



NORGES BANK

1 | 16 MARS

# 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](mailto: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 10. mars 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 16. mars 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](http://www.norges-bank.no).

# INNHold

---

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN</b>	<b>7</b>
<b>2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>22</b>
<b>3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>34</b>
<b>RAMMER</b>	
- Forutsetninger om finanspolitikken	19
- Anslag på petroleumsinvesteringer	20
- Avveininger i pengepolitikken	30
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 4/15	32
- Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	41
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for bufferkravet	42
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	44
<b>UTDYPINGER</b>	<b>45</b>
- Svak utvikling i fremvoksende økonomier	46
- Utviklingen i oljeprisen	48
- Sannsynlighet for resesjon	50
- Gjennomslaget til bankenes renter ved negative sentralbankrenter	52
<b>VEDLEGG</b>	<b>55</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	56
Tabeller og detaljerte anslag	57

---

# Pengepolitikken i Norge

## MÅL

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

## GJENNOMFØRING

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

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

## BESLUTNINGSPROSESS

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

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

## RAPPORTERING

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

# Motsyklisk kapitalbuffer

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

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

Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag. Kravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge, etter hvert også filialer av utenlandske banker.

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

# HOVEDSTYRETS VURDERING

Hovedstyret drøftet pengepolitikken på møtene 10. og 16. mars 2016. Utgangspunktet for diskusjonen var analysen som ble publisert i Pengepolitisk rapport 4/15. Hovedstyret besluttet i desember å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent. Samtidig tilsa hovedstyrets vurdering av utsiktene at styringsrenten kunne bli satt ytterligere ned i løpet av første halvår 2016. Analysen i rapporten innebar en prognose der styringsrenten avtok til noe under ½ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden ble styringsrenten anslått å øke til i underkant av 1 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 om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta fram mot sommeren 2017, for deretter å øke noe.

Veksten i verdensøkonomien er moderat. Det er utsikter til at veksten hos handelspartnerne blir noe lavere i årene som kommer enn lagt til grunn i desember. Prisveksten er fortsatt svært lav hos våre viktigste handelspartnere.

Uro i internasjonale finansmarkeder preget begynnelsen av året. Aksjeindekser i de fleste land falt, og risikopåslagene i kredittmarkedene steg. Samtidig falt rentene på antatt sikre statsobligasjoner. Frykt for svakere vekst internasjonalt, særlig i fremvoksende økonomier, bidro til uroen. Den siste måneden har uroen avtatt, og markedsutslagene er delvis reversert.

Faktiske og forventede styringsrenter hos handelspartnerne har falt. Den europeiske sentralbanken har redusert innskuddsrenten til -0,4 prosent, mens sentralbanken i Sverige har satt ned styringsrenten til -0,5 prosent. Sentralbanken i USA økte som ventet renten i desember, men siden da er markedets forventninger til tidspunktet for neste renteøkning skjøvet ut i tid.

Etter å ha falt i begynnelsen av året, er oljeprisen nå tilbake på samme nivå som ved publisering av forrige rapport, men prisene på leveranser fram i tid har avtatt. Kronekursen har den siste tiden vært nær anslaget fra desember.

Påslaget i det norske pengemarkedet har holdt seg oppe og vært høyere enn anslått. Økt pris på bankenes finansiering i dollar, som følge av nye reguleringer i det amerikanske pengemarkedet, kan bidra til at påslaget også fremover holder seg høyere enn tidligere lagt til grunn. Finansieringskostnadene til norske banker er lite endret siden desember. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse meldte om noe strammere utlånspraksis overfor både husholdninger og foretak i fjerde kvartal. Mens utlånsrentene til husholdninger ser ut til å ha utviklet seg som ventet, indikerer ny informasjon at bankene har økt sine marginer overfor foretakene.

Nye nasjonalregnskapstall viser at veksten i norsk økonomi var lavere gjennom fjoråret enn anslått i forrige rapport. Blant annet utviklet konsumet og private investeringer seg svakere enn forutsatt. Kontaktene i Regionalt nettverk rapporterer samlet om uendret aktivitetsnivå de siste månedene. Oljeleverandørene og bedriftene som leverer tjenester til næringslivet melder fortsatt om fall i produksjonen, mens de øvrige næringene oppgir svak vekst. Samlet venter kontaktene nær uendret produksjonsnivå også de neste seks månedene. Konsumenttilliten har fortsatt å falle, og det er utsikter til litt svakere vekst i det private forbruket. Det er også utsikter til et noe større fall i oljeinvesteringene i årene som kommer enn tidligere ventet.

Arbeidsledigheten har som ventet økt noe. Ledigheten øker hovedsakelig i regioner med nær tilknytning til oljevirkksomheten. Det var vekst i den samlede sysselsettingen gjennom store deler av fjoråret, men det er nå tegn til at sysselsettingen flater ut. Arbeidsledigheten ventes å øke noe. Det er utsikter til at lønnsveksten i år blir lavere enn i fjor.

Veksten i konsumprisene er i overkant av 3 prosent. Det er noe høyere enn lagt til grunn i desember. Prisveksten holdes oppe av kronesvekkelsen, men dempes av svake prisimpulser fra handelspartnerne og lav kostnadsvekst i norsk økonomi.

Veksten i boligprisene har avtatt noe mer enn lagt til grunn i desember. Det er fortsatt store regionale forskjeller i prisutviklingen. Gjeldsveksten i husholdningene har vært litt lavere enn ventet. Veksten i både boligpriser og kreditt ventes å avta noe fremover.

Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingene i norsk økonomi. Kronen har svekket seg, og prisveksten har kommet opp. Inflasjonsforventningene er godt forankret. 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 nær  $\frac{3}{4}$  prosent. Med en slik bane for styringsrenten tilsier analysene at prisveksten blir værende nær 3 prosent den nærmeste tiden før den gradvis avtar til mellom  $1\frac{1}{2}$  og 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å avta videre fram mot høsten 2017. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe. I en økonomi preget av omstilling, kan ikke pengepolitikken fullt ut motvirke utslagene i produksjon og sysselsetting.

Hovedstyret drøftet handlingsrommet i pengepolitikken. Erfaringer fra andre land tyder på at den nedre grensen for styringsrenten er under null, men grensen er vanskelig å anslå presist. Lavere renter kan gi økt sårbarhet i det finansielle systemet. Når styringsrenten nærmer seg en nedre grense, øker også usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det taler nå for å gå mer varsomt fram i rentesettingen. Skulle norsk økonomi bli utsatt for nye store forstyrrelser, vil hovedstyret likevel ikke utelukke at styringsrenten kan bli negativ.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden legger hovedstyret vekt på at utsiktene for norsk økonomi er noe svekket og at arbeidsledigheten ventes å stige. Lav lønnsvekst kan bidra til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester etter hvert avtar. Både hensynet til å holde inflasjonen nær målet og hensynet til kapasitetsutnyttningen tilsier at styringsrenten settes ned.

Etter en samlet vurdering av utsiktene og risikobildet mener hovedstyret at styringsrenten bør reduseres med 0,25 prosentenheter til 0,50 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene, kan styringsrenten bli satt ytterligere ned i løpet av året.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 16. mars å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,50 prosent.

Øystein Olsen  
16. mars 2016

# 1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

## Svakere vekstutsikter internasjonalt

Det er fortsatt moderat vekst i verdensøkonomien. Finansmarkedsuroen som preget starten av året, har avtatt den siste måneden. Ulike tillitsindikatorer tyder likevel på at usikkerheten om utviklingen fremover har økt både blant husholdninger og bedrifter, og finansieringsforholdene er blitt noe strammere. Sammen med lavere vekst i råvareproduserende land, har det bidratt til at vi har nedjustert BNP-anslagene for handelspartnerne samlet, se figur 1.1 og tabell 3 i vedlegget.

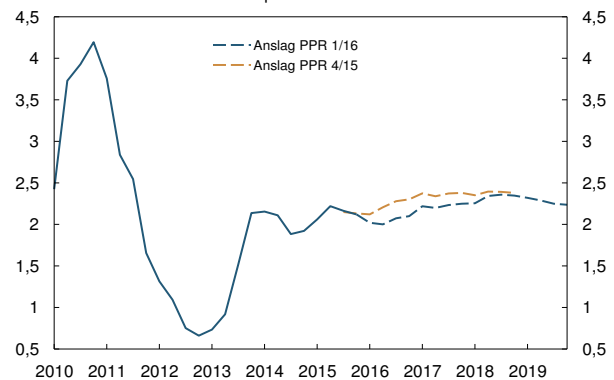
Den moderate veksten i euroområdet fortsatte i fjerde kvartal i fjor. Oppgangen har fått feste i flere land. Siden midten av 2013 har sysselsettingsveksten tiltatt. Arbeidsledigheten har falt, men fra et høyt nivå, se figur 1.2. Lønnsveksten er fortsatt moderat, men fallet i energiprisene virker positivt på husholdningenes kjøpekraft og konsum. Mot slutten av fjoråret var det tegn til oppbremsing, først og fremst i industrisektoren, se figur 1.3. Svakere vekst blant euroområdets handelspartnere og sårbarhet i den europeiske banksektoren demper vekstutsiktene. Anslagene for eurolandene er derfor noe nedjustert fra forrige rapport. Vi venter fortsatt at ekspansiv pengepolitikk og mindre finanspolitisk innstramming vil bidra til gradvis høyere vekst de neste årene.

