



NORGES BANK

2016 JUNI

**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 8. juni 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 22. juni 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.

INNHOOLD

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN	7
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN	22
3 VURDERING AV FINANSIELLE UBALANSER – BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	36
RAMMER	
- Forutsetninger om finanspolitikken	18
- Anslag på petroleumsinvesteringer	20
- Modellteknisk tolkning av ny informasjon	30
- Avveininger i pengepolitikken	32
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/16	34
- Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	43
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	44
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for bufferkravet	45
UTDYPINGER	47
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	48
- Lav produktivitetsvekst	52
- Etterprøving av anslagene for 2015	54
VEDLEGG	57
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	58
Tabeller og detaljerte anslag	59

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

Styrrsrenten 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 styrrsrenten 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 bygget opp over tid. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Rådet og en oppsummerende begrunnelse sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

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 prosent og vil øke til 1,5 prosent 30. juni 2016.

HOVEDSTYRETS VURDERING

Hovedstyret drøftet pengepolitikken på møtene 8. og 22. juni 2016. Utgangspunktet for diskusjonen var analysen som ble publisert i Pengepolitisk rapport 1/16. Hovedstyret besluttet i mars å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,50 prosent. Samtidig tilsa hovedstyrets vurdering av utsiktene at styringsrenten kunne bli satt ytterligere ned i løpet av året. Analysen i rapporten innebar en prognose der styringsrenten avtok til om lag $\frac{1}{4}$ prosent ved utgangen av 2016. Mot slutten av prognoseperioden ble styringsrenten anslått å øke til nær $\frac{3}{4}$ prosent. Med en slik bane for styringsrenten var det utsikter til at prisveksten på kort sikt ville bli værende nær 3 prosent før den gradvis ville avta til mellom $1\frac{1}{2}$ og 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta fram mot høsten 2017, for deretter å øke noe. På rentemøtet 11. mai ble styringsrenten holdt uendret.

Veksten i verdensøkonomien er moderat. Det er utsikter til at veksten hos handelspartnerne vil ta seg noe opp, om lag i samme takt som lagt til grunn i mars. Prisveksten er fortsatt lav i de fleste industriland. Den siste tiden har finansmarkedene vært preget av usikkerhet knyttet til utfallet av folkeavstemningen i Storbritannia om fortsatt EU-medlemskap. Forventede styringsrenter hos handelspartnerne har falt siden forrige rapport.

Oljeprisen har steget siden mars og er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Prisene på leveranser fram i tid har også økt, men mindre enn spotprisen. Terminprisene indikerer en svært gradvis oppgang i oljeprisen.

Kronen har styrket seg og er sterkere enn ventet i mars. Kursutviklingen henger blant annet sammen med oppgangen i oljeprisen.

Etter at styringsrenten ble satt ned i mars, har bankene redusert sine utlånsrenter til husholdningene, men reduksjonen har vært mindre enn forutsatt. Påslaget i det norske pengemarkedet har holdt seg oppe og vært høyere enn anslått, men antas å avta i løpet av de neste månedene. Risikopåslagene på bankenes nye markedsfinansiering er redusert siden mars.

Nye nasjonalregnskapstall viser at veksten i norsk økonomi er lav. Utviklingen er godt i tråd med anslagene fra forrige rapport. I de fleste næringene i Regionalt nettverk venter kontaktene at produksjonen skal øke litt den nærmeste tiden, men nettverket indikerer fortsatt svak vekst. Lav produktivitetsvekst de nærmeste årene vil kunne dempe den økonomiske veksten. Det reviderte statsbudsjettet for 2016 tilsier en mer ekspansiv finanspolitikk i år enn forutsatt i forrige rapport.

Arbeidsmarkedet har samlet utviklet seg litt bedre enn ventet. I første kvartal var sysselsettingen noe høyere enn lagt til grunn. Arbeidsledigheten har vært stabil, og den registrerte ledigheten har vært noe lavere enn anslått. Vårens lønnsoppgjør tyder på at lønnsveksten i år kan bli litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Prisveksten har vært om lag som anslått i forrige rapport. Tolvmånedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 3,2 prosent i mai. Inflasjonsforventningene er godt forankret.

Boligprisveksten har tiltatt og vært høyere enn anslått. Prisene stiger raskt i Oslo og i områdene rundt, men har falt i områder med nær tilknytning til oljevirkosomheten. Husholdningenes gjeld har vokst litt mer enn ventet.

Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten innebærer en styringsrente som avtar til om lag $\frac{1}{4}$ prosent ved utgangen av 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til $\frac{3}{4}$ prosent. Prognosen for styringsrenten er lite endret, men litt høyere enn i forrige pengepolitiske rapport gjennom hele prognoseperioden. Med en slik bane for styringsrenten tilsier analysene at inflasjonen avtar de nærmeste årene. Prisveksten i 2019 anslås til mellom $1\frac{1}{2}$ og 2 prosent. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å avta litt fram mot høsten 2017. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe. 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.

Lave renter kan gi sårbarhet i det finansielle systemet. Når styringsrenten nærmer seg en nedre grense, øker også 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. Skulle norsk økonomi bli utsatt for nye store forstyrrelser, vil hovedstyret ikke utelukke at styringsrenten kan bli negativ.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden legger hovedstyret vekt på at veksten i norsk økonomi ser ut til å bli svak, selv om økningen i oljeprisen kan redusere usikkerheten og bidra til noe høyere etterspørsel. Dersom den høye boligprisveksten vedvarer, vil det kunne gjøre husholdningene mer sårbare og øke faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid. Inflasjonen har den siste tiden vært høyere enn 2,5 prosent, men lavere lønnsvekst og en noe sterkere krone vil bidra til at prisveksten avtar fremover. 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, kan styringsrenten bli satt ned i løpet av året.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 22. juni å holde styringsrenten uendret på 0,50 prosent.

Øystein Olsen
22. juni 2016

1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

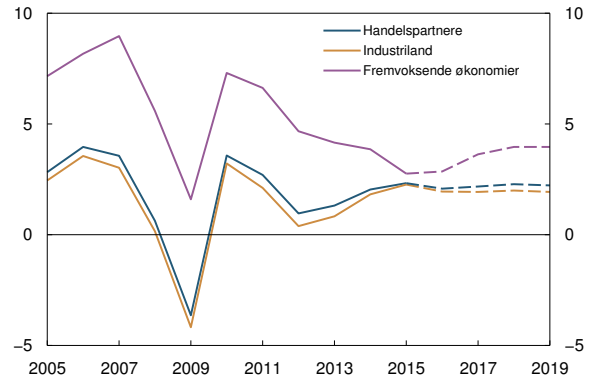
Moderat vekst internasjonalt

Den moderate veksten i verdensøkonomien fortsetter, se figur 1.1. For handelspartnerne samlet har utviklingen vært som lagt til grunn i forrige rapport. I år venter vi en BNP-vekst på 2,1 prosent, ned fra 2,3 prosent i 2015. Utviklingen preges av avtakende vekst i Kina og lav oljepris. I tillegg demper ettervirkningene av finanskrisen, herunder høy arbeidsledighet og gjeld, fortsatt veksten i mange land. Svak investeringsvekst og en aldrende befolkning bidrar til lavere potensiell vekst i både industriland og flere fremvoksende økonomier.

Mens oljeprisfallet har dempet investeringene i olje-produserende land, har lavere energipriser bidratt til å holde veksten i kjøpekraft og konsum oppe hos våre viktigste handelspartnere. Husholdningenes etterspørsel har også blitt understøttet av den ekspansive pengepolitikken i mange land. Veksten i euroområdet har økt noe de siste kvartalene, og arbeidsledigheten har falt videre siden forrige rapport. I USA avtok derimot veksten i første kvartal. Den lave oljeprisen og den tidligere styrkingen av amerikanske dollar har dempet veksten i investeringene og eksporten. I Kina har tiltakene som myndighetene gjennomførte i vår bidratt til økte investeringer i infrastruktur og eiendom. Det har vært med på å bremse nedgangen i veksten. Det er tegn til at usikkerheten om Storbritannias tilknytning til EU har dempet veksten i britisk økonomi. Vi har lagt til grunn at veksten tar seg noe opp igjen etter folkeavstemningen. Dersom usikkerheten vedvarer eller tiltar i etterkant av avstemningen, vil det kunne dempe veksten også fremover. Det vil også kunne bidra til lavere vekst i andre EU-land. Utviklingen i ulike regioner er nærmere omtalt i utdypingen på side 48.

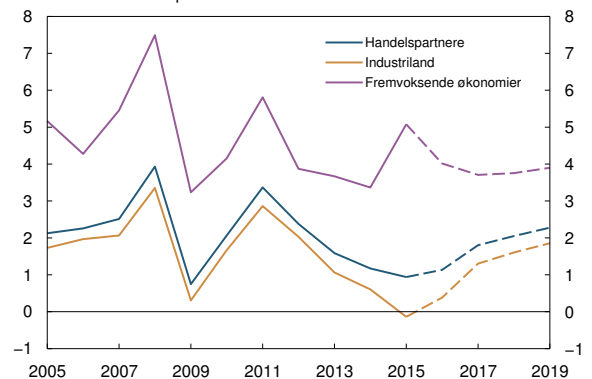
Vi venter at BNP-veksten for handelspartnerne vil være nær 2,2 prosent de nærmeste årene. Veksten støttes av ekspansiv penge- og finanspolitikk. Vi anslår fortsatt god utvikling i husholdningenes disponible realinntekt som følge av moderat prisvekst, økt sysselsetting og litt høyere lønnsvekst. Den svake utviklingen i Russland og Brasil trekker ned den samlede veksten. Vi venter fall i BNP i begge landene i år, og kun svak vekst fra 2017. Anslagene for handelspartnerne samlet er om lag uendret fra forrige rapport, se tabell 3 i vedlegget.

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



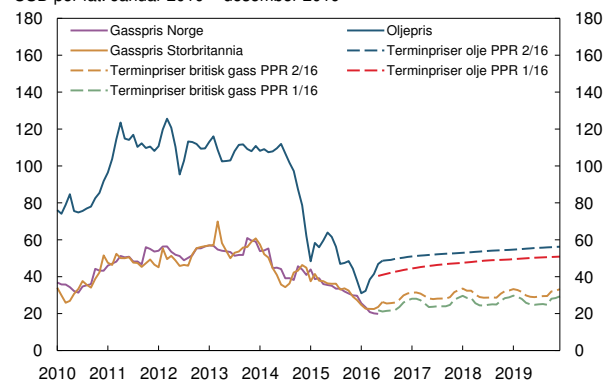
¹⁾ Anslag for 2016 – 2019 (stiplet)
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 KPI hos handelspartnerne. Årsvekst. Prosent. Importvekter. 2005 – 2019¹⁾



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

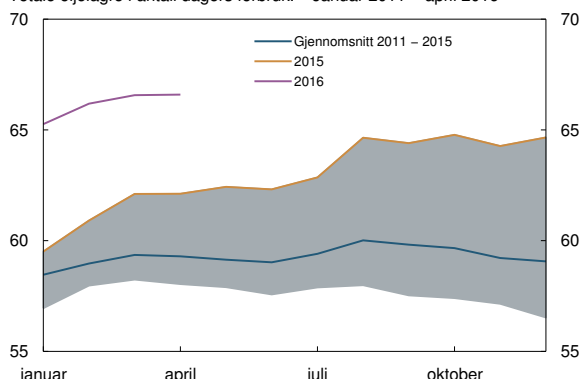
Figur 1.3 Priser på råolje og naturgass. USD per fat. Januar 2010 – desember 2019¹⁾



¹⁾ For terminpriser (stiplet) for olje og britisk gass vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 7. – 11. mars 2016 for PPR 1/16 og 13. – 17. juni 2016 for PPR 2/16
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.4 Oljelagre i OECD-landene.

Totale oljelagre i antall dager forbruk.¹⁾ Januar 2011 – april 2016



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

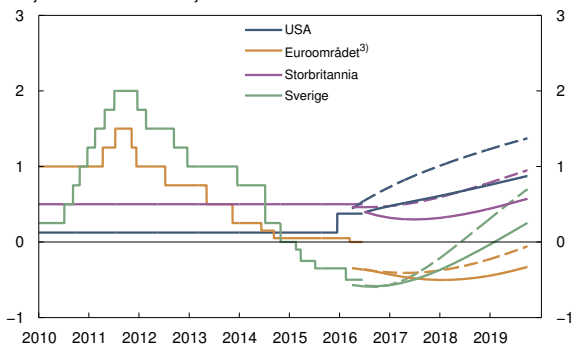
Tiltakende prisvekst fra lavt nivå

Prisveksten hos handelspartnerne samlet er i underkant av 1 prosent, om lag som anslått i forrige rapport. Den lave prisveksten skyldes i hovedsak fallet i energiprisene de siste årene. Blant våre største handelspartnere er prisveksten lavest i euroområdet, hvor tolv måneders endringen igjen var negativ i både april og mai. I Sverige har prisveksten derimot tatt seg noe opp siden årsskiftet. I de fremvoksende økonomiene har prisveksten samlet sett avtatt til et moderat nivå, men inflasjonen er fremdeles høy i Russland, Brasil og Tyrkia. For handelspartnerne sett under ett har kjerneprisveksten vært relativt stabil de siste årene.

Økningen i oljeprisen den siste tiden vil bidra til en oppgang i konsumprisene gjennom året. I tillegg legger vi til grunn at økt kapasitetsutnyttning etter hvert vil gi noe høyere kostnadsvekst. På den andre siden venter vi at fortsatt lav prisvekst på varer produsert i Kina vil bidra til å dempe prisveksten i andre land også fremover.

Konsumprisveksten hos våre handelspartnere sett under ett ventes å tilta i årene som kommer, se tabell 4 i vedlegget og figur 1.2. Anslagene er om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Figur 1.5 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 11. mars 2016 og 17. juni 2016.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2019²⁾



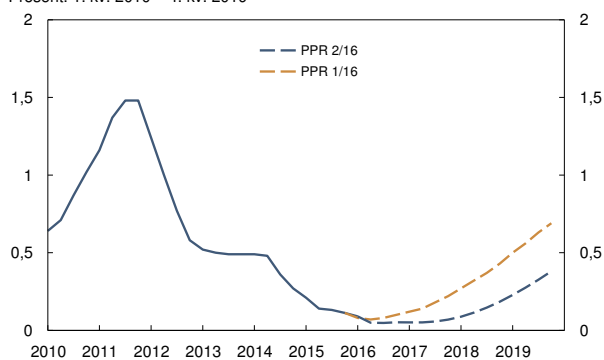
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 11. mars 2016. Heltrukne linjer viser terminrenter per 17. juni 2016. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 1. april 2016
3) Eonia for euroområdet fra 2. kv. 2016
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Prisene på olje og gass har steget

Oljeprisen har ligget nær 50 dollar per fat den siste tiden. Prisen har økt med i underkant av 10 dollar siden forrige rapport, men er fremdeles under halvparten av gjennomsnittet for perioden 2011 til 2014, se figur 1.3. Økningen i prisen siden mars henger blant annet sammen med redusert produksjon i en rekke land i og utenfor OPEC, blant annet i Libya, Nigeria, Canada og USA. Samtidig har veksten i etterspørselen i land som USA, Kina og India vært høyere enn ventet.

Oljelagrene i OECD-landene er fortsatt høye, se figur 1.4. Det internasjonale energibyrået (IEA) anslår at veksten i oljelagrene vil avta markert i andre halvår 2016, før lagrene faller noe i 2017. IEA anslår at veksten i oljeetterspørselen i 2016 og 2017 vil være noe høyere enn gjennomsnittet for de siste ti årene. Tilbudet av olje fra land utenfor OPEC ventes å falle ytterligere. OPEC-møtet i begynnelsen av juni tyder på at medlemmene vil fortsette med å forsvare egne markeds-

Figur 1.6 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 17. juni 2016 og 11. mars 2016
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

andeler. Siden sommeren 2014 har OPEC stått for det aller meste av veksten i oljetilbudet.

Vi legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene de nærmeste årene. Disse indikerer en moderat prisoppgang til rundt 56 dollar per fat ved utgangen av 2019, om lag 5 dollar høyere enn ved forrige rapport.

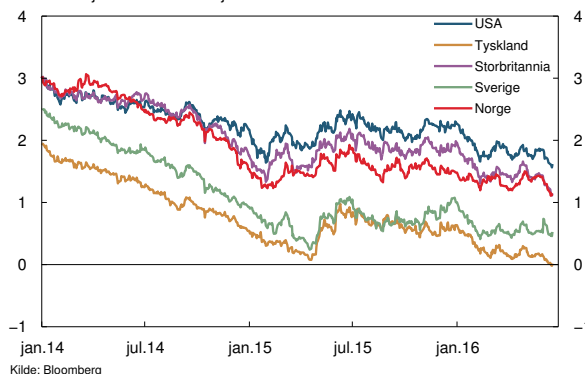
Prisen på norsk gass målt i dollar har falt videre siden forrige rapport. Fram til mai var fallet om lag på linje med nedgangen i prisen på britisk gass. Den norske gassprisen har dermed falt med vel 60 prosent sammenlignet med gjennomsnittet for perioden 2011 til 2014. Den siste tiden har spot- og terminpriser for britisk gass økt. Terminprisene indikerer en moderat økning i den norske gassprisen i de kommende årene. Utsikter til fortsatt relativt lave gasspriser i Storbritannia og Europa for øvrig må blant annet ses i sammenheng med lave priser på kull og klimakvoter, moderat vekst i gassetterspørselen og økt tilbud av flytende gass fra flere store eksportører som Australia og USA.

Ekspansiv pengepolitikk og svært lave renter ute

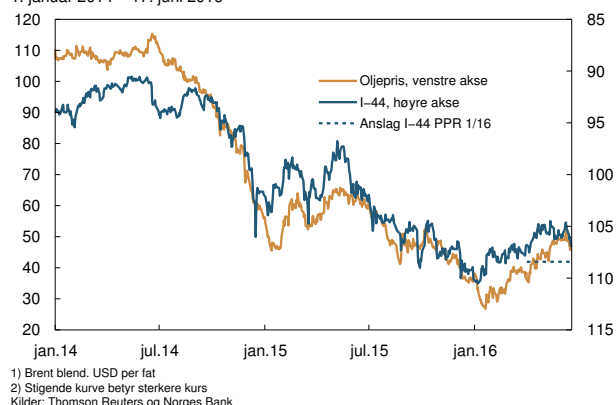
Signaler fra sentralbankene indikerer at styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere vil forbli lave noe lenger enn tidligere lagt til grunn, se figur 1.5. I tråd med dette har forventede pengemarkedsrenter ute falt siden mars, se figur 1.6. Rentene på antatt trygge statsobligasjoner har også falt i samme periode, se figur 1.7. Rentenedgangen henger sammen med sentralbankenes aktivkjøp, usikkerheten om Storbritannias tilknytning til EU og vedvarende bekymringer for svak vekst i verdensøkonomien. I aksjemarkedene har utviklingen vært blandet. Amerikanske indekser har økt noe siden mars, mens europeiske markeder har falt.

Den amerikanske sentralbanken har som ventet holdt styringsrenten uendret siden mars, men har signalisert en noe saktere renteoppgang enn tidligere kommunisert. Markedsprisingen viser sannsynlighetsovervekt for at den neste renteøkningen i USA kommer våren 2017. Utsikter til mer gradvise rentehevinger har ført til en nedgang i forventede amerikanske styringsrenter siden forrige rapport.

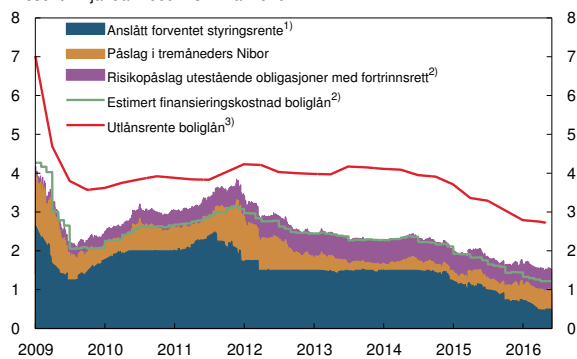
Figur 1.7 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2014 – 17. juni 2016



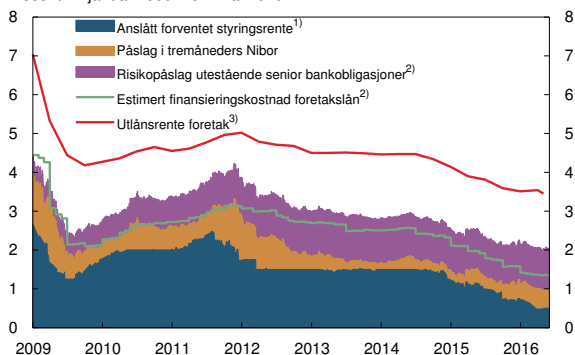
Figur 1.8 Oljepris¹⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾. 1. januar 2014 – 17. juni 2016



Figur 1.9 Utlånsrente og finansieringskostnad for boliglån. Prosent. 1. januar 2009 – 31. mai 2016

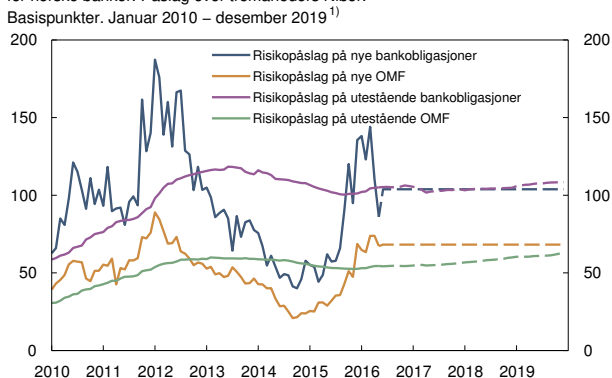


Figur 1.10 Utlånsrente og finansieringskostnader for foretakslån. Prosent. 1. januar 2009 – 31. mai 2016



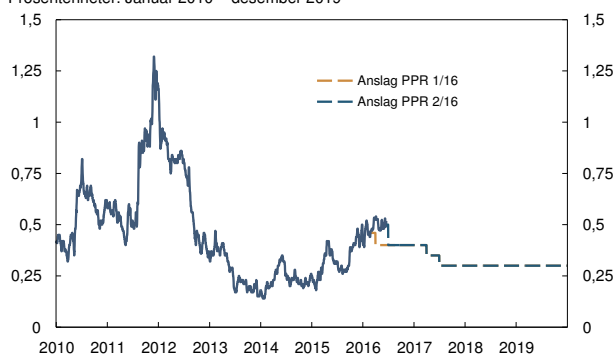
1) Anslått forventet styringsrente er avledet fra tremåneders Nibor og uttrykker gjennomsnittlig forventet styringsrente for de neste tre månedene
2) Månedstall
3) Kvartalstall til og med 1. kv. 2016. Månedstall for april 2016 fra et utvalg av banker og kreditforetak. Bankene og kreditforetakene rapporterer utlånsrenter for siste dag i kvartalet/måneden
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå, Bloomberg, Stamdata og Norges Bank

Figur 1.11 Gjennomsnittlig risikopåslag på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Påslag over tremåneders Nibor. Basispunkter. Januar 2010 – desember 2019¹⁾



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

Figur 1.12 Påslag i tremåneders Nibor.¹⁾ Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. Januar 2010 – desember 2019²⁾



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

Den europeiske sentralbanken (ESB) har holdt pengepolitikken uendret siden forrige rapport. Iverksettingen av tiltakene som ble annonsert i mars har, sammen med lavere internasjonale renter, bidratt til en nedgang i forventede korte renter i euroområdet. ESB har gjentatt at renten vil holdes på dagens nivå eller lavere en god stund fremover, og at det kan bli aktuelt å øke bruken av ukonvensjonelle tiltak. Markedsprisingen indikerer sannsynlighetsovervekt for at ESB kutter innskuddsrenten videre mot slutten av året.

