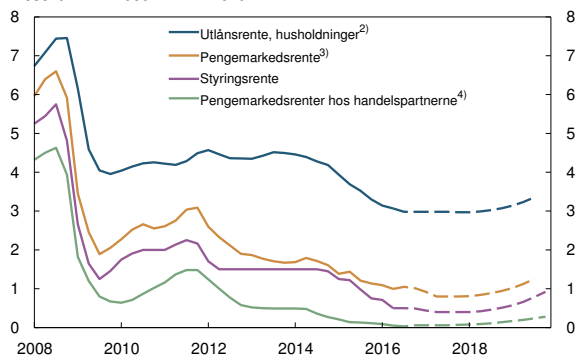
1) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.4d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.5 Renter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019¹⁾



1) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger.
3) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet.
4) Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien er lavere enn normalt, men vurderes å være høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Den nærmeste tiden venter vi at den blir værende på dagens nivå, før den øker gradvis de neste årene. Kapasitetsutnyttningen anslås å holde seg høyere enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Selv om produktivtetsveksten har økt og vært høyere enn ventet, legger vi til grunn at veksten i trendproduktiviteten fortsatt vil være lav de nærmeste årene, se utdyping på side 52 i Pengepolitisk rapport 2/16.

Litt høyere vekst og lavere arbeidsledighet

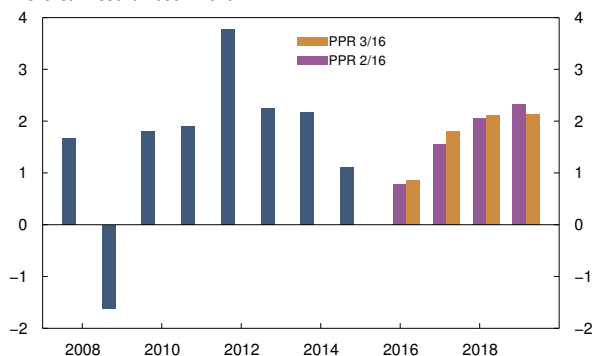
Selv om veksten har tatt seg opp de siste kvartalene, ser det ut til at årsveksten i BNP for Fastlands-Norge blir litt lavere i år enn i fjor, se figur 2.6. De kommende årene anslår vi at veksten tar seg opp. Det må ses i lys av et gradvis mindre negativt bidrag fra petroleumsinvesteringene, se figur 2.7, og at disse etter hvert øker igjen. Over tid vil også ringvirkningene av en lavere oljepris avta. Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås å tilta gradvis gjennom prognoseperioden, og vi venter at veksten de første årene vil være noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Vi anslår at den registrerte arbeidsledigheten vil holde seg på dagens nivå den nærmeste tiden og venter ikke lenger at den vil øke. Utover i prognoseperioden anslår vi en svært gradvis nedgang i arbeidsledigheten. Anslagene er lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.8. Også målt ved AKU anslås ledigheten å avta de kommende årene. I lys av at avviket mellom AKU- og NAV-ledigheten har vært såpass stort over så lang tid, kan det være grunn til å tro at det store avviket vil vare ved noe lenger enn vi tidligere har lagt til grunn. AKU-ledigheten ventes derfor å avta litt saktere enn anslått i forrige rapport. Etter en periode med svak utvikling venter vi at sysselsettingen vil ta seg opp og at veksten de nærmeste årene blir noe høyere enn lagt til grunn i juni. Veksten i arbeidsstyrken anslås å avta fra i fjor til i år, for så å øke gradvis de neste årene. Lavere tilstrømning av asylsøkere vil etter hvert bidra til litt lavere vekst i befolkningen enn tidligere anslått. Dermed er det også utsikter til at arbeidsstyrken vil vokse noe mindre mot slutten av prognoseperioden enn tidligere lagt til grunn.

Høyere lønnsvekst de neste årene

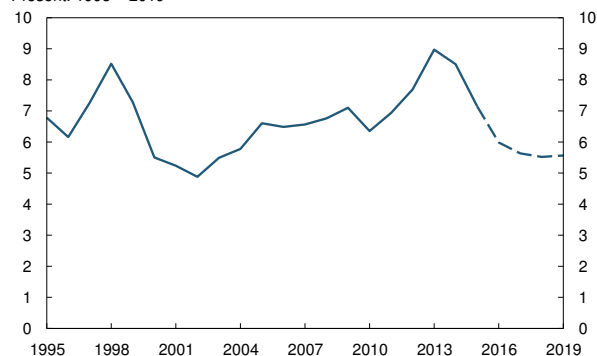
Bytteforholdet overfor utlandet har falt i takt med fallet i oljeprisen. Fra første til andre kvartal i år økte bytteforholdet litt, men det er fortsatt lavt sammenliknet med nivået det siste tiåret, se figur 2.9. I takt med nedgangen i petroleumsindustrien har lønnsveksten avtatt de siste årene, både i denne næringen og i norsk økonomi for øvrig. Som i forrige rapport venter vi at lønnsveksten i år blir lavere enn i fjor. De kommende årene anslår vi en gradvis oppgang i lønnsveksten etter hvert som den økonomiske veksten og kapasitetsutnyttningen tar seg opp, se figur 2.10. For årene 2017 til 2019 er anslagene for den

Figur 2.6 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2019¹⁾



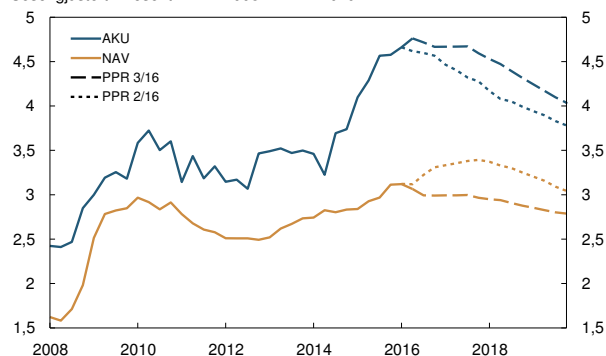
1) Anslag for 2016 – 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Petroleumsinvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1995 – 2019¹⁾



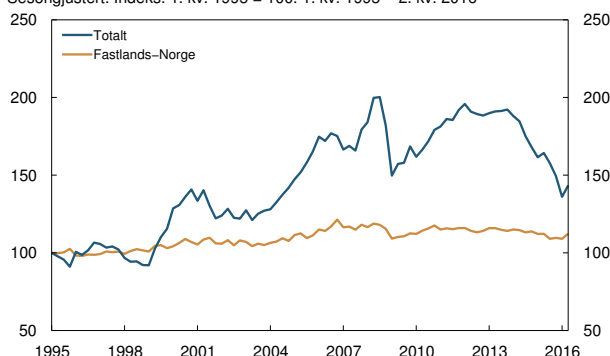
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.8 Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV²⁾. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

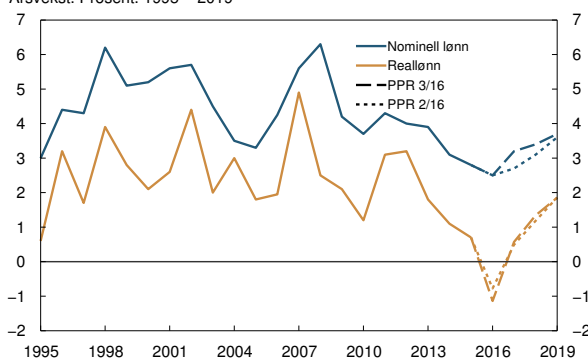
Figur 2.9 Bytteforhold overfor utlandet.
Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 1995 = 100. 1. kv. 1995 – 2. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

nominelle lønnsveksten høyere enn tidligere lagt til grunn. Det må ses i lys av utsikter til høyere kapasitetsutnyttning og høyere prisvekst enn anslått i forrige rapport. Som følge av høyere vekst i konsumprisene innebærer anslagene likevel en svakere reallønnsutvikling for inneværende år enn vi forutsatte i juni. God lønnsomhet i bedriftene, blant annet som følge av høyere prisvekst og høyere produktivitetsvekst, innebærer at lønnskostnadsandelen i løpet av 2016 nærmer seg et normalt nivå, se figur 2.11. Det kan gi grunnlag for en litt høyere reallønnsvekst de kommende årene.

Figur 2.10 Lønn.
Årsvekst. Prosent. 1995 – 2019¹⁾



1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

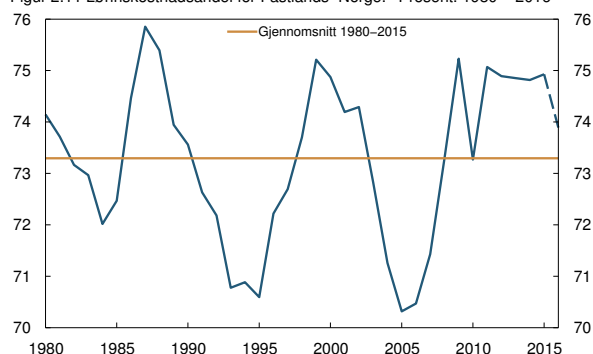
Noe sterkere krone enn tidligere lagt til grunn

Kronen har styrket seg siden forrige rapport og er noe sterkere enn vi ventet i juni. Det må blant annet ses i lys av en høyere rentedifferanse mot utlandet. Utover i prognoseperioden venter vi at kronen vil styrke seg noe i takt med en bedre utvikling i norsk økonomi og en gradvis oppgang i oljeprisen. Vi venter at kronen holder seg noe sterkere gjennom hele prognoseperioden enn vi ventet i juni, se figur 2.12. Det skyldes blant annet utsikter til en høyere rentedifferanse mot utlandet.

Stabil konsumvekst og fortsatt høy sparing

Vi anslår at veksten i husholdningenes konsum vil holde seg stabil og på linje med veksten i fjor gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.13. Den høye prisveksten i år bidrar til at husholdningenes realinntekter blir lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Sammen med utsikter til en litt høyere rente enn tidligere lagt til grunn, kan det tale for en noe svakere utvikling i husholdningenes etterspørsel. På den andre siden kan bedret forbrukertillit og bedre utsikter for norsk økonomi tilsa en noe høyere vekst i det private forbruket. For en del husholdninger vil også den høye boligprisveksten kunne gi rom for økt konsum. Samlet legger vi til grunn at husholdningene reduserer sin sparing fra i fjor til i år for å kunne opprettholde veksten i forbruket. Anslaget for spareraten er lavere enn i forrige rapport, men tilsier likevel at sparingen vil være høy i et historisk perspektiv, se figur 2.14.

Figur 2.11 Lønnskostnadsandel for Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. 1980 – 2016²⁾



1) Lønnskostnader som andel av faktorinntekten.
2) Anslag for 2016 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere vekst i investeringene

Vi anslår at foretaksinvesteringene vil øke fra i fjor til år, se figur 2.15. Etter flere år med svak utvikling er investeringene på et relativt lavt nivå, noe som kan tilsa høyere vekst investeringene de kommende årene.

Ledig kapasitet i bedriftene virker trolig dempende, mens lave renter og bedret lønnsomhet trekker i motsatt retning. Bedrede utsikter for norsk økonomi kan bidra til at investeringsveksten tar seg raskere opp enn tidligere anslått. Anslagene for foretaksinvesteringene er høyere enn i forrige rapport.

Vi venter en klar oppgang i boliginvesteringene fra fjor til i år. Høy vekst i boligprisene vil trolig føre til at boliginvesteringene vokser mer enn tidligere anslått. Etter god vekst i år anslår vi at veksten i boliginvesteringene gradvis avtar, men som andel av BNP for Fastlands-Norge venter vi at boliginvesteringene vil holde seg høye også de neste årene, se figur 2.16. Anslagene for veksten i boliginvesteringene er noe høyere enn i juni gjennom hele prognoseperioden.

Litt lavere vekst i eksporten

Eksporten fra Fastlands-Norge har tatt seg opp de siste årene, blant annet som følge av at den kostnadsmessige konkurransevnen er bedret, se figur 2.17. Vi venter at eksporten fra Fastlands-Norge utenom eksport fra petroleumsrettet leverandørindustri vil være på om lag samme nivå i år som i fjor. For årene 2017 til 2019 anslår vi at eksporten fra Fastlands-Norge utenom eksport fra oljeleverandørene igjen vil øke. Noe svakere vekst blant våre handelspartnere og utsikter til en litt sterkere krone bidrar likevel til å dempe eksportveksten.

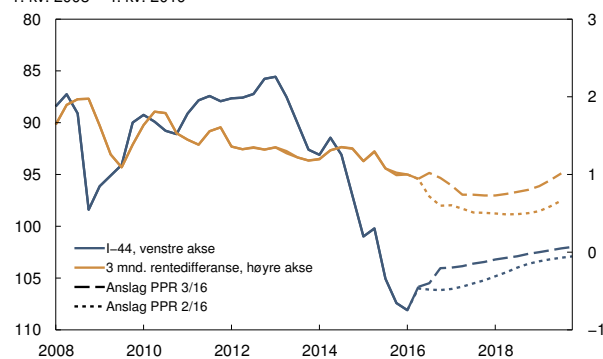
I lys av nedgangen i den globale petroleumsindustrien anslår vi at eksporten fra oljeleverandørene vil falle betydelig i år og fortsette å falle neste år. Deretter venter vi at eksporten fra oljeleverandørene igjen vil øke noe.

Samlet anslår vi at eksporten fra Fastlands-Norge vil falle markert fra i fjor til i år, for så å vokse moderat de kommende årene, se figur 2.18. Anslagene innebærer at eksporten holder seg lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. I prognosene er det tatt høyde for at en del av utgiftene til asylsøkere blir ført som eksport i nasjonalregnskapet.

Høyere anslag for boligpriser og gjeld

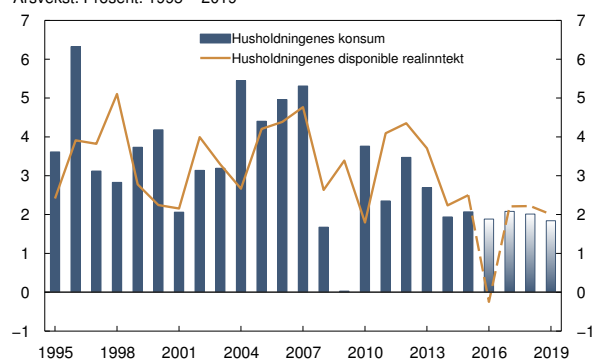
Anslagene for veksten i boligpriser og husholdningenes gjeld er høyere enn i forrige rapport. Se kapittel 3 for en nærmere beskrivelse.

Figur 2.12 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere²⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)³⁾, 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019⁴⁾



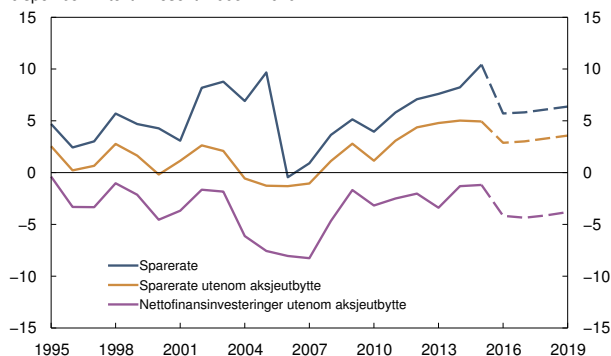
1) Styrringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet.
2) Terminrenter for handelspartnere per 16. september 2016.
3) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs.
4) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.13 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾, årsvekst. Prosent. 1995 – 2019³⁾



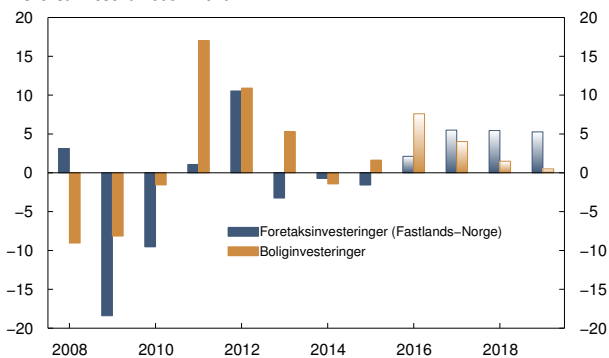
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum.
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI.
3) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet og gradert).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.14 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2019¹⁾



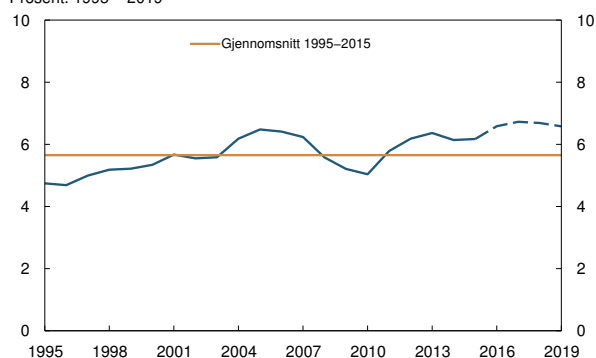
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 Private investeringer.
Årsvekst. Prosent. 2008 – 2019¹⁾



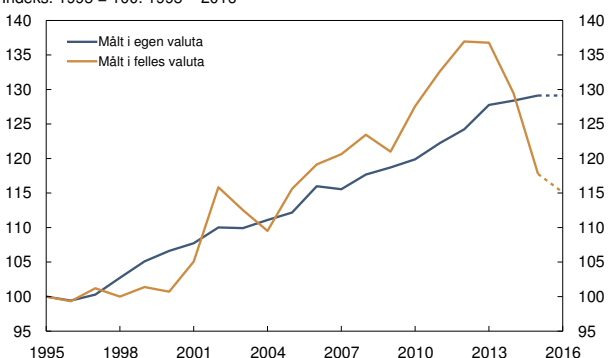
1) Anslag for 2016 – 2019 (gradert).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.16 Boliginvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge.
Prosent. 1995 – 2019¹⁾



1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 Norske lønnskostnader relativt til handelspartnernes lønnskostnader.¹⁾
Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2016²⁾



1) Timelønnskostnader i industrien.
2) Anslag for 2016 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Prognosene er usikre

Anslagene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Prognosene er usikre. Blir utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Dersom de økonomiske utsiktene endres eller dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg å være annerledes enn vi har lagt til grunn, kan renteprognosen justeres. Virkningen av pengepolitikken er spesielt usikker når styringsrenten er nær en nedre grense.