I USA avtok veksten i fjerde kvartal, først og fremst som følge av utviklingen innen råvareutvinning og industrisektoren. Lav oljepris bidro til at petroleumsinvesteringene fortsatte å falle kraftig, se figur 1.4, og styrkingen av dollaren de siste to årene har bidratt til en nedgang i eksporten og til å dempe veksten i deler av øvrig industri. I flere deler av tjenestesektoren er det fortsatt god vekst, og utviklingen i arbeidsmarkedet er sterk. Ledigheten er nå på det laveste nivået siden 2008 (se figur 1.2). Fremover venter vi at BNP-veksten tar seg noe opp igjen, understøttet av en videre bedring i husholdningenes kjøpekraft og en noe mer ekspansiv finanspolitikk. BNP-anslaget er likevel nedjustert, særlig for 2016. Det skyldes blant annet den svake veksten i fjerde kvartal i fjor, lavere vekst hos USAs handelspartnere, økte finansieringskostnader for bedriftene og svakere utvikling i husholdningenes formue.

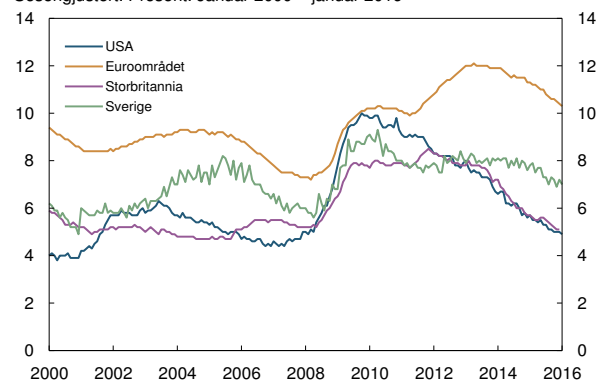
Veksten i Storbritannia avtok noe i andre halvår 2015, blant annet som følge av fall i investeringene og

Figur 1.1 BNP hos handelspartnerne. Volum.

Firekvartalersvekst. Prosent. Eksportvektet. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>1)</sup>

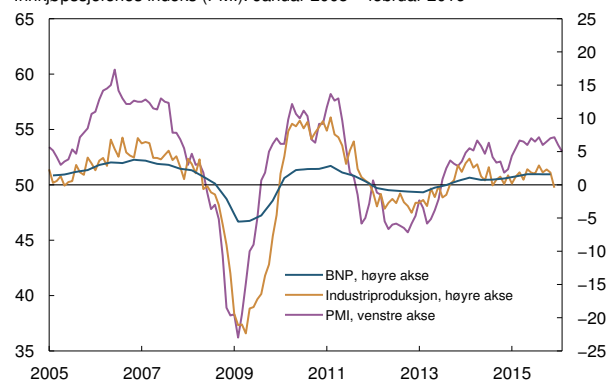


Figur 1.2 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2000 – januar 2016<sup>1)</sup>

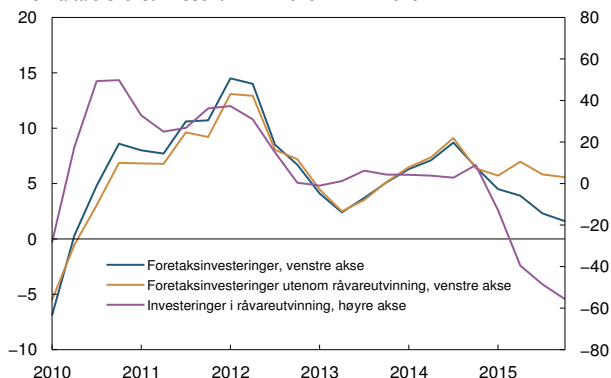


Figur 1.3 Utviklingen i euroområdet.

Firekvartalersvekst i BNP. Tolv månedersvekst i industriproduksjon. Prosent. Innkjøpssejefenes indeks (PMI). Januar 2005 – februar 2016<sup>1)</sup>

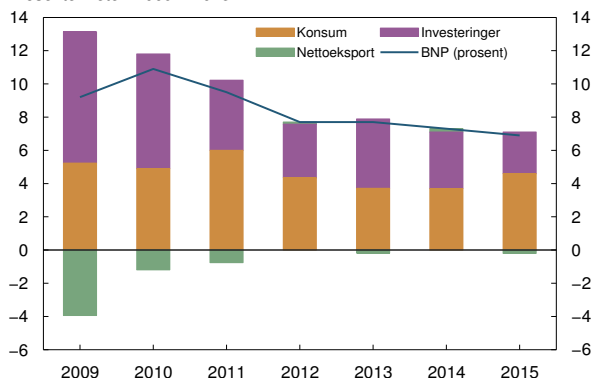


Figur 1.4 Foretaksinvesteringer i USA.  
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2015



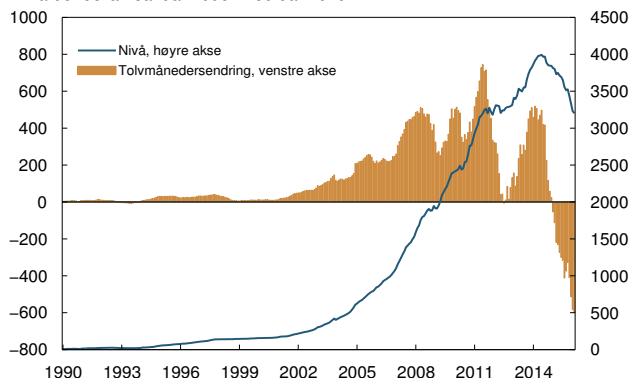
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.5 Bidrag til BNP-vekst i Kina.  
Prosentenheter. 2009 – 2015



Kilder: CEIC, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.6 Kinesiske valutareserver.  
Milliarder dollar. Januar 1990 – februar 2016



Kilder: CEIC, Barclays og Norges Bank

eksporten. Samtidig bidro økt sysselsetting og lav prisvekst til god vekst i husholdningenes kjøpekraft, og veksten i privat konsum var høy. Vi venter at denne utviklingen vil fortsette, understøttet av ekspansiv pengepolitikk. På den andre siden vil strammere finansieringsforhold, finanspolitisk innstramming og avtakende aktivitet i oljesektoren dempe BNP-veksten. I tillegg legger vi til grunn at usikkerhet knyttet til folkeavstemningen om videre EU-medlemskap vil dempe private investeringer i år, før investeringsveksten tar seg noe opp igjen fra 2017.

Veksten i Sverige tiltok ytterligere mot slutten av 2015. Innenlandsk etterspørsel er høy, med god vekst i privat konsum, investeringer og offentlig etterspørsel. En svakere valutakurs har også bidratt til solid vekst i eksporten, først og fremst i tjenesteeksporten. Fremover venter vi fortsatt sterk vekst i innenlandsk etterspørsel, særlig drevet av ekspansiv penge- og finanspolitikk. Anslagene er noe oppjustert fra forrige rapport.

I Kina avtok veksten videre i fjerde kvartal. Fortsatt svak utvikling i eiendomssektoren bidro til lavere vekst i industriproduksjonen og investeringene. Eksporten falt, særlig til USA og Japan. Oljeetterspørselen holdt seg likevel oppe, og vekstbidraget fra konsum fortsatte å øke, se figur 1.5. Det er i tråd med den pågående rebalanseringen av økonomien. Samlet indikerer nye data fortsatt gradvis lavere vekst. Usikkerheten knyttet til myndighetenes evne til å håndtere omstillingen i økonomien har økt ytterligere siden forrige rapport. Det er spesielt stor usikkerhet knyttet til overgangen til en mer markedsbasert valutakurs. Sammen med lavere forventet avkastning på innenlandske investeringer som bolig og aksjer, har dette bidratt til en betydelig kapitalutgang det siste året, se figur 1.6. I våre anslag legger vi til grunn at Kina unngår et brått fall i veksten. Vi anser likevel sannsynligheten for et slikt utfall som høyere enn i forrige rapport.

Vi venter at utviklingen i de øvrige fremvoksende økonomiene blant våre handelspartnere blir svakere enn lagt til grunn i desember. Det er særlig vekstanslagene for råvareproduserende land som Brasil og Russland som er blitt nedjustert, se utdyping om fremvoksende økonomier på side 46.



## Lave energipriser demper fortsatt prisveksten

Prisveksten hos de fleste av våre viktigste handelspartnere var nær null i 2015, men tiltok noe i januar, om lag som anslått i forrige rapport. Det er særlig lave energipriser som har bidratt til den lave prisveksten, se figur 1.7, men også prisveksten på ferdigvarer har vært lav eller fallende. Kjerneinflasjonen hos våre viktigste handelspartnere er fremdeles høyere enn samlet konsumprisvekst.

De neste årene venter vi lavere prisvekst hos handelspartnerne enn vi anslo i forrige rapport, se tabell 4 i vedlegget. Fallet i terminprisene på olje trekker inflasjonsanslagene ned i år og neste år, gjennom effekter på energipriser, transportkostnader og innsatsvarer i KPI og gjennom virkninger på lønnsveksten. Etter hvert som effektene av energiprisfallet uttømmes og kapasitetsutnyttningen øker, ventes prisveksten å tilta. I eurolandene og i Sverige vil virkninger av tidligere valutakursdepresiering trolig bidra til å trekke prisveksten opp. Vi venter også en moderat oppgang i lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere.