I Storbritannia er styringsrenten som ventet ikke endret, og det har kommet få nye pengepolitiske signaler siden forrige rapport. Markedets forventninger til den britiske styringsrenten har likevel falt som følge av den internasjonale rentenedgangen og den forestående folkeavstemningen. Markedsprisingen viser en viss sannsynlighet for at sentralbanken vil senke styringsrenten i løpet av året. Utsiktene for pengepolitikken i Storbritannia er nært knyttet til utfallet av folkeavstemningen.

På rentemøtet i april annonserte sentralbanken i Sverige at aktivakjøpene skulle utvides med 45 milliarder svenske kroner til totalt 245 milliarder kroner. Styringsrenten ble holdt uendret. Aktivakjøpene skal gjennomføres innen utgangen av 2016, noe som innebærer at programmet er utvidet med et halvt år. Markedsprisingen indikerer at første renteheving vil komme sommeren 2017.

Oljeprisoppgang har bidratt til å styrke kronen

Det internasjonale valutamarkedet har siden forrige rapport vært påvirket av utsikter til mer ekspansiv pengepolitikk og høyere råvarepriser. Økningen i oljeprisen har ført til at valutaene til flere oljeeksporterende land har styrket seg. Amerikanske dollar har svekket seg som følge av utsikter til mer gradvise rentehevinger i USA. Utviklingen i britiske pund har vært preget av usikkerheten rundt Storbritannias EU-medlemskap, og pundet har samlet sett svekket seg litt siden publiseringen av forrige rapport. Sentralbanken i Storbritannia fremholder at det er en betydelig risikopremie i britiske pund knyttet til folkeavstemningen. Euro og svenske kroner har vært om lag uendret siden forrige rapport, mens japanske yen har

styrket seg noe blant annet som følge av mindre ekspansiv pengepolitikk enn ventet.

Oppgangen i oljeprisen og en liten økning i rentedifferansen mot utlandet har bidratt til at kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har styrket seg, se figur 1.8. Høyere oljepris kan ha gjort markedsaktørene mindre usikre på vekstutsiktene for norsk økonomi og bidratt til en reduksjon i risikopremien på kroner. Hittil i andre kvartal har kronekursen i gjennomsnitt vært 2,4 prosent sterkere enn anslått i forrige rapport.

Utlånsrentene har falt noe mindre enn ventet

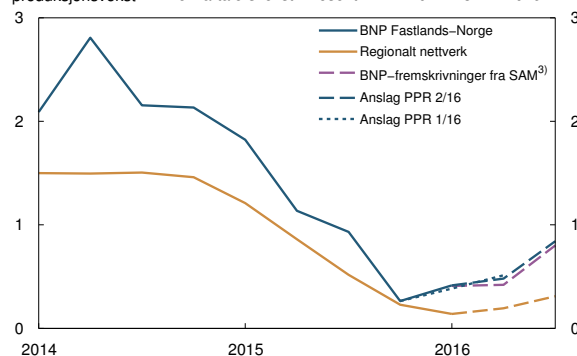
Etter at styringsrenten ble satt ned i mars har bankene redusert sine utlånsrenter til husholdninger, men noe mindre enn lagt til grunn i forrige rapport. Utlånsrentene til foretak har også falt, om lag som ventet.

Bankenes estimerte finansieringskostnad for boliglån og lån til foretak har falt litt siden forrige rapport, se figur 1.9 og 1.10. Nedgangen skyldes en lavere styringsrente. Risikopåslagene på bankenes nye obligasjonsfinansiering har falt, men påslagene på bankenes utestående obligasjonsfinansiering er om lag uendret, se figur 1.11. Påslaget i tremåneders Nibor, som er differansen mellom pengemarkedsrenten og forventet styringsrente, er også lite endret siden mars, se figur 1.12. Påslaget er nå på om lag 0,50 prosentenheter, noe høyere enn anslått i forrige rapport.

Vi legger til grunn at påslaget i tremåneders Nibor vil falle ned mot 0,40 prosentenheter etter hvert som nivået på den strukturelle likviditeten i banksystemet stiger utover sommeren. Vi venter at påslaget blir liggende på dette nivået de nærmeste kvartalene, før det faller videre ned mot 0,30 prosentenheter i takt med at ESB avslutter sitt aktivkjøpsprogram våren 2017.¹ Anslaget er uendret fra forrige rapport. Dersom risikopåslagene på bankenes nye obligasjonsfinansiering holder seg på dagens nivå, vil påslagene på bankenes utestående obligasjonsfinansiering øke litt utover i prognoseperioden. Økningen er imidlertid mindre enn lagt til grunn i forrige rapport.

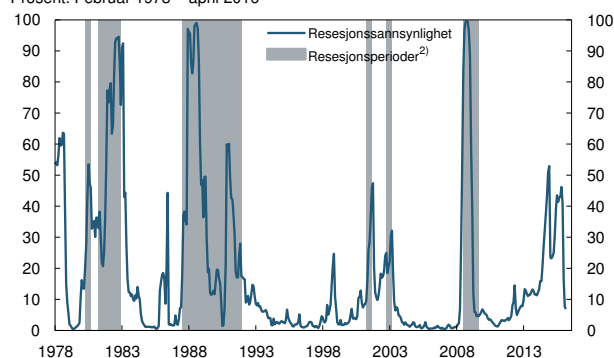
¹ Se Norges Bank (2015), «Hva forklarer økningen i pengemarkeds påslaget?», s. 51–52, *Pengepolitisk rapport 2/15* for en nærmere beskrivelse av hvordan ESBs aktivkjøp påvirker Nibor.

Figur 1.13 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2016²⁾



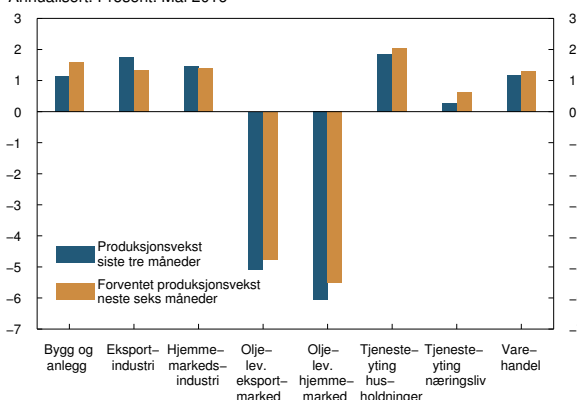
1) Basert på vekst i produksjon siste tre måneder (heltrukket) og forventet vekst i produksjon neste seks måneder (stiplet)
2) Anslag for 2. kv. 2016 – 3. kv. 2016
3) System for sammenveiling av kortidsmodeller
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14 Glattede resesjons sannsynligheter beregnet med månedlig indikatormodell.¹⁾ Prosent. Februar 1978 – april 2016



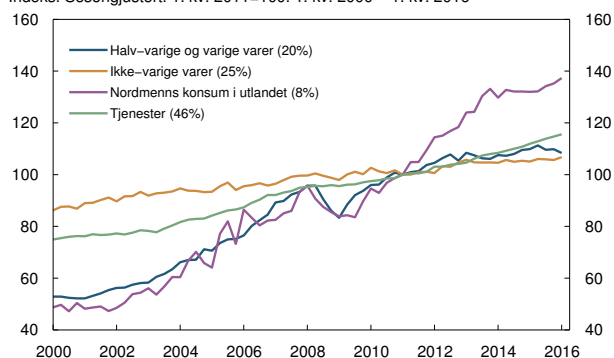
1) I en utdyping i PPR 1/16 presenterte vi resesjons sannsynligheter beregnet i sanntid. For den siste måneden er den glattede sannsynligheten også en sanntidssannsynlighet
2) Datert i Aastveit, Jore og Ravazzolo (2016)
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Produksjonsvekst i Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent. Mai 2016



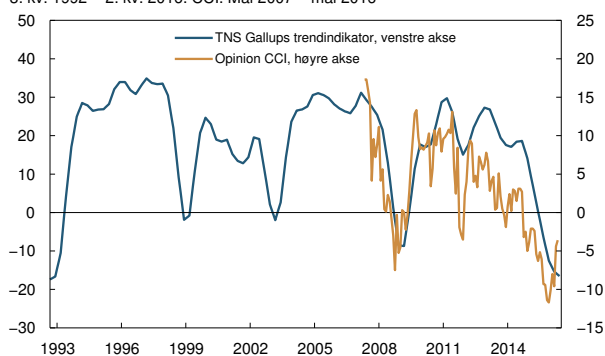
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 Privat konsum fordelt på ulike konsumgrupper.¹⁾
Indeks. Sesongjustert. 1. kv. 2011=100. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2016



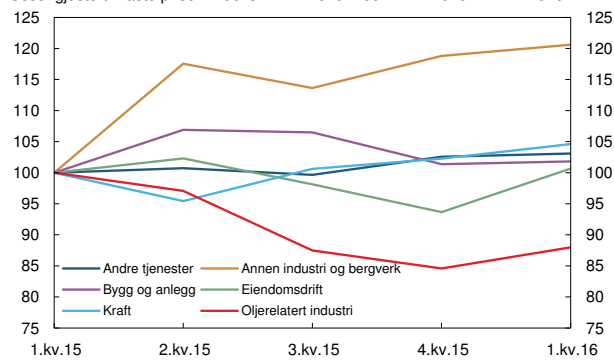
1) Andel av samlet konsum i parentes
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.17 Forbrukertillit. Netttotal. TNS Gallups trendindikator for husholdningene.
3. kv. 1992 – 2. kv. 2016. CCI. Mai 2007 – mai 2016



Kilder: TNS Gallup og Opinion

Figur 1.18 Investeringer i ulike næringer.
Sesongjustert. Faste priser. Indeks. 1. kv. 2015=100. 1. kv. 2015 – 1. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Svak vekst i norsk økonomi

Veksten i fastlandsøkonomien er svak. BNP for Fastlands-Norge vokste med 0,3 prosent i første kvartal. Det var litt sterkere enn ventet. Samtidig viser reviderte tall at utviklingen i fjerde kvartal i fjor var noe svakere enn tidligere lagt til grunn. Samlet sett er utviklingen godt i tråd med anslagene i forrige rapport.

Vi venter at veksten i fastlandsøkonomien vil ligge nær 0,3 prosent de nærmeste kvartalene. Vekstanslagene er lite endret fra forrige rapport, se figur 1.13. Anslagene er i tråd med fremskrivningene fra vårt system for sammenveing av kortidsmodeller (SAM), men høyere enn forventningene til produktionsveksten i Regionalt nettverk. Ifølge modellberegninger er sannsynligheten for fall i aktiviteten lavere enn ved forrige rapport, se figur 1.14.

Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i mai om svak produktionsvekst de siste tre månedene. Veksten er fremdeles høyest i tjenesteyting mot husholdningene og i tradisjonell industri, mens produksjonen i oljeleverandørnæringen faller kraftig, se figur 1.15. Det er fremdeles store regionale forskjeller. Østlandet, Innlandet og Nord-Norge har den sterkeste utviklingen, mens aktiviteten faller på Sør-Vestlandet. Kontaktene meldte i mai om utsikter til fortsatt svak vekst det neste halve året. Veksten er ventet å øke noe i tjenesteyting mot næringslivet og husholdninger, i bygg og anlegg og i varehandelen. I tradisjonell industri er det utsikter til litt lavere vekst. I oljeleverandørnæringen er den markerte nedgangen ventet å fortsette.

Veksten i husholdningenes konsum var som ventet lav i første kvartal. Samlet konsumvekst blir fortsatt dempet av varekonsumet, mens veksten i tjenestekonsumet holder seg oppe, se figur 1.16. Den svake utviklingen i varekonsumet fortsatte i april. Forbrukertilliten har steget noe den siste tiden, men er fremdeles lav, se figur 1.17. Reallønnsnedgang og fortsatt svak utvikling i arbeidsmarkedet er ventet å gi lav vekst i konsumentenes kjøpekraft den nærmeste tiden. Det blir i noen grad motvirket av det lave rentenivået. Samlet venter vi at konsumveksten vil tilta noe i løpet av året, men litt mindre enn lagt til grunn i forrige rapport. Sparing som andel av disponibel inntekt er ventet å falle noe i år.

Boliginvesteringene steg videre i første kvartal, som anslått i forrige rapport. Så langt i år har både igangsetting og salg av nye boliger holdt seg på et relativt høyt nivå. På Vestlandet og Sørlandet samlet er igangsettingen så langt i år lavere enn på samme tid i fjor. I resten av landet er den høyere. Oppgangen i boligprisveksten er ventet å bidra til at investeringene øker noe raskere den nærmeste tiden enn lagt til grunn i forrige rapport.

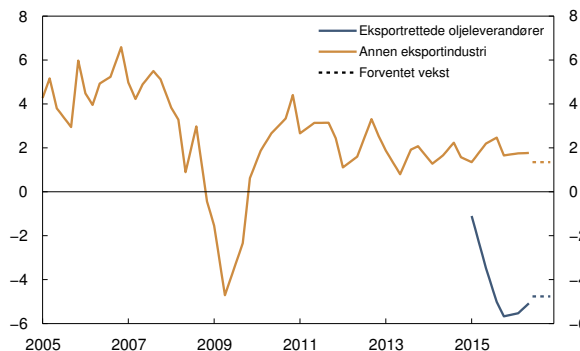
Foretaksinvesteringene steg mer enn ventet i første kvartal, og reviderte tall viser at fallet i andre halvår i fjor var mindre enn tidligere lagt til grunn. Veksten i foretaksinvesteringene er likevel svak, og har særlig blitt trukket ned av investeringer i oljerelatert industri, se figur 1.18. Vi legger til grunn at svake vekstutsikter vil bidra til moderat vekst i foretaksinvesteringene også fremover. Det er i tråd med informasjon fra vårt regionale nettverk. Den høye veksten i første kvartal, samt revisjonen av veksten i fjor, gjør at årsveksten i foretaksinvesteringene er ventet å bli noe høyere enn lagt til grunn forrige rapport.

Eksporten fra Fastlands-Norge utenom energivarer økte moderat i første kvartal. En kraftig reduksjon i eksporten av raffinerte oljeprodukter gjorde at den samlede fastlandseksporten falt klart. Eksporten fra leverandører til oljenæringen har falt betydelig i kjølvannet av nedgangen i internasjonal oljeindustri. Vi anslår at denne eksporten vil fortsette å falle den nærmeste tiden, i tråd med informasjon fra vårt regionale nettverk, se figur 1.19. Eksporten fra Fastlands-Norge utenom eksport fra leverandører til oljenæringen ventes å øke videre, men vil trolig dempes noe av kapasitetsbegrensninger i fiskeoppdrett og i deler av prosessindustrien. Samlet venter vi at eksporten fra Fastlands-Norge vil øke moderat den nærmeste tiden. Fallet i eksporten av raffinerte oljeprodukter i første kvartal gjør likevel at den samlede fastlandseksporten er ventet å utvikle seg betydelig svakere i år enn lagt til grunn i forrige rapport.

Ledige ressurser i økonomien

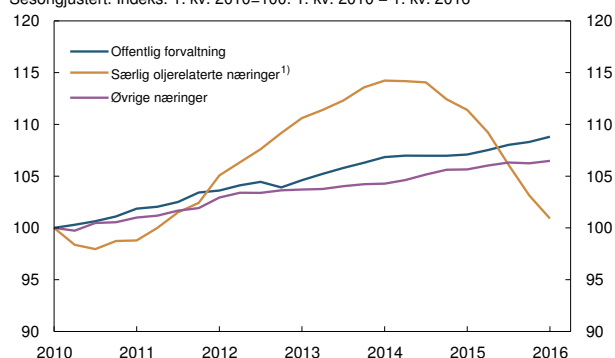
Arbeidsmarkedet preges av lavere aktivitet i petroleumssektoren og svak vekst i norsk økonomi. Forholdsvis god vekst i sysselsettingen i tjenesteytende næringer og i offentlig sektor har likevel veid opp for bortfallet av arbeidsplasser i oljerelaterte næringer,

Figur 1.19 Regionalt nettverks indikator for annualisert vekst i eksportindustriens produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder.¹⁾ Prosent.²⁾ Januar 2005 – november 2016³⁾



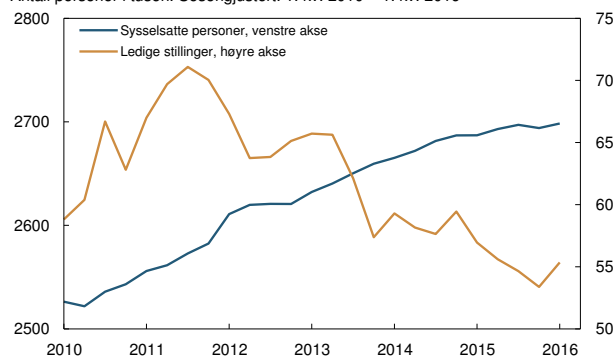
1) Ny næringsinndeling fører til brudd i serien for eksportindustri fra 2015
 2) I nettverket benyttes en indeks som går fra -5 til +5, der -5 indikerer at produksjonen ventes å falle med 10 prosent eller mer annualisert. Flere oljeleverandører forventer at produksjonen vil falle med mer enn 10 prosent det neste halvåret. Skalapbegrensningen gjør at det ikke reflekteres i statistikken
 3) Rapportert vekst til og med mai 2016. Forventet vekst for mai 2016 – november 2016
 Kilde: Norges Bank

Figur 1.20 Sysselsetting etter næring. Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 2010=100. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2016



1) Gruppen "særlig oljerelaterte næringer" inkluderer næringene utvinning av råolje og naturgass, inkl. tjenester, produksjon av metallvarer, elektrisk utstyr og maskiner, verftsindustri og annen transportmiddelindustri og reparasjon og installasjon av maskiner og utstyr. I 1. kvartal 2010 sysselsatte disse næringene 166 000 personer, 6 prosent av alle sysselsatte i norsk økonomi
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.21 Ledige stillinger og sysselsatte personer. Antall personer i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

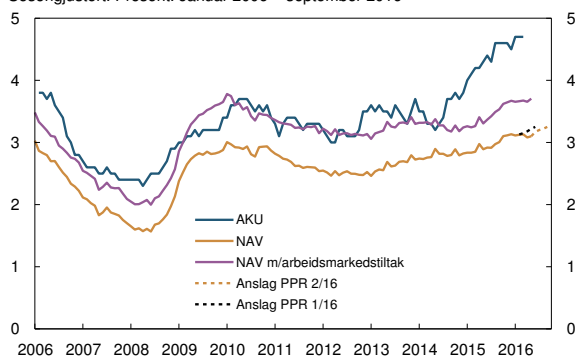
Figur 1.22 Regionalt nettverks indikator for forventet endring i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 4. kv. 2004 – 2. kv. 2016



se figur 1.20. I første kvartal økte både sysselsettingen og antall ledige stillinger noe, se figur 1.21. Den nærmeste tiden venter vi at sysselsettingen vil holde seg om lag uendret. Det er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk, se figur 1.22.

Den registrerte arbeidsledigheten fra NAV har vært litt lavere enn anslått. Som andel av arbeidsstyrken var ledigheten 3,1 prosent i mai, uendret fra måneden før, se figur 1.23. Det siste året har ledigheten økt med nærmere en prosentenheter i fylker med nær tilknytning til oljevirkosomheten, mens den har falt litt i resten av landet, se figur 1.24. Ledigheten målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) var på 4,7 prosent i mars, uendret fra januar og februar. Fram til i fjor høst økte AKU-ledigheten mer enn registrert ledighet.

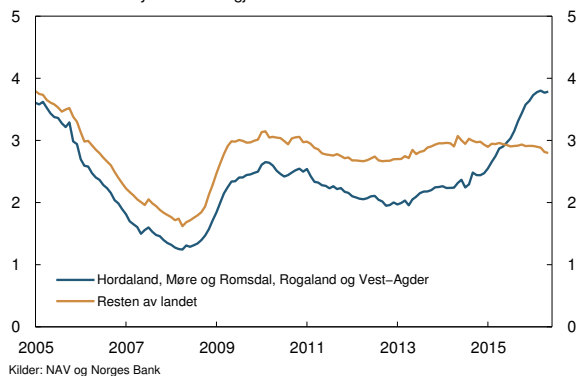
Figur 1.23 Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken, AKU¹⁾ og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2006 – september 2016^{2) 3)}



1) Arbeidskraftundersøkelsen
2) Anslag for juni 2016 – september 2016 (stiplet)
3) Til og med mars 2016 for AKU
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

Så langt i denne lavkonjunkturen har en voksende arbeidsstyrke bidratt til oppgangen i AKU-ledigheten. Tradisjonelt har arbeidstilbudet i Norge vært mer konjunkturfølsomt. I nedgangskonjunkturer har økningen i arbeidsledigheten blitt begrenset av at mange har gått ut av arbeidsstyrken. Vi legger til grunn at arbeidsstyrken vil vokse saktere i år enn i fjor. AKU-ledigheten ventes å holde seg om lag uendret den nærmeste tiden, mens den registrerte ledigheten anslås å øke noe. En slik utvikling vil redusere det unormalt store avviket mellom de to ledighetsmålene.

Figur 1.24 Registrert arbeidsledighet etter fylke. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2005 – mai 2016



Den registrerte arbeidsledigheten, som er en sentral indikator i vurderingen av kapasitetsutnyttningen, har vært litt lavere enn ventet. På den andre siden kan det store avviket mellom den registrerte arbeidsledigheten og AKU-ledigheten tyde på at omfanget av ledige ressurser i økonomien er større enn det ledighetstallene fra NAV isolert sett tilsier. I mai rapporterte kontaktene i vårt regionale nettverk om en liten oppgang i kapasitetsutnyttningen, se figur 1.25. Andelen bedrifter som oppgir at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen, var om lag uendret. Kapasitetsutnyttningen er klart lavere enn normalt, men anslås å ha falt noe mindre enn lagt til grunn i forrige rapport. Produksjonen har økt om lag som anslått, og vekstutsiktene for de nærmeste kvartalene er lite endret. Det innebærer at den potensielle veksten nå vurderes å være litt lavere enn tidligere lagt til grunn.

Som i flere andre land har produktivitetsveksten i norsk økonomi vært lav de siste årene. Produktivitetsveksten har falt i mange næringer, se figur 1.26. Nedgangen har vært særlig markert i privat tjenesteyting og i industrien. Det siste året har produktivitetsveksten avtatt ytterligere. Det henger blant annet sammen med at bedriftene har holdt på arbeidskraften til tross for lavere vekst i produksjonen. Vi anslår at både den faktiske og den trendmessige produktivitetsveksten vil ta seg noe opp de nærmeste årene, men litt langsommere enn lagt til grunn i forrige rapport. Sammen med utsikter til litt lavere vekst i befolkningen, bidrar det til at den potensielle veksten i økonomien anslås å være noe lavere gjennom prognoseperioden enn vi la til grunn i mars, se utdyping på side 52.