Usikkerheten i våre anslag illustreres med usikkerhetsvifter, se figur 2.4 a-d. Viftene er basert på historiske erfaringer og vårt modellapparat. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for styringsrenten.

Siden forrige rapport har konsumprisene steget mer enn ventet. Konsumprisveksten varierer gjerne mye gjennom sommermånedene, og en brå endring i prisveksten fra en måned til den neste har ofte blitt etterfulgt av en stor bevegelse i motsatt retning. Utfallsrommet for prisveksten den nærmeste tiden synes å være større enn vanlig. Vi kan ikke utelukke at prisene øker mer eller at prisveksten holder seg oppe lenger enn det vi nå anslår. Det vil kunne skje dersom høyere prisvekst i innværende år fører til høyere lønnsvekst neste år enn det vi nå legger til grunn. På den andre siden vil prisveksten kunne avta mer enn det vi nå ser for oss dersom lønnsveksten blir lavere enn vi legger til grunn i denne rapporten. Det vil for eksempel kunne skje dersom lønnsveksten holdes nede ut fra hensynet til kostnadmessig konkurransevne.

Avviket mellom registrert arbeidsledighet og ledigheten målt ved AKU har økt videre siden forrige rapport. Det bidrar til økt usikkerhet i vurderingen av kapasitetsutnyttningen fordi de to ledighetsmålene gir ulike indikasjoner på hvor mye ledige ressurser det er i økonomien. Utviklingen i registrert ledighet indikerer at kapasitetsutnyttningen er høyere enn det vi nå anslår, mens ledigheten målt ved AKU tilsier at den er lavere.

Resultatet av folkeavstemningen i Storbritannia om videre EU-medlemskap har økt usikkerheten om

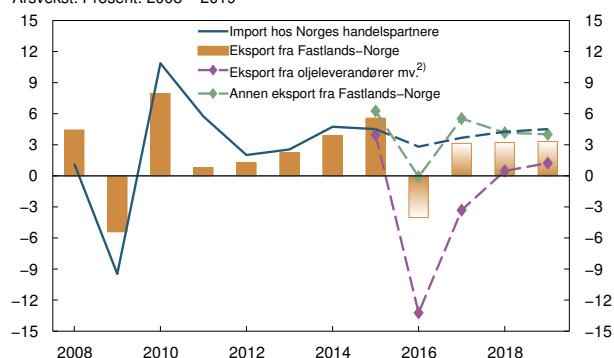
utviklingen fremover hos våre handelspartnere. De nærmeste årene er det særlig usikkert hvordan britiske foretak og husholdninger vil reagere på at landets fremtidige tilknytning til EU er uavklart. Utfallsrommet er stort, og det kan verken utelukkes at veksten i Storbritannia avtar mer enn vi nå anslår eller at den blir klart sterkere. I enkelte europeiske land kan vekstutsiktene forverres ytterligere dersom en eventuell nedskrivning av misligholdte lån i banksektoren fører til uro i finansmarkedene. I Kina er det høye gjeldsnivåer og stor overkapasitet i deler av industrien. Fall i investeringene i Kina gjennom sommeren har igjen bidratt til usikkerhet om vekstevnen fremover.

Kryssjekker på renteprognozen

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på renteprognozen. De beregnede terminrentene har økt noe siden forrige rapport, særlig i første del av prognoseperioden. Disse rentene ligger nær vår prognose for pengemarkedsrentene i denne rapporten gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.19.

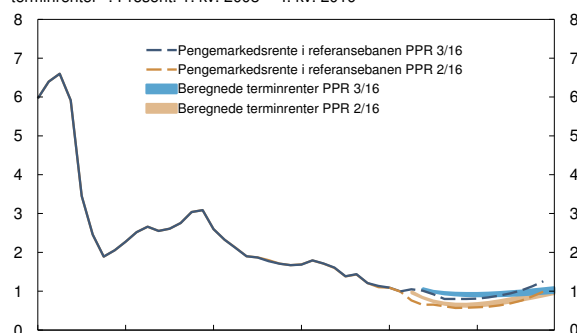
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, er også en kryssjekk på renten i referansebanen. Figur 2.20 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP-veksten i Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i modellen er estimert på historiske data fra og med 1999 og fram til i dag. I fremskrivingene benyttes anslagene for de aktuelle størrelsene fram til og med fjerde kvartal i år. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger i den nedre delen av intervallet.

Figur 2.18 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2019¹⁾



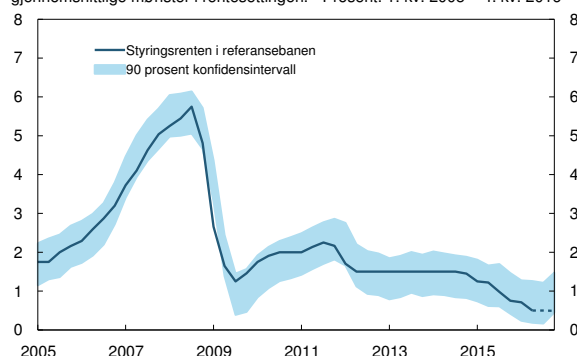
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet og gradert).
2) Våre- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.19 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019



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 oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 6. – 17. juni 2016 og 5. – 16. september 2016.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2016²⁾



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

MODELLTEKNISK TOLKNING AV NY INFORMASJON

I pengepolitikken reagerer vi på endringer i de økonomiske utsiktene, eller dersom sammenhenger mellom rentenivå, inflasjon og realøkonomi viser seg å være annerledes enn tidligere lagt til grunn. Dersom utviklingen i økonomien blir om lag som vi ser for oss, kan husholdninger og bedrifter regne med at styringsrenten blir satt om lag som anslått i rentebanen. Endres de økonomiske utsiktene eller vår forståelse av økonomien, vil pengepolitikken tilpasses.

Figur 2.21 a-c viser resultatene fra en teknisk modell-analyse der vi oppdaterer vår makroøkonomiske modell NEMO med ny informasjon og nye anslag for

den økonomiske utviklingen,¹ men hvor rentebanen holdes uendret fra Pengepolitisk rapport 2/16.²

Ifølge den modelltekniske analysen vil kapasitetsutnyttningen være høyere enn lagt til grunn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.21 b. Den registrerte arbeidsledigheten har vært lavere enn ventet, og vi anslår nå at kapasitetsutnyttningen er høyere enn vi la til grunn i juni. Utsikter til noe høyere vekst i etterspørselen enn anslått i forrige rapport bidrar til å løfte kapasitetsutnyttningen.

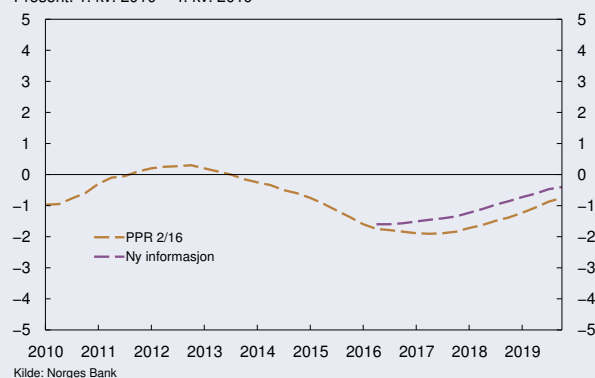
- 1 For eksogene variabler har vi lagt inn anslag for hele prognoseperioden (blant annet vekst ute, inflasjon ute, styringsrenter ute, oljeinvesteringer og finanspolitikk). For endogene størrelser har vi lagt inn anslag fram til og med fjerde kvartal 2016. Se omtale av anslag for utviklingen den nærmeste tiden i kapittel 1.
- 2 For å sørge for at rentebanen i denne modellanalysen er uendret fra rentebanen i forrige rapport har vi utsatt modellen for et sett med pengepolitikksjokk.

Figur 2.21a Styringsrenten i referansebanen PPR 2/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019¹⁾



1) Anslag for 2. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 2.21b Anslag på produksjonsgapet. PPR 2/16 og med ny informasjon, men betinget på styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019

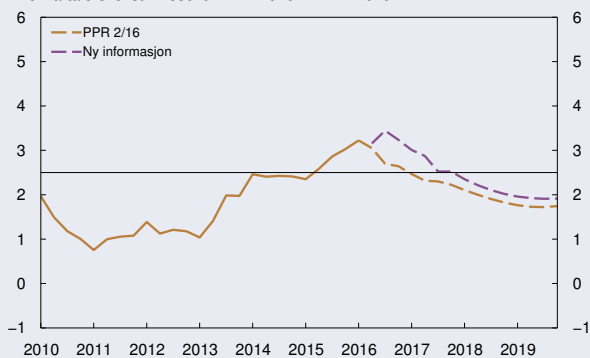


Kilde: Norges Bank

Med en uendret bane for styringsrenten tilsier ny informasjon at inflasjonen vil avta fra slutten av året, men holde seg høyere enn anslått i juni gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.21 c. Det skyldes at prisveksten de siste månedene har vært høyere enn anslått, samt at vi ser for oss en høyere lønnsvekst neste år enn vi la til grunn i forrige rapport.

Modellanalysen tar ikke hensyn til hvordan risikoen for oppbygging av finansielle ubalanser kan påvirke utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. I tillegg er det usikkerhet om virkningen av pengepolitikken, spesielt når styringsrenten er nær en nedre grense. Disse forholdene tas det hensyn til i den samlede skjønnsutøvelsen i pengepolitikken.

Figur 2.21c KPI-JAE¹⁾, PPR 2/16 og med ny informasjon, men betinget på styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/16. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

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

1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

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

3. **Pengepolitikken er robust:**

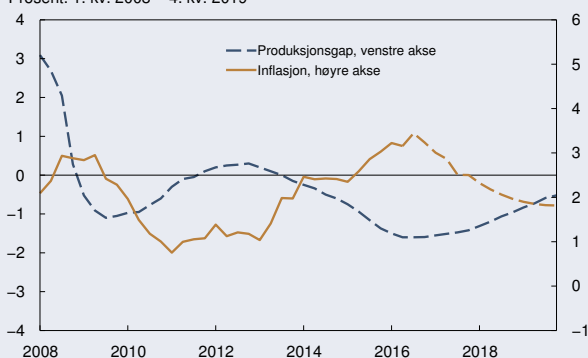
Rentebanen bør ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Oppbygging av finansielle ubalanser kan øke faren for brå skift i etterspørselen fram i tid. En robust pengepolitikk bør derfor bidra til å motvirke opp-

bygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt fram i rentesettingen. Det vil kunne redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller der tilliten til det nominelle ankeret er i fare, kan det i noen tilfeller være riktig å føre en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

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

Analysene i denne rapporten innebærer en prognose der styringsrenten holder seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebærer prognosen at det er litt større sannsynlighet for at styringsrenten settes ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten anslås å øke til i underkant av 1 prosent mot slutten av prognoseperioden. Prognosene indikerer at inflasjonen avtar de nærmeste årene, se figur 2.22. Prisveksten

Figur 2.22 Inflasjon¹⁾ og anslag på produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Firekvartalersvekst.
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

anslås til i underkant av 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å holde seg på dagens nivå den nærmeste tiden, for så å øke gradvis de neste årene.

Analysene i denne rapporten tilsier at prisveksten lenger fram i tid vil være lavere enn 2,5 prosent. Den siste tiden har prisveksten vært uventet høy. Vi er usikre på prisutviklingen den nærmeste tiden, og utfallsrommet synes å være større enn vanlig. Det er utsikter til høyere kapasitetsutnyttning enn lagt til grunn i juni, men anslagene tilsier fremdeles at kapasitetsutnyttningen vil forbli lavere enn et normalt nivå gjennom hele prognoseperioden. Den lave kapasitetsutnyttningen må ses i lys av fallet i oljeprisen siden sommeren 2014. Nedgangen i oljesektoren skaper ringvirkninger til økonomien for øvrig. Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingene i økonomien, men det vil ta tid før virkningene av oljeprisfallet fases ut og aktiviteten og kostnadsveksten normaliseres.

Prognosen for styringsrenten ligger noe høyere enn den ville gjort dersom pengepolitikken ikke hadde søkt å ta hensyn til faren for oppbygging av finansielle ubalanser. Lave renter kan øke sårbarheten i det

finansielle systemet. Høy boligprisvekst kan føre til økt gjeldsopptak i husholdningene og gjøre husholdningene mer sårbare. Det øker faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid, se utdyping på side 60. Ved å sette styringsrenten litt høyere enn den ellers ville vært, kan pengepolitikken søke å dempe oppbygging av finansielle ubalanser, se utdyping på side 54. Det kan bidra til større stabilitet i økonomien over tid.

Når styringsrenten er nær en nedre grense, øker usikkerheten om virkningene av pengepolitikken. Det er usikkert hvor stort gjennomslag endringer i styringsrenten vil få på bankenes innskudds- og utlånsrenter. Husholdninger og bedrifter kan reagere annerledes på renteendringer når rentenivået er svært lavt enn det de ville gjort ved et mer normalt rentenivå. Svært lave renter kan gi tilpasninger det er vanskelig å forutse og føre til større svingninger i finansmarkedene. Pengepolitikken kan få utilsiktede følger. Når usikkerheten om virkningen av pengepolitikken øker, kan det være riktig å reagere noe mindre på ny informasjon enn i en mer normal situasjon.

ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 2/16

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er noe høyere enn i Pengepolitisk rapport 2/16, se figur 2.23. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se ramme på side 32, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.24 illustrerer hvilke faktorer som har bidratt til endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport.

Det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene våre og virkningen på rentebanen. Lave renter kan øke sårbarheten i det finansielle systemet. Når styringsrenten er nær en nedre grense, øker usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det taler for å gå mer varsomt fram i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente.

For handelspartnerne sett under ett har forventede styringsrenter noen år fram i tid falt litt siden forrige rapport. Det bidrar isolert sett til en sterkere krone og dermed til lavere prisvekst og aktivitet her hjemme. Forventninger om lavere styringsrenter ute

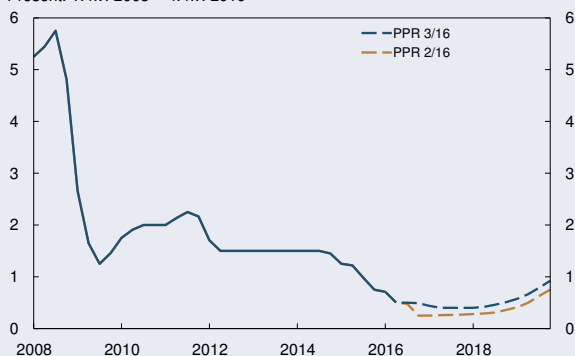
mot slutten av prognosehorisonten tilsier derfor at også renten her hjemme holdes lav i en lengre periode, se røde søyler.

Det er utsikter til at importveksten hos våre handelspartnere vil bli noe lavere i årene som kommer enn lagt til grunn i juni. Lavere vekst ute vil kunne dempe veksten også her hjemme, blant annet gjennom lavere eksport. Det trekker i retning av en litt lavere bane for styringsrenten, se lyseblå søyler.

Kronen har styrket seg siden juni og er nå litt sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport. Kursutviklingen har vært noe sterkere enn utviklingen i rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi. Det er utsikter til at kronen også fremover vil utvikle seg litt sterkere enn tidligere lagt til grunn. En sterkere krone bidrar isolert sett til lavere prisvekst og til å dempe aktiviteten i norsk økonomi. Det trekker i retning av en lavere bane for styringsrenten, se grønne søyler.

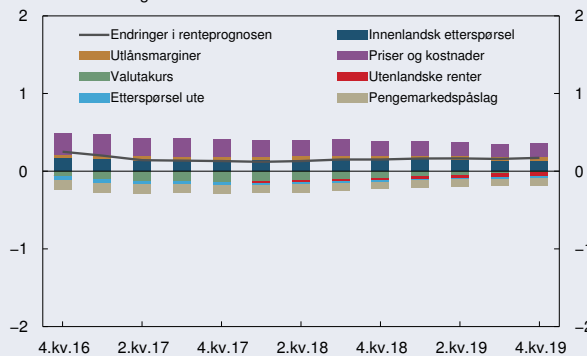
Veksten i norsk økonomi har vært litt høyere enn ventet, og vekstutsiktene er noe bedre enn tidligere lagt til grunn. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i august om økt produksjonsvekst, og de venter at veksten vil tilta fremover. Økt forbrukertillit og høyere boligprisvekst vil kunne bidra til høyere privat etterspørsel. Den registrerte arbeidsledigheten har vært lavere enn ventet, og kapasitetsutnyttningen vurderes

Figur 2.23 Styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019¹⁾



1) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet). Kilde: Norges Bank

Figur 2.24 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/16. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

nå å være høyere enn tidligere lagt til grunn. Utsikter til noe sterkere etterspørsel trekker i retning av en høyere bane for styringsrenten, se mørkeblå søyler.

Konsumprisene har økt mer enn anslått i juni, og gjennomslaget fra en svakere krone kan ha vært sterkere enn tidligere lagt til grunn. Høyere prisvekst kan tilsi at også lønningene vil stige mer neste år. Høyere vekst i priser og kostnader trekker rentebanen opp, se lilla søyler.