## Terminprisen på olje har falt videre

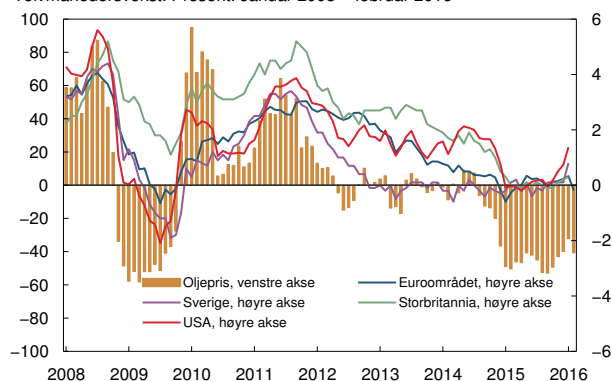
Etter å ha falt i begynnelsen av året, er oljeprisen nå tilbake på samme nivå som ved publisering av forrige rapport, men prisene på leveranser fram i tid har avtatt, se figur 1.8. På tross av høy vekst i oljeetterspørselen, økte oljelagrene i OECD betydelig gjennom 2015, se figur 1.9. Det internasjonale energibyrådet (IEA) anslår at avtagende vekst i oljeetterspørselen og stadig høyt tilbud fra OPEC vil føre til videre oppbygging av oljelagre gjennom 2016, se figur 1.10.

Vi legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene de nærmeste årene. Disse indikerer en moderat oppgang til rundt 50 dollar per fat mot slutten av 2019, nesten 15 prosent lavere enn ved forrige rapport. Utsiktene for oljeprisen diskuteres nærmere i utdypingen på side 48.

Prisen på norsk gass målt i dollar har falt med 15 prosent siden forrige rapport. Terminprisene på britisk gass har falt om lag like mye. Norske gasspriser har de siste årene fulgt britiske gasspriser ganske tett. Fallet i terminprisene på britisk gass indikerer derfor at norske gasspriser kan forbli lave i flere år.

Figur 1.7 Oljepris og konsumpriser hos handelspartnere.

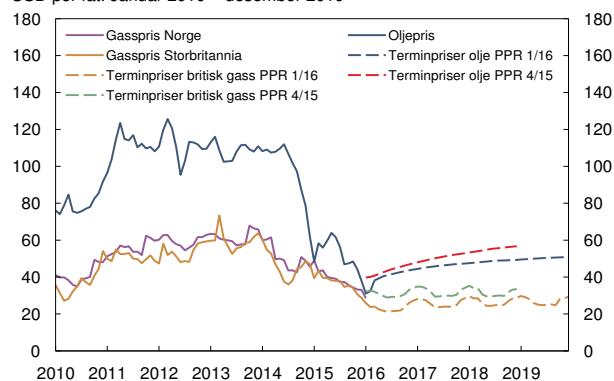
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – februar 2016<sup>1)</sup>



1) Siste observasjon er januar 2016 for USA, Storbritannia og Sverige  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.8 Priser på råolje og naturgass.

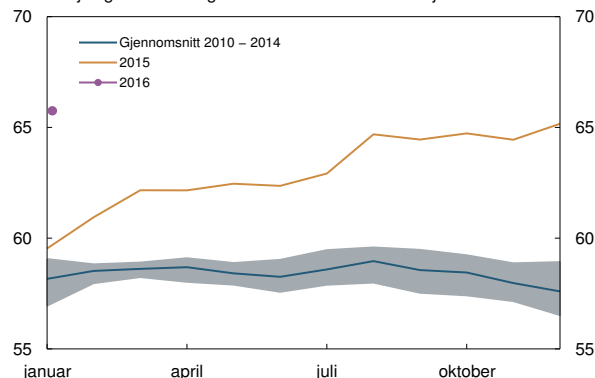
USD per fat. Januar 2010 – desember 2019<sup>1)</sup>



1) For terminpriser (stiplet) for olje og britisk gass vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 7.–11. desember 2015 for PPR 4/15 og 7.–11. mars 2016 for PPR 1/16  
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

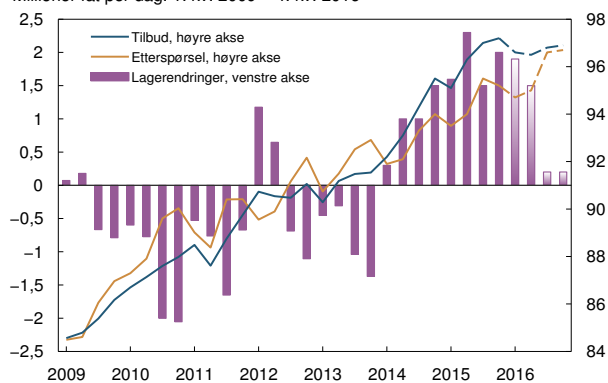
Figur 1.9 Oljelagre i OECD-landene.

Totale oljelagre i antall dagers forbruk.<sup>1)</sup> Januar 2015 – januar 2016



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig etterspørsel over de neste tre månedene. Grått bånd viser intervallet mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2010 – 2014  
Kilder: IEA og Norges Bank

Figur 1.10 Tilbud og etterspørsel i oljemarkedet.  
Millioner fat per dag. 1. kv. 2009 – 4. kv. 2016<sup>1)</sup>



1) Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2016  
Kilde: IEA

## Markedsuro og fortsatt svært lave renter ute

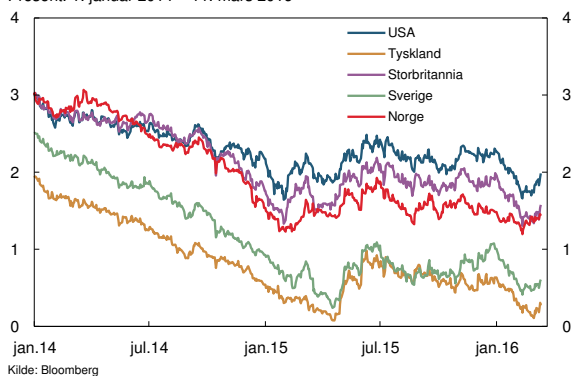
Finansmarkedsuroen i årets seks første uker ga særlig store utslag i aksje- og obligasjonsmarkedene. Mange investorer solgte seg ut av risikable investeringer og kjøpte antatt sikre statsobligasjoner, og statsrentene falt markert i mange land, se figur 1.11. De viktigste globale aksjemarkedene falt betydelig, se figur 1.12. Risikopåslagene i kredittmarkedene steg, særlig for banksektoren. Det gjorde også prisen på kredittforsikring, se figur 1.13. Frykt for svakere økonomisk utvikling, særlig i fremvoksende økonomier, var trolig en utløsende faktor for markedsturbulensen. Den siste måneden har uroen avtatt, og markedsbevegelsene er delvis reversert.

Styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere er fortsatt nær null, og markedsprisingen indikerer at de vil holde seg nær dette nivået i lang tid fremover, se figur 1.14. Siden forrige rapport har frykten for svakere global vekst og uroen i finansmarkedene, i tillegg til lavere forventet prisvekst, ført til et markert fall i forventede pengemarkedsrenter hos våre handelspartnere, se figur 1.15.

Som ventet hevet den amerikanske sentralbanken renten i desember. Samtidig meldte sentralbanken om utsikter til videre rentehevinger på om lag én prosentenheter i året de nærmeste årene. Siden nyttår har forventede styringsrenter i USA falt. Markedet priser inn sannsynlighetsovervekt for at neste renteøkning vil komme sommeren 2016. Deretter er det priset inn svært gradvise renteøkninger på om lag 0,25 prosentenheter i året.

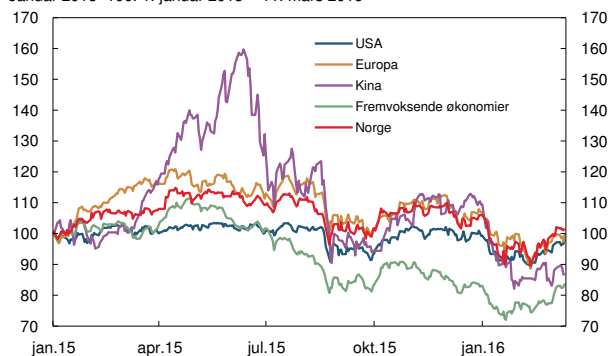
På rentemøtet i mars besluttet den europeiske sentralbanken (ESB) å senke styringsrenten med 0,05 prosentenheter til 0 prosent og innskuddsrenten med 0,10 prosentenheter til -0,40 prosent. I tillegg økte ESB størrelsen på aktivkjøpsprogrammet fra 60 til 80 milliarder euro i måneden. Programmet ble utvidet til å inkludere obligasjoner med høy kredittvurdering utstedt av ikke-finansielle foretak i euroområdet. ESB vil også tilby en ny runde med langsiktig finansiering til bankene. Sentralbanken begrunnet tiltakene med at utsiktene for inflasjonen har forverret seg. Tiltakene fra ESB og forventningene i forkant har, sammen med markedsuroen, bidratt til en nedgang i forventede korte renter i euroområdet siden forrige rapport.