Lav lønnsvekst

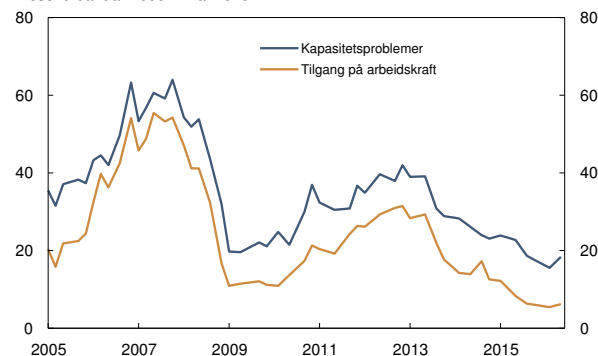
Lønnsveksten for i år anslås til 2,5 prosent. Det er 0,1 prosentenheter lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, men litt høyere enn forventningene til partene i arbeidslivet og kontaktene i Regionalt nettverk. Fellesforbundet og Norsk Industri kom til enighet i lønnsoppgjøret etter mekling. NHO anslo, i forståelse med LO, årslønnsveksten i industrien til 2,4 prosent. I de fleste andre lønnsoppgjør er rammen i industrien lagt til grunn. Kontaktene i Regionalt nettverk venter en lønnsvekst i år på 2,3 prosent, mens partene i arbeidslivet i gjennomsnitt venter en lønnsvekst på 2,4 prosent, ifølge forventningsundersøkelsen fra Epinion. Samtidig har utviklingen i arbeidsmarkedet vært noe bedre enn ventet, og oppgangen i oljeprisen tilsier bedre lønnsomhet i deler av næringslivet. Det kan bidra til noe høyere lønnsglidning enn lagt til grunn i lønnsoppgjørene. Anslaget innebærer en nedgang i reallønnen.

Lavere importert prisvekst

Inflasjonen har utviklet seg om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Tolvmånedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 3,2 prosent i mai, se figur 1.27, som anslått i forrige rapport. Tolvmånedersveksten i konsumprisene samlet (KPI) var 3,4 prosent, om lag som ventet.

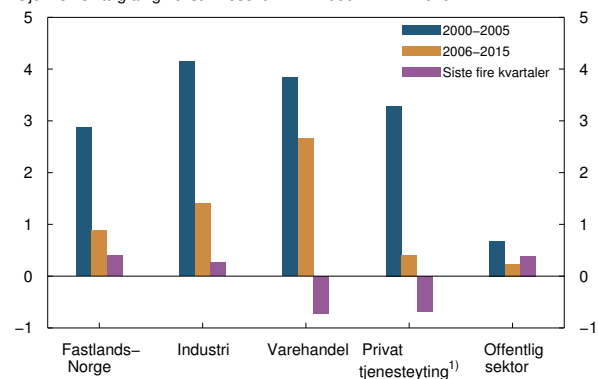
Prisveksten på importerte varer har vært litt lavere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.28. I mai var

Figur 1.25 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.¹⁾ Prosent. Januar 2005 – mai 2016



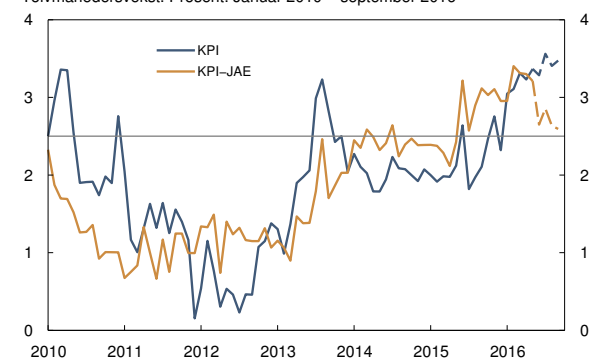
¹⁾ Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen
Kilde: Norges Bank

Figur 1.26 Produktivitetsvekst i Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig årlig vekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2016



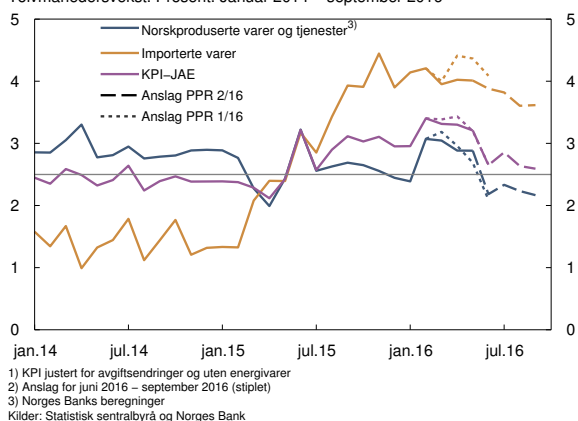
¹⁾ Utenom boligjenester og varehandel
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.27 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – september 2016²⁾

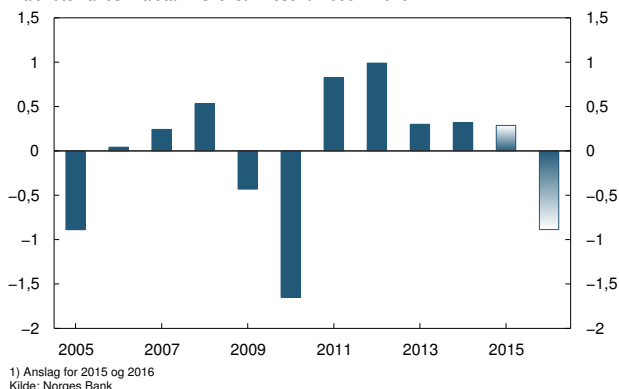


¹⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Anslag for juni 2016 – september 2016 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

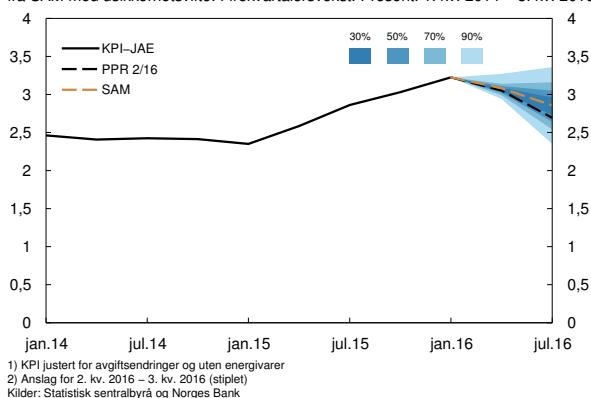
Figur 1.28 KPI-JAE¹⁾ samlet og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2014 – september 2016²⁾



Figur 1.29 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2016¹⁾



Figur 1.30 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2016²⁾



tolvmånedersveksten 4,0 prosent, uendret fra måneden før. Kronen har styrket seg mer enn ventet, noe som isolert sett vil dempe prisveksten på importerte varer. I tillegg bidrar svakere prisimpulser fra våre handelspartnere til å trekke prisveksten ned, se figur 1.29. Vi anslår en noe lavere tolvmånedersvekst i prisene på importerte varer den nærmeste tiden enn lagt til grunn i forrige rapport.

Tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester var 2,9 prosent i mai, også dette uendret fra april. Prisveksten var litt høyere enn anslått i mars. Anslagene for tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester den nærmeste tiden er derfor litt høyere enn i forrige rapport. Den innenlandske prisveksten vil trolig dempes av lav lønnsvekst og god tilgang på ledige ressurser. I tillegg vil en noe sterkere krone kunne føre til lavere prisvekst på importerte innsatsfaktorer.

Samlet anslår vi at tolvmånedersveksten i konsumprisene (KPI-JAE) vil avta noe og holde seg mellom 2,5 og 3 prosent den nærmeste tiden. Anslagene er litt lavere enn i forrige rapport og også noe lavere enn prognosene fra SAM, se figur 1.30. Anslagene for veksten i KPI samlet er likevel noe oppjustert som følge av utsikter til litt høyere vekst i energiprisene enn lagt til grunn i mars.

Høyere boligprisvekst

Tolvmånedersveksten i boligprisene har steget de siste månedene og vært høyere enn anslått i forrige rapport. I mai var tolvmånedersveksten 7,3 prosent. Tolvmånedersveksten i husholdningenes kreditt var 6,0 prosent i april. Det er noe høyere enn ventet i mars. Utviklingen i boligpriser og gjeld er nærmere omtalt i kapittel 3.

FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

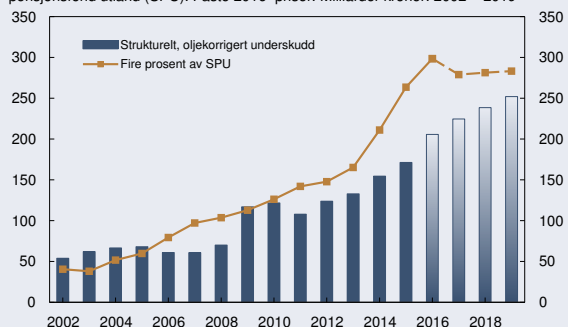
Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2016. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås til 206 milliarder kroner i 2016, se figur 1.31. Det strukturelle underskuddet er rundt 10 milliarder kroner høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Om lag halvparten av økningen forklares av lavere skatteinntekter. Ut over dette bidrar blant annet lavere utbytteinntekter, en ekstra tiltakspakke rettet mot Sør- og Vestlandet og økte utgifter som følge av raskere bosetting av flyktninger, til å øke underskuddet.

Det strukturelle underskuddet anslås å utgjøre 7,5 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2016, en økning på 1,1 prosentenheter fra 2015. I forrige rapport la vi til grunn at økningen ville bli på 0,7 prosentenheter. 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. Bare i 2002 og 2009 har budsjettunderskuddet økt mer enn det ligger an til å gjøre i år, se figur 1.32.

Veksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning anslås til 3,0 prosent i 2016. Den reelle, underliggende veksten i statsbudsjettets utgifter er ventet å bli på 3,5 prosent. Den høye tilstrømningen av asylsøkere mot slutten av fjoråret bidrar til den høye utgiftsveksten. En betydelig del av disse utgiftene føres som eksport i nasjonalregnskapet.

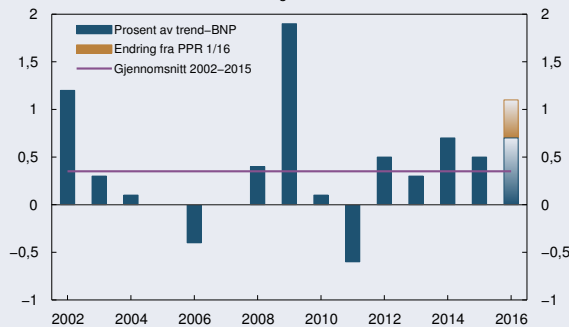
I det reviderte budsjettet legges det til grunn at Norge vil motta 25 000 asylsøkere i år, ned fra 31 000 i fjor. I løpet av årets første fem måneder har 1 400 personer søkt om asyl i Norge. Det er nær en tredjedel av den gjennomsnittlige tilstrømningen i de tilsvarende månedene i årene fra 2007 til 2014, se figur 1.33.

Figur 1.31 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2002 – 2019¹⁾



1) Anslag for 2016 – 2019
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.32 Endring i strukturelt, oljekorrigeret underskudd. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. 2002 – 2016¹⁾



1) Anslag for 2016
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

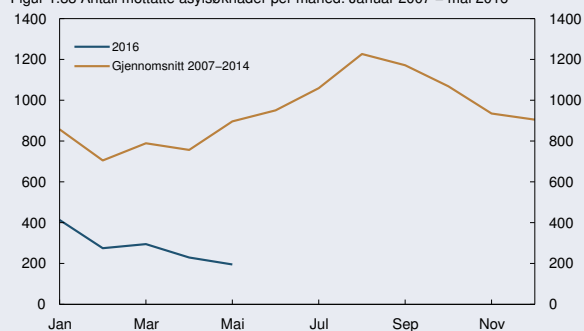
I denne perioden mottok Norge i gjennomsnitt 11 000 asylsøknader årlig. Fortsatt lav tilstrømning av asylsøkere kan bidra til at veksten i det offentlige utgifter i 2016 blir lavere enn lagt til grunn.

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 legges det som en beregningsteknisk forutsetning til grunn at den årlige endringen i det strukturelle underskuddet, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, vil være tilbake på 0,35 prosentenheter, lik det historiske gjennomsnittet.

I 2017 kan økningen i underskuddet bli noe høyere enn det historiske gjennomsnittet. Det skyldes utsikter til forholdsvis sterk utgiftsvekst. Veksten i den offentlige etterspørselen i 2017 anslås til 2,5 prosent. Samtidig vil skattelettelsene som er gitt med virkning fra 2016, i hovedsak redusere de bokførte inntektene først fra neste år. Fra og med 2018 legger vi til grunn at veksten i den offentlige etterspørselen avtar til 1,8 prosent. I tråd med skattemeldingen og skatteforliket i Stortinget legger vi til grunn ytterligere skattelettelser, men netto lettelsene per år antas å bli lavere enn i årets budsjett. Med utsikter til nye skattelettelser blir det mindre rom for å øke den offentlige etterspørselen. Handlingsrommet begrenses også av lavere underliggende vekst i skatteinntektene som følge av at anslått trendvekst i fastlandsøkonomien er nedjustert, se utdyping på side 52.

Det strukturelle underskuddet i 2016 utgjør 2,8 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året, men fondsverdien ventes å bli lavere ved inngangen til neste år. Det skyldes i hovedsak at kronen har styrket seg siden nyttår. Fremskrivningene i det reviderte budsjettet bygger på at realavkastningen de neste 15 årene blir 3 prosent, og ikke 4 prosent, som tidligere lagt til grunn. Det bidrar til at bruken av oljepenger kan komme over 3 prosent av fondsverdien neste år. Med disse beregningstekniske forutsetningene kan bruken øke videre til 3,5 prosent av fondsverdien i 2019.

Figur 1.33 Antall mottatte asylsøknader per måned. Januar 2007 – mai 2016



Kilde: Utlendingsdirektoratet

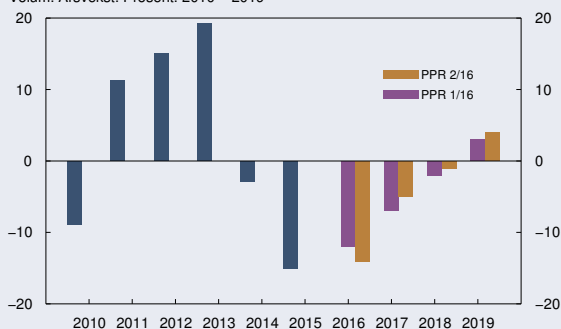
ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene på norsk sokkel falt klart fra 2013 til 2015 etter å ha økt betydelig over flere år. Nedgangen gjenspeiler at lønnsomheten i petroleumsnæringen er sterkt svekket de siste årene og at flere store prosjekter er avsluttet eller i avslutningsfasen. Kostnadene i næringen økte i takt med den kraftige veksten i aktiviteten fra 2002 til 2013. De økte kostnadene og fallet i olje- og gassprisene gjennom 2014 og 2015 førte til at flere prosjekter ble utsatt eller kansellert og at oljeselskapene satte i verk en rekke tiltak for å redusere sine kostnader.

Oljeprisen har steget med i underkant av 10 dollar per fat siden forrige rapport, se figur 1.3. Prisen på norsk gass falt noe fram til mai. Siden da har spotprisen på britisk gass, som i stor grad er retningsgivende for den norske eksportprisen, steget. Terminprisene for både olje og britisk gass er høyere enn i mars, og tilsier en moderat prisoppgang fram mot 2019. Anslagene i denne rapporten bygger på at spotprisene for olje og gass vil utvikle seg i tråd med terminprisene de nærmeste årene og deretter stige ytterligere.

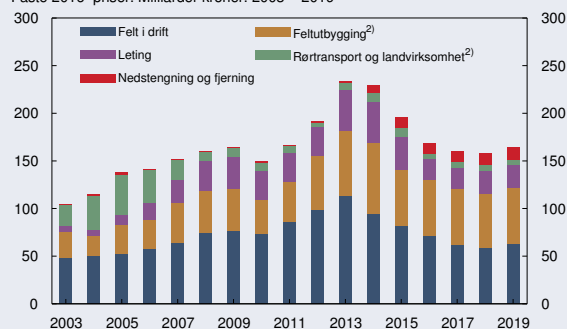
Investeringstillingen for andre kvartal og tall fra nasjonalregnskapet tyder på at petroleumsinvesteringene vil falle noe mer i år enn anslått i forrige rapport. Tellingen indikerer imidlertid at investeringsnivået i 2017 vil bli om lag som vi ventet i mars. Vi anslår nå at investeringene vil falle med 14 prosent i år, 5 prosent neste år og 1 prosent i 2018, se figur 1.34. I 2019 anslår vi at petroleumsinvesteringene vil øke med 4 prosent. Investeringsanslagene for leting og felt i drift er noe oppjustert i lys av investeringstillingen for andre kvartal og økningen i terminprisene på olje og gass siden mars. Samtidig anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil bli litt lavere enn anslått i forrige rapport. De kostnadsreduserende tiltakene i petroleumsnæringen har ført til at utgiftene til enkelte planlagte utbyggingsprosjekter trolig vil bli lavere enn tidligere anslått. Investeringsnivået i slutten av prognoseperioden er noe høyere enn anslått i forrige rapport.

Figur 1.34 Petroleumsinvesteringer.
Volum. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2019¹⁾



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

Figur 1.35 Petroleumsinvesteringer.
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2019¹⁾



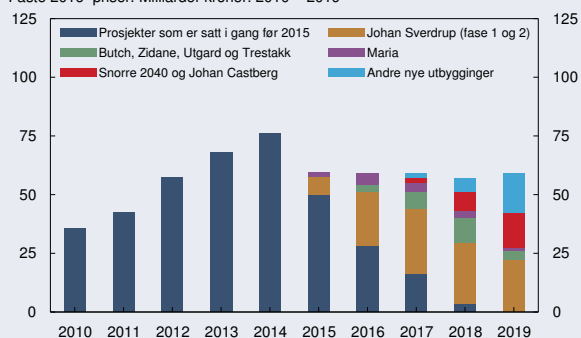
1) Anslag for 2016 – 2019. Tallene for 2003 – 2015 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å være uendret fra 2015 til 2016
2) Utgiftene til eksportørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Investeringene på felt i drift har falt mye de to siste årene. Vi anslår at de vil falle med ytterligere 10 milliarder kroner både i 2016 og 2017, se figur 1.35. 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 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 2017. Vi venter at investeringsutgiftene vil ta seg noe opp igjen mot slutten av prognoseperioden siden flere prosjekter trolig vil bli lønnsomme etter at kostnadene er redusert.

Utgiftene til feltutbygging var svært høye i 2013 og 2014 som følge av flere store påbegynte prosjekter på norsk sokkel. Flere av disse prosjektene er nå ferdigstilte. Det førte til at feltutbyggingen falt markert i fjor. De øvrige prosjektene skal etter planen fullføres i perioden 2016 til 2018. Det trekker ned investeringene betydelig fra 2015 til 2018, se figur 1.36. En stor del av nedgangen motvirkes av at feltene Johan Sverdrup og Maria bygges ut. Anslagene for feltutbygging er basert på at utbyggingen av feltene Butch, Zidane, Trestakk og Utgard vil komme i gang i løpet av 2016. Vi legger også til grunn at prosjektet Snorre 2040, utbyggingen av Johan Castberg og fase to av Johan Sverdrup-utbyggingen vil bli sanksjonert mot slutten av 2017. Flere andre utbyggingsprosjekter, som Pil og Bue, Skarfjell og Fogelberg, kan også bli satt i gang i 2017 til 2019. Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil ligge på om lag samme nivå i år og de neste årene som i 2015.

Lavere oljepris og kostnadskutt i oljeselskapene førte til at leteaktiviteten falt klart i fjor. Vi anslår at leteinvesteringene vil falle med ytterligere 12 milliarder kroner fra 2015 til 2016, i tråd med investeringsstillingen for andre kvartal. Lavere borekostnader og høyere olje- og gasspriser fremover ventes å føre til at letingen tar seg noe opp igjen i perioden 2017 til 2019.

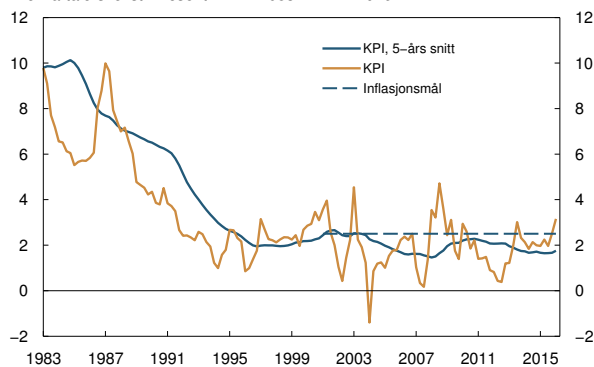
Figur 1.36 Feltutbygging.
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2019¹⁾



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

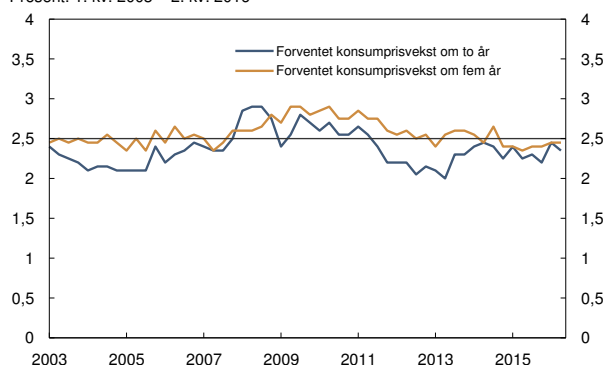
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2016



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

Figur 2.3 Regionalt nettverks indikator for annualisert vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. Januar 2005 – november 2016¹⁾



1) Rapportert vekst til og med mai 2016. Forventet vekst for mai 2016 – november 2016 (stiplet)
Kilde: Norges Bank

Avveieringer i pengepolitikken

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste 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, 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 avveieingen 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 oppbyggingen 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.

Analysen i forrige rapport

Analysen i Pengepolitisk rapport 1/16 tilsa en prognose der styrringsrenten avtok til om lag $\frac{1}{4}$ prosent ved utgangen av 2016. Mot slutten av prognoseperioden ble styrringsrenten anslått å øke til nær $\frac{3}{4}$ prosent. Med en slik utvikling i styrringsrenten var det utsikter til at prisveksten på kort sikt ville bli værende nær 3 prosent før den gradvis ville avta til mellom 1,5 og 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta fram mot høsten 2017, for deretter å øke noe.

Prognosen for styrringsrenten er lite endret

Veksten i norsk økonomi har vært om lag som ventet. I de fleste næringene i Regionalt nettverk venter kontaktene at produksjonen skal øke litt den nærmeste tiden, men nettverket indikerer fortsatt svak vekst, se figur 2.3. Oljeprisen har fortsatt å stige. Det understøtter veksten i norsk økonomi, blant annet ved å redusere usikkerheten om den økonomiske utviklingen. Det kan føre til høyere vekst i konsum og investeringer. En mer ekspansiv finanspolitikk enn tidligere lagt til grunn vil også bidra til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe. På den andre siden har kronen styrket seg mer enn ventet, og rentene ute

har falt. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er lavere enn normalt, men vurderes nå å være på et litt høyere nivå enn vi la til grunn i forrige rapport.

Prisveksten har den siste tiden vært i overkant av 3 prosent, i tråd med anslagene i forrige rapport. En sterkere krone vil kunne føre til en noe raskere nedgang i prisveksten på importerte varer enn tidligere anslått. Lav lønnsvekst vil trolig dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Samlet er drivkreftene for inflasjonen den nærmeste tiden noe svakere enn i mars.