Påslaget i det norske pengemarkedet har økt og vært høyere enn ventet. Vi venter at påslaget også fremover vil holde seg høyere enn tidligere lagt til grunn. Det trekker i retning av en lavere styringsrente fordi et høyere påslag, alt annet likt, betyr en høyere pengemarkedsrente, se beige søyler.

Bankenes utlåsmarginer, forskjellen mellom bankenes utlånsrenter og pengemarkedsrenten, har avtatt og er lavere enn lagt til grunn i juni. Det skyldes at påslagene i det norske pengemarkedet har vært høyere enn ventet mens bankenes utlånsrenter ser ut til å ha endret seg lite. Vi legger til grunn at bankenes utlåsmarginer vil holde seg lavere enn tidligere forutsatt også i årene som kommer, blant annet fordi risikopåslagene på bankenes nye langsiktige markedsfinansiering har falt. Det trekker i retning av en litt høyere bane for styringsrenten, se oransje søyler.

Anslag på makroøkonomiske størrelser vises i tabell 1.

TABELL 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/16. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/16 i parentes

	2016	2017	2018	2019
KPI	3,6 (0,3)	2,6 (0,4)	2,1 (0,2)	1,8 (0,1)
KPI-JAE ¹	3,3 (0,4)	2,7 (0,4)	2,1 (0,1)	1,8 (0,1)
Årslønn ²	2,5 (0)	3,2 (0,5)	3,4 (0,3)	3,7 (0,1)
BNP Fastlands-Norge	0,9 (0,1)	1,8 (0,2)	2,1 (0)	2,1 (-0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³	-1,6 (0,1)	-1,5 (0,4)	-1,1 (0,5)	-0,7 (0,3)
Sysselsetting, personer (KNR)	-0,3 (-0,5)	0,8 (0,4)	1,1 (0,3)	0,9 (-0,2)
AKU-ledighet (rate, nivå)	4,7 (0,1)	4,7 (0,3)	4,4 (0,3)	4,1 (0,2)
Registrert ledighet (rate, nivå)	3,0 (-0,2)	3,0 (-0,4)	2,9 (-0,4)	2,8 (-0,3)
Nivå				
Styringsrente ⁴	0,6 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,7 (0,1)
Importveid valutakurs (I-44) ⁵	105,9 (-0,7)	103,7 (-2,0)	103,0 (-1,2)	102,2 (-0,9)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁶	0,1 (0)	0,1 (0)	0,1 (0)	0,2 (-0,1)

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 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

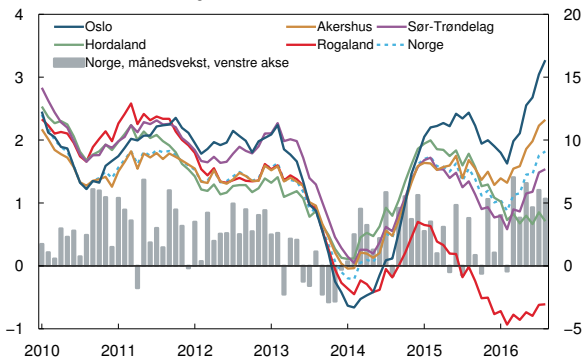
5 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import.

6 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper.

Kilde: Norges Bank

3 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Figur 3.1 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst.¹⁾ Prosent. Januar 2010 – august 2016



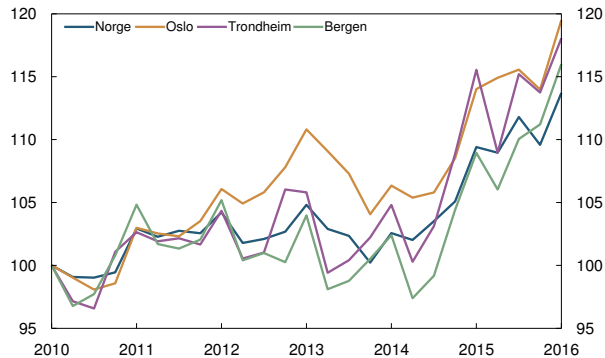
1) Tolv månedersvekst i fylker. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst i Norge. Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Vedvarende oppgang i husholdningenes gjeld og sterk prisvekst på eiendom de siste årene er tegn på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. Den samlede kreditten til husholdninger og foretak har lenge steget raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Samlet kredittvekst har avtatt gradvis det siste året, men lavere vekst i norsk økonomi har ført til at forholdstallet mellom kreditt og BNP likevel har økt noe. Forholdet mellom kreditt og BNP har vokst mindre enn beregnede langsiktige trender. Boligpriser i forhold til inntekt og reelle næringseiendomspriser har steget kraftig i det siste, og raskere enn beregnede trender. Indikatorer for finansielle ubalanser er nærmere beskrevet i ramme på side 42.

Høy vekst i eiendomsprisene

De siste seks månedene har veksten i boligprisene skutt fart og er vesentlig høyere enn veksten i husholdningenes disponible inntekter. Det er særlig høy prisvekst i Oslo og områdene rundt, se figur 3.1. De siste månedene har prisveksten også tatt seg opp flere andre steder i landet. I Rogaland er boligprisene lavere enn for ett år siden.

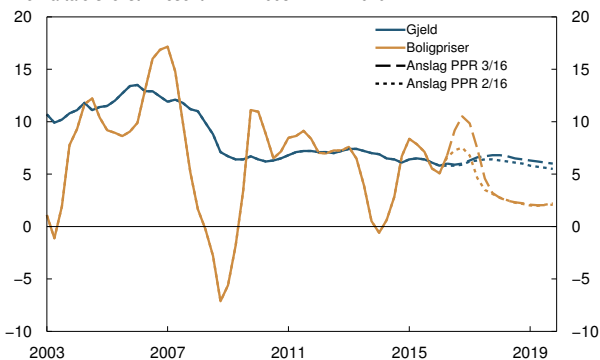
Figur 3.2 Boligpriser som andel av leiepriser. Indeks. 1. kv. 2010 = 100. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2016



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Antallet omsatte bruktboliger har avtatt noe det siste året. Samtidig har beholdningen av bruktboliger til salgs falt. I Oslo var det halvparten så mange bruktboliger til salgs i august i år sammenliknet med for ett år siden. I Rogaland er beholdningen av boliger til salgs høy.

Figur 3.3 Husholdningenes gjeld¹⁾ og boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2019²⁾



1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2.
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Leieprisene har ikke økt like mye som boligprisene de siste to årene, se figur 3.2. I Oslo har det vært vekst i leieprisene, mens leieprisene har vært stabile eller avtatt i andre byer. Forholdstallet mellom boligpriser og leiepriser har økt, og utviklet seg nokså likt i de ulike byene.

Veksten i boligprisene har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Veksten anslås å holde seg høy de nærmeste månedene for deretter å avta, se figur 3.3. Anslaget er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Moderat inntektsvekst bidrar isolert sett til å dempe veksten i boligprisene fremover, mens lave utlånsrenter bidrar til å holde veksten oppe.

I det siste har boligbyggingen tatt seg opp, se kapittel 1. Det kan på sikt dempe boligprisveksten. Nyboligsalget har steget betydelig de siste årene, særlig i

Oslo og områdene rundt, se figur 3.4. I Oslo har veksten i antall husholdninger vært høyere enn veksten i antall boliger de siste årene. Statistikk for igangsetting av boliger og tall for nyboligsalget tyder på at boligbyggingen nå er mer på linje med veksten i antall husholdninger.

Det er også sterk prisvekst i deler av næringsseiendoms-markedet. Veksten i anslått salgpris på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo har vært høy de siste årene, se figur 3.5. Veksten i salgprisene er blitt drevet av lavere avkastningskrav, mens leieprisene har vært nokså stabile.

Stabil vekst i husholdningenes gjeld

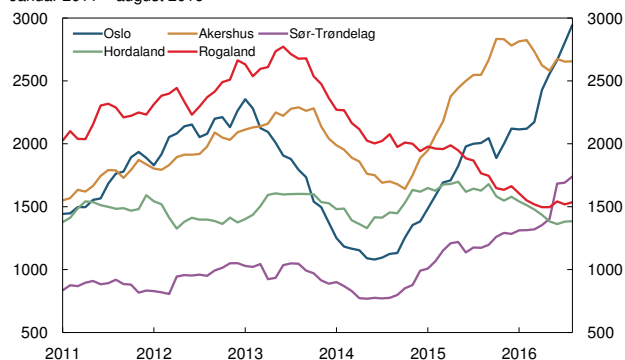
Husholdningenes gjeldsvekst har vært nokså stabil det siste halvåret, og veksten har vært som anslått i forrige rapport. Anslaget for kredittveksten er noe høyere enn i forrige rapport, i hovedsak som følge av høyere enn i forrige rapport, i hovedsak som følge av høyere boligprisvekst, se figur 3.3.

Gjeldsbelastningen i husholdningene har steget det siste året og anslås å stige videre fremover, se figur 3.6. En lav utlånsrente vil føre til at rentebelastningen holder seg lav de neste årene. De fleste husholdninger betaler avdrag på gjelden sin. Andelen av husholdningenes inntekter som går til å betjene gjeld, anslås å stige videre. Det gjør husholdningene mer utsatte ved inntektsbortfall, brå skift i utlånsrentene eller fall i boligprisene, som kan gi store innstramminger i forbruket.

Dersom den høye boligprisveksten vedvarer, kan gjeldsopptaket i husholdningene øke ytterligere. Økt sårbarhet i husholdningssektoren øker faren for en brå nedgang i etterspørselen og utlånstap i bankene fram i tid. Empiriske studier viser at nedgangstider som følger etter perioder med sterk oppgang i gjelden, er kjennetegnet ved et betydelig fall i forbruket, se utdyping på side 60.

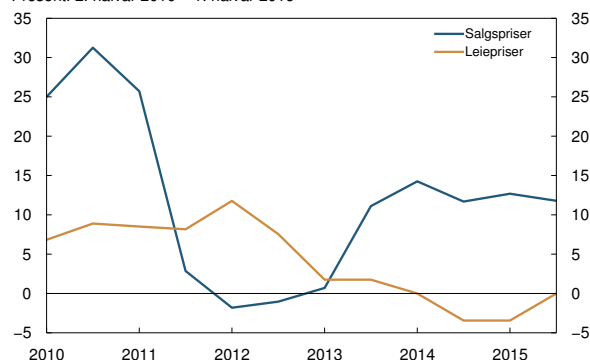
I juni 2015 ble forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig (boliglånsforskriften) innført, se tabell 3.1. Ifølge Finanstilsynets boliglånsundersøkelse gikk andelen innvilgede nedbetalingslån som bryter med de ulike kravene i boliglånsforskriften, litt ned fra 2014 til 2015. Norges Banks utlånsundersøkelse viser at innstramminger i bankenes kredittpraksis overfor husholdninger falt sammen med innføringen av boliglånsforskriften

Figur 3.4 Salg av nye boliger.¹⁾ Antall solgte nye boliger siste tolv måneder. Januar 2011 – august 2016



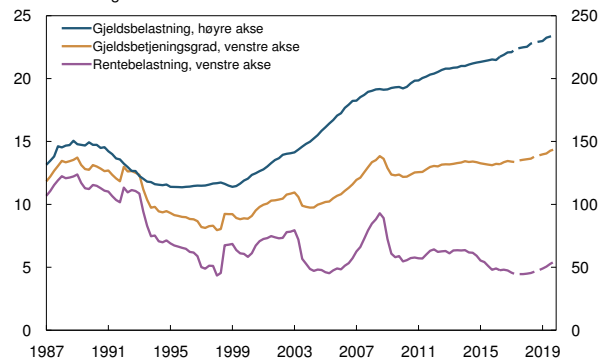
¹⁾ Statistikken er basert på salg rapportert fra medlemmer i Boligprodusentenes Forening. Kilder: Boligprodusentenes Forening og Prognosecenteret

Figur 3.5 Salgs- og leiepriser på næringsseiendom.¹⁾ Årsvekst basert på halvårstall. Prosent. 2. halvår 2010 – 1. halvår 2016



¹⁾ Kontorlokaler med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo. Kilder: Dagens Næringsliv og OPAK

Figur 3.6 Husholdningenes gjeldsbelastning, gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1987 – 4. kv. 2019²⁾



¹⁾ Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning er beregnet som renteutgifter i prosent av disponibel inntekt plus renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 4. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt ekskludert utbytte. ²⁾ Anslag for 2. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet). Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3.1 Krav til nye utlån med pant i bolig

Krav	Gjeldende forskrift ¹
Maksimal belåningsgrad (LTV)	85 prosent
Gjeldsbetjeningsevne:	
• Tåle renteøkning på	5 prosentenheter
• Minimum avdrag på	2,5 prosent i året ved LTV over 70 prosent
Fartsgrense ²	10 prosent

- 1) Forskriften gjelder fra 1. juli 2015 til 31. desember 2016.
- 2) Andel av bankenes nye utlånsvolum som kan avvike fra ett eller flere av kravene.

Kilde: Forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig av 15. juni 2015

og tidligere innstramminger i Finanstilsynets retningslinjer, se utdyping på side 58.

Finansdepartementet har sendt Finanstilsynets forslag om videreføring og innstramning av boliglånsforskriften på høring. Forslaget innebærer at bankenes adgang til å fravike forskriftens krav til betjeningsevne, belåningsgrad og avdragsbetaling fjernes. Det foreslås også å innføre et nytt krav om at låntakers samlede gjeld ikke kan utgjøre mer enn fem ganger brutto årsinntekt. I tillegg foreslår Finanstilsynet at krav om avdragsbetaling skal gjelde alle nye lån med belåningsgrad over 60 prosent.

Moderat vekst i foretakenes gjeld

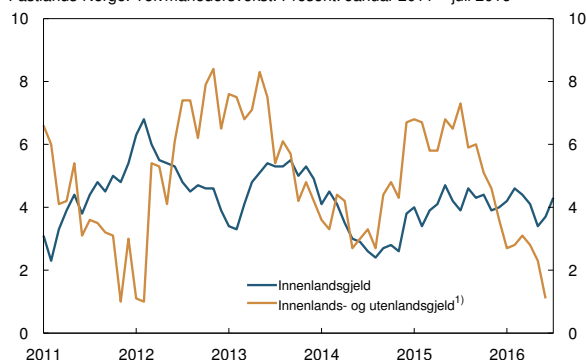
Den samlede kredittveksten til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge har vært avtakende siden høsten 2015, se figur 3.7. Kredittveksten til foretakene fra innenlandske kilder har vært nokså stabil det siste året, mens veksten i utenlandsfinansieringen har falt.

Veksten i foretakenes kreditt holdes oppe av utlån fra banker, se figur 3.8. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om noe lavere etterspørsel etter kreditt fra foretakene i første halvår 2016, mens kredittpraksisen har vært om lag uendret, se figur 3.9.

Norske ikke-finansielle foretak har utstedt lave volumer i obligasjonsmarkedet så langt i år målt mot samme periode foregående år. Risikopåslagene på foretakenes nye obligasjonsfinansiering steg gjennom høsten i fjor, men har falt gjennom 2016. For høyrisikoforetak innen oljeservice er risikopåslagene fortsatt svært høye.

Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte foretak innen oljeservice har avtatt de siste årene og er lav sammenliknet med sitt historiske gjennomsnitt. Markedsverdien av oljeserviceforetakenes egenkapital har vært vesentlig lavere enn bokført verdi helt siden oljeprisen begynte å falle høsten 2014, se figur 3.10. Høye risikopåslag i obligasjonsmarkedet og lav prising av egenkapitalen kan indikere at verdien av eiendelene er betydelig lavere enn det som fremgår av regnskapene for mange oljerelaterte foretak. For andre næringer er markedsverdien av egenkapitalen høyere enn den bokførte verdien, og gjeldsbetjeningsevnen er samlet sett god.

Figur 3.7 Samlet kreditt til ikke-finansielle foretak. Transaksjoner. Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2011 – juli 2016



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

Figur 3.8 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolvmånedersvekst.¹ Prosent. Januar 2003 – juli 2016



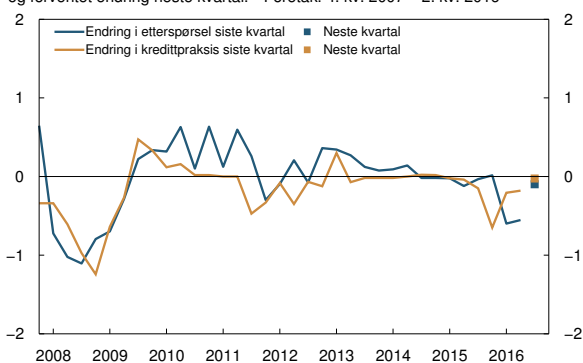
1) Beregning basert på beholdning.
2) Vekst basert på transaksjoner. Tall til og med juni 2016.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

God lønnsomhet og styrket kapitaldekning i bankene

De store norske bankene¹ har hatt god lønnsomhet de siste årene. Egenkapitalavkastningen avtok noe i andre kvartal i år, blant annet som følge av at utlåns-tapene har økt litt. Utlånstapene i norske banker er fortsatt på et lavt nivå, se figur 3.11. Bankene forventer noe høyere tap på oljeeksponeringer de neste årene. Norske bankers utlån til oljerelaterte foretak utgjør en begrenset andel av bankenes samlede utlån til foretakssektoren.²

- 1 De syv store 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 Hjelseth, Turtveit og Winje (2016), «Bankenes kredittrisiko mot oljeleverandørnæringen», Aktuell kommentar 5/2016, Norges Bank.