Figur 1.11 Renter på 10-års statsobligasjoner.  
Prosent. 1. januar 2014 – 11. mars 2016



Kilde: Bloomberg

Figur 1.12 Utvalgte aksjekursindekser.  
Januar 2015=100. 1. januar 2015 – 11. mars 2016



Kilde: Bloomberg

Markedsprisingen indikerer at det ikke er ventet ytterligere pengepolitiske tiltak fra ESB.

Forventede styringsrenter har falt i Storbritannia som følge av den internasjonale rentenedgangen, lavere lønnsvekst enn ventet og frykt for at Storbritannia forlater EU. Markedets forventninger til tidspunktet for første renteheving er blitt skjøvet ut i tid, og det prises nå inn sannsynlighetsovervekt for at første renteøkning kommer rundt årsskiftet 2017/2018.

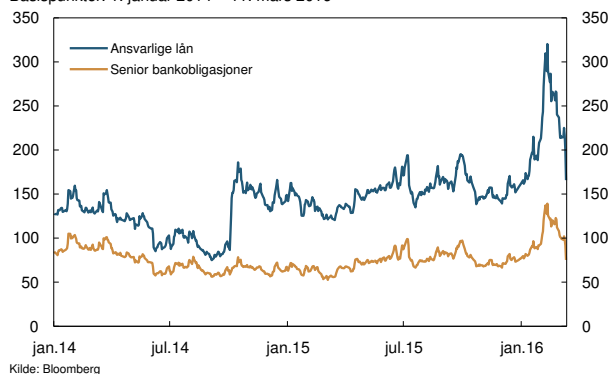
Sentralbanken i Sverige reduserte styringsrenten med 0,15 prosentenheter til -0,5 prosent på rentemøtet i februar. Det ble i tillegg signalisert høy beredskap for å gjøre pengepolitikken enda mer ekspansiv. Rentenedsettelsen ble begrunnet med fortsatt behov for å understøtte oppgangen i inflasjonen. Reduksjonen var større enn markedsprisingen indikerte i forkant. Sammen med den internasjonale rentenedgangen har det bidratt til at markedets forventninger til fremtidig styringsrente i Sverige har falt siden forrige rapport.

### Store bevegelser i valutamarkedet

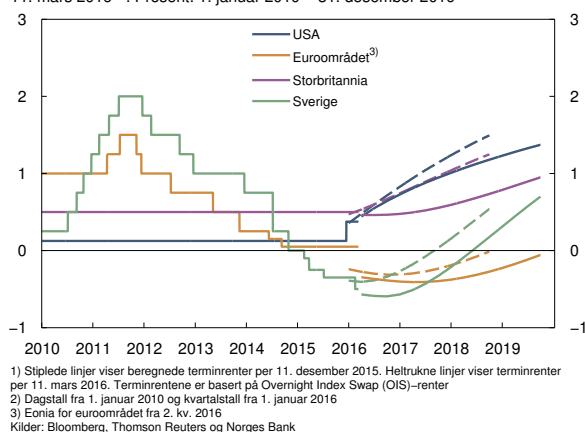
Uroen i finansmarkedene har gitt betydelige kursbevegelser i valutamarkedet siden forrige rapport. Redusert risikovilje bidro i første del av perioden til en svekkelse av valutaene til råvareeksporterende land. For enkelte av disse valutaene er svekkelsen mer enn reversert som følge av oppgangen i råvareprisene den siste tiden. Kursen på euro og japanske yen har styrket seg til tross for at sentralbankene har gjort pengepolitikken mer ekspansiv. Svake nøkkeltall har bidratt til en svekkelse av britiske pund og amerikanske dollar etter hvert som de forventede renteøkningene i Storbritannia og USA er blitt skjøvet ut i tid. Pundet er også blitt svekket som følge av usikkerhet om Storbritannias fremtid i EU. Reduksjonen av styringsrenten i Sverige i februar ga en kortvarig svekkelse av svenske kroner, som sett under ett er lite endret siden forrige rapport.

Etter nyttår svekket kronekursen seg til de svakeste nivåene som er målt ved den importveide kursindeksen, se figur 1.16. Svekkelsen må ses i sammenheng med fallet i oljeprisen i samme periode. Siden midten av januar har kronen styrket seg som følge av en oppgang i oljeprisen. Hittil i første kvartal har

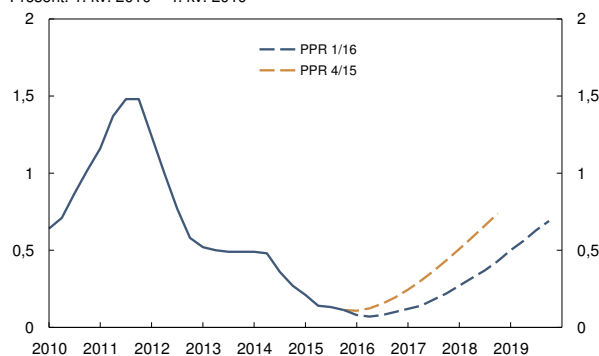
Figur 1.13 CDS-indeks for europeisk banksektor. Basispunkter. 1. januar 2014 – 11. mars 2016



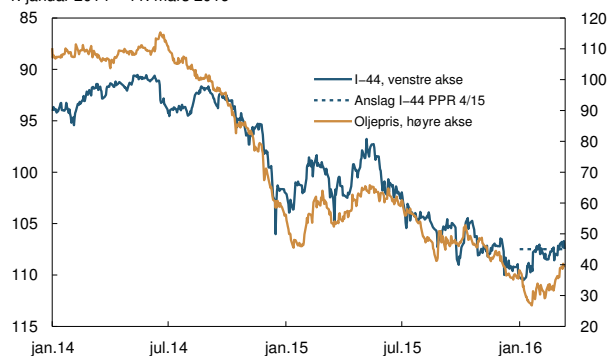
Figur 1.14 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 11. desember 2015 og 11. mars 2016<sup>1)</sup>. Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2019<sup>2)</sup>



Figur 1.15 Pengemarkedsrente hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>

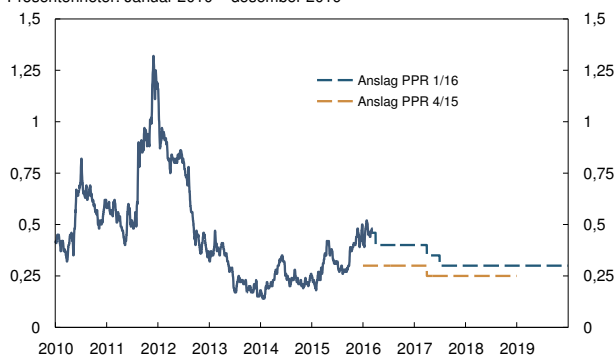


Figur 1.16 Oljepris<sup>1)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>2)</sup>. 1. januar 2014 – 11. mars 2016



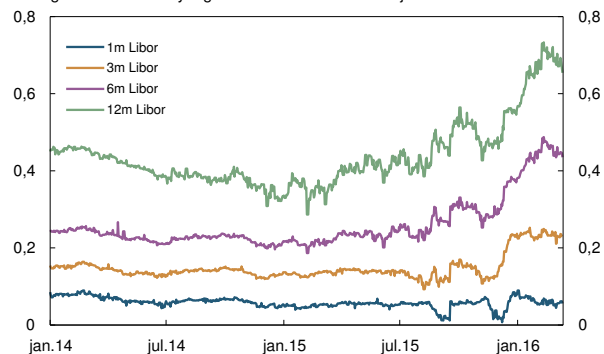
1) USD per fat.  
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.17 Påslag i tremåneders Nibor.<sup>1)</sup> Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. Januar 2010 – desember 2019<sup>2)</sup>



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

Figur 1.18 Påslag i USD Libor. Påslag over forventet styringsrente. Prosentenheter. 1. januar 2014 – 11. mars 2016



Kilde: Bloomberg

kronekursen likevel vært 0,7 prosent svakere enn anslått i forrige rapport.

### Høyere risikopåslag på bankenes finansiering

Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente (Nibor) er lite endret siden desember i fjor. Så langt i første kvartal har påslaget i gjennomsnitt vært rundt 0,45 prosentenheter, om lag 0,15 prosentenheter høyere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.17.

Tilpasninger til nye reguleringer i det amerikanske pengemarkedet har trolig bidratt til økt pris på dollarfinansieringen som bankene legger til grunn for sin Nibor-kvotering. Økt pris på dollarlån gjenspeiles også i at påslagene i dollarrenten Libor har steget mye siden slutten av fjoråret, se figur 1.18. Dyrere dollarfinansiering påvirker påslaget i den norske pengemarkedsrenten fordi Nibor er konstruert som en valuta-swaprente.<sup>1</sup> I tillegg har perioder med lav strukturell likviditet i det norske banksystemet trolig bidratt til at påslaget har vært høyere enn anslått. Vi venter at påslaget vil holde seg rundt 0,40 prosentenheter det nærmeste året, for deretter å avta noe.

Risikopåslagene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og senior bankobligasjoner steg betydelig i fjor høst. Påslagene er om lag uendret siden forrige rapport, se figur 1.19. Selv om oljeprisfallet har svekket vekstutsiktene for norsk økonomi, må ikke DNB betale vesentlig mer for markedsfinansiering enn andre store nordiske banker. For mindre norske banker, samt banker med stor eksponering i regioner med mye petroleumsrelatert virksomhet, er risikopåslagene noe høyere.