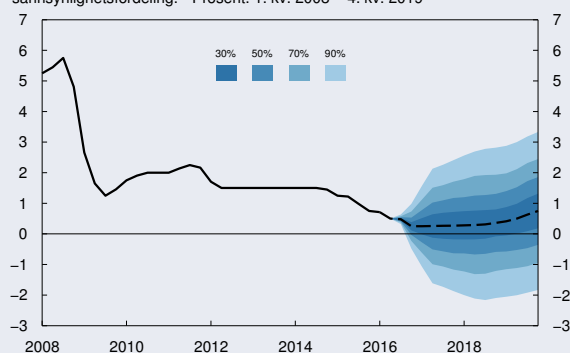
En modellteknisk tolkning av ny informasjon siden forrige rapport er illustrert i rammen på side 30. Med en uendret bane for styringsrenten tilsier denne

analysen at kapasitetsutnyttningen vil ligge noe høyere gjennom hele prognoseperioden, mens inflasjonen den nærmeste tiden vil avta noe raskere enn tidligere lagt til grunn. Ved utgangen av prognoseperioden blir inflasjonen derimot litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Lave renter kan gi sårbarhet i det finansielle systemet. Siden forrige rapport har boligprisveksten vært høyere enn ventet. Dersom den høye boligprisveksten vedvarer, vil det kunne gjøre husholdningene mer sårbare og øke faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid.

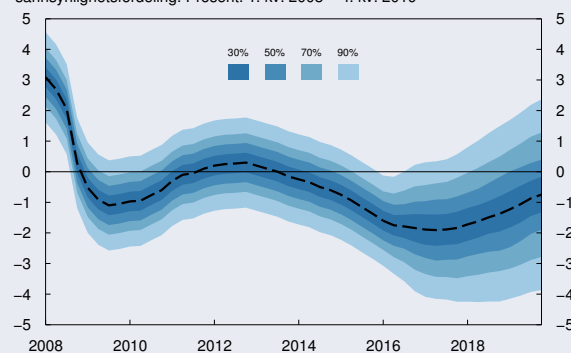
Når styringsrenten nærmer seg en nedre grense, øker usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det

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



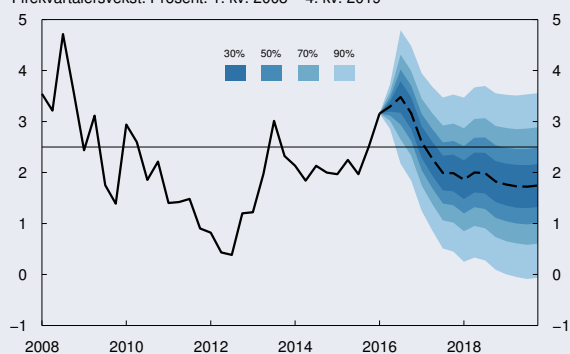
1) Usikkerhetsvitene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsvitene for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten
2) Anslag for 2. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)
Kilde: Norges Bank

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



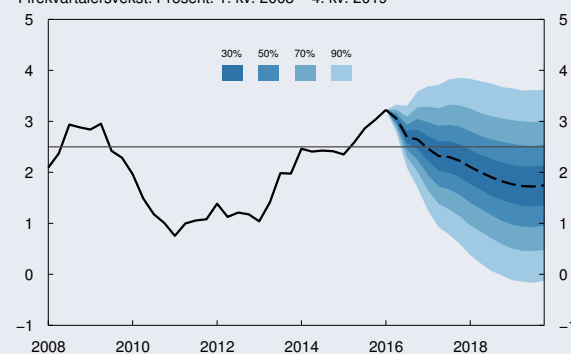
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

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



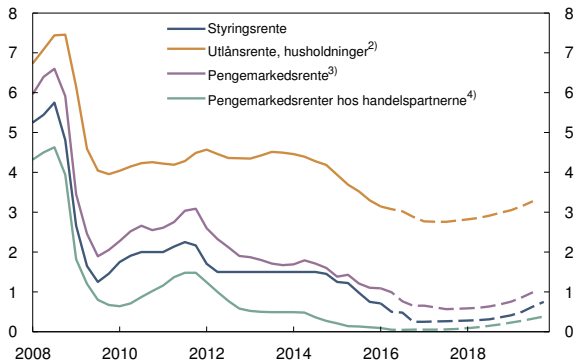
1) Anslag for 2. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 2. 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⁾

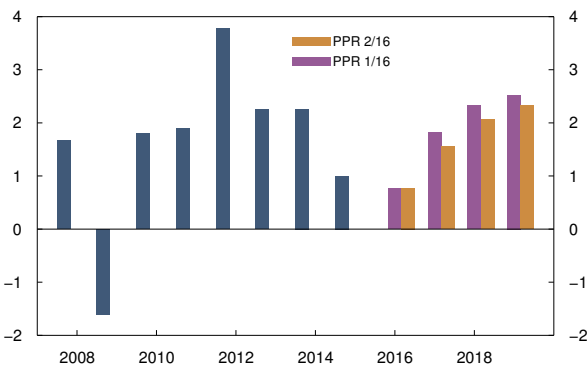


1) Anslag for 2. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger
3) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet
4) Aggregatet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

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 avveiningene i pengepolitikken.

Analysene i denne rapporten innebærer en prognose der styringsrenten avtar til om lag ¼ prosent ved utgangen av 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til ¾ prosent, se figur 2.4 a-d. Prognosen for styringsrenten er lite endret, men litt høyere enn i Pengepolitisk rapport 1/16 gjennom hele prognoseperioden. I rammen på side 34 gis en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringer i renteprognosen. Vi forutsetter at bankene vil redusere sine utlånsrenter til husholdninger like mye som styringsrenten reduseres i prognosen, men at utlånsmarginene vil øke noe utover i prognoseperioden, se figur 2.5.

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

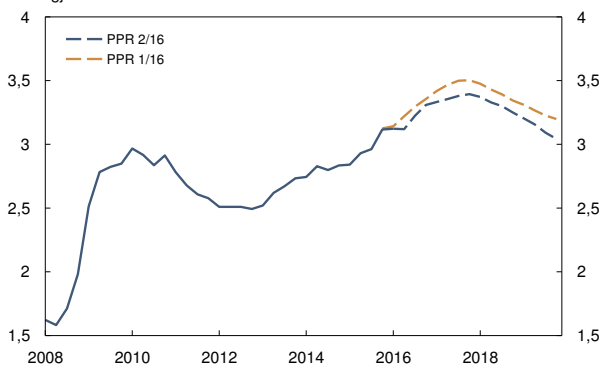


1) Anslag for 2016 – 2019
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Avtakende prisvekst, men litt høyere kapasitetsutnyttning

Våre analyser tilsier at inflasjonen vil avta de nærmeste årene. Virkningene av kronesvekkelsen fases gradvis ut og demper prisveksten på importerte varer. Utsikter til en noe sterkere kronekurs enn tidligere lagt til grunn tilsier at den importerte prisveksten vil avta noe raskere enn anslått i mars. Fortsatt lav kapasitetsutnyttning i norsk økonomi demper prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Anslagene for den innenlandske prisveksten er lite endret siden mars. Samlet anslår vi at prisveksten i 2019 blir mellom 1,5 og 2 prosent, på linje med anslagene i forrige rapport. Utsikter til litt høyere energipriser innebærer at anslagene for den samlede konsumprisveksten (KPI) det nærmeste året er noe høyere enn prognosene fra mars.

Figur 2.7 Registrert arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken.
Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019¹⁾



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

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien anslås å avta litt fram mot høsten 2017, for deretter å øke noe. Anslagene er litt høyere gjennom hele prognoseperioden enn prognosene fra mars. Kapasitetsutnyttningen, slik den kommer til uttrykk ved produksjonsgapet, måler den prosentvise nivåforskjellen mellom BNP og potensielt BNP for Fastlands-Norge. Nedjusteringen av den underliggende produktivitetsveksten og befolkningsveksten, se utdyping på side 52, gir lavere vekst i både faktisk og potensielt BNP og har en relativt nøytral virkning på kapasitetsutnyttningen i våre prognoser. Oppjusteringen av

prognosene for kapasitetsutnyttningen siden mars må derfor i hovedsak ses i sammenheng med økningen i oljeprisen og en mer ekspansiv finanspolitikk.

Lavere vekst, men litt mindre økning i arbeidsledigheten

Vi anslår at veksten i norsk økonomi blir lavere i år enn i fjor, se figur 2.6. Deretter venter vi at veksten vil øke gradvis utover i prognoseperioden. Oppgangen må ses i lys av at oljeinvesteringene faller mindre og etter hvert øker, og av at ringvirkningene av en lavere oljepris over tid reduseres.

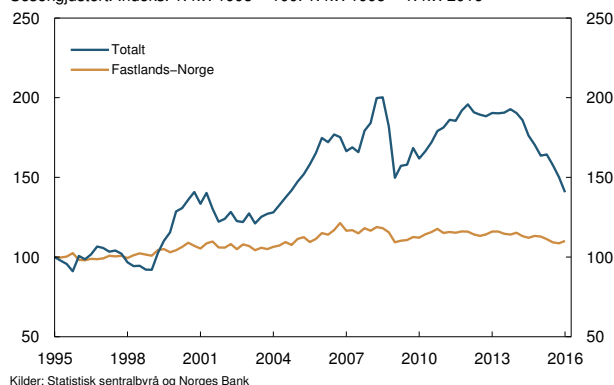
Vekstanslagene for årene 2017 til 2019 er noe lavere enn i mars, både for BNP for Fastlands-Norge samlet og for de fleste etterspørselskomponentene. Det skyldes i hovedsak at produktivitetsveksten i norsk økonomi trolig tar seg noe langsommere opp enn tidligere lagt til grunn. Veksten dempes også av utsikter til litt lavere vekst i befolkningen enn tidligere lagt til grunn. På den andre siden løftes BNP-veksten av økningen i oljeprisen, høyere boligprisvekst og en mer ekspansiv finanspolitikk. Det gjør at BNP-anslagene nedjusteres mindre enn anslagene for den potensielle veksten.

Vi anslår at den registrerte arbeidsledigheten vil fortsette å øke i år og neste år, for så å avta mot slutten av prognoseperioden, se figur 2.7. Som i tidligere konjunkturedganger legger vi til grunn at yrkesdeltakelsen vil avta. Sammen med lavere arbeidsinnvandring vil det kunne dempe veksten i arbeidstilbudet og dermed også oppgangen i arbeidsledigheten. I tråd med oppjusteringen av prognosen for kapasitetsutnyttningen er anslagene for arbeidsledigheten litt nedjustert fra forrige rapport.

Moderat lønnsvekst

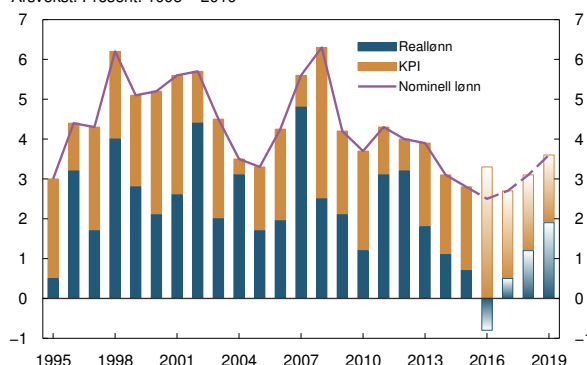
Bytteforholdet overfor utlandet fortsatte å falle i første kvartal og er nå tilbake på nivået fra 2004, se figur 2.8. Nedgangen skyldes i hovedsak lavere eksportpriser på olje og gass. Fallet i oljeprisen og nedgangen i oljesektoren har ført til lavere lønnsvekst både i denne sektoren og i økonomien for øvrig. Det ser ut til at lønnsveksten avtar videre fra 2015 til 2016. De kommende årene venter vi at lønnsveksten tar seg opp i takt med at den økonomiske veksten øker og etter hvert som kapasitetsutnyttningen tar seg opp. En høyere oljepris trekker i utgangspunktet i retning

Figur 2.8 Bytteforhold overfor utlandet. Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 1995 = 100. 1. kv. 1995 – 1. kv. 2016



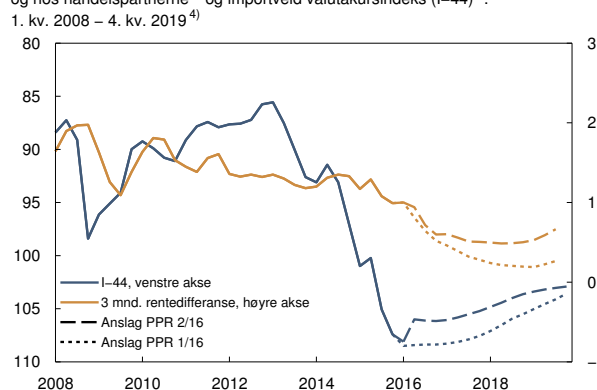
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Lønn. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2019¹⁾



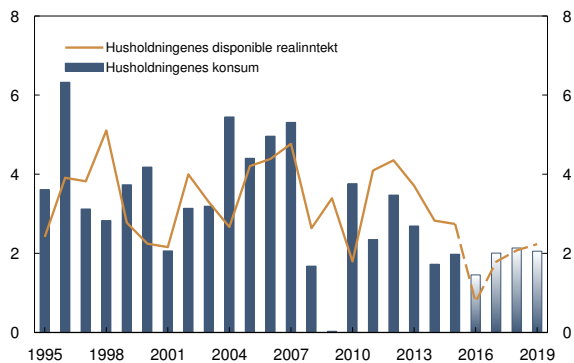
1) Anslag for 2016 – 2019
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 2.10 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne²⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)³⁾.



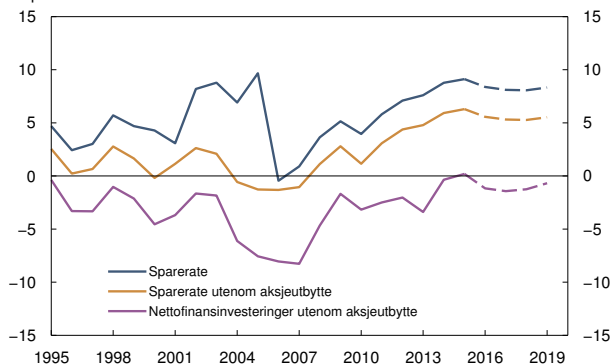
1) Styrringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Terminrenter for handelspartnerne per 17. juni 2016
3) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
4) Anslag for 2. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.11 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2019³⁾



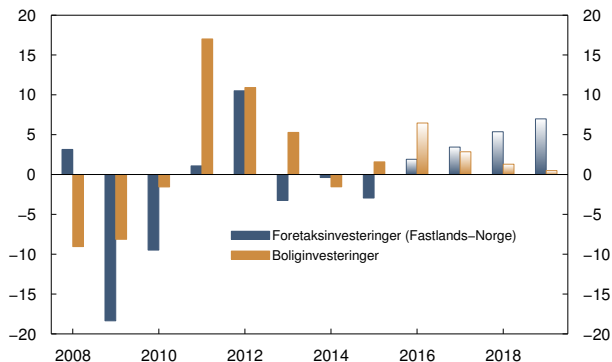
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
 2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI
 3) Anslag for 2016 – 2019
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 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 2.13 Private investeringer. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2019¹⁾



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

av at lønningene vil øke noe mer enn anslått i mars. Utsikter til lavere produktivitetsvekst enn tidligere lagt til grunn trekker i motsatt retning. Samlet er anslagene for lønnsveksten også for årene 2017 til 2019 litt lavere enn i forrige rapport. Anslagene i denne rapporten innebærer at reallønnen vil falle fra i fjor til i år, se figur 2.9, og nedgangen ventes å bli noe større enn lagt til grunn i mars. Også mot slutten av prognoseperioden ventes reallønnsveksten å bli litt lavere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Sterkere krone enn tidligere lagt til grunn

Kronen har styrket seg siden forrige rapport og er sterkere enn vi la til grunn i mars. Det må blant annet ses i lys av oppgangen i oljeprisen i samme periode. Fra høsten i år legger vi til grunn en gradvis styrking av kronen, i takt med at oljeprisen øker videre og usikkerheten om utviklingen i norsk økonomi avtar. Det er utsikter til at kronkursen vil være litt sterkere enn tidligere anslått gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.10. Det må ses i lys av utsikter til en noe høyere oljepris og en større rentedifferanse mot utlandet enn tidligere lagt til grunn.

Lavere konsumvekst og fortsatt høy sparing

Som i forrige rapport venter vi at veksten i privat konsum avtar fra i fjor til i år, se figur 2.11. Deretter anslår vi at konsumveksten tar seg opp igjen. En høyere oljepris trekker i retning av en økning i det private forbruket, blant annet gjennom redusert usikkerhet. Høyere vekst i boligprisene vil også kunne gi rom for økt konsum for mange husholdninger. På den andre siden vil litt lavere befolkningsvekst enn lagt til grunn i mars dempe den samlede konsumveksten. Utsikter til svakere utvikling i husholdningenes disponible realinntekter enn anslått i forrige rapport, blant annet som følge av lavere reallønnsvekst og litt høyere rente, bidrar i samme retning. Samlet anslås konsumveksten å bli lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Vi venter at spareraten vil holde seg på et høyt nivå de nærmeste årene, se figur 2.12.

Vekst i investeringene

Vi venter at foretaksinvesteringene vil øke fra i fjor til i år og at veksten så vil tilta utover i prognoseperioden, se figur 2.13. Lav kapasitetsutnyttning vil trolig dempe investeringsveksten, mens lave renter trekker i motsatt retning. En lengre periode med lave investe-

ringer i årene etter finanskrisen tilsier dessuten at det fremover vil være behov for økte investeringer. Utsikter til noe lavere økonomisk vekst enn anslått i forrige rapport vil likevel kunne virke dempende, og anslagene for foretaksinvesteringene er derfor noe lavere enn i mars.

Som i forrige rapport legger vi til grunn at veksten i boliginvesteringene vil øke en god del fra i fjor til i år. I tråd med at boligprisveksten ventes å avta utover i prognoseperioden, anslår vi at veksten i boliginvesteringene dempes. Forventninger om lavere inntektsvekst vil også kunne dempe veksten i boliginvesteringene. Litt lavere befolkningsvekst trekker i utgangspunkt i samme retning. Dersom flere flytter for å komme i arbeid, kan likevel boliginvesteringene samlet sett bli trukket opp av høyere utbygging i områder med netto tilflytting.

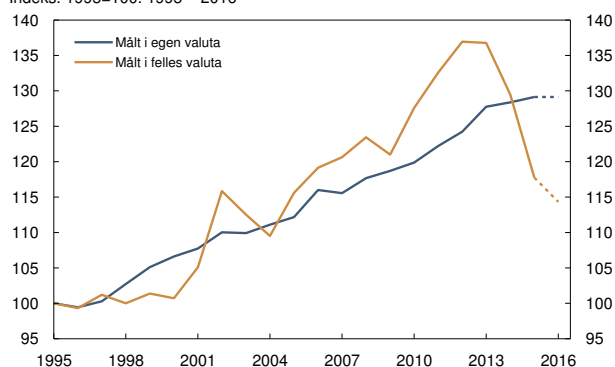
Lavere eksportvekst

Eksporten fra Fastlands-Norge har tatt seg opp de siste årene. Det skyldes blant annet at konkurransevnen til norske bedrifter er bedret som følge av en gradvis svakere krone, se figur 2.14. For fastlands-eksporten utenom eksport fra leverandører til oljenæringen venter vi at veksten i år vil dempes av en klar nedgang i eksporten av raffinerte oljeprodukter. Vi anslår høyere vekst i eksporten fra Fastlands-Norge utenom eksport fra oljeleverandører de neste årene, men anslagene er lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Nedjusteringen skyldes i hovedsak at vi legger til grunn en sterkere kronkurs fremover enn i forrige rapport.

Nedgangen i den globale petroleumsindustrien påvirker eksporten fra norske oljeleverandører. Vi anslår at denne eksporten vil falle betydelig i år og fortsette å falle til neste år. Deretter venter vi at eksporten fra oljeleverandørene igjen vil øke noe.

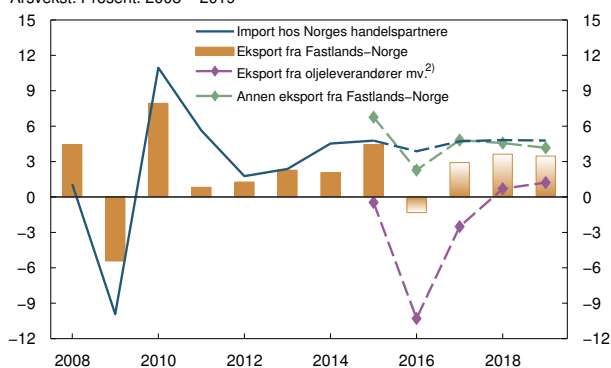
Samlet anslår vi at eksporten fra Fastlands-Norge vil falle fra i fjor til år, for så å vokse moderat de påfølgende årene, se figur 2.15. I anslagene er det tatt høyde for at en del av utgiftene til asylsøkere blir ført som eksport i nasjonalregnskapet, se ramme på side 18.

Figur 2.14 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

Figur 2.15 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2019¹⁾



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

Litt høyere anslag for boligpriser og gjeld

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

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. Rentebanen er en betinget prognose. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene og dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg å være annerledes enn vi har lagt til grunn. Virkningen av pengepolitikken er spesielt usikker når styringsrenten nærmer seg en nedre grense.

Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, 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 renten.

Det er betydelig usikkerhet om utviklingen blant våre handelspartnere fremover. I Kina og flere andre fremvoksende økonomier har gjeldsoppbyggingen vært sterk, og i enkelte europeiske land er andelen misligholdte lån høy. I tillegg skaper politiske prosesser betydelig uro i mange land. Særlig knytter det seg usikkerhet til utfallet av folkeavstemningen i Storbritannia om fortsatt EU-medlemskap.

Det er fortsatt stor usikkerhet om den fremtidige utviklingen i oljeprisen. Prisen kan bli lavere enn lagt til grunn. Selv om skiferoljeproduksjonen i USA har fortsatt å falle, viser erfaringene fra i fjor at produksjonen kan komme relativt raskt tilbake når oljeprisen stiger igjen. OPEC vil trolig ikke tilpasse produksjonen for å stabilisere prisen. Oljeprisen vil også kunne stige mer enn ventet. Det internasjonale energibyrået anslår at det globale tilbudsoverskuddet vil falle betydelig i andre halvår 2016. Oljelagrene vil kunne reduseres i 2017, men fra et høyt nivå. I tillegg vil kraftig nedgang i globale oljeinvesteringer over tid redusere oljetilbudet. Det kan føre til ytterligere prisoppgang.

Det er også usikkert hvordan en gitt endring i oljeprisen påvirker norsk økonomi. Virkningene kan avhenge av nivået på oljeprisen og av drivkreftene bak endringer i spot- og terminprisene på olje. Sammenhengen mellom oljeprisen og oljeinvesteringene vil trolig variere mellom ulike investeringsaktiviteter og på tvers av ulike utbyggingsprosjekter.

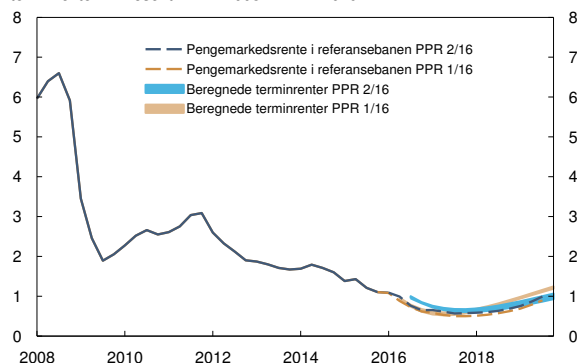
Det er usikkerhet både om nåsituasjonen i arbeidsmarkedet og om utviklingen fremover. Det uvanlig store avviket mellom ledighetsmålene fra AKU og NAV bidrar til usikkerhet om hvor stramt arbeidsmarkedet faktisk er. Veksten i arbeidsstyrken har så langt holdt seg oppe. Denne utviklingen avviker fra mønsteret vi har sett i tidligere nedgangskonjunkturer, noe som også bidrar til usikkerhet om hvilken utvikling det er rimelig å legge til grunn fremover.