Figur 3.9 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.¹⁾ Foretak. 4. kv. 2007 – 2. kv. 2016



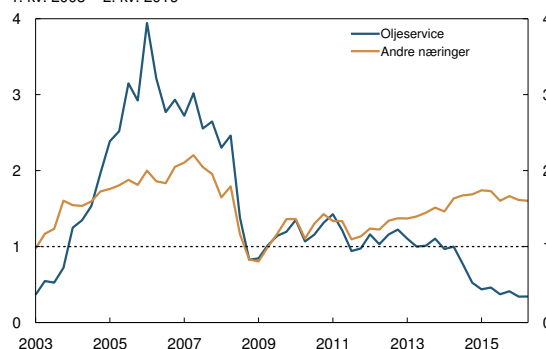
- 1) Bankene svarer innenfor en skala på +/-2. I de aggregerte tallene er bankene vektet med størrelsen på deres balanse. Negative tall betyr lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis.

Kilde: Norges Banks utlånsundersøkelse

Bankene fortsetter å øke sin kapitaldekning. Økt kapital gjør bankene bedre rustet til å tåle utlånstap. Ved utgangen av andre kvartal oppfylte alle store norske banker de fastsatte kapitalkravene, se figur 3.12. De fleste bankene må fortsette å bygge kapital for å nå annonserte kapitalmål, som ligger mellom 14,5 og 15,5 prosent for ren kjernekapitaldekning.

Norske banker har fortsatt god tilgang på markedsfinansiering. Markedsfinansieringens andel av total finansiering har vært nokså stabil de siste årene, se figur 3.20. Risikopåslaget på bankenes nye langsiktige markedsfinansiering har falt siden forrige rapport, se figur 1.12 i kapittel 1.

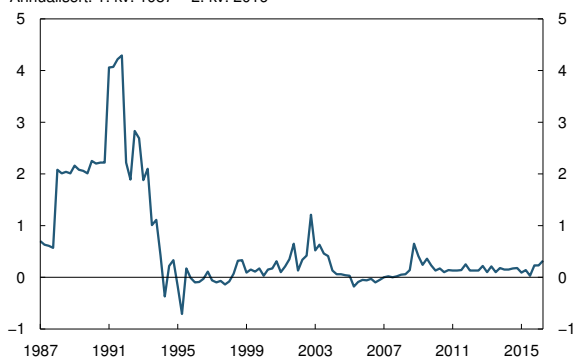
Figur 3.10 Pris/bok¹⁾ for børsnoterte foretak.²⁾ 1. kv. 2003 – 2. kv. 2016



- 1) Markedsverdi av egenkapital som andel av bokført egenkapital.
- 2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert t.o.m. 3. kv. 2007.

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

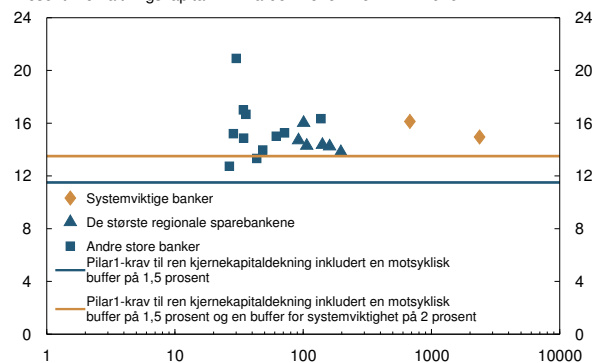
Figur 3.11 Bankenes¹⁾ utlånstap i prosent av brutto utlån til kunder. Annualisert. 1. kv. 1987 – 2. kv. 2016



- 1) Alle banker og kreditforetak i Norge.

Kilde: Norges Bank

Figur 3.12 Bankkonsernenes¹⁾ rene kjernekapitaldekning²⁾. Prosent. Forvaltningskapital.³⁾ Milliarder kroner. Per 2. kv. 2016



- 1) Bankkonsern med forvaltningskapital over 25 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge.
- 2) Inkludert hele resultatet hittil i år.
- 3) Logaritmisk skala.

Kilder: Bankkonsernenes kvartalsrapporter og Norges Bank

OM BESLUTNINGSGRUNNLAGET FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Norges Bank skal legge fram et beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen fire ganger i året. Norges Bank har formulert tre kriterier for vurdering av den motsykliske kapitalbufferen, se ramme på side 41. Beslutningsgrunnlaget for den motsykliske kapitalbufferen presenteres i kapittel 3 og ramme på side 42. Systemet for motsyklisk kapitalbuffer i Norge er nærmere beskrevet i ramme på side 4.

Den motsykliske kapitalbufferen er fastsatt til 1,5 prosent fra 30. juni 2016.

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal dempe systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Ifølge EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) skal bufferkrav anerkjennes over landegrener, såkalt resiprositet.¹ Det betyr at banker med grensekryssende virksomhet skal følge bufferkravet som gjelder i låntakers hjemland. Tabell 1 viser hvilke krav til motsykliske kapitalbuffer som er fastsatt i noen land² hvor norske banker har store eksponeringer.³ Alle EU-land, unntatt Sverige, har et bufferkrav på 0 prosent. Tsjekkia og Slovakia har annonsert at de vil sette bufferkravet til ½ prosent fra 2017. I begynnelsen av juli annonserte Storbritannia at de ikke øker den motsykliske kapitalbuffer til ½ prosent fra mars 2017, slik som tidligere var varslet.

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

Land	Gjeldende bufferkrav	Norske bankers eksponering*
Sverige	1,5 prosent**	4,9 prosent
USA	0 prosent	3,0 prosent
Polen	0 prosent	2,8 prosent
Storbritannia	0 prosent	2,0 prosent
Litauen	0 prosent	1,7 prosent
Singapore	0 prosent***	1,1 prosent
Spania	0 prosent	1,0 prosent
Tyskland	0 prosent	0,9 prosent
Irland	0 prosent	0,9 prosent
Nederland	0 prosent	0,9 prosent

* IRB-bankers beregningsgrunnlag for kredittrisiko som andel av totalt beregningsgrunnlag 3. kvartal 2015.

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

***Gjelder fra 1. januar 2017.

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

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

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

3 For norske banker gjelder det norske bufferkravet også for eksponeringer utenfor Norge. Finanstilsynet har foreslått at Norge normalt skal anerkjenne andre lands krav til motsyklisk kapitalbuffer. Forslaget har vært på høring og er til behandling i Finansdepartementet.

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 42. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB).

Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

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

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

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

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.

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

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

³ Se Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) (2014), «Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates».

MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR KRAV TIL MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

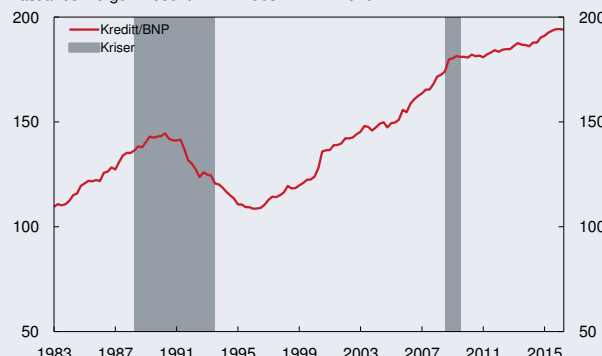
Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP samt utviklingen i eiendomspriser og hvor stor del av sin finansiering bankene henter i finansmarkedene. Se kapittel 3 for en nærmere beskrivelse.

Den samlede gjelden til husholdninger og foretak har lenge steget raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, se figur 3.13. Samlet kredittvekst har avtatt gradvis det siste året, men lavere vekst i norsk økonomi har ført til at forholdstallet mellom kreditt og BNP likevel har økt noe. Avvikene mellom kreditt som andel av BNP og beregnede trender har avtatt litt i det siste, se figur 3.14.²

Referanseverdien for bufferkravet³ blir 0 prosent i andre kvartal 2016 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, som erfaringsmessig er en bedre ledende indikator for kriser, blir referanseverdien $\frac{3}{4}$ prosent, ned fra 1 prosent i foregående kvartal, se figur 3.15.

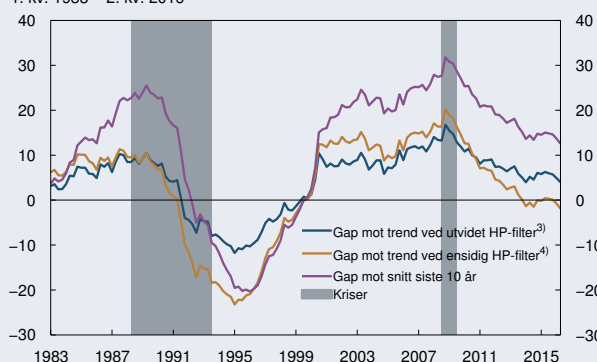
Boligpriser som andel av disponibel inntekt har vært nokså stabil de siste årene, se figur 3.16. Det siste kvartalet har boligpriser som andel av disponibel inntekt økt, og avviket fra beregnede trender har steget, se figur 3.17. Realprisene på næringseiendom har økt over lengre tid, se figurene 3.18 og 3.19. Markedsfinansieringsandelen har vært nokså stabil de siste årene, se figurene 3.20 og 3.21.

Figur 3.13 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



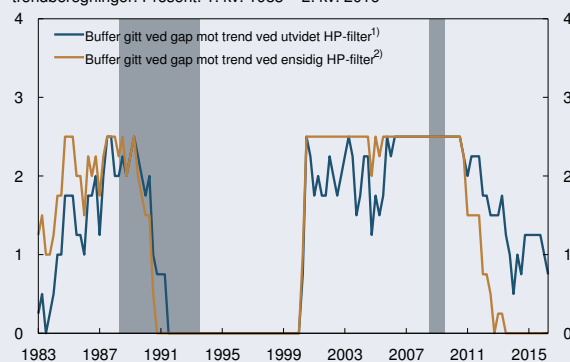
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge.
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



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

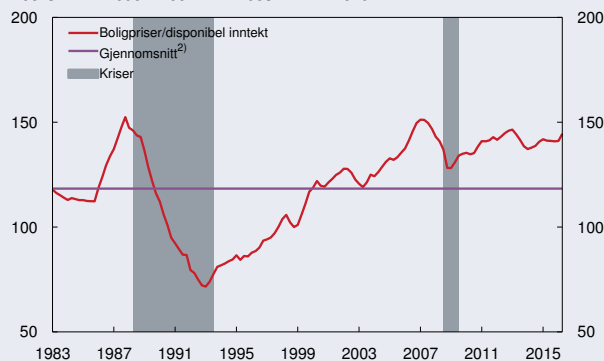
Figur 3.15 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



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

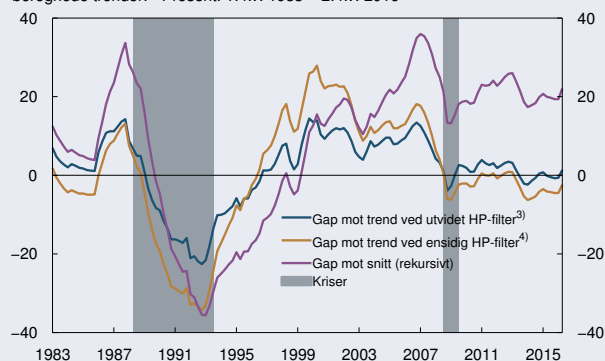
1 Se også Norges Bank (2013), «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», Norges Bank Memo 1/2013.
2 Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene. Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene, se side 30 i Norges Bank (2013), Pengepolitisk rapport 2/13.
3 Baselkomiteen for banktilsyn har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP, se Bank for International Settlements (2010), «Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer».

Figur 3.16 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt¹⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



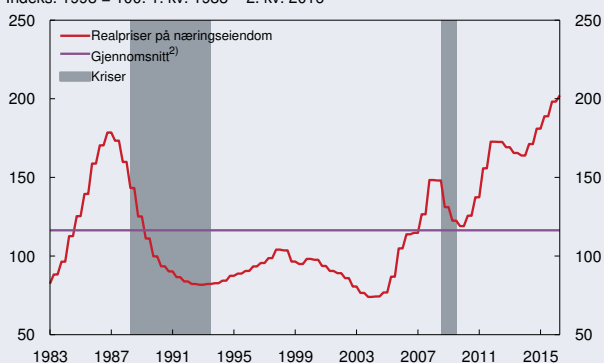
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 2. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt eksklusiv utbytte.
2) Basert på data fra 4. kv. 1978.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt¹⁾ som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



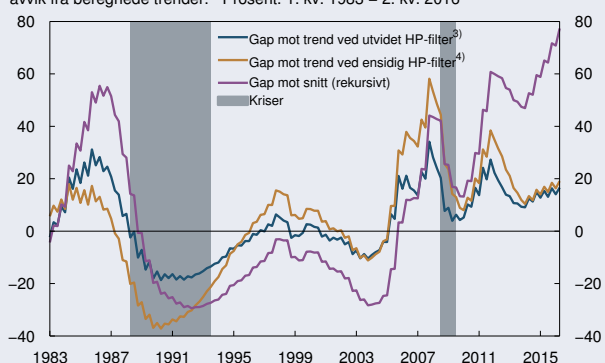
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 2. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt eksklusiv utbytte.
2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978.
3)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

Figur 3.18 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



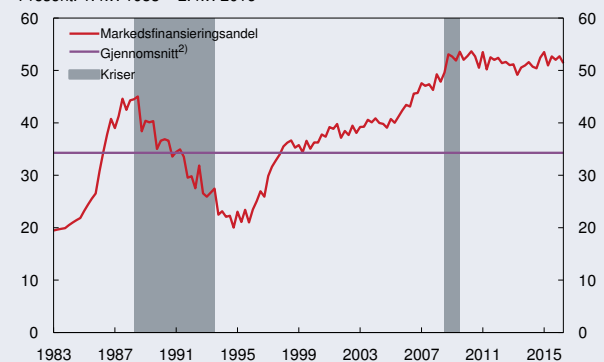
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.
2) Basert på data fra 1. kv. 1981.
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.19 Næringsseiendomsprisgap. Realpriser på næringsseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



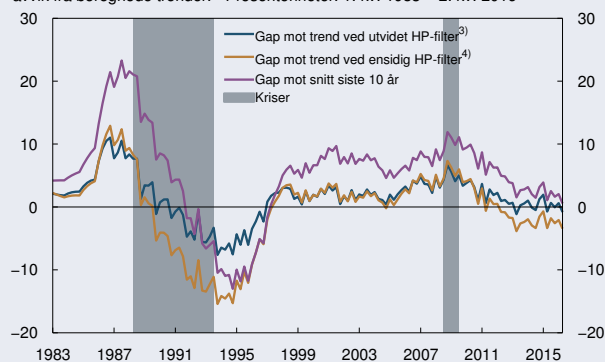
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.
2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981.
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.
4) Ensidig Hodrick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

Figur 3.20 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



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

Figur 3.21 Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



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

UTDYPINGER

Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land

Den nøytrale realrenten globalt og i Norge

Mulige kostnader og gevinster ved å lene seg mot vinden
i pengepolitikken

Hvordan påvirkes Nibor-påslaget av nye reguleringer?

Utviklingen i bankenes kredittpraksis

Gir høy gjeldsvekst i oppgangstider større konsumfall
i nedgangstider?

INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

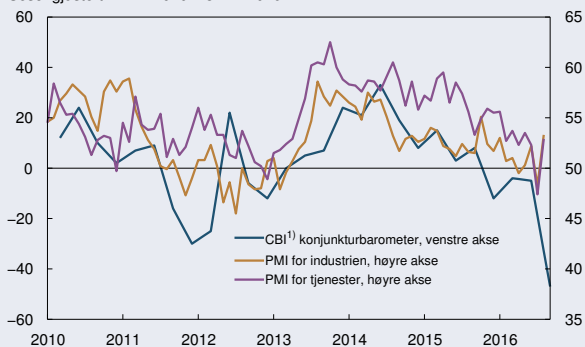
Resultatet av EU-avstemningen skaper betydelig usikkerhet om utsiktene for britisk økonomi på både kort og lang sikt. Selv om veksten tiltok markert fra første til andre kvartal, og var sterkere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 2/16, synes utsiktene for veksten fremover betydelig svekket. Foreløpig er ingen av de viktige spørsmålene vedrørende utmeldingsprosessen eller Storbritannias fremtidige tilknytning til EU og øvrige handelspartnere avklart, se egen omtale på side 50. Vi venter at usikkerheten vil dempe veksten i private investeringer og sysselsetting. Etter hvert vil også husholdningenes konsum trolig påvirkes negativt. Flere undersøkelser gjort umiddelbart etter folkeavstemningen viste en klart økt pessimisme blant husholdninger og bedrifter, men dette er blitt noe reversert den siste tiden, se figur 1. Det er fortsatt god vekst i blant annet detaljhandelen og boligmarkedet, se figur 2, og ekspansiv økonomisk politikk er ventet å dempe de negative effektene. Anslaget for BNP-veksten i Storbritannia i 2017 er nedjustert med 1,5 prosentenheter til 0,8 prosent. Deretter ventes veksten å ta seg opp til 1,6 prosent i 2018. På lengre sikt anslår vi at utmeldingen fra EU vil bidra til lavere potensiell vekst i Storbritannia, blant annet som følge av høyere kostnader knyttet til handel og et lavere arbeidstilbud.

I euroområdet fortsetter den moderate oppgangen, men utsiktene fremover er noe svakere enn tidligere lagt til grunn, særlig i landene med størst handel med Storbritannia. Veksten i euroområdet avtok fra første til andre kvartal, som lagt til grunn i forrige rapport. Aktiviteten var uendret både i Italia og i Frankrike, mens det var sterk vekst i Spania og Tyskland, se figur 3. Samlet sett indikerer data så langt i tredje kvartal fortsatt moderat vekst.