Risikopåslagene for ny obligasjonsfinansiering er for tiden høyere enn de gjennomsnittlige påslagene på bankenes utestående obligasjonsfinansiering. Dersom risikopåslagene holder seg på dette nivået, vil de gjennomsnittlige påslagene på bankenes utestående obligasjonsfinansiering øke noe utover i prognoseperioden.

Bankenes utlånsrenter falt i fjerde kvartal, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Bankenes utlånsmargin, forskjellen mellom utlånsrentene og Nibor, falt på lån

<sup>1</sup> Konstruksjonen av Nibor og hvordan den norske pengemarkedsrenten påvirkes av ulike innenlandske og internasjonale faktorer er nærmere beskrevet i Tafjord (2015), «En dekomponering av Nibor», *Aktuell kommentar 3/2015*, Norges Bank.

til både foretak og husholdninger i samme periode. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse ventet at utlånsmarginen på lån til husholdninger skulle fortsette å falle i første kvartal, mens marginen på foretakslån var ventet å øke. Det samsvarer godt med utviklingen i utlånsrentene siden årsskiftet. I januar i år falt boliglånsrentene marginalt, mens rentene på foretakslån økte noe, se figur 1.20.

### Svak vekst i norsk økonomi

Utviklingen i norsk økonomi har vært svakere enn vi anslo i desember. BNP for Fastlands-Norge vokste med 1 prosent i 2015, fire tideler mindre enn anslått i forrige rapport. Vi venter at veksten i fastlandsøkonomien den nærmeste tiden blir lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Vi anslår litt lavere vekst enn vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM) indikerer, se figur 1.21, men vekstanslagene er noe høyere enn forventningene til produksjonsveksten i Regionalt nettverk tilsier, se figur 1.22. Se utdyping på side 50 for en drøfting av sannsynligheten for at aktiviteten kan falle fremover.

Husholdningenes konsum økte litt mindre i fjor enn vi anslo i forrige rapport. Tjenestekonsumet utviklet seg klart sterkere enn varekonsumet. Svakere forbrukertillit, litt dårligere tilgang på lån, høyere arbeidsledighet og lavere inntektsvekst har trolig dempet etterspørselen.<sup>2</sup> Forbrukertilliten, som har falt siden høsten 2014, har avtatt videre den siste tiden, se figur 1.23. Det er særlig svakere tiltro til landets økonomi som bidrar til den økte pessimismen, men også tilliten til egen økonomi har falt. En videre oppgang i arbeidsledigheten og lav lønnsvekst vil kunne dempe konsumveksten fremover. På den andre siden bidrar den lave renten til å holde kjøpekraften oppe. Husholdningsrettede næringer i Regionalt nettverk venter fortsatt moderat produksjonsvekst fremover. Vi anslår at husholdningenes konsum skal vokse noe saktere den nærmeste tiden enn lagt til grunn i forrige rapport.

Etter å ha falt i 2014, økte boliginvesteringene gjennom fjoråret. Veksten i fjerde kvartal var høyere enn ventet, men nedjusteringer av de foregående kvartalene ga en lavere årsvekst enn tidligere lagt til grunn. Salget av nye boliger holder seg oppe, men

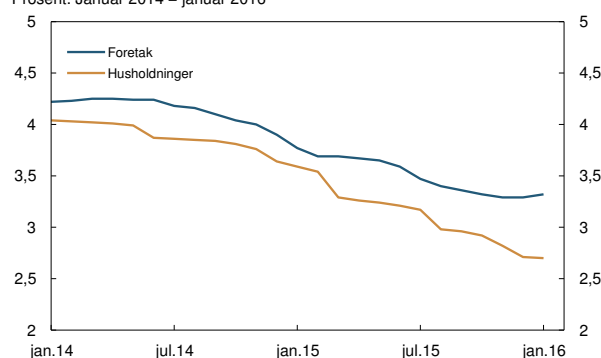
Figur 1.19 Gjennomsnittlig risikopåslag på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Påslag over tremåneders Nibor. Basispunkter. Januar 2010 – desember 2019<sup>1) 2)</sup>



1) For mars 2016 benyttes indikative risikopåslag fram til og med 11. mars 2016  
2) Anslag for mars 2016 – desember 2019 (stiplet)

Kilder: Stamdata, Bloomberg, DNB Markets og Norges Bank

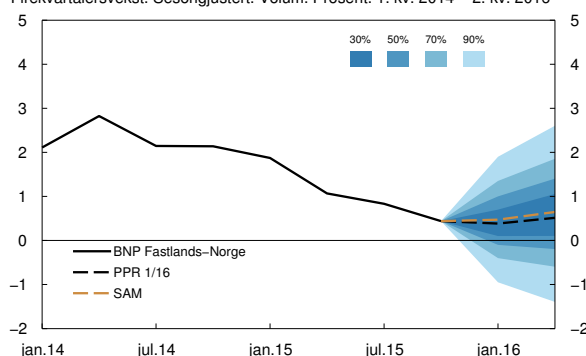
Figur 1.20 Utlånsrenter<sup>1)</sup> til ikke-finansielle foretak og husholdninger<sup>2)</sup>. Prosent. Januar 2014 – januar 2016



1) Utestående lån  
2) Utlånsrenten til husholdninger er på lån med pant i bolig  
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.21 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte.

Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Volum. Prosent. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2016<sup>2)</sup>

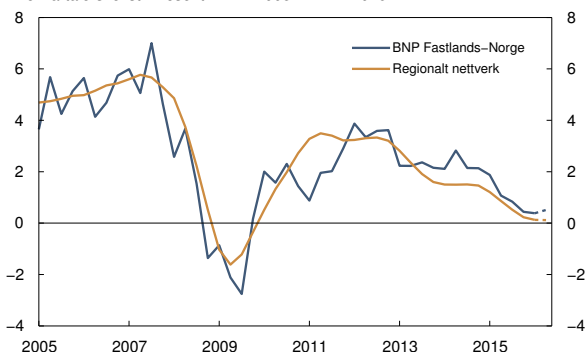


1) System for sammenveiling av korttidsmodeller  
2) Anslag for 1. kv. 2016 – 2. kv. 2016 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Se Andersen, H., E. Husabø og M. Aasgaard Walle (2016), «Hva påvirker husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester?», Staff Memo 4/2016, Norges Bank.

Figur 1.22 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale netterks indikator for vekst i produksjon<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2016



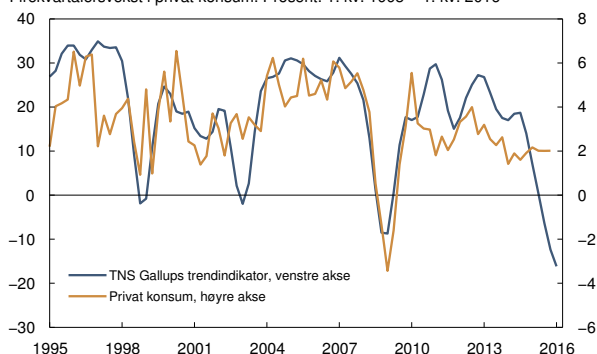
1) Anslag for 1. kv. 2016 – 2. kv. 2016 (stiplet)  
2) Konvertert til kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

igangsettingen ser ut til å ha avtatt noe. Kontaktene i Regionalt nettverk melder om nokså lav vekst i boligbyggingen. Det er store regionale forskjeller, med sterk utvikling på Østlandet og svakere utvikling i regioner med nær tilknytning til oljevirksomheten. Samlet venter vi litt svakere vekst i boliginvesteringene de nærmeste kvartalene enn lagt til grunn i forrige rapport.

Foretakene investerte mindre i fjor enn vi anslo i desember. Foretaksinvesteringene falt i de tre siste kvartalene av 2015, og nivået i andre og tredje kvartal ble revidert ned. I fjerde kvartal falt investeringene innen industri, bergverk og annen vareproduksjon. Samtidig bidro lavere investeringer innen eiendomsdrift til svak investeringsvekst i tjenestesektoren. Dårligere tilgang til lån kan trolig forklare deler av den svake utviklingen. I Norges Banks utlånsundersøkelse for fjerde kvartal rapporterte bankene om noe strammere kredittpraksis overfor foretakene, blant annet for lån til næringsseiendom. Bankenes margin på lån til foretak er lite endret siden forrige rapport, mens marginene på obligasjonslån har steget betydelig, se figur 1.24. Kontaktene i Regionalt nettverk planlegger samlet sett en liten økning i investeringene den nærmeste tiden. Statistisk sentralbyrås investeringstelling tyder på en sterk oppgang i investeringene i eksportrelatert industri i 2016. I tillegg indikerer tellingen at kraftinvesteringene vil øke videre. Samtidig venter vi at lav produksjonsvekst, svake vekstutsikter og usikkerhet om den økonomiske utviklingen vil begrense investeringsviljen i andre næringer den nærmeste tiden. Samlet sett anslår vi vekst i foretaksinvesteringene den nærmeste tiden, men nivået forblir trolig noe lavere enn vi anslo i forrige rapport.