Kryssjekker på renteprognosen

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på renteprognosen. De beregnede terminrentene er lite endret siden forrige rapport. Disse rentene ligger nær vår prognose for pengemarkedsrenten i denne rapporten, se figur 2.16.

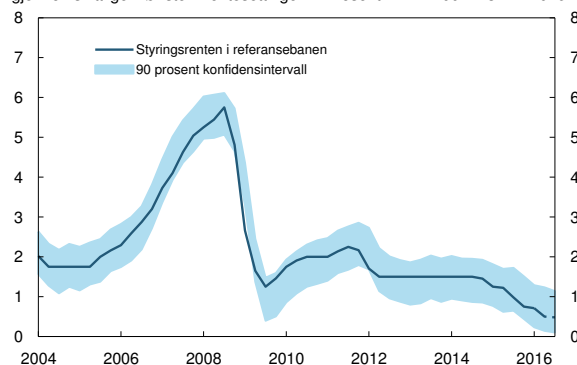
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, er også en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.17 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i 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 tredje kvartal i år. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger nær midten av intervallet.

Figur 2.16 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 29. februar – 11. mars 2016 og 6 – 17. juni 2016
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.17 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 3. kv. 2016



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 1. kv. 2016. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008
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 utsiktene eller vår forståelse av økonomien, vil pengepolitikken tilpasses.

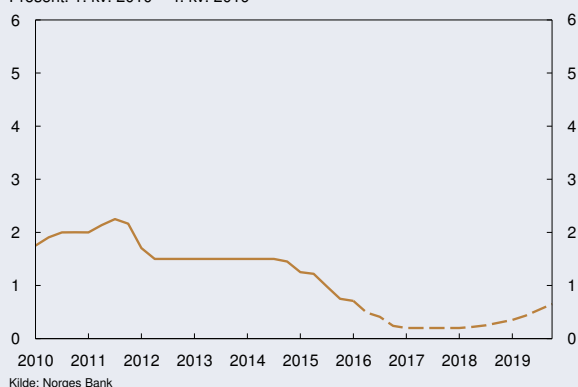
Figur 2.18 a-c viser resultatene fra en teknisk modellanalyse der vi oppdaterer vår makroøkonomiske modell NEMO med ny informasjon og nye anslag for den økonomiske utviklingen,¹ men hvor rentebanen holdes uendret fra Pengepolitisk rapport 1/16.²

- 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 tredje 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.

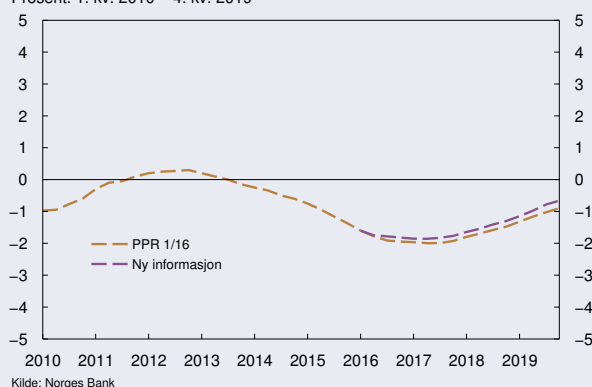
Ifølge den modelltekniske analysen vil kapasitetsutnyttningen være noe høyere gjennom hele prognoseperioden enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 2.18 b. Kapasitetsutnyttningen bedres blant annet gjennom virkningene av en høyere oljepris og en mer ekspansiv finanspolitikk enn tidligere ventet.

Med en uendret bane for styringsrenten tilsier ny informasjon at inflasjonen vil avta noe raskere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 2.18 c. Det skyldes i hovedsak en sterkere krone enn tidligere forutsatt. Modellanalysen indikerer samtidig at inflasjonen vil være litt høyere ved utgangen av prognoseperioden enn anslått i forrige rapport. Det må ses i lys av utsikter til en noe høyere kapasitetsutnyttning.

Figur 2.18a Styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019

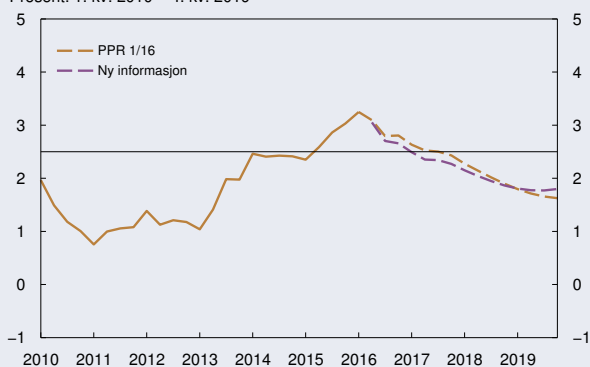


Figur 2.18b Anslag på produksjonsgapet. Fra PPR 1/16 og med ny informasjon, men betinget på styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019



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 nærmer seg en nedre grense. Disse forholdene tas det hensyn til i den samlede skjønsmessige vurderingen i pengepolitikken.

Figur 2.18c KPI-JAE¹⁾. Fra PPR 1/16 og med ny informasjon, men betinget på styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) Anslag for 2. kv. 2016 – 4. kv. 2019

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 avveiling mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen i økonomien.

3. **Pengepolitikken er robust:**

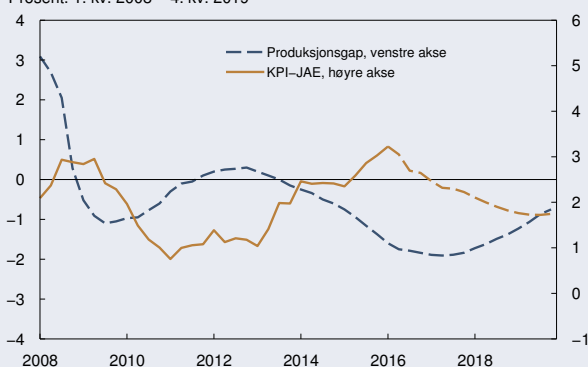
Rentebanen bør ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Oppbygging av finansielle ubalanser kan øke faren for brå skift i etterspørselen fram i tid. En robust

pengepolitikk bør derfor bidra til å motvirke 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, 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 avtar til om lag ¼ prosent ved utgangen av 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til ¾ prosent. Prognosene indikerer at inflasjonen vil avta de nærmeste årene, se figur 2.19. Prisveksten i 2019 anslås til mellom 1,5

Figur 2.19 Inflasjon¹⁾ og anslag på produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019



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

og 2 prosent. Kapasitetsutnyttningen i fastlands-økonomien ventes å avta litt fram mot høsten 2017. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe.

Fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 har omfattende konsekvenser for norsk økonomi. Nedgangen i oljesektoren skaper ringvirkninger til økonomien for øvrig. Veksten avtar, arbeidsledigheten øker og innenlandsk kostnadsvekst dempes. Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingene i økonomien. Det vil likevel ta tid før virkningene av oljeprisfallet fases ut og aktiviteten i økonomien og kostnadsveksten normaliseres.

Pengepolitikken søker å være robust. Prognosen for styringsrenten ligger noe høyere enn den ville gjort dersom hensynet til robusthet ikke hadde vært vektlagt.

Lave renter kan gi sårbarhet i det finansielle systemet. Det kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien. Risikoen for at veksten i eiendomspriser og gjeld skyter fart, øker ved lave renter. Dersom den høye boligprisveksten vedvarer, vil det kunne gjøre

husholdningene mer sårbare og øke faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid.

Når styringsrenten nærmer seg 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 også reagere annerledes på renteendringer når rentenivået allerede er svært lavt enn det de ville gjort ved et mer normalt rentenivå. Svært lave og negative 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 1/16

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er lite endret, men litt høyere enn i Pengepolitisk rapport 1/16 gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.20. 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 2.21 illustrerer hvilke faktorer som har påvirket 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 gi sårbarhet i det finansielle systemet. Når styringsrenten nærmer seg en nedre grense, øker også 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 samlet har forventede styringsrenter falt siden forrige rapport. Det bidrar isolert sett til en sterkere krone og dermed til lavere prisvekst

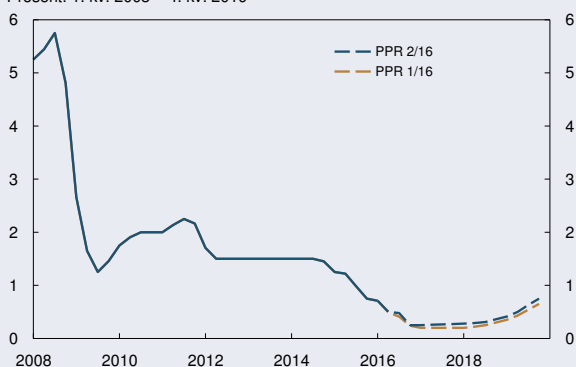
og aktivitet her hjemme. Forventninger om lavere styringsrenter ute mot slutten av prognosehorisonten tilsier derfor at også renten her hjemme holdes lav i en lengre periode, se lyseblå søyler.

Årets lønnsoppgjør indikerer at lønnsveksten for innværende år kan bli noe lavere enn tidligere lagt til grunn. Litt lavere lønnsvekst tilsier isolert sett at kostnadsveksten dempes, noe som igjen trekker i retning av lavere prisvekst. Det tilsier en lavere bane for styringsrenten, se lilla søyler.

Kronen har styrket seg og er nå sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport. Kursutviklingen har vært noe sterkere enn utviklingen i rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi. En sterkere krone må ses i lys av at oljeprisen har steget mer enn ventet. Som følge av noe høyere terminpriser på olje er det 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 oransje søyler.

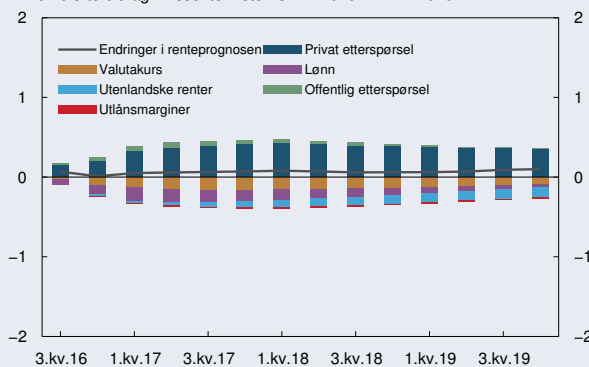
Etter at styringsrenten ble redusert i mars har bankene satt ned sine utlånsrenter til husholdningene, men mindre enn lagt til grunn. Det er utsikter til at bankenes utlånsmarginer, forskjellen mellom utlåns-

Figur 2.20 Styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019¹⁾



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

Figur 2.21 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 1/16. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

rentene og pengemarkedsrentene, vil holde seg noe høyere fremover enn forutsatt i forrige rapport. Det trekker i retning av en lavere styringsrente, se røde søyler.

Det er utsikter til en mer ekspansiv finanspolitikk enn lagt til grunn i forrige rapport. Høyere vekst i offentlig forbruk og investeringer bidrar til å holde den samlede etterspørselen oppe, og tilsier dermed en høyere bane for styringsrenten, se grønne søyler.

Veksten i norsk økonomi har vært om lag som ventet. Siden forrige rapport har oljeprisen steget mer enn lagt til grunn. Det understøtter veksten i norsk økonomi, blant annet ved å redusere usikkerheten om den økonomiske utviklingen. Isolert sett kan det bidra til å øke husholdningenes forbruk og bedriftenes

investeringer. Høyere vekst i boligprisene enn tidligere ventet vil også kunne bidra til høyere etterspørsel. Drivkreftene for privat etterspørsel trekker samlet sett i retning av økt kapasitetsutnyttning og høyere kostnadsvekst i norsk økonomi, og tilsier derfor en høyere bane for styringsrenten, se mørkeblå søyler.

Anslag på makroøkonomiske størrelser vises i tabell 1. Anslagene for den økonomiske veksten er noe lavere enn i forrige rapport. Det skyldes i hovedsak at produktivitsveksten i norsk økonomi trolig tar seg noe langsommere opp enn tidligere lagt til grunn, samt at anslagene for befolkningsveksten er litt lavere enn i mars. Nedjusteringen av den underliggende produktivitsveksten og befolkningsveksten gir også lavere vekst i potensielt BNP, og virkningen på produksjonsgapet er relativt nøytral i våre prognoser.

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

	2016	2017	2018	2019
KPI	3,3 (0,2)	2,2 (-0,1)	1,9 (-0,2)	1,7 (0)
KPI-JAE ¹	2,9 (-0,1)	2,3 (-0,2)	2,0 (-0,1)	1,7 (0)
Årslønn ²	2,5 (-0,1)	2,7 (-0,1)	3,1 (-0,2)	3,6 (-0,1)
BNP Fastlands-Norge	0,8 (0)	1,6 (-0,2)	2,1 (-0,2)	2,3 (-0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³	-1,7 (0,1)	-1,9 (0,1)	-1,6 (0)	-1,0 (0,1)
Sysselsetting, personer (KNR)	0,2 (0,1)	0,4 (-0,1)	0,8 (-0,2)	1,1 (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)	3,2 (-0,1)	3,4 (-0,1)	3,3 (-0,1)	3,1 (-0,2)
Nivå				
Styringsrente ⁴	0,5 (0)	0,3 (0,1)	0,3 (0,1)	0,6 (0,1)
Importveid valutakurs (I-44) ⁵	106,6 (-1,8)	105,7 (-2,3)	104,2 (-2,1)	103,1 (-1,2)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁶	0,1 (0)	0,1 (-0,1)	0,1 (-0,2)	0,3 (-0,3)

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 FINANSIELLE UBALANSER – BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Vurderingen 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. Den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlands-økonomien har lenge steget raskere enn verdiskapingen, se figur 3.1. Den vedvarende oppgangen i husholdningenes gjeldsbelastning og høy prisvekst på eiendom de siste årene er tegn på at finansielle ubalanser har bygd seg opp.

De siste kvartalene har veksten i samlet kreditt avtatt litt. Veksten i norsk økonomi har avtatt noe mer, slik

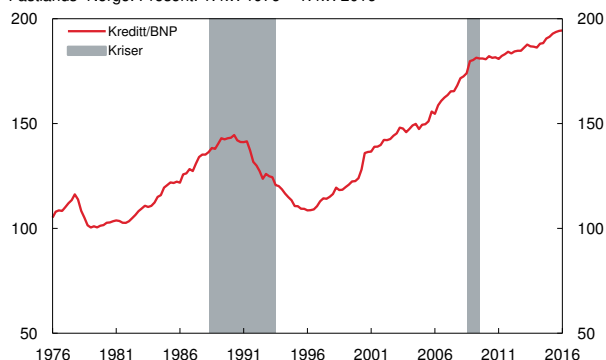
at kredittindikatoren har økt videre, se figur 3.2. Veksten i boligprisene har tiltatt de siste månedene.

Økt kapitaldekning gjør norske banker mer robuste. Bankenes utlånstap er fortsatt på lave nivåer. Kredit-tilgangen til norske foretak fra innenlandske kilder ser samlet sett ut til å holde seg oppe.

Vurderingen av de finansielle ubalansene er samlet sett lite endret siden mars.

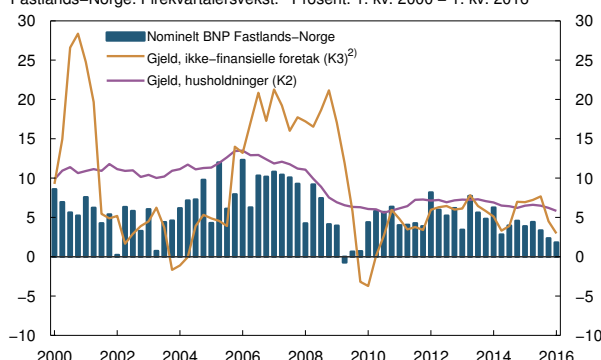
Fremover kan svak vekst i norsk økonomi dempe gjeldsveksten i både husholdninger og foretak. På den andre siden kan lave renter bidra til at veksten i

Figur 3.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 1. kv. 2016



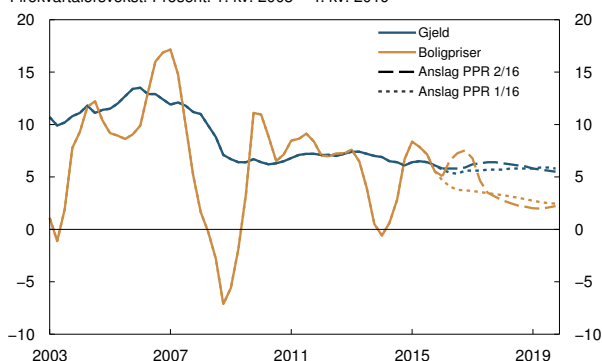
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvarteralsvekst.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2016



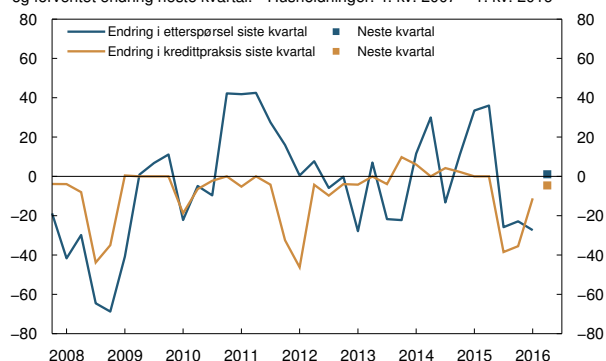
1) Beregnet basert på kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

Figur 3.4 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.¹⁾ Husholdninger. 4. kv. 2007 – 1. kv. 2016



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

eiendomspriser holder seg høy og gjeldsveksten i husholdningene tiltar. Det øker faren for en brå nedgang i etterspørselen og utlånstap i bankene fram i tid.

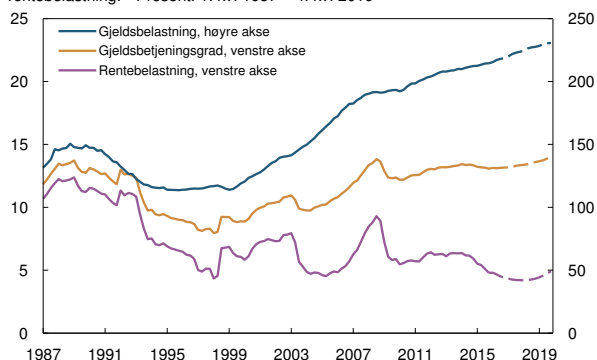
Stabil vekst i husholdningenes gjeld

Husholdningenes gjeldsvekst har vært nokså stabil det siste halvåret og har vært noe høyere enn anslått i forrige rapport, se figur 3.3. I Norges Banks utlånsundersøkelse for første kvartal rapporterte bankene om noe lavere etterspørsel etter lån fra husholdningene og om lag uendret kredittpraksis, se figur 3.4. Kredittveksten anslås å stige noe det neste året, for deretter å avta litt, se figur 3.3. Anslaget er noe

høyere enn i forrige rapport. Lave renter og sterk boligprisvekst de siste årene vil trolig bidra til at veksten i husholdningenes kreditt holder seg høyere enn veksten i de disponible inntektene, se figur 3.5.

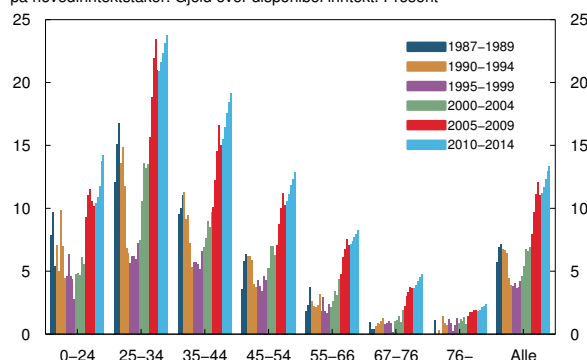
Nedgangen i utlånsrentene har ført til at renteutgifter som andel av disponibel inntekt har avtatt. En lav rente vil bidra til at rentebelastningen holder seg nede i en lengre periode, før den gradvis stiger når utlånsrentene tar seg opp mot slutten av prognosehorisonten, se figur 3.5. De fleste husholdninger betaler avdrag på gjelden sin. Økningen i gjeldsbelastningen

Figur 3.5 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾, gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning²⁾. Prosent. 1. kv. 1987 – 4. kv. 2019³⁾



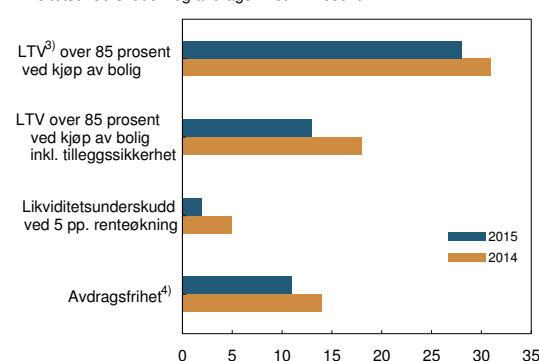
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
2) Gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning er beregnet som renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått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

Figur 3.6 Andel husholdninger med gjeldsbelastning over 500 prosent etter alder på hovedinntektstaker. Gjeld over disponibel inntekt. Prosent



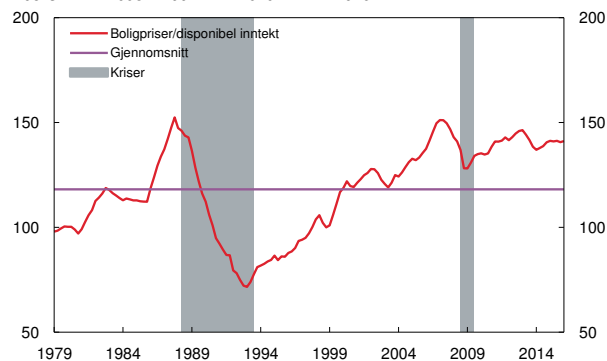
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.7 Andel innvilgede nedbetalingslån med belåningsgrad over 85 prosent, likviditetsunderskudd¹⁾ og avdragsfrihet²⁾. Prosent



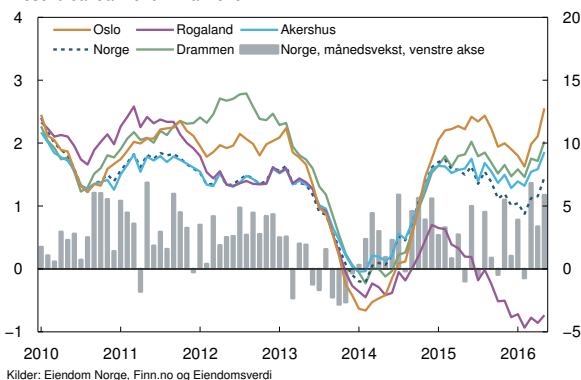
1) Lån hvor kunden ikke har tilstrekkelig inntekt til å betjene gjeld og til å dekke normale livsoppholdsutgifter
2) Tallene er hentet fra Finanstilsynets boliglånsundersøkelse, som inkluderer om lag 8000 nye nedbetalingslån og rammekreditter med pant i bolig innvilget mellom 1. august og 30. september
3) Loan to value (belåningsgrad)
4) Gjelder alle lån. I forskriften gjelder avdragskravet for lån med belåningsgrad over 70 prosent
Kilde: Finanstilsynet

Figur 3.8 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 1. kv. 2016



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

Figur 3.9 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – mai 2016



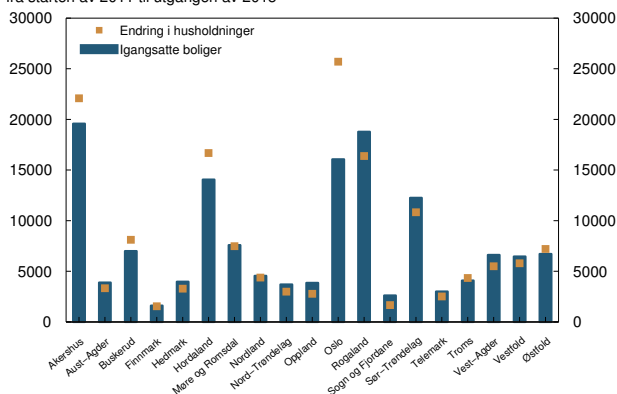
Kilder: Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

de siste årene gjør at en større andel av inntektene er bundet opp til å betjene gjelden.¹

Høyere gjeldsbelastning gjør husholdningene mer sårbare. Bortfall av inntekt, økte renter eller fall i boligprisene vil kunne føre til at husholdningene strammer kraftig inn på konsumet, noe som vil gi lavere etterspørsel mot foretakene og etter hvert økte tap i bankene. Andelen husholdninger med en særlig høy gjeldsbelastning har steget i alle aldersgrupper, se figur 3.6.