Investeringsveksten i euroområdet har avtatt markert gjennom våren og sommeren. Utsikter til lavere eksportvekst og økt usikkerhet etter den britiske folkeavstemningen ventes å dempe investeringsveksten også fremover. Ordreinngangen for kapitalvarer har falt de siste månedene, og produksjonsplanene er nedjusterte. På lengre sikt venter vi likevel at investeringsveksten vil tilta etter hvert som kapasitetsutnyttningen tar seg opp. Tiltakene fra Den europeiske sentralbanken (ESB) har bidratt til bedre finansieringsforhold i hele euroområdet, noe som også ventes å løfte investeringene. Særlig boliginvesteringene ventes å øke. Boligprisene tiltar nå i de fleste landene, og antall byggetillatelser øker klart, se figur 4.

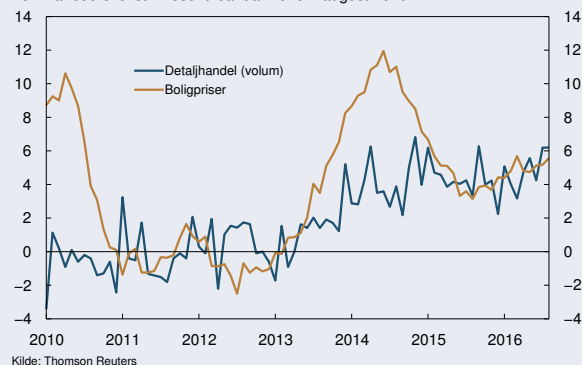
Eksportveksten i euroområdet har utviklet seg sterkt relativt til veksten i global handel de siste par årene,

Figur 1 Storbritannia. Konjunkturbarometre for industri- og tjenestesektoren. Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2016



1) Confederation of British Industry.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Storbritannia. Detaljhandel og boligpriser. Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2010 – august 2016



Kilde: Thomson Reuters

og euroområdet fortsetter å øke sine markedsandeler. Utviklingen i nye eksportordre har imidlertid vært svak de siste månedene, og fremover ventes eksportveksten å bli noe lavere enn tidligere lagt til grunn. Det skyldes i hovedsak svakere vekstutsikter i Storbritannia, samtidig som euroen har styrket seg noe så langt i år. Husholdningenes konsum har bidratt mest til den økonomiske veksten de siste årene, drevet av økt sysselsetting og lavere energipriser. Konsumveksten avtok imidlertid i andre kvartal, og de siste månedene har tilliten blant konsumentene falt. Fremover venter vi at konsumveksten blir noe lavere enn den har vært de siste årene.

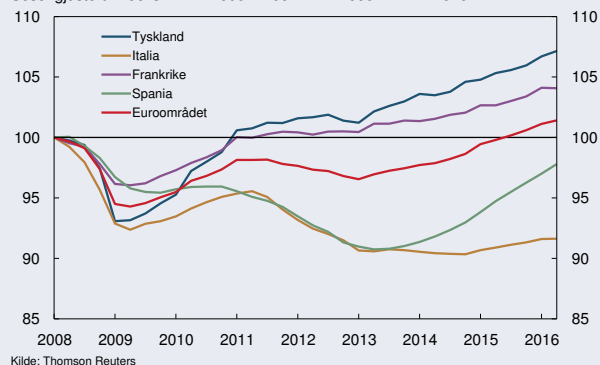
Samlet venter vi at BNP-veksten i euroområdet vil avta fra 1,5 prosent i år til 1,3 prosent neste år. Anslagene er nedjustert med 0,2 prosentenheter for 2017, og med 0,1 prosentenheter for 2018 og 2019 sammenlignet med forrige rapport. Vekstutsiktene kan forverres ytterligere dersom en eventuell nedskrivning av misligholdte lån i europeisk banksektor igjen fører til økt uro i finansmarkedene.

I Sverige har den økonomiske utviklingen vært sterk i lengre tid, med solid vekst i innenlandsk etterspørsel. I første halvdel av 2016 avtok imidlertid BNP-veksten, drevet av svakere utvikling i husholdningenes konsum, som viste nullvekst i andre kvartal, se figur

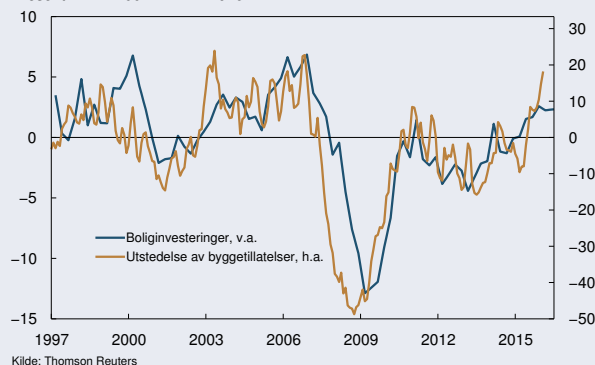
5. I tillegg falt eksporten for andre kvartal på rad. Veksten i investeringer økte noe fra første til andre kvartal, men vi venter lavere investeringsvekst i andre halvår 2016. Det er fortsatt høy aktivitet i boligmarkedet, og i første halvår økte igangsettingen av leiligheter med nesten 45 prosent sammenlignet med samme periode året før. I industrisektoren er bedriftene blitt litt mer pessimistiske, noe som kan knyttes til folkeavstemningen i Storbritannia. Vi venter at veksten i Sverige vil avta fra 3,1 prosent i år til 2,1 prosent mot slutten av anslagsperioden. Anslagene er noe lavere enn i forrige rapport.

I USA har det vært en markert avdemping siden tredje kvartal i fjor, med tre kvartaler på rad med vekst rundt 0,25 prosent, se figur 6. Det er først og fremst svak utvikling i investeringene som har bidratt til å dempe veksttakten. Fallende investeringer i oljesektoren har bidratt til å trekke ned samlede investeringer, men fra første til andre kvartal var det også fall i offentlige investeringer, boliginvesteringer og foretaksinvesteringer samlet, se figur 7. I tillegg var det en betydelig lagerjustering i bedriftene. Til tross for sterk vekst i husholdningenes konsum ble dermed BNP-veksten i andre kvartal klart lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Bedringen i arbeidsmarkedet har likevel fortsatt, med videre fall i arbeidsledigheten og god sysselsettingsvekst.

Figur 3 Euroområdet. BNP for området samlet og utvalgte land. Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 2008 = 100. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2016



Figur 4 Euroområdet. Boliginvesteringer. Firekvartalersvekst. Byggetillatelser. Tolv månedersvekst. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 1997 – 2. kv. 2016



Fremover venter vi at sterkere inntektsvekst for husholdningene vil gi fortsatt god vekst i konsumet i USA. Behov for oppgradering av utstyr og økte petroleumsinvesteringer vil etter hvert gi sterkere investeringsvekst. Lavere forventet vekst hos flere viktige handelspartnere som en følge av den britiske EU-avstemningen, gjør likevel at vekstutsiktene er litt svakere enn i forrige rapport. Den sterke polariseringen i den pågående presidentkampanjen bidrar også til økt usikkerhet om fremtidig politikk innen viktige områder som immigrasjon, infrastruktur og handel. Samlet er BNP-anslaget for i år nedjustert til 1,5 prosent, mens anslaget for 2017 er nedjustert til 2,1 prosent.

I Kina har veksten gradvis avtatt de siste årene, men blir understøttet av økonomiske tiltak fra myndighetene. Kvartalsveksten i andre kvartal økte noe mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Veksten i transporttjenester tiltok, og samtidig økte vekstbidraget fra industrien og bygg- og anleggsbransjen. Det kan knyttes til oppgang i eiendoms- og infrastrukturinvesteringer før sommeren som følge av lettelser i den økonomiske politikken, se figur 8.

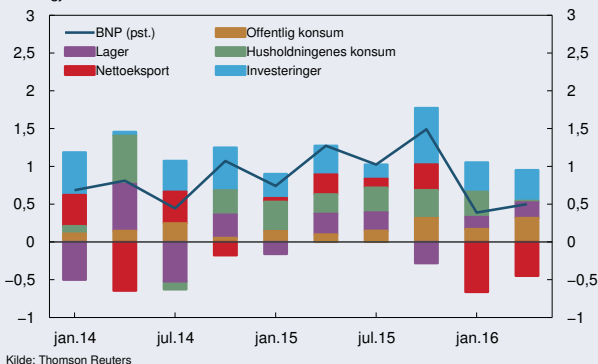
Fall i investeringene i privat sektor gjennom sommeren har igjen ført til usikkerhet om vekstevnen i kinesisk økonomi. Svak utvikling i både omsetning og lønn-

somhet bidrar trolig til å dempe investeringsveksten. Kapitalavkastningen har avtatt markert i metall- og kullindustrien, mens den har holdt seg oppe i mer konsumrettede industrier, se figur 9. Investeringene i statseide bedrifter vokser fortsatt sterkt, men veksten har avtatt så langt i tredje kvartal. Det kan tyde på at effektene av myndighetenes tiltak er i ferd med å ebbe ut. Svak utvikling i juli må ses i sammenheng med ekstremvær i sentrale og sørlige deler av landet. I august var utviklingen i investeringene litt bedre, trolig som følge av at gjenoppbyggingen etter ekstremværet har kommet i gang.

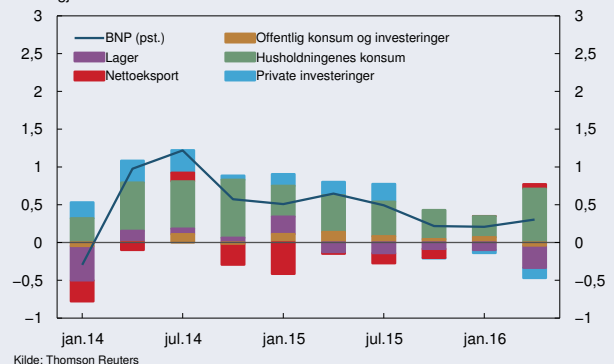
På kort sikt har den ekspansive økonomiske politikken redusert sannsynligheten for en brå oppbremsing i veksten, og anslaget for BNP-veksten i år er oppjustert til 6,4 prosent. Vi har ikke endret anslagene fremover.

Importveksten i Kina har de siste årene avtatt mer enn vi tidligere har lagt til grunn. Ifølge IMF¹ skyldes den avtakende importveksten siden 2014 lavere vekst både i investeringer og eksport, blant annet som følge av en styrking av den kinesiske valutaen. I tillegg bidrar trolig den pågående rebalanseringen mot en mer konsumdrevet økonomi til å dempe importen,

Figur 5 Sverige. Bidrag til kvartalsvekst i BNP. Sesongjustert. Prosentenheter. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2016



Figur 6 USA. Bidrag til kvartalsvekst i BNP. Sesongjustert. Prosentenheter. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2016



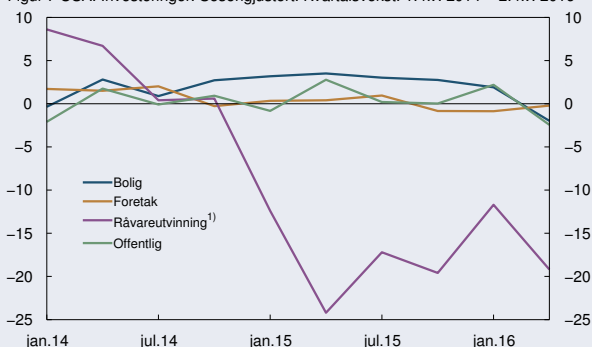
¹ Se Kang og Liao (2016), «Chinese Imports: What's Behind the Slowdown?», IMF Working Paper 16/106.

siden importinnholdet i konsum er lavere enn i investeringer. Anslaget for importveksten i Kina er justert betydelig ned gjennom hele anslagsperioden.

Blant de store fremvoksende økonomiene vokser India raskest, mens det fortsatt er nedgang i aktiviteten i Russland og Brasil, se figur 10. I løpet av de siste månedene har imidlertid vekstutsiktene til Russland og Brasil bedret seg noe, som følge av stabilisering i råvarepriser, valutakurser og inflasjon. Nøkkeltall peker mot et mindre fall i aktiviteten enn lagt til grunn i forrige rapport. I Brasil er den politiske usikkerheten fortsatt stor, og kan begrense oppgangen. Tillits-

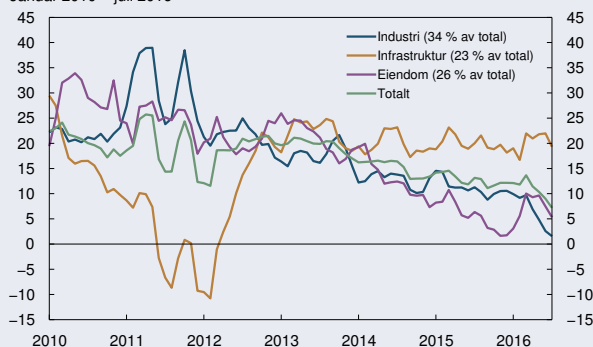
indikatorer har imidlertid steget etter at det ble innsatt en interimregjering, da det tidligere i år ble besluttet å stille president Rousseff for riksrett. I Russland dempes veksten av internasjonale sanksjoner, og usikkerheten rundt geopolitiske forhold utgjør en betydelig risiko for anslagene fremover. I India ventes fortsatt god vekst. En nylig vedtatt reform av skattesystemet ventes å gi produktivetsgevinster på lengre sikt, men vil trolig kunne dempe den innenlandske etterspørselen noe på kort sikt. Samlet er vekstanslaget for fremvoksende økonomier utenom Kina oppjustert fra 1,4 til 1,9 prosent i 2016.

Figur 7 USA. Investeringer. Sesongjustert. Kvartalsvekst. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2016



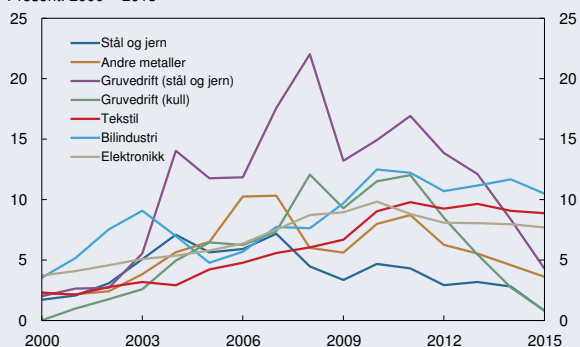
1) Utgjørde omlag 4,5 prosent av samlede foretaksinvesteringer i 2015.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 8 Kina. Investeringer i ulike sektorer. Volum. Tolv månedersvekst. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2010 – juli 2016



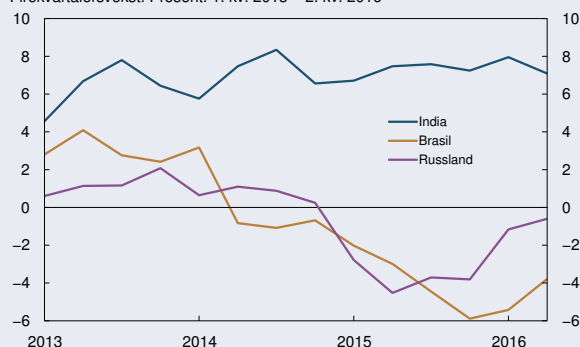
Kilde: CEIC og Norges Bank

Figur 9 Kina. Kapitalavkastning i utvalgte sektorer. Prosent. 2000 – 2015



Kilde: CEIC

Figur 10 Fremvoksende økonomier. BNP. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 2. kv. 2016



Kilde: Thomson Reuters

Veien videre for Storbritannia

Etter 43 års medlemskap stemte britiske velgere for utmelding av Den europeiske union i en folkeavstemning 23. juni. Veien videre for Storbritannia er foreløpig uavklart, både når det gjelder utmeldingsprosessen og den fremtidige tilknytningen til landets handelspartnere, både innenfor og utenfor EU.

Inntil utmeldingsprosessen er ferdigstilt vil Storbritannia være et fullt medlem av unionen, med alle de rettigheter og plikter det innebærer.

Utmelding av EU er regulert av artikkel 50 i Lisboa-traktaten. Landet som ønsker å melde seg ut, må formelt notisere de øvrige 27 EU-landene om sin beslutning. Det er usikkert når Storbritannia vil foreta en slik notifisering. Deretter starter forhandlingene om vilkårene for utmelding. Det er satt en tidsfrist på to år, som begynner å løpe fra notifikasjonen er mottatt. Forhandlingsperioden kan forlenges, dersom alle de 28 landene er enige.

Når en utmeldingsavtale er forhandlet ferdig, skal den vedtas av Det europeiske råd med kvalifisert flertall. Det betyr at minst 72 prosent av de resterende landene, som må representere minst 65 prosent av EUs befolkning, må godta avtalen. Den må også godkjennes av Europaparlamentet, med vanlig flertall. Dersom avtalen også omhandler områder som ligger under nasjonal myndighet i medlemslandene, vil den klassifiseres som en såkalt blandet avtale. Den vil dermed kreve ratifisering i de enkelte nasjonale parlamenter.

Forhandlingene med EU vil omhandle to forhold: utmeldingsbetingelsene fra EU og det nye forholdet mellom Storbritannia og de gjenværende EU-landene.

Utmeldingsbetingelsene fra EU vil blant annet omfatte forhold som overgangsordninger, rettighetene til britiske borgere som bor i øvrige EU-land og EU-borgere i Storbritannia, flytting av EU-organer som holder til i Storbritannia, fordeling av ubrukte midler som er allokert til britiske regioner og britisk jordbruk, sikkerhetsordninger og overføring av regulatoriske myndigheter.