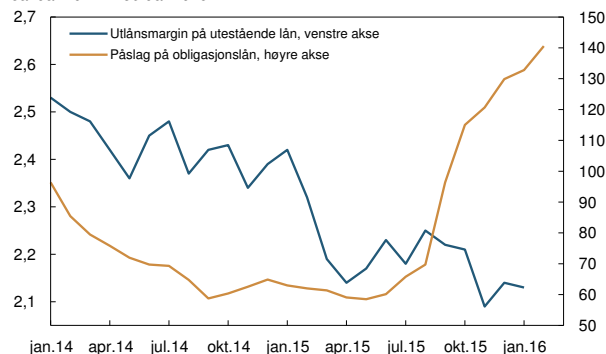
Figur 1.23 Forbrukertillit og privat konsum. Netttotal for forbrukertillit<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst i privat konsum. Prosent. 1. kv. 1995 – 1. kv. 2016<sup>2)</sup>



1) TNS Forventningsbarometeret, justert trendindikator  
2) Til og med 4. kv. 2015 for privat konsum

Kilder: TNS Gallup, Opinion og Norges Bank

Figur 1.24 Finansieringskostnader for ikke-finansielle foretak. Utlånsmargin. Prosent. Påslag over tremåneders Nibor<sup>1)</sup>. Basispunkter. Januar 2014 – februar 2016<sup>2)</sup>



1) Påslag på obligasjoner med 5-års løpetid utstedt av industriforetak med lav risiko  
2) Utlånsmargin til januar 2016

Kilder: Statistisk sentralbyrå og DNB Markets

Petroleumsinvesteringene falt med nær 15 prosent fra 2014 til 2015, som anslått i forrige rapport. Vi venter at petroleumsinvesteringene vil falle med 12 prosent i år, litt mer enn ventet i desember. Vi anslår et videre fall i 2017 og 2018, slik at investeringsnivået i 2018 vil være en tredjedel lavere enn det var i toppåret 2013. I 2019 venter vi en liten oppgang. Se egen ramme på side 20 for en nærmere omtale av oljeinvesteringsanslagene.

Eksporten fra Fastlands-Norge steg med mer enn 5 prosent fra 2014 til 2015, som anslått i forrige rapport. En del av veksten gjenspeiler at eksporten økte sterkt



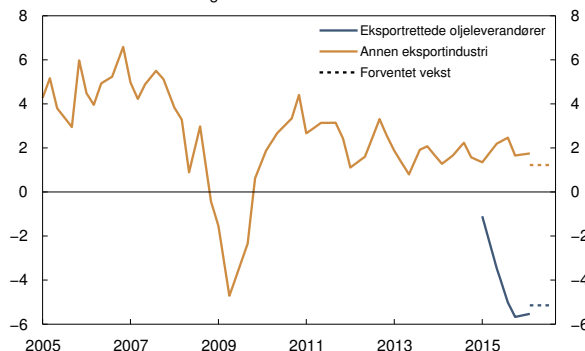
gjennom 2014, godt hjulpet av kronesvekkelsen og høye ordreserver hos de eksportrettede oljeleverandørene. Nedgangen i den globale petroleumsindustrien bidro til at eksporten fra oljeleverandørene, som utgjør rundt en femtedel av fastlandseksporten, falt gjennom 2015, se figur 1.25. Vi anslår at denne eksporten vil fortsette å falle den nærmeste tiden, i tråd med informasjon fra vårt regionale nettverk. Eksporten av fisk, som utgjør en tidel av fastlandseksporten, falt gjennom andre halvdel av 2015 som følge av utfordringer på tilbudssiden, se figur 1.26. Den øvrige fastlandseksporten økte samlet sett betydelig i fjor, særlig drevet av økt turisme og økt eksport fra oljeraffineriene og den kjemiske og farmasøytiske industrien. Vi anslår at eksporten fra Fastlands-Norge utenom eksport fra oljeleverandører vil fortsette å vokse fremover. Veksten vil trolig bli dempet av kapasitetsbegrensninger innen fiskeoppdrett og deler av prosessindustrien. Samlet venter vi at eksporten fra Fastlands-Norge vil øke moderat den nærmeste tiden.

### Arbeidsledigheten øker videre og kapasitetsutnyttningen avtar

Utviklingen i arbeidsmarkedet preges av nedgangen i aktiviteten i petroleumssektoren og svakere vekst i norsk økonomi. Sysselsettingen har falt markert i oljenæringen og viktige leverandørnæringer, se figur 1.27. God vekst i deler av tjenestesektoren og offentlig forvaltning bidro til å holde den samlede sysselsetningsveksten positiv gjennom store deler av fjoråret, men i fjerde kvartal avtok sysselsettingen noe. Antall ledige stillinger har falt videre, se figur 1.28. Fram mot sommeren venter vi at sysselsettingen vil holde seg om lag uendret. Det er om lag i tråd med forventningene i vårt regionale nettverk, se figur 1.29.

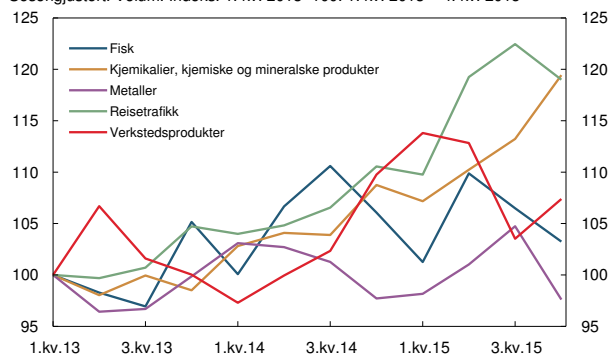
Arbeidsledigheten har utviklet seg i tråd med anslagene i forrige rapport. I februar var den registrerte arbeidsledigheten 3,1 prosent, tre tideler høyere enn i samme måned i fjor, se figur 1.30. Arbeidsledigheten har økt betydelig i regioner med nær tilknytning til oljevirkosomheten, men vært nokså stabil i landet for øvrig, se figur 1.31. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) viste en mer markert økning i ledigheten fram til i fjor høst, men AKU-ledigheten har ikke økt videre de siste månedene. I desember var AKU-ledigheten 4,5 prosent, 0,7 prosentenheter høyere enn på samme tid året før.

Figur 1.25 Norges Banks regionale nettverks indikator for annualisert vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder.<sup>1)</sup> Prosent.<sup>2)</sup> Januar 2005 – august 2016<sup>3)</sup>



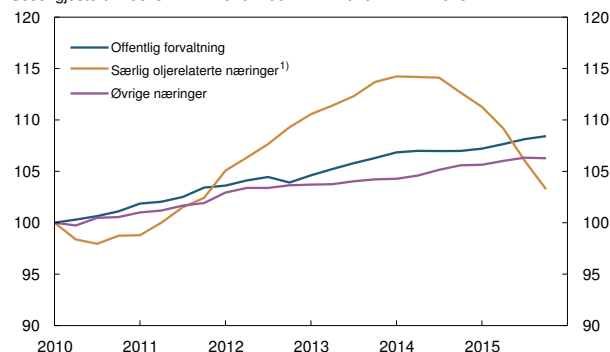
1) Ny næringsinndeling fører til brudd i serien for eksportindustri fra 2015  
 2) I nettverket benyttes en indeks som går fra -5 til +5, der -5 indikerer at produksjonen ventes å falle med 10 prosent eller mer annualisert. Flere oljeleverandører forventer at produksjonen vil falle med mer enn 10 prosent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

Figur 1.26 Eksport av ulike varer og tjenester. Sesongjustert. Volum. Indeks. 1. kv. 2013=100. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2015



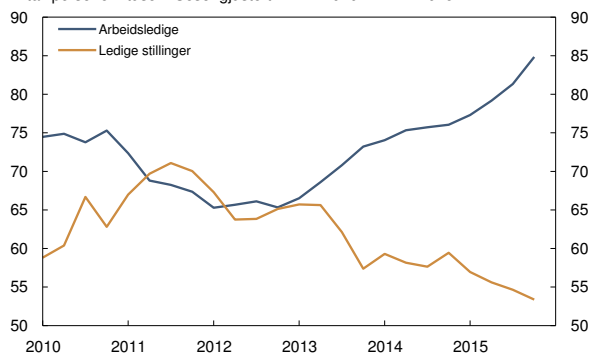
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.27 Sysselsetting etter næring. Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 2010=100. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2015



1) Gruppen "særlig oljerelaterte næringer" inkluderer næringen utvinning av råolje og naturgass, inkl. tjenester og de følgende industrinæringene: 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

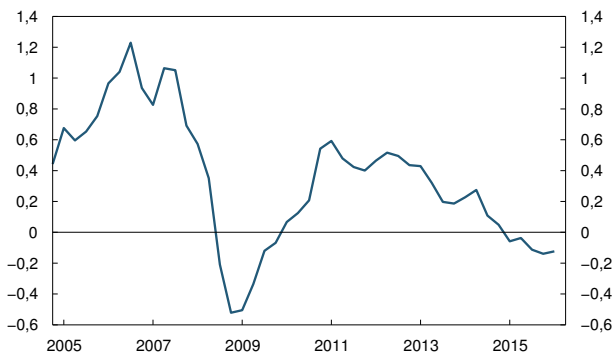
Figur 1.28 Antall ledige stillinger og antall arbeidsledige<sup>1)</sup>.  
Antall personer i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2015



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

Arbeidstilbudet i Norge har tradisjonelt vært konjunkturfølsomt. I nedgangskonjunkturer har mange gått ut av arbeidsstyrken. Det har begrenset økningen i arbeidsledigheten. Så langt i denne lavkonjunkturer har veksten i arbeidsstyrken holdt seg oppe. Det bidro til fjorårets markerte oppgang i AKU-ledigheten. Vi legger til grunn at arbeidsstyrken utvikler seg svakt fremover. Det vil bidra til å dempe oppgangen i arbeidsledigheten. Den registrerte arbeidsledigheten ventes å øke noe mer enn AKU-ledigheten fremover. Dermed vil det unormalt store avviket mellom de to ledighetsmålene avta.