I fjor sommer ble forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig (boliglånsforskriften) innført. Det kan bidra til å redusere andelen særlig utsatte låntakere. Ifølge Finanstilsynets Boliglånsundersøkelse gikk andelen innvilgede nedbetalingslån som bryter med de ulike kravene i boliglånsforskriften litt ned fra 2014 til 2015, se figur 3.7. Bankene i utlånsundersøkelsen rapporterte også om innstramming i kredittpraksisen overfor husholdningene gjennom høsten i fjor, se figur 3.4.

Figur 3.10 Antall igangsatte boliger¹⁾ og endring i antall husholdninger²⁾ per fylke fra starten av 2011 til utgangen av 2015



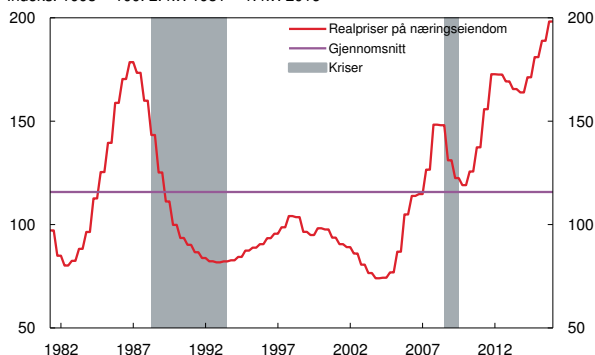
1) Tallene viser igangsettningstillatelser registrert i kommunene per fylke. Statistikken inkluderer ikke ombygginger av eksisterende bygg
2) Anslag for antall husholdninger per 31.12. 2015. Seriene er bruddjustert for omleggingen av statistikken i 2013
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Høy vekst i eiendomsprisene

Boligprisene har steget i takt med husholdningenes disponible inntekter det siste året, se figur 3.8. De siste tre månedene har veksten i boligprisene tiltatt, se figur 3.9. Veksten har vært høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Høyere vekst i boligprisene de siste månedene skyldes i hovedsak høy prisvekst i Oslo og områdene rundt. Rogaland har hatt den svakeste utviklingen, med fallende priser. I Oslo er beholdningen av usolgte boliger nokså lav, og boliger selges raskt. De siste årene har boligbyggingen i Oslo vært lav i forhold til økningen i antall husholdninger, se figur 3.10.

Figur 3.11 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 1. kv. 2016



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

Vi venter at veksten i boligprisene vil holde seg oppe i begynnelsen av prognoseperioden, for deretter å avta, se figur 3.3. Anslaget på boligprisene er noe høyere enn i forrige rapport. Svak vekst i norsk økonomi og økt arbeidsledighet vil isolert sett bidra til å holde veksten i boligprisene nede, mens en lav rente trekker i retning av høyere prisvekst. Lav boligbygging i forhold til befolkningsveksten over tid innebærer en risiko for at boligprisveksten i Oslo kan holde seg høy selv om boligprisutviklingen er mer moderat

¹ Se også utdypingen *Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad* i Pengepolitisk rapport 4/15.

i landet for øvrig. I områdene rundt Oslo har boligbyggingen vært mer på linje med økningen i antall husholdninger. Det kan bidra til å dempe prisveksten i disse områdene og i Oslo.

Det har også vært sterk prisvekst i deler av nærings-eiendomsmarkedet. Beregnede priser på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo har steget betydelig de siste årene, se figur 3.11. I andre byer har utviklingen i verdier på kontoreiendom vært svakere, ifølge Investment Property Databank (IPD), som beregner verdier basert på regnskapstall for foretak innen nærings-eiendom, se figur 3.12.

Den vedvarende høye prisveksten på kontorlokaler i Oslo kan gjøre nærings-eiendomsforetakene mer sårbare overfor prisfall og sviktende inntekter. Det siste halvåret har leieprisene vært stabile i Oslo etter å ha falt litt i 2015. Ifølge Entris Konsensusrapport 2/16 økte kontorledigheten i 2015, men flere markedsaktører venter litt reduksjon i ledigheten i 2016.

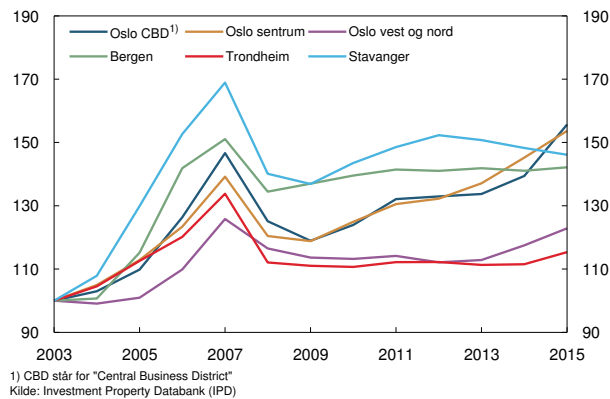
I de andre store byene har leieprisene falt siden starten av 2015, mens kontorledigheten har økt.² En slik utvikling kan presse inntjeningen til nærings-eiendomsforetakene, og øker sannsynligheten for mislighold av gjeld. Det kan føre til tap i bankene, som har betydelig utlån til nærings-eiendom. Over 40 prosent av bankenes utlån til foretak er innen nærings-eiendom.³

Moderat vekst i foretakenes gjeld

Den samlede kredittveksten til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge har vært avtakende det siste halvåret, se figur 3.2. Det er i hovedsak utenlands-finansieringen som har bidratt til nedgangen, se figur 3.13. Kredittveksten til foretakene fra innenlandske kilder, justert for effekter av svingninger i kronekursen, har vært stabil det siste året.

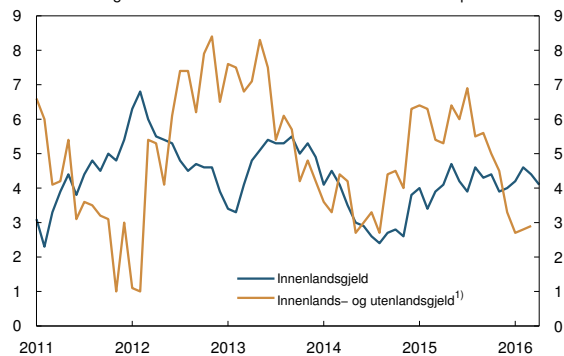
Veksten i foretakenes kreditt holdes i stor grad oppe av utlån fra banker, se figur 3.14. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om noe lavere etterspørsel etter kreditt fra foretakene i 1. kvartal,

Figur 3.12 Verdi på kontoreiendom. Utvalgte byer. Indeks. 2003 = 100. 2003 – 2015



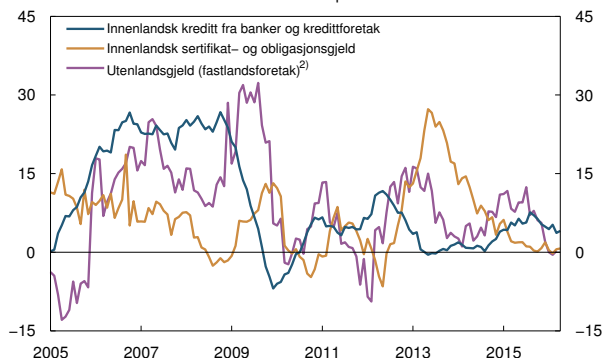
1) CBD står for "Central Business District"
Kilde: Investment Property Databank (IPD)

Figur 3.13 Samlet kreditt til ikke-finansielle foretak. Transaksjoner. Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2011 – april 2016



1) Til og med mars 2016
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.14 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst.¹⁾ Prosent. Januar 2005 – april 2016

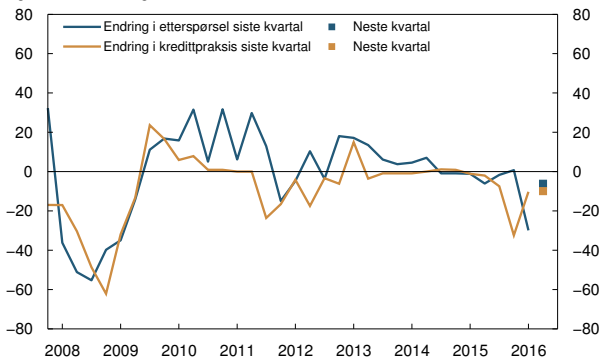


1) Beregnet basert på beholdning
2) Vekst basert på transaksjoner. Tall til og med mars 2016
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Se DNB Næringsmeglings markedsrapport 1. halvår 2016 og 1. halvår 2015 for en nærmere omtale av kontorledigheten.

3 For en nærmere beskrivelse, se *Nærings-eiendom i Norge*, Aktuell kommentar 6/16, Norges Bank.

Figur 3.15 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.¹⁾ Foretak. 4. kv. 2007 – 1. kv. 2016

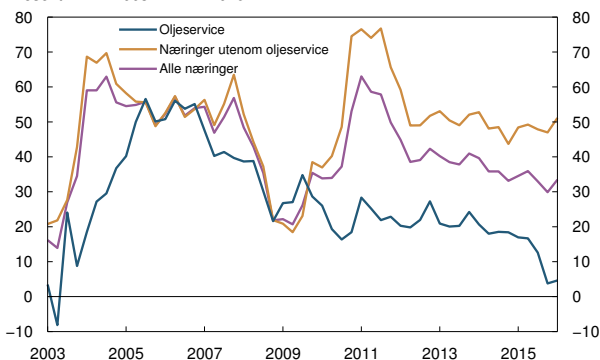


1) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis
Kilder: Norges Banks utlånsundersøkelse

se figur 3.15. Kredittpraksisen var om lag uendret samlet sett, men ble strammet noe inn for nærings- eiendom. Flere banker trakk også fram at de strammer inn overfor foretak innen olje, gass og oljeservice.

Norske ikke-finansielle foretak har utstedt nokså lave volumer i obligasjonsmarkedet så langt i år målt mot samme periode i foregående år. Det har ikke vært noen utstedelser fra norske foretak innen olje siden sommeren 2015. Risikopåslagene på foretakenes nye obligasjonsfinansiering har falt, men steget for høy-risikoforetak innen olje.

Figur 3.16 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ i børsnoterte foretak²⁾. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2016



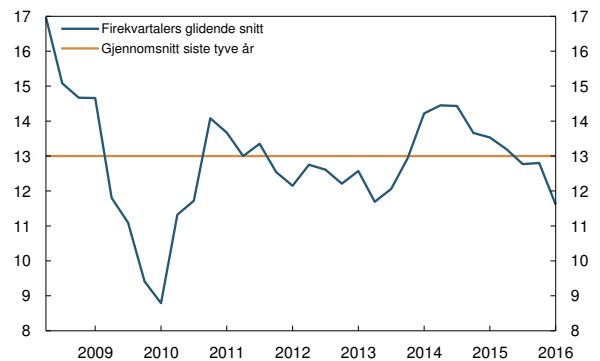
1) Resultat for skatt pluss driftsmessige av- og nedskrivninger siste fire kvartaler i prosent av netto rentebærende gjeld
2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert l.o.m. 3. kv. 2007
Kilder: Bloomberg og Norges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

Gjeldsbetjeningsevnen i børsnoterte foretak bedret seg noe i 1. kvartal, se figur 3.16. Foretak innenfor oljeservice har samlet sett lavere gjeldsbetjeningsevne enn andre foretak. Antall skip og rigger i opplag har økt det siste året, og norske offshore-rederier venter svakere lønnsomhet i 2016 enn i 2015.⁴ En slik utvikling vil trolig føre til at gjeldsbetjeningsevnen for enkelte foretak innen oljeservice svekkes videre. Flere oljeserviceforetak er i prosesser med restrukturering av gjeld. Selv om etterspørselen fra oljeprodusentene etter hvert skulle øke, vil det ta tid å absorbere overkapasiteten av fartøy. Det tilsier at det er en risiko for at gjeldsbetjeningsevnen vil fortsette å være lav fremover, og at det kan komme ytterligere restrukturering av gjeld.⁵

God lønnsomhet og styrket kapitaldekning i bankene

De store norske bankene⁶ har hatt god lønnsomhet de siste årene. Egenkapitalavkastningen i første kvartal 2016 er noe lavere enn gjennomsnittet de siste tyve årene⁷, se figur 3.17. Økte tapsavsetninger og lavere gevinst på finansielle instrumenter trekker egenkapitalavkastningen ned. Netto renteinntekter har vært nokså stabile det siste året.

Figur 3.17 Egenkapitalavkastning i norske banker.¹⁾ Prosent. 2. kv. 2008 – 1. kv. 2016



1) Vektet snitt for syv store banker i Norge: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, SpareBanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge (ekskludert Sparebanken Sør fram til og med desember 2013)
Kilder: Bankkonsernernes års- og kvartalsrapporter og Norges Bank

Utlånstapene i norske banker har økt noe den siste tiden, men er fortsatt på et lavt nivå, se figur 3.18. Bankene forventer noe økte tap de neste årene, i hovedsak på eksponeringer knyttet til olje. Norske

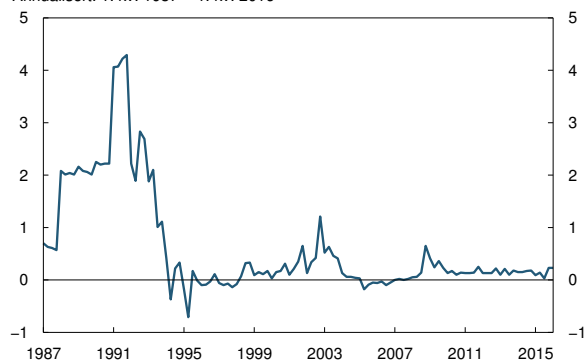
4 Se *Konjunkturrapport 2016*, Norges Rederiforbund.
5 For en nærmere beskrivelse, se *Bankenes kredittrisiko mot oljeleverandørnæringen*, Aktuell kommentar 5/16, Norges Bank.
6 De syv store norske bankkonsernene: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge.
7 Se *Norwegian banks' adjustment to stricter capital and liquidity regulation*, Staff Memo 18/2014, Norges Bank.

bankers utlån til oljerelaterte foretak utgjør en begrenset andel av bankenes samlede utlån til foretakssektoren.⁸

Bankene forsetter å øke sin kapitaldekning, se figur 3.19. Pilar 1-krav for ren kjernekapital øker fra 1. juli 2016.⁹ Det gir et krav på 13,5 prosent ren kjernekapital for de systemviktige bankene og 11,5 for øvrige banker. Ved utgangen av første kvartal 2016 oppfylte alle store norske banker pilar 1-kravene som gjelder fra juli 2016. De fleste bankene må fortsette å bygge kapital for å nå annonserte kapitalmål, som ligger mellom 14,5 og 15,5 prosent.

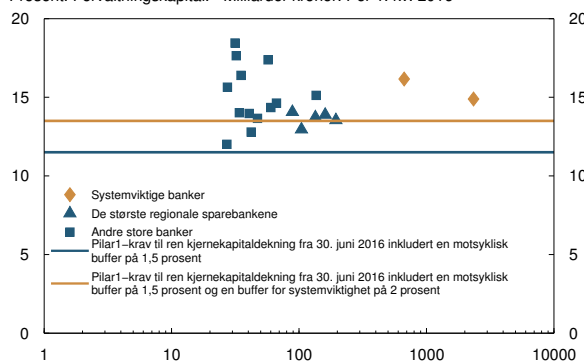
Andelen markedsfinansiering i bankene økte markert i årene før finanskrisen, se figur 3.20. De siste årene har markedsfinansieringsandelen vært nokså stabil. Risikopåslaget på bankenes nye langsiktige markedsfinansiering har falt siden forrige rapport, se figur 1.11 i kapittel 1. Norske banker har fortsatt god tilgang på markedsfinansiering.

Figur 3.18 Bankenes¹⁾ utlånstap i prosent av brutto utlån til kunder. Annualisert. 1. kv. 1987 – 1. kv. 2016



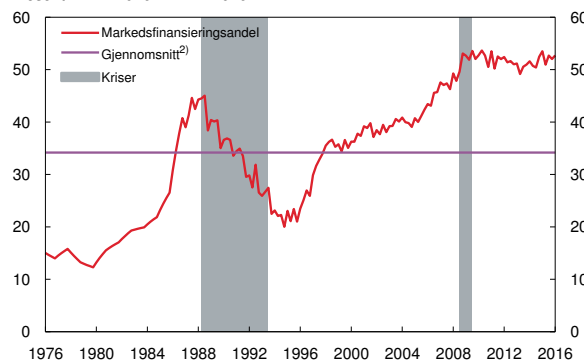
1) Alle banker og kredittforetak i Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 3.19 Bankkonsernernes¹⁾ rene kjernekapitaldekning²⁾. Prosent. Forvaltningskapital.³⁾ Milliarder kroner. Per 1. 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: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 3.20 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1976 – 1. kv. 2016



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

8 Se *Bankenes kredittrisiko mot oljeleverandørnæringen*, Aktuell kommentar 5/2016, Norges Bank.

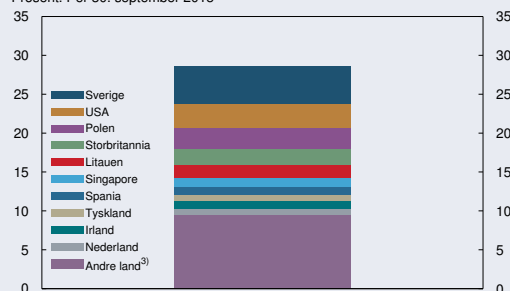
9 Kravet til motsyklisk buffer øker til 1,5 prosent 30. juni 2016 og kravet til buffer for systemviktige banker øker til 2 prosent 1. juli 2016.

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal dempe systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Banker som har virksomhet i flere land, blir regulert av myndighetene i det landet de har sitt hovedsete. For å sikre at bufferkravet blir likt for ulike bankers eksponering i samme land, krever EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) at EU-land anerkjenner hverandres bufferkrav, såkalt resiprositet.¹ Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) anbefaler at motsyklisk kapitalbuffer i tredjeland også anerkjennes.² Alle land i EU har i tråd med kapitaldekningsregelverket fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer fra 1. januar 2016.

Finansdepartementet sendte i april ut en høring med utkast til regler for hvordan motsykliske kapitalbufferkrav fastsatt i andre land kan gjelde for norske bankers engasjementer i de aktuelle landene. I regelutkastet foreslås det at alle fastsatte bufferkrav i andre land anerkjennes i Norge, men at det norske bufferkravet fortsatt skal gjelde for land uten motsyklisk kapitalbuffer. Høringsfristen var 10. juni 2016. Norges Bank støtter forslaget om å anerkjenne bufferkrav i andre land, men mener kravet i utgangspunktet bør være null for eksponeringer i tredjeland som ikke har fastsatt motsyklisk kapitalbuffer. Dersom ESRB har en egen anbefaling for et tredjeland, mener Norges Bank at ESRB sin anbefaling bør følges. Norske banker har eksponeringer i mange land, se figur 3.21. Tabell 1 viser hvilke motsykliske kapitalbufferkrav som er fastsatt i enkelte av landene.³

Figur 3.21 Norske bankers¹⁾ utenlandseksponering²⁾. Prosent. Per 30. september 2015



1) Tallene gjelder kun for IRB-bankene
2) Andel av totalt beregningsgrunnlag for kredittrisiko
3) Land hvor beregningsgrunnlaget er mindre enn 0,9 prosent
Kilde: Finanstilsynet

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

Land	Bufferkrav	Kravet gjelder fra
Irland	0 prosent	1. januar 2016
Litauen	0 prosent	30. juni 2015
Nederland	0 prosent	1. januar 2016
Polen	0 prosent	1. januar 2016
Singapore	0 prosent	1. januar 2017
Spania	0 prosent	1. januar 2016
Storbritannia	0 prosent*	26. juni 2014
Sverige	1 prosent**	13. september 2015
Tyskland	0 prosent	1. januar 2016
USA	0 prosent	21. desember 2015

* Bufferkrav på 0,5 prosent gjelder fra 29. mars 2017

** Bufferkrav på 1,5 prosent gjelder fra 27. juni 2016 og 2 prosent fra 19. mars 2017

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

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 Se ESRB (2015), *Recommendation on recognising and setting countercyclical buffer rates for exposures to third countries*.

3 En oversikt over gjeldene krav til motsyklisk kapitalbuffer i EU-land finnes på ESRB sin hjemmeside, under *National policy – countercyclical capital buffer*. En liknende oversikt for landene som er medlem i Basel-komiteen finnes på BIS sine hjemmesider, under *Countercyclical capital buffer*.

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 44. 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 utlåns- tap og vekst i formuespriser og kreditt vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

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

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

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 BUFFERKRAVET¹

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

Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene²: et ensidig Hodrick Prescott-filter (HP) som anvendt av Baselkomiteen, et ensidig HP-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose, samt historiske gjennomsnitt. For boligprisene i forhold til disponibel inntekt og realprisene på næringseiendom er gjennomsnittet beregnet rekursivt over hele historien. For kreditt i forhold til BNP og markedsfinansieringsandelen i bankene benyttes et 10-års rullerende gjennomsnitt.

Kredittindikatoren har fortsatt å øke i årene etter finanskrisen, men ikke like raskt som før krisen. De siste kvartalene har indikatoren økt, selv om den samlede kredittveksten har avtatt litt. Figur 3.22 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik (gap) fra beregnede trender. I årene etter finanskrisen avtok gapene mellom indikatoren og trendene. Etter en periode med nokså stabil utvikling, har gapene falt noe videre de siste kvartalene. Trenden beregnet med et ensidig HP-filter etter Baselkomiteens metode har fortsatt å stige kraftig også i årene etter krisen. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Trendberegningen med et utvidet HP-filter gir erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser. Veksten i trenden med denne metoden har vært noe lavere enn med det ensidige HP-filteret. Figur 3.22 b–d viser utviklingen i de tre andre nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Boligprisgapet og markeds-

finansieringsgapet har vært omtrent uendret de siste kvartalene. Avviket mellom prisindikatoren for næringseiendom og de beregnede trendene har økt det siste året.

Norges Bank har utviklet modeller for tidlig varsling av finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.³ Det blå feltet i figur 3.23 viser estimerte kritesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte kritesannsynlighetene har kommet ned siden finanskrisen, men at det er en viss spredning mellom anslagene fra de ulike modellene.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.⁴ Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil referanseverdien for bufferkravet variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil referanseverdien være 2,5 prosent. Referanseverdien for bufferkravet blir 0 prosent i første kvartal 2016 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien 1 prosent, se figur 3.24.