Forhandlingene om det nye forholdet mellom Storbritannia og EU-landene vil være klart mest omfattende og det er usikkert hvilken modell for fremtidig tilknytning britiske myndigheter vil sikte mot. Per i dag utpeker det seg fire alternative modeller:

- Medlemskap i europeisk økonomisk samarbeid (EØS)
- Europeisk frihandelsavtale (EFTA)
- Bilaterale frihandelsavtaler
- Avtaler basert på regelverket til Verdens handelsorganisasjon (WTO)

De viktigste skillene mellom de ulike avtaleformene er:

- Graden av tilgang til det indre markedet for varer, tjenester, kapital og arbeidskraft
- Kravene som stilles til avtalepartene når det gjelder finansielle bidrag og grad av integrering med EUs regler og juridiske system
- Mulighetene til å påvirke EUs regler og reguleringer

En avtale etter modell av EØS-avtalen omfatter størst integrasjon, mens en WTO-basert avtale innebærer minst.

Alle handelsavtaler EU-land har med tredjeland har blitt forhandlet fram av Europakommisjonen og gjelder for EU samlet. Storbritannia vil derfor ha behov for å etablere nye handelsavtaler også med land utenfor EU. Per i dag har EU inngått over 30 handelsavtaler, som dekker over 50 land.

DEN NØYTRALE REALRENTEN GLOBALT OG I NORGE

Det globale rentenivået har avtatt markert siden begynnelsen av 1980-tallet. Lavere faktisk og forventet inflasjon var en viktig faktor bak nedgangen i de nominelle rentene på 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. Fallet i realrenter har vært særlig markert de siste 20 årene, se figur 1.

Årsakene til rentenedgangen er sammensatte. De siste årene har ekstraordinære tiltak fra mange sentralbanker trukket lange renter ned, men de viktigste årsakene er av mer strukturell karakter. Realrenten, som er prisen på kapital, avhenger av tilgangen på og etterspørselen etter kapital. De siste 15 årene har flere fremvoksende økonomier, særlig Kina og oljeeksporterende land, hatt store spareoverskudd. I mange land har trolig sparingen også økt som følge av den demografiske utviklingen og en mer ujevn inntektsfordeling. Samtidig har investeringene i industrilandene vært lave. En viktig årsak til den svake investeringsutviklingen kan være at det over tid har vært utsikter til lav avkastning på investeringer i produksjonskapital. I kjølvannet av finanskrisen har også mer forbigående forhold bidratt til rentenedgangen. Mens behovet for nedbelåning har trukket sparingen opp, kan økt usikkerhet ha dempet investeringsviljen.

Disse utviklingstrekkene har konsekvenser for pengepolitikken. Det nivået på realrenten som er konsistent med en balansert utvikling i økonomien, har falt i takt med økt sparing og lavere etterspørsel etter

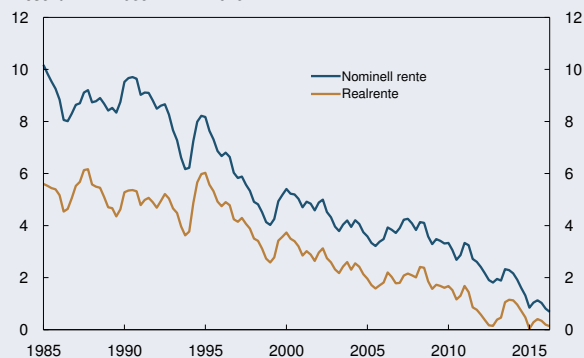
kapital. Nivået omtales gjerne som den nøytrale realrenten.¹ Avviket mellom den faktiske realrenten og den nøytrale realrenten sier noe om hvorvidt pengepolitikken er ekspansiv eller kontraktiv. En realrente lavere enn den nøytrale stimulerer den økonomiske veksten, mens en realrente høyere enn den nøytrale demper veksten.

Den nøytrale realrenten påvirkes både av grunnleggende økonomiske strukturer og av mer forbigående fenomener. Over tid vil den bevege seg rundt et nivå som bestemmes av forhold som langsiktig produktivtets- og befolkningsvekst og langsiktige preferanser knyttet til sparing.² Svingninger rundt dette nivået kan blant annet skyldes forbigående endringer i spare- og investeringsadferd.

Den nøytrale realrenten er ikke direkte observerbar, og beregninger av denne er usikre. Sentralbanker må likevel ha en oppfatning av hvilken rente som svarer med balanse i realøkonomien. Prognosen for styringsrenten beveger seg mot dette nivået på mel-

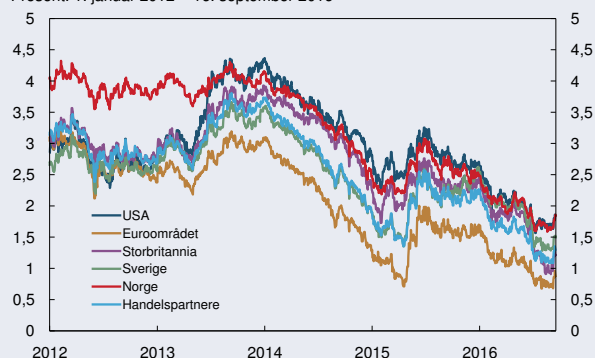
1 I enkelte sammenhenger blir den nøytrale realrenten omtalt som «naturlig realrente» eller «kortsiktig likevektsrente».
2 Dette nivået omtales ofte i litteraturen som «den langsiktige likevektsrenten». Denne renten kan tenkes på som den likevektsrealrenten som fremkommer i teoretiske modeller for økonomisk vekst. Eksempler er ulike varianter av den såkalte Ramsey-modellen, se Rachel, L. og T. D. Smith (2015) «Secular drivers of the global real interest rate», *Staff Working Paper 571*, Bank of England og Baker, D., J. B. Delong og P. R. Krugman (2005) «Asset returns and economic growth», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1/2005, side 289-330.

Figur 1 Langsiktige renter. 14 OECD-land.¹⁾
Prosent. 1. kv. 1985 – 2. kv. 2016



1) USA, Tyskland, Frankrike, Italia, Storbritannia, Japan, Nederland, Østerrike, Belgia, Sverige, Danmark, Canada, Sveits og Norge. Uvektet gjennomsnitt.
Kilde: OECD

Figur 2 Femårsrenter om fem år basert på swaprenter.¹⁾
Prosent. 1. januar 2012 – 16. september 2016



1) Implisitte femårs terminrenter om fem år basert på swaprenter med 5- og 10-års løpetid.
Kilde: Bloomberg

lomlang sikt, etter hvert som ulike forstyrrelser til økonomien fases ut.

Den globale økonomiske integrasjonen har økt i løpet av de siste tiårene. I finansmarkedene har friere kapitalbevegelser ført til mindre forskjeller i observerte realrenter på tvers av land. Trolig har også det nøytrale rentenivået i ulike land beveget seg mot hverandre. I litteraturen har det derfor blitt vanlig å referere til en global nøytral realrente.

Internasjonale anslag på den globale nøytrale realrenten har falt de siste tiårene.³ Det vises til at flere av forholdene som har trukket rentenivået ned, også vil bidra fremover. Den underliggende veksten i produktiviteten ser ut til å holde seg lav, og arbeidsstyrken vokser sakte i mange land. På den andre siden vil trolig ettervirkningene av finanskrisen gradvis slippe taket, samtidig som aldring av befolkningen i mange land vil kunne bidra til lavere sparing. Samlet taler det for at den globale nøytrale realrenten vil kunne øke noe fremover.

3 For en drøfting av den globale renteutviklingen og den globale nøytrale realrenten, se for eksempel IMF (2014) «Perspectives on global real interest rates», *World Economic Outlook* april 2014; Bean, C., C. Broda, T. Ito og R. Kroszner (2015) «Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates» *Geneva Reports on the World Economy* 17; Hördahl, P., J. Sobrun og P. Turner (2016) «Low long-term interest rates as a global phenomenon», *BIS Working Papers* 574; Teulings, C. og R. Baldwin (2014) «Secular stagnation: Facts, causes and cures», En VoxEU.org-bok publisert av CEPR; og Williams, J. C. (2016) «Monetary Policy in a Low R-star world», *FRBSF Economic Letter* 2016/23, Federal Reserve Bank of San Francisco.

I en analyse fra sentralbanken i Storbritannia anslås det at den globale nøytrale realrenten vil holde seg nær 1 prosent på mellomlang og lang sikt.⁴ Anslagene på den nøytrale realrenten i USA varierer fra rundt 0 til 2 prosent.⁵ Medlemmene av styret i sentralbanken i USA anslo i juni 2016 den helt kortsiktige nominelle pengemarkedsrenten, Fed Funds, til å være 3 prosent på lang sikt. Med inflasjonsforventninger på 2 prosent tilsvarer det en nøytral realrente på 1 prosent. For euroområdet ligger anslagene på enda lavere nivåer.⁶ Analyser fra BIS tyder på at den nøytrale renten har falt betydelig også i asiatiske land.⁷ Slike studier bygger på usikre metoder og skjønn, og anslagene må derfor tolkes med stor varsomhet.

Utviklingen i forventede langsiktige renter kan gi en indikasjon på markedsaktørens anslag på den nøytrale realrenten.⁸ Slike renter vil i mindre grad enn

4 Se Rachel, L. og T. D. Smith (2015) «Secular drivers of the global real interest rate», *Staff Working Paper* 571, Bank of England.

5 Se Laubach, T. og J. C. Williams (2015) «Measuring the natural rate of interest redux», Hutchins center on fiscal & monetary policy at Brookings, WP 15 og Hamilton, J. D., J. Hatzius, E. S. Harris og K. D. West (2015) «The equilibrium real funds rate: Past, present, and future», Hutchins center on fiscal & monetary policy at Brookings, WP 16.

6 Se «The challenge of low real interest rates for monetary policy», tale av Vítor Constâncio, visepresident i ESB, 15. Juni 2016.

7 Se Zhu, F. (2016) «Understanding the changing equilibrium real interest rates in Asia-Pacific», *BIS Working Papers* 567.

8 I fravær av løpetidspremier og andre risikopremier kan implisitte terminrenter tolkes som markedets fremtidige renteforventninger. Med utgangspunkt i for eksempel dagens femårs- og tiårsrente kan en beregne den implisitte femårsrenten om fem år. Det er den renten som er slik at når avkastningen på en femårsinvestering om fem år reinvesteres i ytterligere fem år, så blir den totale forventede avkastningen lik den forventede avkastningen på dagens tiårsinvestering. For nærmere drøfting og tolkning av implisitte terminrenter, se Bernhardsen, T. (2011) «Renteanalysen», *Staff Memo* 4/2011, Norges Bank.

spotrenter være påvirket av dagens konjunktursituasjon og i større grad gjenspeile forventninger om fremtidige renter. De vil dermed normalt ligge nærmere det nivået på renten som forventes når økonomien er i balanse. Figur 2 viser femårsrenter om fem år basert på swaprenter internasjonalt.⁹ For våre handelspartnere har disse rentene hittil i år ligget mellom $\frac{3}{4}$ og $2\frac{1}{2}$ prosent. Med langsiktige inflasjonsforventninger på rundt 2 prosent tilsier det nøytrale reelle pengemarkedsrenter ute på mellom $-1\frac{1}{4}$ og $\frac{1}{2}$ prosent.

Det er flere grunner til at dagens lave nivåer på langsiktige implisitte terminrenter ikke nødvendigvis speiler markedets forventninger til den nøytrale realrenten. Sentralbankers omfattende kjøp av verdipapirer har bidratt til å trekke renten på statsobligasjoner markert ned. Det har smittet over på swaprentene. I tillegg kan det reises spørsmål ved om de implisitte terminrentene er upåvirket av konjunkturrelle forhold.

Norge er en del av et globalt marked, og den internasjonale renteutviklingen påvirker vår rentesetting, særlig gjennom valutakurskanalen. Norges Banks anslag på den nøytrale renten har blitt gradvis ned-

justert i takt med utviklingen internasjonalt. Vi legger nå til grunn at den nøytrale nominelle pengemarkedsrenten her hjemme vil ligge mellom $2\frac{1}{2}$ og $3\frac{1}{2}$ prosent de neste årene. Den tilhørende nøytrale nominelle styringsrenten ligger noe lavere som følge av påslag i pengemarkedet.¹⁰ Anslaget er beheftet med stor usikkerhet.

Prognosene i denne rapporten tilsier at styringsrenten ved utgangen av prognoseperioden vil være lavere enn anslaget på den nøytrale renten. Det må ses i sammenheng med de forstyrrelsene norsk økonomi har vært utsatt for de siste årene, i første rekke det kraftige fallet i oljeprisen. Utsikter til fortsatt ekspansiv pengepolitikk ute, slik de implisitte langsiktige terminrentene indikerer, bidrar i samme retning. Det er derfor utsikter til at det tar lengre tid enn normalt før renten kommer opp til et nøytralt nivå.

⁹ En swaprente er en rentebytteavtale hvor to parter avtaler å bytte flytende rente (for eksempel 6 måneders LIBOR) mot en fast rente for en bestemt periode. Den ene parten mottar fast rente, swaprenten, og betaler flytende rente, mens den andre parten betaler fast rente og mottar flytende rente. Swaprenten brukes som en indikasjon på markedets renteforventninger for den bestemte perioden

¹⁰ Differansen mellom pengemarkedsrenten og forventet styringsrente (Nibor-påslaget) kan variere over tid, se egen utdypning i denne rapporten. Påslaget i tremåneders pengemarkedsrente i Norge drøftes nærmere i Lund, K., K. Tafjord og M. Øwre-Johnsen (2016) «Hva driver Nibor-påslaget», *Aktuell kommentar* 10/2016, Norges Bank.

MULIGE KOSTNADER OG GEVINSTER VED Å LENE SEG MOT VINDEN I PENGEPOLITIKKEN

Norges Bank søker å føre en robust pengepolitikk. Det innebærer blant annet at det i avveiningene tas hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien. Når det er fare for oppbygging av finansielle ubalanser, trekker det i retning av å holde renten høyere enn den ellers ville vært. Hensikten er å dempe nedsiderisikoen i økonomien. En slik tilnærming i pengepolitikken blir ofte referert til som «å lene seg mot vinden». Over tid vil det kunne gi en mer balansert utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting.

Norges Banks makroøkonomiske modell, NEMO, tar ikke hensyn til at risikoen for oppbygging av finansielle ubalanser kan påvirke utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. Hovedgrunnen er at mekanismene er vanskelige å modellere og kvantifisere i en kompleks modell som NEMO. I praksis tas det derfor hensyn til slike forhold gjennom en skjønnsmessig justering av anslagene og ved å legge til variabler i målfunksjonen i analyseapparatet som indirekte ivaretar noen av disse forholdene.¹

I et nylig offentliggjort forskningsarbeid fra Norges Bank presenteres en modell som kan brukes til å illustrere mulige kostnader og gevinster av å lene seg mot vinden.² Modellen er mer stilisert enn NEMO, men tar innover seg at det kan oppstå finansielle kriser. I modellen vil høy kredittvekst både øke sannsynligheten for at en finansiell krise inntreffer og føre til et større fall i produksjonen dersom en krise skulle oppstå.³ Utviklingen i kreditten avhenger igjen av renten og veksten i økonomien. En sentral forutsetning i modellen er at husholdningene og bedriftene systematisk undervurderer risikoen for at en finansiell krise kan oppstå.

I modellen foretar sentralbanken en avveining mellom hensynet til stabilisering av produksjonen som avvik fra potensiell produksjon og inflasjonen som avvik fra inflasjonsmålet. Sentralbankens avveining kan illustreres matematisk ved følgende tapsfunksjon:

$$(1) L_t = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \beta^k [(\pi_{t+k} - \pi^*)^2 + \lambda y_{t+k}^2]$$

der L_t er forventet «tap» i en gitt periode t , π_t er inflasjonen, π^* er inflasjonsmålet, y_t er produksjonsgapet og β er en diskonteringsfaktor. E_t uttrykker forventninger basert på informasjon som er tilgjengelig på tidspunkt t og kan tolkes som sentralbankens anslag. Som (1) viser er det forventede tapet høyere jo lenger unna målene faktisk inflasjon og produksjon forventes å være. Avvikene inngår kvadratisk, det vil si at sentralbankens tap øker med store avvik fra målene, den ene eller den andre veien.

Tapsfunksjonen kan alternativt uttrykkes på følgende måte⁴:

$$(2) L_t = \sum_{k=0}^{\infty} \beta^k [(E_t \pi_{t+k} - \pi^*)^2 + \lambda (E_t y_{t+k})^2 + \text{var}_t(\pi_{t+k}) + \lambda \text{var}_t(y_{t+k})]$$

De to første leddene i (2) betyr at forventet tap er større jo større inflasjons- og produksjonsgapet er. De to siste leddene innebærer at forventet tap også er større jo større usikkerhet det er i anslagene. I lineære modeller er det tilstrekkelig å vurdere punktanslagene for inflasjon og produksjonsgap for å ta stilling til om det er en god balanse mellom de to hensynene. En modell som inneholder mulighet for krise vil imidlertid være ikke-lineær. I en slik modell vil en viktig kanal for pengepolitikken også være å påvirke variansen til variablene. Redusert oppbygging av finansielle ubalanser vil da dempe nedsiderisikoen i økonomien og dermed redusere forventet variasjon i produksjonsgapet og inflasjonen lenger fram i tid.

Kostnaden ved å lene seg mot vinden, slik den kan beregnes innenfor dette rammeverket, er illustrert ved en midlertidig økning i renten på en prosentenheter.

1 Se for eksempel Evjen, S. og T. B. Kloster (2012): «Norges Bank's new monetary policy loss function – further discussion», *Staff Memo* 11/2012, Norges Bank.

2 Modellen og estimeringsmetoder er nærmere beskrevet i Gerdrup, K., F. Hansen, T. Krogh og J. Maib (2016): «Leaning against the wind when credit bites back», *Working Paper* 9/2016, Norges Bank.

3 Se også Jorda, O., M. Schularick, and A. M. Taylor (2013): «When credit bites back», *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (s2), 3–28, for informasjon basert på lengre historiske data.