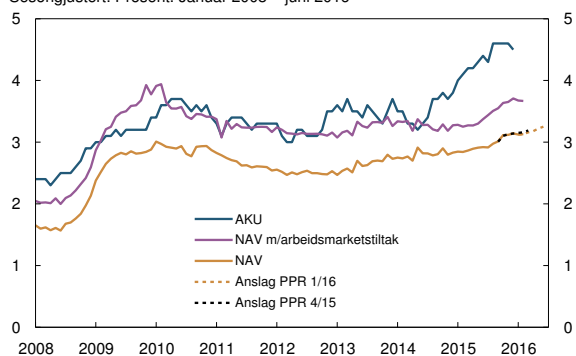
Figur 1.29 Regionalt nettverks indikator for forventet endring i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 4. kv. 2004 – 1. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen anslås å ha avtatt noe raskere enn lagt til grunn i forrige rapport og er klart lavere enn et normalt nivå. Produksjonen har vokst mindre enn anslått, og vekstutsiktene er noe svakere. Samtidig har den registrerte arbeidsledigheten, som er en sentral indikator i vurderingen av kapasitetsutnyttningen, utviklet seg som ventet. Vi legger derfor til grunn at vekstevnen i økonomien har vært noe svakere enn anslått i forrige rapport. Det begrenser nedgangen i den anslåtte kapasitetsutnyttningen. Samtidig kan det store avviket mellom den registrerte arbeidsledigheten og AKU-ledigheten tyde på at omfanget av ledige ressurser i økonomien er noe større enn det ledighetstallene fra NAV isolert sett indikerer. I februar rapporterte kontaktene i vårt regionale nettverk om fortsatt nedgang i kapasitetsutnyttningen, se figur 1.32. Andelen bedrifter som oppgir at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen, er også svært lav.

Figur 1.30 Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV.  
Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – juni 2016<sup>2) 3)</sup>



1) Arbeidskraftundersøkelsen  
2) Anslag for mars 2016 – juni 2016 (stiplet)  
3) Til og med desember 2015 for AKU  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

## Lav lønnsvekst

I den foreløpige rapporten før årets inntektsoppgjør anslår det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) årslønnsveksten i 2015 til 2,8 prosent. Det er 0,1 prosentenheter høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Utvalget anslår at lønnsoverhenget inn i 2016 er på 0,7 prosent. Kontaktene i Regionalt nettverk venter en lønnsvekst i år på 2,4 prosent. Forventningsundersøkelsen fra Epinion viser at også partene i arbeidslivet i gjennomsnitt venter en lønnsvekst på 2,4 prosent i år, litt lavere enn det de så for seg i fjerde kvartal. Sammen med inflasjonsforventningene i forventningsundersøkelsen innebærer det at partene i arbeidslivet nå legger til grunn tilnærmet uendret reallønn i år.



## Litt høyere inflasjon

Etter å ha vært stabil på rundt 3 prosent det siste halvåret, steg veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) i februar, se figur 1.33. Tolvmånedersveksten var 3,4 prosent, 0,3 prosentenheter høyere enn anslått i forrige rapport. Veksten i konsumprisene samlet (KPI) har også økt. I februar var tolvmånedersveksten i KPI 3,1 prosent, også det 0,3 prosentenheter høyere enn anslått i forrige rapport.

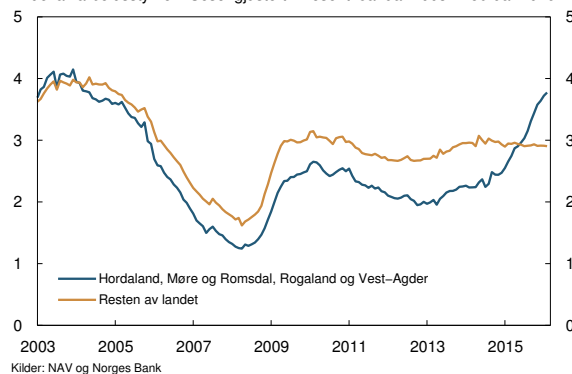
Prisveksten på importerte konsumvarer har vært litt lavere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.34. I februar var tolvmånedersveksten 4,2 prosent. Kronen har utviklet seg litt svakere enn lagt til grunn i desember, noe som isolert sett bidrar til å trekke opp prisveksten på importerte konsumvarer.<sup>3</sup> På den andre siden bidrar svakere prisimpulser fra våre handelspartnere til å trekke prisveksten ned, se figur 1.35. Den nærmeste tiden anslår vi en litt lavere tolvmånedersvekst i prisene på importerte konsumvarer enn lagt til grunn i forrige rapport.

De siste månedene har prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vært nær 2,5 prosent, men i februar steg tolvmånedersveksten til 3,1 prosent. Det var høyere enn anslått i forrige rapport. Oppgangen var til dels drevet av midlertidige forhold som høyere prisvekst på flyreiser, men det var også en klar økning i prisveksten på matvarer. En noe svakere krone enn anslått i desember vil trolig bidra til at også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester holdes oppe fremover, blant annet som følge av høyere prisvekst på importerte innsatsfaktorer. Samtidig vil ledige ressurser i norsk økonomi bidra til å dempe den innenlandske prisveksten. Den nærmeste tiden venter vi noe høyere tolvmånedersvekst i prisene på norskproduserte varer og tjenester enn anslått i forrige rapport.

Samlet anslår vi en tolvmånedersvekst i konsumprisene (KPI-JAE) på nær 3 prosent den nærmeste tiden, litt høyere enn anslagene i forrige rapport. Anslagene er noe høyere enn anslagene fra SAM, se figur 1.36.

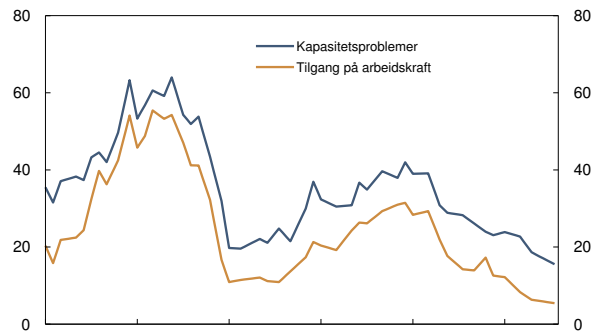
<sup>3</sup> For en nærmere beskrivelse av valutakursens virkning på konsumprisene, se Ulvedal, P. B. og N. H. Vonen (2016), «Valutakursens virkning på konsumprisene», Staff Memo 3/2016, Norges Bank.

Figur 1.31 Registrert arbeidsledighet etter fylke. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2003 – februar 2016



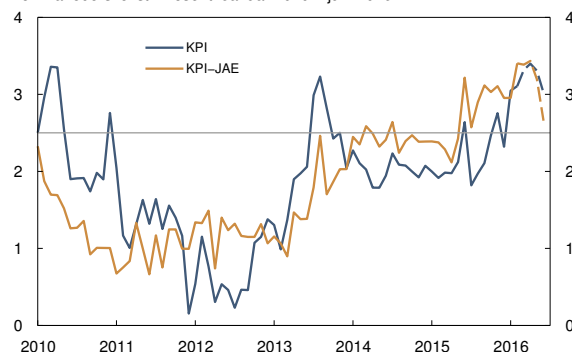
Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 1.32 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2005 – februar 2016



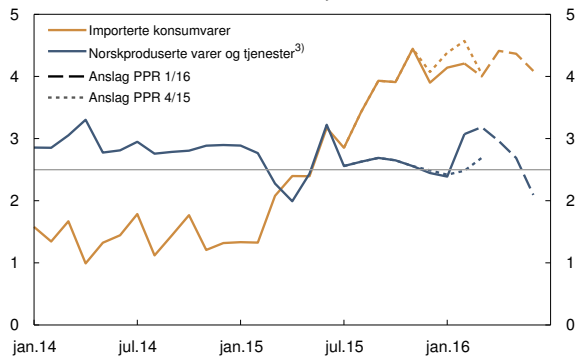
<sup>1)</sup> Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.33 KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – juni 2016<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Anslag for mars 2016 – juni 2016 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.34 KPI-JAE<sup>1)</sup> fordelt etter leveringssektorer.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – juni 2016<sup>2)</sup>



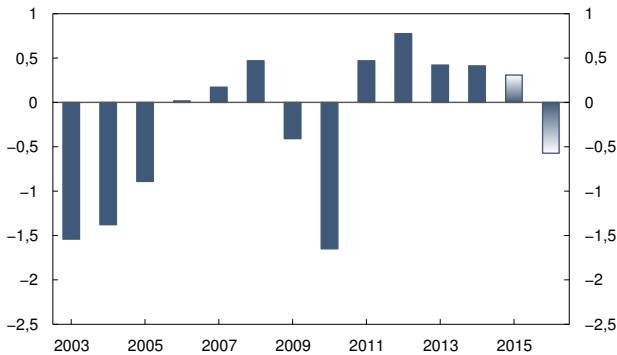
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for mars 2016 – juni 2016 (stiplet)  
3) Norges Banks beregninger  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Avtakende vekst i boligpriser og gjeld

Tolv månedersveksten i boligprisene har avtatt de siste månedene og har vært litt lavere enn anslått i forrige rapport. I februar var tolv månedersveksten 4,4 prosent. Det er fremdeles store regionale forskjeller i prisutviklingen, og i områder med nær tilknytning til oljevirkosomheten har boligprisene steget lite eller falt. Veksten i boligprisene anslås å avta noe ytterligere fremover, blant annet som følge av svakere vekst i norsk økonomi og stigende arbeidsledighet.