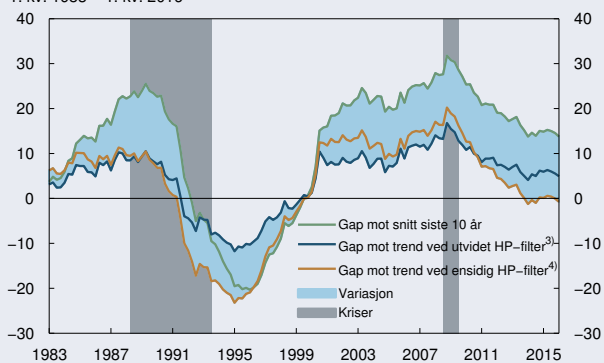
1 Se også Norges Bank (2013), «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», *Norges Bank Memo 1/2013*.

2 For utdyping, se ramme om måling av finansielle ubalanser på side 30 i Norges Bank (2013), *Pengepolitisk rapport 2/13*.

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

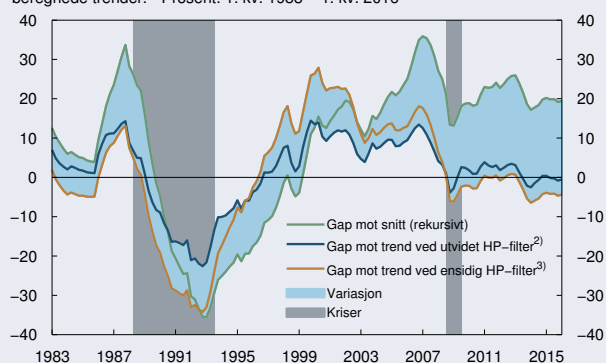
4 Se Bank for International Settlements (2010), *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*, Baselkomiteen for banktilsyn.

Figur 3.22a Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2016



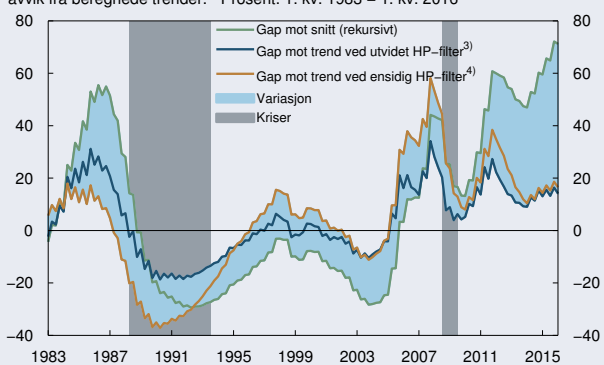
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter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

Figur 3.22b Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt som avvik fra beregnede trender.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2016



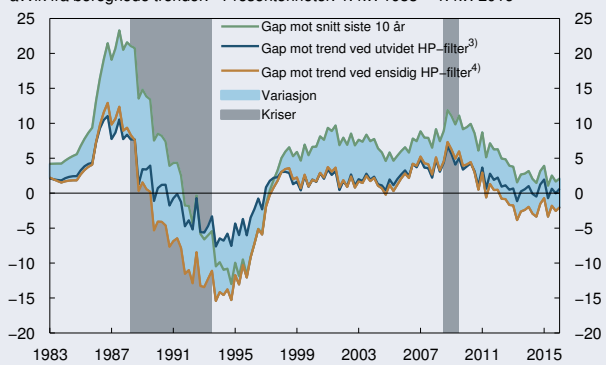
1) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.22c Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2016



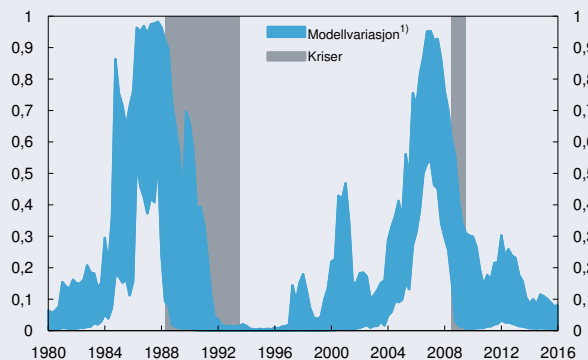
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
4) Ensidig Hodrick Prescott-filter.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

Figur 3.22d Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2016



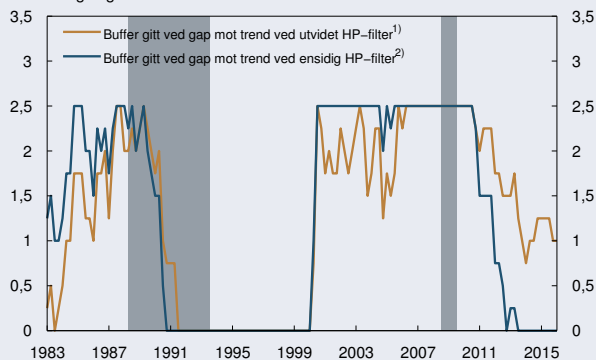
1) Alle banker og OMF-kreditforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker
2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda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

Figur 3.23 Estimerte kritesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1980 – 1. kv. 2016



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

Figur 3.24 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. 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: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

UTDYPINGER

Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land

Lav produktivtetsvekst

Etterprøving av anslagene for 2015

INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

I USA var veksten lav i første kvartal, se figur 1. Utviklingen var svakere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/16. Både investeringene og eksporten falt, først og fremst som følge av oljeprisutviklingen og den tidligere styrkingen av amerikanske dollar. Dette er det tredje året på rad med lav vekst i første kvartal. Som i de foregående årene er det tegn til en gjeninnhenting i andre kvartal. Det private konsumet holder seg oppe, med god vekst i bilsalget og detaljhandelen, og bedringen i boligmarkedet fortsetter. Etter mange år med solid utvikling, synes utsiktene for arbeidsmarkedet nå noe mer usikre. Antall nye sysselsatte i april og mai var langt lavere enn gjennomsnittet det foregående halvåret, og mens ledigheten falt videre, var det også et nytt fall i yrkesdeltakelsen.

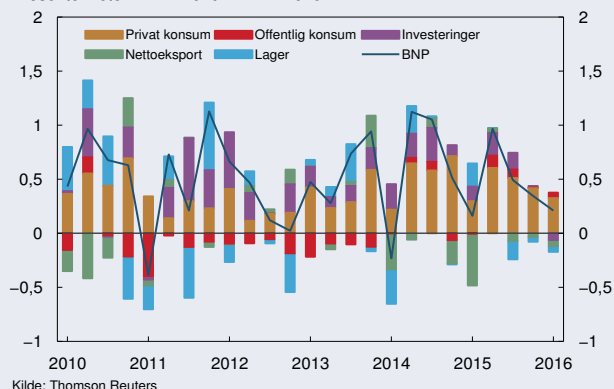
Fremover venter vi at veksten vil ta seg videre opp, understøttet av en ekspansiv økonomisk politikk og noe bedre utvikling internasjonalt. God realinntektsvekst og bedring i boligmarkedet vil trolig bidra til fortsatt god konsumvekst. Vi venter også at fallet i investeringer i oljesektoren vil avta, mens videre bedring i de finansielle forholdene og økende kapasitetsutnyttning vil bidra til en moderat oppgang i øvrige foretaksinvesteringer. Usikkerheten er imidlertid høy, både med hensyn til den internasjonale utviklingen og den underliggende vekstevnen i amerikansk økonomi. Produktivitetsveksten har vært svært lav over flere år. Årsakene er sammensatte, men en viktig

forklaring er trolig at lave investeringer har redusert kapitalintensiteten i foretakssektoren betydelig, mens lave offentlige investeringer har gitt redusert kvalitet på viktig infrastruktur. Ulike studier¹ finner også at konkurransen i flere produktmarkeder er blitt svekket. Etableringen av nye bedrifter har vist en avtakende trend siden slutten av 1970-tallet. De første tiårene var det særlig enkelte sektorer som trakk ned, men på 2000-tallet har det vært et fall innen alle sektorer. Økt markedsrett kan ha bidratt til lavere effektivitet og økte forskjeller i fordeling av inntekt og formue. Samtidig bidrar aldringen av befolkningen og lavere innvandring til svakere vekst i arbeidsstyrken.

Samlet anslår vi at veksten i USA vil ta seg opp fra 1,8 prosent i år til 2,3 prosent i 2017, før den stabiliserer seg rundt 2 prosent mot slutten av anslagsperioden, se tabell 3. Anslagene er noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

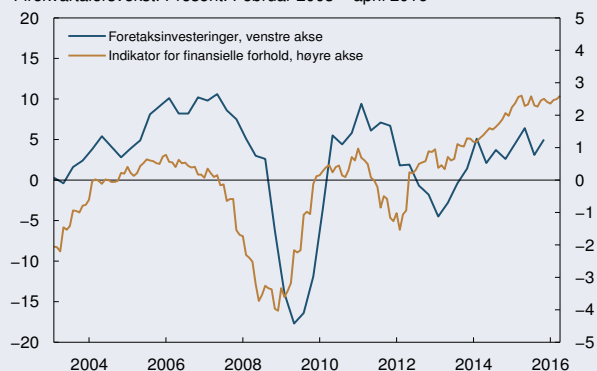
I euroområdet var det god vekst i første kvartal. Den forsiktige oppgangen de siste årene er drevet av økt innenlandsk etterspørsel, understøttet av lave energipriser og ekspansiv pengepolitikk. Siden 2014 har offentlig konsum stått for om lag en femtedel av etterspørselsveksten. Lave energipriser har bidratt til

Figur 1 Bidrag til BNP-vekst i USA.
Prosentenheter. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2016



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Euroområdet. Indikator for finansielle forhold.¹⁾
Investeringer i ikke-finansielle foretak.
Firekvarteralsvekst. Prosent. Februar 2003 – april 2016



1) Indeks utarbeidet av Norges Bank, basert på ECB Working Paper 1541
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

bedret bytteforhold og høyere kjøpekraft for husholdningene. Tiltakene fra ESB har redusert finansieringskostnadene i hele euroområdet. På tross av bedre finansielle forhold har økningen i foretaksinvesteringer til nå vært moderat, se figur 2. Det kan tyde på at kapasitetsutnyttningen er forventet å være lav en stund fremover.

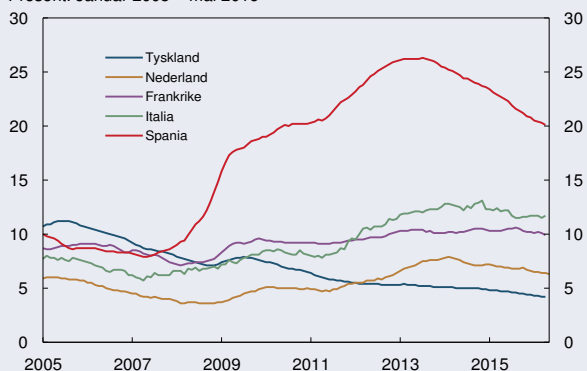
Oppgangen har nå fått feste i de fleste landene i euroområdet. Arbeidsledigheten har falt, særlig i de landene hvor ledigheten økte mest under kriseårene, se figur 3. Det er imidlertid fortsatt ledig kapasitet i økonomien samlet, og stor variasjon i kapasitetsutnyttning mellom landene. I halvparten av medlemslandene var verdiskapingen lavere i fjerde kvartal 2015 enn ved toppen før finanskrisen. Vi venter at den årlige veksten i euroområdet vil holde seg på om lag 1,6 prosent ut prognoseperioden, drevet av god vekst i innenlandsk etterspørsel. Dette er i tråd med anslagene fra forrige rapport. Arbeidsmarkedet vil gradvis strammes til, og reallønnsveksten vil etter hvert kunne tilta.

Vekstutsiktene for euroområdet kan forverres dersom usikkerheten tiltar i etterkant av folkeavstemningen om Storbritannias tilknytning til EU. Etterdønninger fra finanskrisen kan også dempe veksten fremover. I flere land er gjeldsnivået og arbeidsledigheten fortsatt høy og nominell vekst lav. Italia og Portugal har

høye andeler misligholdte lån, på henholdsvis 18 og 12 prosent av totale utlån, ifølge Det internasjonale valutafondet (IMF). Finansmarkedsuro i forbindelse med en eventuell nedskrivning av gjeld kan bremse veksten. I mai ble det oppnådd enighet om en ny låneavtale mellom Hellas og EU-institusjonene. Hellas forplikter seg til et primæroverskudd² på statsbudsjettet på 3,5 prosent av BNP på mellomlang sikt, mot at EU-institusjonene yter nye lån. Långiverne vil også vurdere behovet for gjeldsrestrukturering. IMF deltar foreløpig ikke finansielt i avtalen. Fondets vurdering har vært at den greske statsgjelden ikke er bærekraftig uten ytterligere restrukturering, og at et vedvarende primæroverskudd på 3,5 prosent er urealistisk høyt.

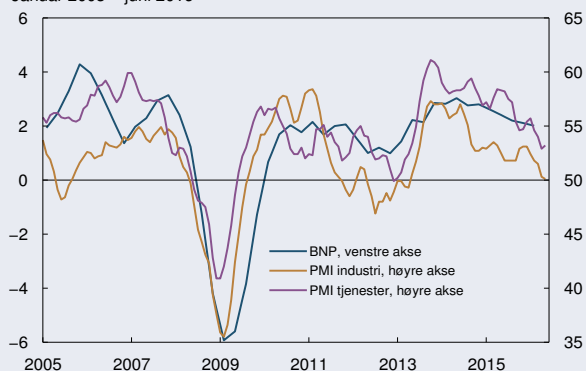
I Storbritannia avtok veksten videre i første kvartal. Den var noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Veksten i investeringene har vært svak, særlig i næringseiendom. Samtidig tyder tillitsindikatorer og ulike konjunkturbarometre på at husholdninger og bedrifter har blitt mer pessimistiske. Den forestående folkeavstemningen om videre EU-medlemskap gjør det krevende å vurdere den underliggende økonomiske utviklingen. Bank of England, IMF og OECD peker alle på at nedgangen i veksten delvis kan tilskrives økt usikkerhet knyttet til folkeavstemningen. Samtidig har BNP-veksten i britisk økonomi vært solid

Figur 3 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2005 – mai 2016¹⁾



1) For Nederland er siste observasjon mai 2016
Kilde: Thomson Reuters

Figur 4 Storbritannia. BNP. Firekvartalersvekst. Prosent. PMI for industri og tjenester. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Januar 2005 – juni 2016



Kilde: Thomson Reuters

2 Overskudd utenom rentebetalinger.

i flere år, se figur 4, og økonomien nærmer seg full kapasitetsutnyttning. Noe av oppbremsingen kan derfor være et tegn på en naturlig avmatning. I tillegg demper den lave oljeprisen investeringene i petroleumssektoren. Dersom usikkerheten vedvarer eller tiltar i etterkant av avstemningen, vil det kunne dempe veksten også framover. En lengre periode med usikre framtidsutsikter kan gi økt sparing i husholdningene, lavere vekst i foretakenes investeringer og mindre risikovillighet i finansmarkedene. I anslagene legger vi til grunn at deler av svekkelsen i første halvår vil hentes inn igjen i etterkant av folkeavstemningen. Samlet venter vi en BNP-vekst på henholdsvis 1,9 og 2,3 prosent i år og neste år, før veksten gradvis avtar til 2 prosent i 2019. Anslagene er samlet om lag de samme som i forrige rapport, se tabell 3.

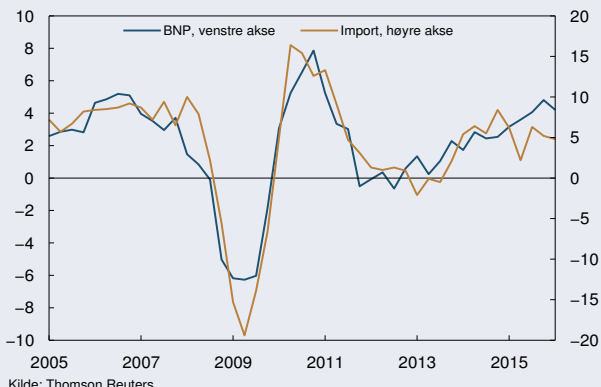
I Sverige er veksten og kapasitetsutnyttningen høy. I april var veksten i timeverk den høyeste på fem år, og sysselsatte som andel av befolkningen er tilbake på nivået fra før finanskrisen. Veksten drives hovedsakelig av boliginvesteringer og økt konsum i husholdningene, og understøttes av ekspansiv penge- og finanspolitikk. Høy vekst i tjenesteeksporten har også bidratt. Siden 2015 har importveksten i Sverige vært lavere enn veksten i samlet aktivitet skulle tilsi, gitt den historiske sammenhengen, se figur 5. Dette skyldes trolig en svekket valutakurs og lav importandel i sektorene som har bidratt til veksten. Bolig-

prisene og husholdningenes gjeld har i lengre tid steget raskere enn disponibel inntekt. Utviklingen har snudd noe i det siste. Høye gjeldsnivåer relativt til disponibel inntekt og boligpriser kan gjøre svensk økonomi mer sårbar ved et eventuelt tilbakeslag. Vi venter at veksten i Sverige gradvis vil avta fra 3,5 prosent i år til 2,1 prosent mot slutten av prognoseperioden. Sammenlignet med forrige rapport er vekstanslaget noe høyere for 2016, men lavere for perioden 2017 og 2019. Over den samme perioden forventer vi at importveksten vil forbli om lag uendret, slik at forholdet mellom vekst i BNP og import normaliseres.

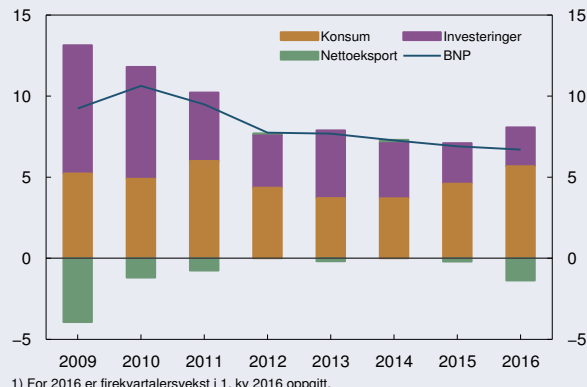
I Kina avtok firekvartalersveksten i BNP til 6,7 prosent i første kvartal 2016, fra 6,8 prosent i fjerde kvartal 2015. Oppgang i konsumet bidro med nesten 6 prosentenheter til firekvartalersveksten. Det er et mye større bidrag enn gjennomsnittet i perioden etter finanskrisen. Samtidig vokste tjenestesektoren som andel av BNP fra rundt 55 prosent i første kvartal 2015 til rundt 57 prosent i første kvartal 2016. Utviklingen er i tråd med den ønskede rebalanseringen mot en økonomi som i større grad er drevet av privat konsum og i mindre grad av investeringer, se figur 6.

Mens veksten i første kvartal ble noe svakere enn lagt til grunn i forrige rapport, har aktiviteten de siste månedene tiltatt noe mer enn ventet, som følge av

Figur 5 BNP og import i Sverige. Volum. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2016



Figur 6 Kina. Bidrag til BNP-vekst. Årsvekst. Prosentenheter. 2009 – 2016¹⁾

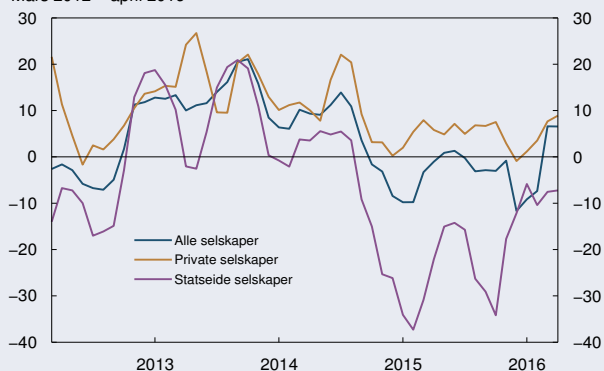


lettelser i den økonomiske politikken. Reservekravet for bankene har blitt redusert i flere omganger, noe som har tilrettelagt for økt kredittvekst. I tillegg har investeringer i statseide selskaper økt betydelig siden utgangen av 2015, selv om den samlede investeringsveksten fortsatt avtar. Investeringer i private selskaper var i mai på det laveste nivået siden serien startet i 2012. På kort sikt har lettelsene redusert sannsynligheten for en brå oppbremsing i veksten, og anslaget for BNP-veksten i Kina i 2016 er oppjustert med 0,2 prosentenheter til 6,3 prosent. På lengre sikt kan myndighetenes mål om en vekst på over 6,5 prosent føre til at strukturreformer utsettes og at det langsiktige vekstpotensialet i økonomien svekkes. I tillegg kan en kredittrevet oppgang øke risikoen for finansiell ustabilitet. Samlet gjeld utgjør om lag 250 prosent av BNP, hvorav gjelden til bedriftene utgjør 160 prosent. IMF³ har anslått at de statseide selskapene står for om lag halvparten av bedriftsgjelden, samtidig som de kun står for 22 prosent av verdiskapningen. De er mindre lønnsomme enn private selskaper, se figur 7, og har en høyere gjeldsgrad⁴.

Høyere vekst i Kina enn tidligere anslått ventes å gi positive ringvirkninger til andre land i regionen. Vi har

- 3 Lipton (2016), «Rebalancing China: International Lessons in Corporate Debt». Tale holdt på China Economic Society Conference On Sustainable Development in China and the World i Shenzhen, Kina.
 4 Chivakul og Lam (2015), «Assessing China's Corporate Sector Vulnerabilities», *IMF Working Paper 15/72*.

Figur 7 Kina. Profitt i industrisektoren. Tolv måneders vekst. Prosent. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Mars 2012 – april 2016



derfor oppjustert vekstanslagene for flere fremvoksende økonomier i Asia. Lavere vekst i Russland enn lagt til grunn i forrige rapport bidrar til at anslaget for veksten i fremvoksende økonomier utenom Kina likevel er nedjustert med 0,1 prosentenheter til 1,4 prosent i år. Både i Brasil og Russland er kjøpekraften redusert som følge av oppgang i arbeidsledigheten og høy inflasjon, samtidig som investeringene begrenses av lave råvarepriser, lav tillit og stor usikkerhet. I Russland begrenses investeringene også av sanksjonene, og en forverring av geopolitiske forhold utgjør en betydelig nedsiderisiko til vekstanslagene fremover. I Brasil har den politiske krisen tilspisset seg, og nylig foreslåtte reduksjoner i offentlige utgifter og pensjoner vil trolig dempe veksten ytterligere fremover. I India ventes fortsatt god vekst, understøttet av en økning i det private konsumet.

LAV PRODUKTIVITETSVEKST

De siste årene har produktivitsutviklingen i norsk økonomi vært svak. Målt som BNP per timeverk i fastlandsøkonomien økte produktiviteten med 0,3 prosent i fjor, ned fra en vekst på 0,7 prosent i 2014, se figur 1. Noe av nedgangen kan forklares av den svake aktivitetsutviklingen. I nedgangskonjunkturer kan produksjonen falle brått, mens det typisk tar noe tid å gjennomføre nedbemanning. Samtidig velger en del bedrifter å holde på arbeidskraften i påvente av bedre tider. Slike forhold bidro til at produktiviteten falt med nesten 2 prosent i finanskriseåret 2008. Som et motstykke til dette vil produktivitsveksten ofte være relativt høy tidlig i en oppgangskonjunktur. Bedrifter som har holdt på arbeidskraft, vil kunne øke produksjonen en del uten å ansette flere.

Enkle beregninger der vi søker å fjerne konjunkturelle og andre midlertidige svingninger, indikerer at den trendmessige veksten i produktiviteten nå er i underkant av 1 prosent, se den gule linjen i figur 1.¹ Ifølge disse beregningene har veksten i trendproduktiviteten blitt mer enn halvert siden årtusenskiftet.