4 Her er definisjonen av betinget varians benyttet:
 $\text{var}_t(x_{t+k}) = E_t(x_{t+k} - E_t x_{t+k})^2$

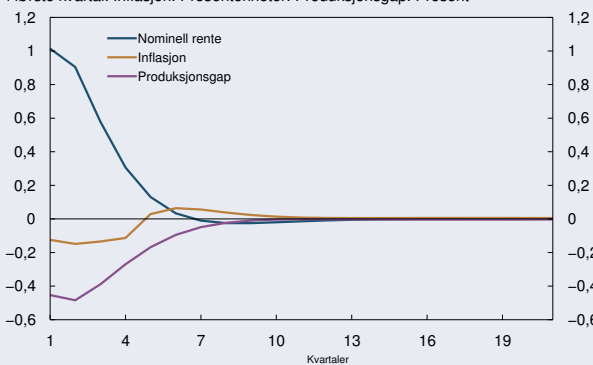
Renteøkningen antas å reflektere at sentralbanken i en periode i større grad søker å dempe oppbyggingen av finansielle ubalanser enn det som fremgår av det typiske reaksjonsmønsteret til sentralbanken. Som vist i figur 1, fører en slik renteøkning til en nedgang i produksjon og inflasjon. Det bidrar til høyere forventet tap slik sentralbanken vurderer det gjennom de to første leddene i (2).

Gevinsten av renteøkningen høstes lenger fram i tid som følge av lavere kredittvekst og dermed redusert sannsynlighet for at en finansiell krise oppstår, se figur 2. Forventet fall i produksjonen under en krise, gitt at

den materialiserer seg, blir også redusert, se figur 3. Det skyldes at husholdninger og foretak er mindre sårbare for et konjunkturomslag når gjeldsoppbyggingen i forkant av en krise er mindre. Denne siste gevinsten er større lenger fram i tid siden det tar tid for finansielle ubalanser å bygge seg ned. En lavere nedsiderisiko i økonomien reduserer den forventede variasjonen i produksjons- og inflasjonsgapet og bidrar dermed til lavere forventede tap uttrykt ved de to siste leddene i (2).

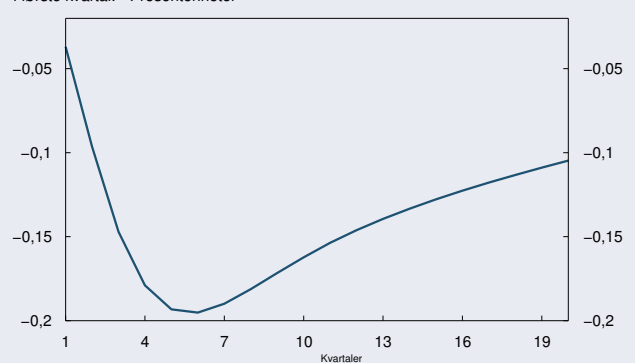
Figur 4 viser en beregning av netto tap per kvartal (t) som følge av en høyere rente og hvordan dette tapet

Figur 1 Virkningen på inflasjon og produksjonsgap av et pengepolittikksjokk i første kvartal. Inflasjon. Prosentenheter. Produksjonsgap. Prosent



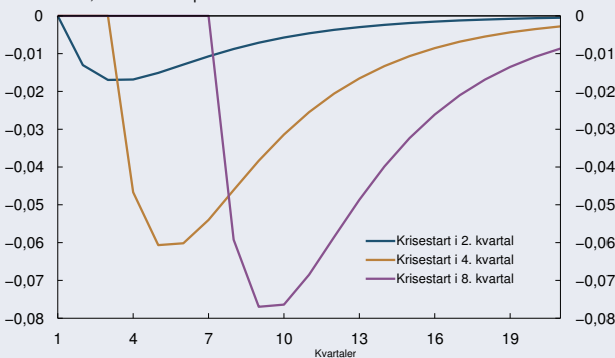
Kilde: Norges Bank

Figur 2 Virkningen på annualisert krisesannsynlighet av et pengepolittikksjokk i første kvartal.¹⁾ Prosentenheter



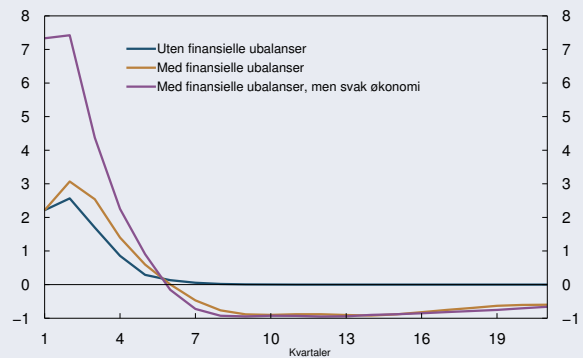
¹⁾ Viser virkningen av en renteøkning når det er finansielle ubalanser.
Kilde: Norges Bank

Figur 3 Virkning av et pengepolittikksjokk i første kvartal på fallet i produksjonen ved en krise, med ulike tidspunkt for krisestart.¹⁾ Prosent



¹⁾ I modellen er forventet fall i BNP ved en krise rundt 10 prosent. Negativ verdi innebærer at dette fallet blir mindre.
Kilde: Norges Bank

Figur 4 Virkningen på forventet kvartalsvis tap¹⁾ som følge av et pengepolittikksjokk i første kvartal.



¹⁾ Forskjell i tap med og uten pengepolittisk sjokk. Tap er definert som summen av produksjons- og inflasjonsgap i hver periode der begge elementene er kvadrert.
Kilde: Norges Bank

avhenger av nåsituasjonen i økonomien. Et negativt netto tap innebærer en gevinst. Den blå linjen viser utviklingen i tapet i en situasjon hvor det i utgangspunktet ikke er finansielle ubalanser, hvor produksjonsgapet er lukket og inflasjonen er på målet. En høyere rente gir et tap de første kvartalene. På lengre sikt oppnås det ingen gevinst i form av lavere nedsiderisiko siden denne risikoen allerede er svært lav. Tapet per kvartal går mot null etter hvert som produksjonsgapet lukkes og inflasjonen vender tilbake til målet. Den samlede effekten av politikken fremkommer ved å sammenligne arealet mellom kurven og nulllinjen. Når arealet over null er større enn arealet under null, vil kostnadene overstige gevinstene. Samlet sett er kostnaden ved å lene seg større enn gevinsten i dette tilfellet ($L_t > 0$).

Den gule linjen i figur 4 viser en situasjon der de finansielle ubalansene allerede har bygget seg opp og er høye. Produksjonsgapet er i utgangspunktet lukket og inflasjonen er på målet, som lagt til grunn for den blå linjen. På kort sikt øker det forventede tapet som følge av en høyere rente. For det første bidrar en høyere rente til et negativt produksjons- og inflasjonsgap. For det andre foreligger det på ethvert tidspunkt en risiko for en brå nedgang i økonomien på grunn av de finansielle ubalansene. Dersom en krise oppstår, vil det bidra til en kraftig nedgang i økonomien som igjen vil forsterke tapet den strammere pengepolitikken har bidratt til. Over tid vil en høyere rente dempe nedsiderisikoen i økonomien. Det bidrar til at tapet per kvartal snur til en gevinst. Samlet sett er det gunstig med en noe høyere rente i dette eksempelet siden gevinstene overstiger kostnadene ($L_t < 0$).

Dersom renten settes opp i en situasjon der økonomien allerede er svak, øker det forventede tapet kraftig på kort sikt, se lilla linje. Det skyldes at dersom det kommer en brå nedgang i en svak konjunktursituasjon, her forsterket av en høyere rente, vil produksjonsgapet bli kraftig negativt og inflasjonen komme enda lenger under målet. Over tid vil en høyere rente føre til at tapet per kvartal snur til en gevinst. På grunn av et svakere økonomisk utgangspunkt skal det mye til før disse gevinstene oppveier kostnadene økono-

mien blir påført på kort sikt. Samlet sett er kostnadene av å lene seg større enn gevinstene ($L_t > 0$).

Beregningene av gevinster og kostnader er svært usikre. Det skyldes blant annet at perioder med finansiell ustabilitet inntreffer forholdsvis sjeldent og at strukturelle forhold i økonomien og det finansielle systemet innebærer at risikoen for finansiell ustabilitet er forskjellig mellom land. Alternative forutsetninger om sammenhengene i økonomien og beregnede virkninger av renten på produksjonsgapet og inflasjonen på den ene siden og finansielle ubalanser og krisedybde på den andre, gjør at faglitteraturen kommer til ulike resultater.⁵ Dersom renten har stor effekt på oppbygging av finansielle ubalanser, tilsier det en større gevinst av å lene seg i form av lavere risiko for en brå nedtur lenger fram i tid. Dersom renten har stor effekt på produksjon og inflasjon, tilsier det at kostnadene på kort sikt av å la renten respondere på finansielle størrelser er større.

5 BIS mener at gevinstene ved å lene seg kan være store, særlig når dette gjøres tidlig i en periode med sterk vekst i formuespriser og kreditt, se *86th Annual Report, 2015/16*, Bank for International Settlements. Svensson (2016) og Ajello m.fl. (2015) finner små eller ingen netto gevinster av en slik politikk, se Svensson, L. E. O. (2016): «Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?», *IMF Working Paper 16/3*, January 11, og Ajello, A., T. Laubach, D. Lopez-Salido, og T. Nakate (2015, February): «Financial stability and optimal interest-rate policy». Working paper, Federal Reserve Board.

HVORDAN PÅVIRKES NIBOR-PÅSLAGET AV NYE REGULERINGER?

Nibor skal uttrykke prisen på et usikret lån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet. I sine kvoteringer tar bankene i Nibor-panelet utgangspunkt i hva et usikret lån mellom banker koster i amerikanske dollar, justert for kostnaden ved å konvertere lånet til norske kroner i valutaswapmarkedet. Konstruksjonen av Nibor som en valutaswaprente gjør at internasjonale forhold kan få stor betydning for den norske pengemarkedsrenten.¹

I løpet av sommeren har påslaget i dollarrenten som bankene bruker som utgangspunkt for Nibor steget markert, se figur 1. Det har bidratt til at differansen mellom tremåneders Nibor og forventet styringsrente, omtalt som Nibor-påslaget, har økt i samme periode.

Det økte påslaget i dollarrenten gjennom sommeren reflekterer at det er blitt dyrere for banker å hente kortsiktig finansiering i det amerikanske pengemarkedet. Det skyldes i stor grad tilpasninger til nye reguleringer av amerikanske pengemarkedsfond. Reguleringene gjøres gjeldende fra midten av oktober 2016 og påvirker i hovedsak såkalte primefond, som investerer i sertifikater (commercial paper) utstedt av banker. Reguleringene innebærer at det stilles strengere krav til likviditet i fondene, og flere av fondene må selge og innfri andeler til markedskurs mot tidligere til en fast kurs. Endringene i regelverket har bidratt til at løpetiden på primefondenes plasseringer har falt betydelig, og flere investorer har valgt å trekke sine midler ut av primefond før de nye reglene trer i kraft. I tillegg har flere fondstilbydere valgt å konvertere sine primefond til såkalte statspapirfond², som ikke blir underlagt samme regulering. Samlet sett har dette bidratt til at prisen på sertifikatfinansiering i det amerikanske pengemarkedet har økt, vist ved påslaget i CP-renten i figur 1. Figuren illustrerer at påslaget på dollarrenten i Nibor har steget i takt med økt pris

1 Nibor står for Norwegian Interbank Offered Rate. Bankene som deltar i fastsettelsen av Nibor (panelbankene) er DNB Bank ASA, Danske Bank, Handelsbanken, Nordea Bank Norge ASA, SEB AS og Swedbank. For en nærmere beskrivelse av konstruksjonen av Nibor, se Lund, K., K. Tafjord og M. Øwre-Johnsen (2016), «Hva driver Nibor-påslaget?», Aktuell kommentar 10/2016, Norges Bank. I artikkelen redegjøres det også for hvordan Nibor-påslaget påvirkes av nye reguleringer.

2 Statspapirfond investerer i stats- eller statsgaranterte aktiva, mens primefond har et bredere investeringsunivers og investerer hovedsakelig i verdipapirer utstedt av ikke-finansielle foretak og banker.

på sertifikatfinansiering og høyere påslag i den amerikanske pengemarkedsrenten Libor³.

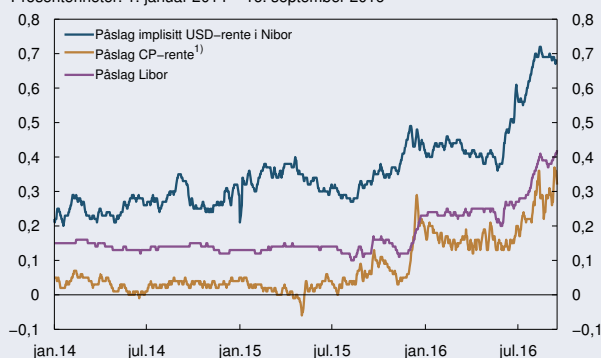
Strengere likviditetskrav til bankene bidrar trolig også til høyere pengemarkedspåslag. I etterkant av finanskrisen er det innført nye likviditetskrav til banker både i Norge og internasjonalt. Kravet til likviditetsdekning (LCR) innebærer at bankene må holde en portefølje av likvide eiendeler som er tilstrekkelig til å møte forpliktelser i en stressperiode på 30 dager.⁴ Kravet har økt etterspørselen etter finansiering med løpetid over én måned, og har trolig forsterket effekten av de nye reguleringene i det amerikanske pengemarkedet.

Det er grunn til å tro at påslaget i dollarrenten vil avta noe etter at de nye reguleringene for amerikanske pengemarkedsfond trer i kraft i midten av oktober. Mindre usikkerhet om fremtidig kapitalutgang kan igjen gjøre fondene mer tilbøyelige til å tilby finansiering med lengre løpetid. Lavere påslag i dollarrenten vil isolert sett trekke ned Nibor-påslaget. Både likviditetskrav til bankene og ny regulering av pengemarkedsfond i USA tilsier likevel at påslaget i Nibor kan forbli høyere på lengre sikt enn tidligere lagt til grunn. Derfor har vi oppjustert det langsiktige påslaget i tremåneders Nibor fra 0,30 prosentenheter til 0,40 prosentenheter. Usikkerheten om virkningene av regulering på pengemarkedet er imidlertid stor.

3 Tremåneders USD Libor uttrykker renten på et usikret interbanklån i amerikanske dollar på tremåneders løpetid.

4 LCR er en forkortelse for liquidity coverage ratio. Se Finansiell stabilitet 2015, Norges Bank s. 34–35 for en nærmere beskrivelse av nye likviditetsregler for norske banker.

Figur 1 Påslag i tremåneders dollarrenter. Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2014 – 16. september 2016



1) AA Financial Commercial Paper Interest Rate.
Kilder: Bloomberg, Federal Reserve og Norges Bank

UTVIKLINGEN I BANKENES KREDITTPRAKSIS

Norges Banks utlånsundersøkelse har som formål å belyse utviklingen i bankenes kredittpraksis og hvordan bankene vurderer etterspørselen etter kreditt. Flere sentralbanker gjennomfører tilsvarende undersøkelser. Norges Banks utlånsundersøkelse har vært gjennomført siden fjerde kvartal 2007. De ni største bankene i Norge deltar i undersøkelsen. I denne utdypingen vurderes utviklingen i bankenes kredittpraksis over tid.¹

I undersøkelsen blir bankene spurt om deres vurdering av kredittpraksis, faktorer som påvirker kredittpraksisen, endringer i lånebetingelser samt etterspørsel etter lån fra husholdninger og ikke-finansielle foretak.² Bankene vurderer utviklingen i siste kvartal og gir forventninger for kommende kvartal.

Bankene har rapportert om betydelige innstramminger i kredittpraksisen siden 2008, se figur 1. Kredittpraksisen har særlig blitt strammet inn i periodene 2008–09, 2011–2012 og i 2015. Den økonomiske utviklingen, nye kapitalkrav og regulering av boliglån er blitt oppgitt som viktige årsaker til innstramminger.

For ikke-finansielle foretak har økonomiske faktorer³ vært den viktigste forklaringen bak strammere kredittpraksis, se figur 2. I tillegg har kapitalkrav og finansiering hatt stor betydning. I Norge har myndighetene hevet kapitalkravene i flere omganger, blant annet gjennom innføring av systemrisikobuffer og motsyklisk kapitalbuffer. Bankene har i tillegg strammet inn betingelser på lån til ikke-finansielle foretak, i hovedsak gebyrer og egenkapitalkrav.

Økonomiske faktorer har også vært en viktig forklaring bak innstramminger i kredittpraksis overfor husholdningene, særlig i etterkant av finanskrisen i 2008 og i 2015, se figur 3. Kapitalkrav har hatt liten betydning for kredittpraksisen overfor husholdninger, trolig fordi boliglån har lavere risikovekter og binder mindre kapital for banken enn foretakslån. I 2011–2012 og i 2015 var innstramming i kredittpraksisen for husholdninger knyttet til endringer i lånebetingelser. Det har trolig sammenheng med Finanstilsynets retningslinjer for utlån til bolig som ble innført i 2010, strammet inn i 2011 og forskriftsfestet i 2015. Bankene har særlig strammet inn kravet til belåningsgrad, redusert omfanget av avdragsfrihet og økt bruken av gebyrer, mens maksimal nedbetalingstid har hatt liten betydning, se figur 4.

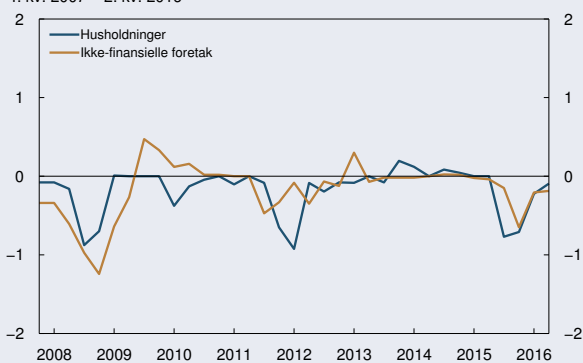
Informasjon fra utlånsundersøkelsen kan bidra til å anslå den fremtidige utviklingen i kreditten. I en empirisk modell for kredittveksten i husholdningene (målt ved K2) har særlig kredittpraksisen vist seg å gi signifikant tilleggsinformasjon, se nærmere beskrivelse i Norges Banks Staff memo 17/2016.

1 For en nærmere beskrivelse, se Lindquist, Mundal, Riiser og Solheim (2016), «Bankenes etterspørsel og kredittpraksis siden 2008: Resultater fra Norges Banks utlånsundersøkelse», Staff memo 17/2016, Norges Bank.

2 Bankene kan blant annet oppgi faktorer som makroøkonomiske forhold, risiko for mislighold, finansieringssituasjonen og kapitalkrav som mulige årsaker til endringer av kredittpraksis. Endringer i betingelser på lån inkluderer krav til pant, egenkapital og inntekt, nedbetalingstid og mulighet for avdragsfrihet.

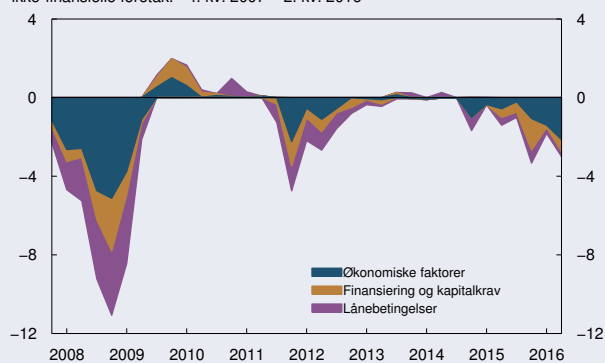
3 Med økonomiske faktorer mener vi makroøkonomiske utsikter og risiko for mislighold. For ikke-finansielle foretak inngår også næringsspesifikke faktorer.

Figur 1 Endring i kredittpraksis overfor husholdninger og ikke-finansielle foretak.¹⁾ 4. kv. 2007 – 2. kv. 2016



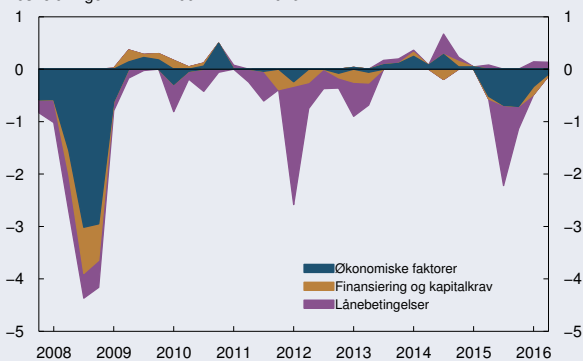
1) Bankene svarer innenfor en skala på +/-2. I de aggregerte tallene er bankene vektet med størrelsen på deres balanse. Negative tall betyr en innstramning.
Kilde: Norges Banks utlånsundersøkelse

Figur 2 Endring i lånebetingelser og faktorer som påvirker kredittpraksis overfor ikke-finansielle foretak.¹⁾ 4. kv. 2007 – 2. kv. 2016



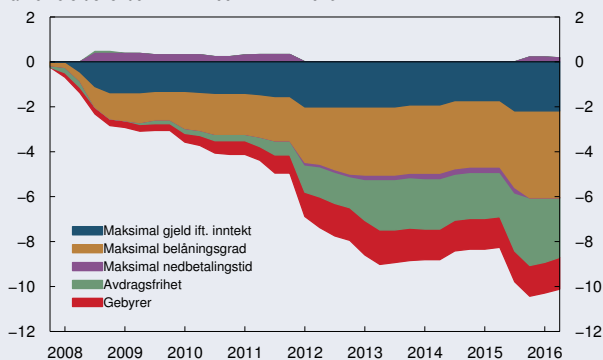
1) Bankene svarer på flere spørsmål innenfor en skala på +/-2. Svarene på hvert spørsmål aggregeres ved at bankene vektet med størrelsen på deres balanse. I figuren er de aggregerte svarene på de ulike spørsmålene summert. Negative tall betyr en innstramning.
Kilde: Norges Banks utlånsundersøkelse

Figur 3 Endring i lånebetingelser og faktorer som påvirker kredittpraksis overfor husholdninger.¹⁾ 4. kv. 2007 – 2. kv. 2016



1) Bankene svarer på flere spørsmål innenfor en skala på +/-2. Svarene på hvert spørsmål aggregeres ved at bankene vektet med størrelsen på deres balanse. I figuren er de aggregerte svarene på de ulike spørsmålene summert. Negative tall betyr en innstramning.
Kilde: Norges Banks utlånsundersøkelse

Figur 4 Dekomponering av endringer i lånebetingelser overfor husholdninger akkumulert over tid.¹⁾ 4. kv. 2007 – 2. kv. 2016



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

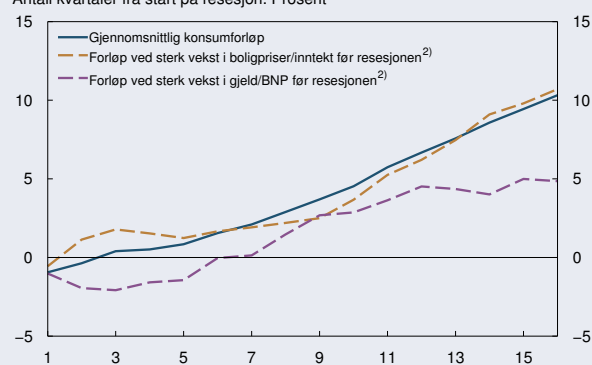
GIR HØY GJELDSVEKST I OPPGANGSTIDER STØRRE KONSUMFALL I NEDGANGSTIDER?

Vedvarende sterk vekst i gjeld og formuespriser kan øke risikoen for en brå nedgang i samlet etterspørsel lenger fram i tid. Høy gjeld kan gjøre husholdningene mer sårbare for økte renter, fall i boligpriser og inntektsbortfall. Økte renter og inntektsbortfall gjør at en større del av husholdningenes inntekter må brukes til å betjene avdrag og renteutgifter, og det blir mindre til øvrig konsum.

Erfaring fra resesjoner internasjonalt de siste fire tiår bekrefter at sterk gjeldsvekst i forkant av resesjoner bidrar til en brå nedgang i husholdningenes etterspørsel på aggregert nivå.¹ Figur 1 viser estimert utvikling i husholdningenes konsum under resesjoner.² Fallet i husholdningenes konsum er dypere og gjeninnhentingens svakere dersom husholdningene har bygget opp mye gjeld i forkant. I et gjennomsnittlig estimert forløp tar det tre kvartaler før konsumet er tilbake på samme nivå som ved inngangen til resesjonen. Er gjeldsveksten i femårsperioden før resesjonen ett standardavvik høyere enn gjennomsnittet, tar det derimot seks kvartaler før konsumet er tilbake på det opprinnelige nivået.³ Kontrollert for utviklingen i husholdningenes gjeld som andel av BNP, har utviklingen i boligpriser i forhold til disponibel inntekt i femårsperioden før resesjonen isolert sett lite å si for utviklingen i konsum gjennom resesjonen.

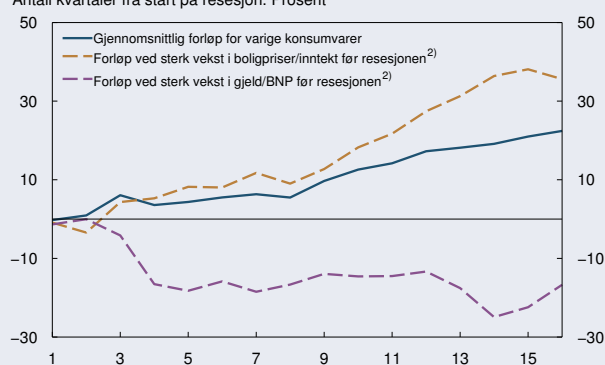
Under resesjoner reduserer gjerne husholdningene konsum av varige konsumvarer, som for eksempel biler og møbler, mer enn annet konsum, som for eksempel mat og klær. Konsum av varige konsumvarer faller generelt mer gjennom resesjoner og er mer påvirket av oppbyggingen av gjeld i forkant, enn ikke-varige konsumvarer, se figur 2 og 3.

Figur 1 Estimert forløp for samlet konsum under resesjoner.¹⁾ Antall kvartaler fra start på resesjon. Prosent



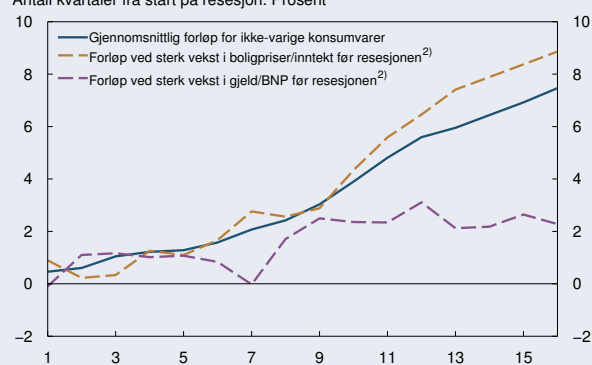
1) Forløpet er estimert med lokale projeksjoner.
2) Sterk vekst er definert som vekst over ett standardavvik høyere enn gjennomsnittet. Veksten er beregnet som gjennomsnittlig vekst siste fem år før start på resesjon.
Kilder: BIS, Federal Reserve Bank of Dallas, OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Estimert forløp for varig konsum under resesjoner.¹⁾ Antall kvartaler fra start på resesjon. Prosent



1) Forløpet er estimert med lokale projeksjoner.
2) Sterk vekst er definert som vekst over ett standardavvik høyere enn gjennomsnittet. Veksten er beregnet som gjennomsnittlig vekst siste fem år før start på resesjon.
Kilder: BIS, Federal Reserve Bank of Dallas, OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Estimert forløp for ikke-varig konsum under resesjoner.¹⁾ Antall kvartaler fra start på resesjon. Prosent



1) Forløpet er estimert med lokale projeksjoner.
2) Sterk vekst er definert som vekst over ett standardavvik høyere enn gjennomsnittet. Veksten er beregnet som gjennomsnittlig vekst siste fem år før start på resesjon.
Kilder: BIS, Federal Reserve Bank of Dallas, OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 Analysen baserer seg på 64 resesjoner i 21 land i perioden fra 1. kvartal 1970 til 4. kvartal 2014. Data og metode er nærmere beskrevet i Hansen og Torstensen (2016), «Gir høy gjeldsvekst i oppgangstider større konsumfall i nedgangstider?», Aktuell kommentar 8/2016, Norges Bank.
2 I analysene kontrolleres det for gjennomsnittlig vekst i gjeld som andel av BNP og boligpriser relativt til disponibel inntekt siste 5 år før resesjonen starter. I tillegg kontrolleres det for utviklingen i boliginvesteringer og BNP i forkant av resesjonen samt landspesifikke faste effekter.
3 Effekten av gjeld på konsum er statistisk signifikant på horisont 3–6 kvartaler og 14–16 kvartaler.

VEDLEGG

Oversikt over rentemøter i Norges Bank
Tabeller og detaljerte anslag

OVERSIKT OVER RENTEMØTER I NORGES BANK MED ENDRINGER I STYRINGSRENTEN

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

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

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

TABELL 1 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 2/16 i parentes	Andel av verdens BNP ¹			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere ⁴	2015	2016	2017	2018	2019
USA	16	23	9	2,6 (0,2)	1,5 (-0,3)	2,1 (-0,2)	2,2 (0)	2,1 (0)
Euroområdet ⁶	12	17	32	1,9 (0,3)	1,5 (0)	1,3 (-0,2)	1,5 (-0,1)	1,5 (-0,1)
Storbritannia	2	4	10	2,2 (-0,1)	1,8 (-0,1)	0,8 (-1,5)	1,6 (-0,6)	1,9 (-0,2)
Sverige	0,4	0,7	11	4,1 (0,2)	3,1 (-0,4)	2,2 (-0,3)	2,2 (-0,1)	2,1 (0)
Øvrige industriland ²	7	10	20	1,4 (-0,1)	1,5 (0)	1,8 (0)	2,2 (0,1)	2,1 (0)
Kina	18	14	6	6,9 (0)	6,4 (0,1)	5,9 (0)	5,7 (0)	5,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	11	12	0,9 (0)	1,9 (0,5)	3,3 (0,3)	3,9 (0,1)	4,0 (0,2)
Norges handelspartnere ^{4,6}	73	78	100	2,7 (0,4)	2,1 (0)	2,0 (-0,2)	2,3 (0)	2,3 (0,1)
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,2 (0,1)	3,0 (-0,1)	3,4 (-0,1)	3,6 (0)	3,7 (0)
Verden (markedskurser) ⁵	100	100		2,5 (0)	2,3 (-0,1)	2,7 (-0,2)	3,0 (0)	3,0 (0)

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

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

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

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere. Til PPR 3/16 er vektene oppdatert med data fram til 2015. I PPR 2/16 var vektene basert på data fram til 2012. Etter oppdateringen har fremvoksende økonomier, særlig Kina, fått en større vekt i aggregatet. Landene med økt vekt ventes samlet sett å vokse raskere enn de øvrige landene ut anslagsperioden. Dette bidrar isolert sett til at anslaget for BNP-veksten hos handelspartnerne oppjusteres med 0,1 prosentenheter årlig fra 2016–2018 sammenlignet med PPR 2/16. I 2019 er anslaget 0,2 prosentenheter høyere.

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

6 BNP-veksten i euroområdet er revidert opp med 0,3 prosentenheter for 2015. Dette skyldes i hovedsak en revidering av nasjonalregnskapstallene i Irland.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 2 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 2/16 i parentes	Handels- partnere ³	Handels- partnere i rente- aggregatet ⁴	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2015	2016	2017	2018	2019
USA	7	21	0,1 (0)	1,2 (0)	2,0 (0,3)	2,1 (0)	2,2 (0)
Euroområdet	34	53	0,0 (0)	0,2 (-0,1)	1,2 (0)	1,3 (0,1)	1,5 (0)
Storbritannia	8	7	0,0 (0)	0,8 (0)	2,4 (0,6)	2,2 (0,1)	2,0 (0)
Sverige	15	12	0,0 (0)	1,1 (0,2)	1,7 (-0,2)	2,5 (-0,1)	2,8 (0)
Øvrige industriland ¹	15		0,4 (0)	0,5 (0)	1,3 (-0,1)	1,6 (0)	1,8 (0)
Kina	12		1,4 (0)	1,9 (0)	1,9 (0)	2,4 (0)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ²	10		8,1 (0)	5,6 (-0,2)	5,1 (-0,1)	5,0 (0,1)	4,9 (0)
Norges handelspartnere ³	100		0,9 (0)	1,1 (0)	1,8 (0)	2,1 (0,1)	2,3 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet ⁴			0,0	0,6 (0)	1,5 (0)	1,7 (0)	1,9 (0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat ⁵			52	43 (-2)	50 (-2)	53 (-1)	55 (-1)

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

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

3 Importvekter, 25 viktige handelspartnere. Til PPR 3/16 er vektene oppdatert med data fram til 2015. I PPR 2/16 var vektene basert på data fram til 2012.

4 I Norges Banks aggregat for handelspartnerens renter inngår: Euroområdet, Sverige, Storbritannia, USA, Canada, Polen og Japan. Importvekter.

Se Norges Bank Memo 2/2015: «Beregning av aggregatet for handelspartnerens renter» for mer informasjon

5 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. 2016 er gjennomsnitt av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året. Endring fra PPR 2/16 i parentes, målt i USD per fat.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 3 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2015	2015	2016	2017	2018	2019
Priser og lønninger						
KPI		2,1	3,6	2,6	2,1	1,8
KPI-JAE ¹		2,7	3,3	2,7	2,1	1,8
Årslønn ²		2,8	2,5	3,2	3,4	3,7
Realøkonomi						
BNP	3117	1,6	0,7	1,3	1,5	1,7
BNP for Fastlands-Norge	2620	1,1	0,9	1,8	2,1	2,1
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-1,1	-1,6	-1,5	-1,1	-0,7
Sysselsetting, personer, KNR		0,3	-0,3	0,8	1,1	0,9
Arbeidsstyrke, AKU		1,4	0,4	0,7	0,9	0,6
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,4	4,7	4,7	4,4	4,1
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0	3,0	3,0	2,9	2,8
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴	2609	1,8	2,5	2,7	2,2	2,1
- Husholdningenes konsum ⁵	1341	2,1	1,9	2,1	2,0	1,8
- Foretaksinvesteringer	226	-1,6	2,1	5,5	5,4	5,3
- Boliginvesteringer	162	1,6	7,6	4,0	1,5	0,5
- Offentlig etterspørsel ⁶	880	2,2	2,7	2,6	1,8	1,8
Petroleumsinvesteringer ⁷	187	-15,0	-15,5	-4,2	0,0	3,0
Eksport fra Fastlands-Norge ⁸	609	5,6	-4,0	3,1	3,2	3,3
Import	996	1,6	0,6	3,0	2,1	2,7
Rente og valutakurs						
Styrringsrente (nivå) ⁹		1,0	0,6	0,4	0,4	0,7
Importveid valutakurs (I-44) ¹⁰		103,5	105,9	103,7	103,0	102,2

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

5 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

6 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

7 Utvinning og rørtransport.

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

9 Styrringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

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

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 3|16 – september