I vurderingen av produktivitsveksten kan det skilles mellom bidragene fra at det blir mer maskiner og annen realkapital per arbeider, såkalt kapitalintensitet, og den øvrige produktivitsveksten, som gjerne

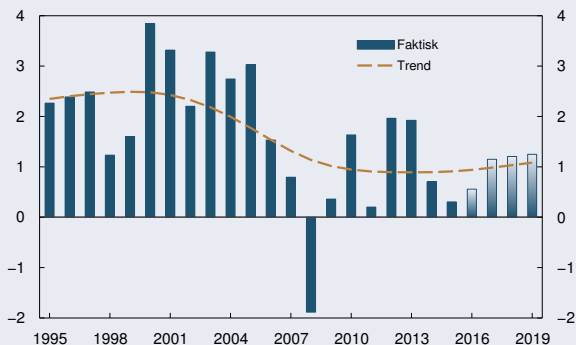
omtales som total faktorproduktivitet (TFP).² Figur 2 viser en dekomponering av BNP-veksten i bidrag fra kapitalintensitet og TFP, i tillegg til bidraget som kommer fra tilgang på arbeidskraft. Bidraget fra kapitalintensiteten, vist ved de grønne søylene, har vært noe lavere de siste ti årene enn i den foregående tiårsperioden. Som figuren illustrerer, er det imidlertid i hovedsak TFP-veksten, vist ved de blå søylene, som har bidratt til nedgangen i produktivitsveksten.

Veksten i TFP forklares blant annet av endringer i arbeidsstyrkens sammensetning. Denne vil normalt endres nokså gradvis. At det gjennomsnittlige utdanningsnivået har økt, har vært en viktig positiv drivkraft over tid. Samtidig kan den høye arbeidsinnvandringen siden EU-utvidelsen i 2004 ha vært med på å redusere TFP-veksten. Mange av innvandrerne har blitt sysselsett i næringer med et lavt produktivitsnivå.³

Endringer i hvordan arbeidet organiseres og den teknologiske utviklingen er også viktige drivkrefter for TFP-veksten. For et lite land som Norge vil utviklingen på disse områdene i stor grad avhenge av de frem-

1 Trenden er beregnet ved hjelp av et Hodrick-Prescott filter med $\lambda=100$. Datasettet er utvidet med anslag.

Figur 1 Vekst i BNP for Fastlands-Norge per timeverk. Faktisk og trend. Prosent. 1995 – 2019¹⁾



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

2 I beregningene er det benyttet en Cobb-Douglas produktfunksjon:

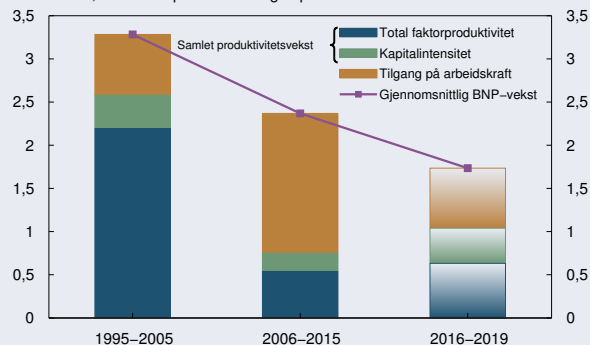
$$(1) Y = AL^\alpha K^{1-\alpha}$$

hvor Y angir bruttoproduktet, A representerer TFP og L og K er arbeidstimer og realkapitalbeholdning. Virkningen av timeverk og realkapital på bruttoproduktet bestemmes av α som er anslått med lønnsandelen. TFP kan dermed bestemmes av (1). En enkel omformulering av (1) gir produktivitsveksten som funksjon av endringer i kapitalintensiteten og i TFP:

$$(2) \frac{\dot{Y}}{Y} = (1 - \alpha) \frac{\dot{K}}{K} + \dot{A}$$

3 Se von Brasch, Cappelen og Iancu (2015), «Understanding the productivity slowdown. The importance of entry and exit of workers», *Discussion Papers no. 878*, Statistisk sentralbyrå. I studien påpekes det at sammensetningseffekter kan forklare en fjerdedel av fallet i produktivitsveksten mellom 2005 og 2008.

Figur 2 BNP-vekst for Fastlands-Norge. Årlig gjennomsnitt. Bidrag fra tilgang på arbeidskraft, total faktorproduktivitet og kapitalintensitet. Prosent. 1995 – 2019¹⁾



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

skrittene som gjøres i andre land.⁴ Produktivitetsveksten har også avtatt internasjonalt, se figur 3, og det har etter alt å dømme vært en viktig forklaring på den lave produktivitetsveksten her hjemme.

I mange land ventes det lav vekst i produktiviteten fremover, men anslagene er usikre. I Norge kan vi ikke utelukke at tilpasningen til et lavere aktivitetsnivå i oljevirkksomheten vil dempe produktivitetsveksten de nærmeste årene. Arbeidstakere som må over i andre virksomheter, vil trolig bruke noe tid før de får utnyttet kompetansen sin fullt ut i nye jobber. På den annen side har de oljerelaterte bedriftene tiltrukket seg mange høyt kvalifiserte arbeidere. At en del av disse kommer over i andre næringer, kan heve produktiviteten i disse næringene. Erfaringer viser at det også kan være lettere å få gjennomført større reformer i nedgangstider.

Samlet legger vi til grunn at produktivitetsveksten tar seg noe opp fremover. Noe av oppgangen er en konjunktorell innhenting, men vi legger også til grunn at veksten i trendproduktiviteten øker noe. Utsikter til høyere investeringer i fastlandsøkonomien kan løfte bidraget fra kapitalintensiteten, se figur 2. I sum er imidlertid anslagene for produktivitetsveksten fremover noe lavere enn i sist rapport. Det må ses i lys av

at også de internasjonale produktivitetsanslagene nedjusteres.⁵

Sammen med veksten i tilgangen på arbeidskraft bestemmer veksten i trendproduktiviteten hvor mye en økonomi kan vokse over tid. Nedgangen i produktivitetsveksten har redusert vekstpotensialet i norsk økonomi, men de siste ti årene har dette til dels blitt motvirket av at tilgangen på arbeidskraft har økt mye, se gule søyler i figur 2. Det er i all hovedsak den høye innvandringen i denne perioden som forklarer den sterke veksten i tilbudet av arbeidskraft.

Tilgangen på arbeidskraft vil trolig vokse mindre fremover. Nettoinnvandringen til Norge har vært avtakende siden 2012. Det gjenspeiler at tilstrømningen fra EU-landene har falt, se figur 4. Flyttestrømmene fra disse landene ventes å avta videre fremover. Også tilstrømningen av asylsøkere ser ut til å bli lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.⁶

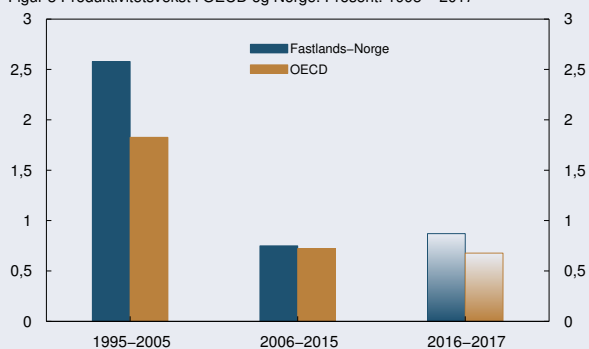
Den anslåtte veksten i tilgangen på arbeidskraft er noe nedjustert fra sist rapport, og ventes å bli om lag det halve av hva den var i det foregående tiåret. Det anslåtte vekstpotensialet i økonomien ventes å holde seg rundt 1¾ prosent gjennom prognoseperioden. I forrige rapport la vi til grunn en potensiell vekst på rundt 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

4 Dette er drøftet nærmere av Produktivitetskommisjonen (NOU 2015:1 og NOU 2016:3).

5 For eksempel er OECDs nyeste anslag for produktivitetsveksten i OECD-landene i 2016 og 2017 i gjennomsnitt nedjustert med ¾ prosentenheter sammenlignet med de forrige anslagene, som ble lagt frem i november i fjor. De gjeldende anslagene fra OECD vises i figur 3.

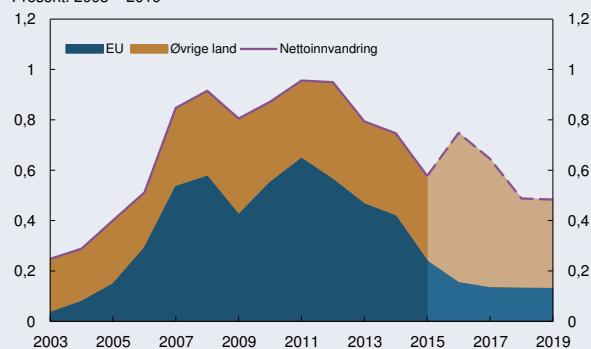
6 Uten innvandringen ville det antagelig ikke vært vekst i arbeidstilbudet fremover, se utdypingen i Norges Bank (2015), «Lavere vekst og arbeidsinnvandring», s. 55–56, *Pengepolitisk rapport 2/15*.

Figur 3 Produktivitetsvekst i OECD og Norge. Prosent. 1995 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2016 – 2017
Kilder: OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 Befolkningsvekst som følge av innvandring. Fordelt etter statsborgerskap. Prosent. 2003 – 2019¹⁾



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

ETTERPRØVING AV ANSLAGENE FOR 2015

Norges Banks anslag for prisveksten og den økonomiske utviklingen danner et viktig grunnlag for utformingen av pengepolitikken. Analyser av anslagsfeil kan hjelpe oss å lage bedre anslag for fremtiden, og til bedre å forstå de forstyrrelsene økonomien blir utsatt for.¹

I 2015 fortsatte den moderate veksten i verdensøkonomien. Oljeprisen falt videre, og ved utgangen av året var prisen kommet under 40 dollar per fat, rundt en tredjedel av nivået sommeren 2014. Veksten i konsumprisene hos våre viktigste handelspartnere var nær null. Den lave inflasjonen bidro til at mange sentralbanker gjorde pengepolitikken mer ekspansiv. I flere land kom styringsrenten under null, og flere sentralbanker brukte andre virkemidler for å motvirke faren for deflasjon og stimulere aktiviteten. Fallet i oljeprisen bidro til en kraftig svekkelse av kronen.

Virkningen på veksten i norsk økonomi av oljeprisfallet kom gradvis til syne gjennom 2015. BNP-veksten i Fastlands-Norge avtok klart fra året før, og ble lavere enn anslått ved utgangen av 2014, se figur 1 og tabell 1. Anslaget ble justert ned gjennom 2015. Andre analysemiljøer hadde tilsvarende justeringer av sine anslag.

Utviklingen i privat konsum, petroleumsinvesteringer og utenrikshandel var i tråd med våre anslag, mens private investeringer utviklet seg svakere enn ventet. Vi anslo moderat vekst i foretaksinvesteringene, men lav produktionsvekst, svake vekstutsikter og usikkerhet om den økonomiske utviklingen hadde en større negativ effekt enn ventet, og bidro til at investeringene falt klart fra året før. Også boliginvesteringene utviklet seg svakere enn lagt til grunn, særlig i regioner med nær tilknytning til oljenæringen.

Lønnsveksten avtok noe fra 2014 til 2015. Anslaget for lønnsveksten ble justert ned etter hvert som utsiktene for norsk økonomi svekket seg. Prisveksten, målt ved konsumprisindeksen justert for avgifter og

¹ For en detaljert gjennomgang av bankens anslag for norsk økonomi i 2014 og 2015, se Norges Bank, «Etterprøving av Norges Banks anslag for 2014 og 2015», Norges Bank Memo 3/2016 (kommende).

TABELL 1 Prognoser for utvikling i makroøkonomiske hovedstørrelser i 2015. Prosentvis endring fra 2014 der ikke annet fremgår

	PPR 4/14	PPR 1/15	PPR 2/15	PPR 3/15	PPR 4/15 ²	Foreløpige tall for 2015
BNP Fastlands-Norge	1 ½	1 ½	1 ¼	1 ¼	1,4	1,0
Sysselsetting	½	½	¼	½	0,7	0,5
Arbeidsstyrke, AKU	¾	1	1	1 ¼	1,4	1,4
Registrert arbeidsledighet ¹	3	3	3	3	3,0	3,0
KPI-JAE	2 ½	2 ½	2 ¼	2 ¾	2,7	2,7
Årslønn	3 ¼	3	2 ¾	2 ¾	2,7	2,8

¹ 1 prosent av arbeidsstyrken

² Fra og med PPR 4/15 ble prognosene publisert på en desimals presisjonsnivå

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

uten energivarer (KPI-JAE), tiltok fra 2014 til 2015. Lavere lønnsvekst dempet prisveksten på norsk-produserte varer, mens kronesvekkelsen gjorde importerte konsumvarer dyrere.

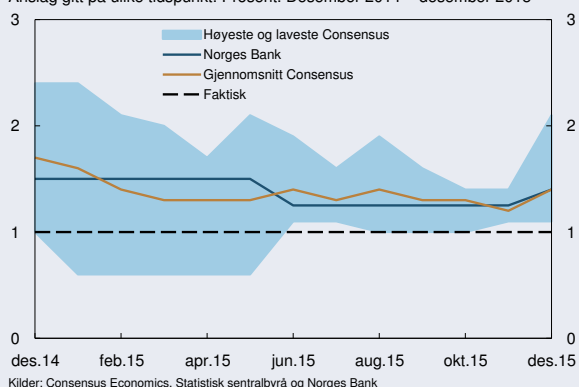
Anslagene våre på prisveksten i 2015 lå nær den faktiske utviklingen, se figur 2. Unntaket var anslagene i Pengepolitisk rapport 2/15, som ble noe nedjustert fordi prisveksten i månedene fram mot rapporten hadde vært lavere enn ventet. Energiprisene utviklet seg svakere i 2015 enn terminprisene hadde indikert ved inngangen til året. Det gjorde at anslaget på samlet prisvekst (KPI) ble revidert ned i løpet av året.

Den registrerte arbeidsledigheten utviklet seg som ventet i 2015. Målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) steg ledigheten mer enn ventet. Årsaken var at arbeidsstyrken vokste raskere enn vi hadde sett for oss. Arbeidstilbudet i Norge har tradisjonelt vært konjunkturfølsomt. I nedgangskonjunkturer har oppgangen i ledigheten blitt begrenset av at mange har gått ut av arbeidsstyrken. Så langt i denne lavkonjunkturer har arbeidsstyrken derimot økt.

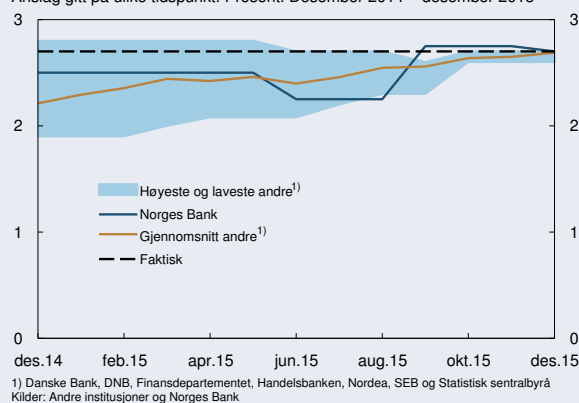
I årene etter finanskrisen har produktiviteten i fastlandsøkonomien utviklet seg svakere enn i det foregående tiåret, og svakere enn anslått. Ved utgangen av 2014 anslo vi at produktivitetsveksten ville ta seg opp langsommere i 2015 enn tidligere lagt til grunn. Til tross for nedjusteringen viser nasjonalregnskapet at produktivitetsveksten i 2015 ble klart lavere enn ventet.

Deler av den lave produktivitetsveksten i 2015 var trolig av midlertidig karakter, ettersom bedriftene bruker noe tid på å tilpasse arbeidsstokken til endringer i produksjons- og etterspørselsforholdene i økonomien. Samtidig tyder den lange perioden med lav produktivitetsvekst på at også strukturelle forhold ligger bak. Utviklingen i produktivitetsveksten er nærmere omtalt i utdypningen på side 52.

Figur 1 Anslag på og faktisk vekst i BNP for Fastlands-Norge i 2015. Anslag gitt på ulike tidspunkt. Prosent. Desember 2014 – desember 2015



Figur 2 Anslag på og faktisk vekst i KPI-JAE i 2015. Anslag gitt på ulike tidspunkt. Prosent. Desember 2014 – desember 2015



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
26. oktober 2016		
21. september 2016		
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
15. desember 2010	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 MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto-investeringer F-Norge	Petroleums-investeringer ¹	Eksport F-Norge ²	Import
2008	0,4	1,7	1,7	2,4	0,9	4,7	4,4	3,2
2009	-1,6	-1,6	0,0	4,1	-10,4	3,3	-5,4	-10,0
2010	0,6	1,8	3,8	2,2	-6,4	-8,9	7,9	8,3
2011	1,0	1,9	2,3	1,0	5,0	11,3	0,8	4,0
2012	2,7	3,8	3,5	1,6	7,4	15,1	1,3	3,1
2013	1,0	2,3	2,7	1,0	2,9	19,3	2,3	4,9
2014	2,2	2,3	1,7	2,9	1,3	-2,9	2,1	1,5
2015	1,6	1,0	2,0	1,9	0,0	-15,0	4,4	1,1
2015 ³ 2. kv	0,1	0,2	0,7	0,3	2,5	-4,0	2,5	-0,3
3. kv	1,7	0,0	0,2	0,5	3,2	-7,8	2,4	-1,8
4. kv	-1,3	-0,1	0,5	0,4	-0,6	-3,5	-2,0	0,7
2016 1. kv	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3	-6,0	-2,8	-0,4
Nivå 2015, mrd. kroner	3 131	2 613	1 335	727	537	190	597	985

1 Utvinning og rørtransport

2 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleums tjenester og andre tjenester

3 Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2 KONSUMPRISER

Årlig vekst/tolvmåneders-vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹	KPIXE ²	KPI-JA ³	KPI-JE ⁴	HKPI ⁵
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010	2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,3
2011	1,2	0,9	1,1	1,1	1,1	1,3
2012	0,8	1,2	1,0	0,6	1,4	0,4
2013	2,1	1,6	1,4	2,1	1,6	2,0
2014	2,0	2,4	2,3	2,1	2,3	1,9
2015	2,1	2,7	2,6	2,1	2,7	2,0
2016 jan	3,0	3,0	2,6	2,9	3,0	3,1
feb	3,1	3,4	3,0	3,1	3,5	3,3
mar	3,3	3,3	3,0	3,3	3,3	3,6
apr	3,2	3,3	3,0	3,2	3,2	3,5
mai	3,4	3,2	2,9	3,3	3,3	3,7

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

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

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 1/16 i parentes	Andel av verdens BNP			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser ¹	Handels- partnere ⁴	2015	2016	2017	2018	2019
USA	16	22	10	2,4 (0)	1,8 (-0,3)	2,3 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,1 (0)
Euroområdet	12	18	38	1,6 (0,1)	1,5 (0,1)	1,5 (0)	1,6 (-0,1)	1,6 (0)
Storbritannia	2	4	9	2,3 (0,1)	1,9 (-0,2)	2,3 (0,1)	2,2 (0)	2,1 (-0,1)
Sverige	0,4	0,8	12	3,9 (0,1)	3,5 (0,2)	2,5 (-0,2)	2,3 (-0,2)	2,1 (-0,2)
Øvrige industriland ²	7	11	16	1,5 (0)	1,5 (0)	1,8 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,1 (-0,1)
Kina	16	11	5	6,9 (0)	6,3 (0,2)	5,9 (0)	5,7 (0)	5,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	12	10	0,9 (0,2)	1,4 (-0,1)	3,0 (-0,1)	3,8 (0)	3,8 (0)
Norges handelspartnere ⁴	72	77	100	2,3 (0)	2,1 (0,1)	2,2 (0)	2,3 (0)	2,2 (-0,1)
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,1 (0)	3,1 (-0,1)	3,5 (-0,1)	3,6 (-0,2)	3,7 (-0,1)
Verden (markedskurser) ⁵	100	100		2,5 (0,1)	2,4 (-0,2)	2,9 (-0,1)	3,0 (-0,1)	3,0 (-0,1)

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta (markedskurser). Gjennomsnitt 2011–2013

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

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand.

Aggregatet er sammensatt med BNP-vekter (markedskurser), for å reflektere landenes betydning for global vekst

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 1/16 i parentes	Handels- partnere ³	Handels- partnere i rente- aggregatet ⁴	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2015	2016	2017	2018	2019
USA	6	19	0,1 (0)	1,2 (0)	1,7 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,2 (0)
Euroområdet	35	53	0,0 (0)	0,3 (0,1)	1,2 (0,1)	1,2 (0)	1,5 (0)
Storbritannia	7	7	0,0 (0)	0,8 (0)	1,8 (0,1)	2,1 (0)	2,0 (0)
Sverige	16	13	0,0 (0)	0,9 (0,2)	1,9 (0,1)	2,6 (0)	2,8 (0)
Øvrige industriland ¹	15		0,4 (0)	0,5 (0)	1,4 (-0,2)	1,6 (-0,1)	1,8 (0)
Kina	11		1,4 (0)	1,9 (0,4)	1,9 (-0,1)	2,4 (-0,3)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ²	10		8,1 (-0,1)	5,8 (-0,4)	5,2 (-0,2)	4,9 (0)	4,9 (0)
Norges handelspartnere ³	100		0,9 (0)	1,1 (0)	1,8 (-0,1)	2,0 (-0,1)	2,3 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet ⁴			0,0 (0)	0,6 (0,1)	1,5 (0,1)	1,7 (0)	1,9 (0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat ⁵			52	45 (6)	52 (8)	54 (7)	56 (7)

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

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

3 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

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

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 1/16 i parentes, målt i USD per fat

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 5 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2015	2015	2016	2017	2018	2019
Priser og lønninger						
KPI		2,1	3,3	2,2	1,9	1,7
KPI-JAE ¹		2,7	2,9	2,3	2,0	1,7
Årslønn ²		2,8	2,5	2,7	3,1	3,6
Realøkonomi						
BNP	3131	1,6	0,1	1,0	1,4	1,8
BNP for Fastlands-Norge	2613	1,0	0,8	1,6	2,1	2,3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-1,1	-1,7	-1,9	-1,6	-1,0
Sysselsetting, personer, KNR		0,5	0,2	0,4	0,8	1,1
Arbeidsstyrke, AKU		1,4	0,6	0,1	0,5	0,8
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,4	4,6	4,4	4,1	3,9
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0	3,2	3,4	3,3	3,1
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴	2598	1,5	2,3	2,4	2,3	2,3
- Privat konsum	1335	2,0	1,5	2,0	2,1	2,1
- Foretaksinvesteringer	226	-3,0	1,9	3,4	5,4	7,0
- Boliginvesteringer	158	1,6	6,5	2,8	1,3	0,5
- Offentlig etterspørsel ⁵	880	2,1	3,0	2,5	1,8	1,8
Petroleumsinvesteringer ⁶	190	-15,0	-14,0	-5,0	-1,0	4,0
Eksport fra Fastlands-Norge ⁷	597	4,4	-1,3	2,9	3,6	3,5
Import	985	1,1	0,4	3,2	2,7	3,5
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁸		1,0	0,5	0,3	0,3	0,6
Importveid valutakurs (I-44) ⁹		103,5	106,6	105,7	104,2	103,1

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 Privat konsum og private brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge og offentlig etterspørsel

5 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer

6 Utvinning og rørtransport

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

8 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

9 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 2|16 – juni