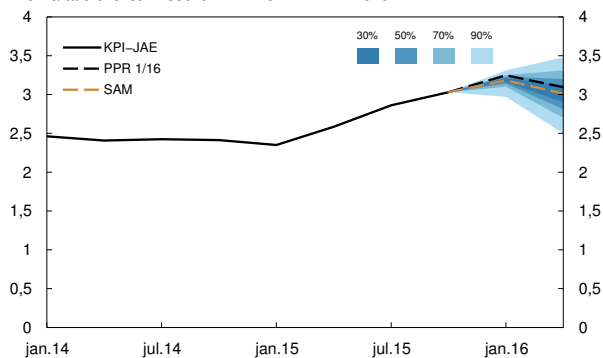
Tolv månedersveksten i husholdningenes kreditt er fortsatt høyere enn veksten i husholdningenes inntekter, men kredittveksten er avtakende. I januar var tolv månedersveksten 6,1 prosent, lavere enn anslått i forrige rapport. Kredittveksten dempes av blant annet strammere kredittpraksis og svakere vekst i norsk økonomi. Den anslås å avta noe videre i månedene fremover. Se kapittel 3 for en nærmere omtale av utviklingen i boligpriser og gjeld.

Figur 1.35 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årlig endring. Prosent. 2003 – 2016<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015 og 2016  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.36 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvifte.  
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 2. kv. 2016<sup>3)</sup>



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

## FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det salderte budsjettet for 2016. Som i forrige rapport anslås bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 196 milliarder kroner i 2016, se figur 1.37. Underskuddet utgjør 7,1 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2016, en økning på 0,7 prosentenheter fra 2015. 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 andelen vært på 0,3 prosentenheter.

Utgiftene knyttet til den høye tilstrømmingen av asylsøkere bidrar til den forholdsvis store økningen i bruken av oljepenger. Som i forrige rapport forutsetter vi at Norge vil motta 33 000 asylsøkere i 2016, som lagt til grunn i tilleggspolisjonen. De siste månedene har asyltilstrømmingen avtatt markert, se figur 1.38. Fortsetter denne utviklingen, kan utgiftsveksten bli lavere enn lagt til grunn.

Veksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning<sup>1</sup> anslås til 2,8 prosent i 2016. Det er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, men dette skyldes først og fremst at en betydelig del av utgiftene til asylsøkerne vil bli ført som eksport i nasjonalregnskapet, og ikke som offentlig etterspørsel slik vi la til grunn i desember. Endringen trekker isolert sett opp anslaget for eksportveksten i 2016, mens veksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning er nedjustert. Bidraget fra finanspolitikken til den økonomiske aktiviteten i 2016 påvirkes ikke av denne endringen.

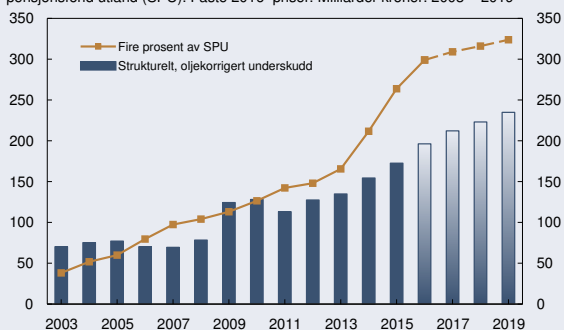
Fra og med 2017 antar vi at veksten i offentlig etterspørsel avtar til om lag 2 prosent årlig. Vi har lagt til grunn en gradvis innfasing av de ytterligere skattelettelsene som ble signalisert i skattemeldingen<sup>2</sup>. Det gir mindre rom for vekst i offentlig konsum og investeringer. Likevel kan endringen i det strukturelle underskuddet, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, bli på 0,5 prosentenheter i 2017. Det skyldes blant annet at skatte- og avgiftslettelsene i 2016-budsjettet i hovedsak reduserer de faktiske budsjettinntektene først i 2017. Fra og med 2018 antar vi at økningen i oljepengebruken vender tilbake til det historiske gjennomsnittet på 0,3 prosentenheter årlig.

Anslagene innebærer at bruken av oljepenger gradvis vil øke som andel av fondsverdien, fra 2,6 prosent i år til i underkant av 3 prosent i 2019.

1 Konsum og bruttoinvesteringer i offentlig forvaltning.

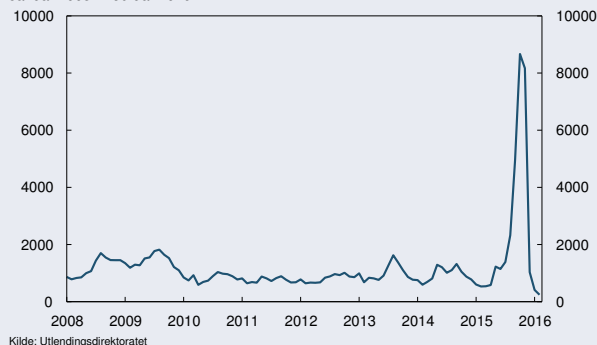
2 Meld. St. 4 (2015–2016), Bedre skatt— En skattereform for omstilling og vekst.

Figur 1.37 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2019<sup>1)</sup>



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

Figur 1.38 Mottatte asylsøknader per måned. Januar 2008 – februar 2016



Kilde: Utlendingsdirektoratet

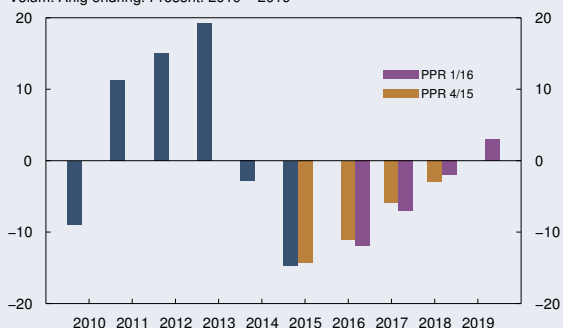
## ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTINGER

Kostnadene i petroleumsnæringen økte sterkt i takt med den kraftige oppgangen i petroleumsinvesteringene fra 2002 til 2013. De økte kostnadene og fallet i oljeprisen gjennom 2014 og 2015 førte til en betydelig svekkelse av kontantstrømmen i oljeselskapene og lønnsomheten av investeringer på norsk sokkel. Oljeselskapene har derfor utsatt eller kansellert flere prosjekter og satt i verk en rekke tiltak for å redusere sine kostnader til drift, vedlikehold og investeringer.

Spotprisen på olje har den siste tiden vært rundt 40 dollar per fat. Det er om lag 70 dollar lavere enn gjennomsnittet for første halvdel av 2014, men om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Prisene i terminmarkedet indikerer at oljeprisen vil ta seg opp til rundt 50 dollar i løpet av 2019, se figur 1.8. Anslagene i denne rapporten bygger på at spotprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene de nærmeste årene og at oljeselskapene forventer en oljepris på godt over 50 dollar på lengre sikt. Terminprisene for 2018 og 2019 har falt med 6–8 dollar siden forrige rapport.

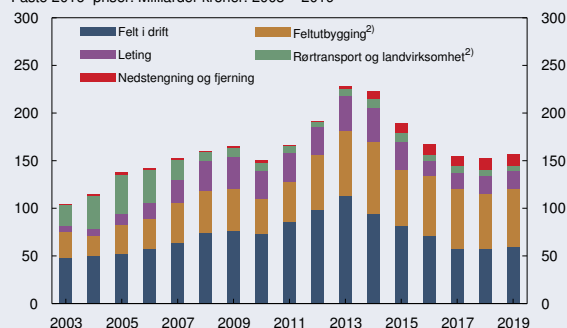
Anslagene for petroleumsinvesteringene i 2016 til 2018 er nedjustert siden desember. Vi anslår nå at investeringene vil falle med 12 prosent i år, med ytterligere 7 prosent til neste år og med 2 prosent i 2018, se figur 1.39. Investeringsanslagene for leting og felt i drift er samlet sett nedjustert med 5 milliarder kroner i gjennomsnitt per år i lys av investeringstillingen for første kvartal og nedgangen i terminprisene på olje siden desember. Anslagene for feltutbygging i år og neste år er uendret siden forrige rapport. Som følge av ny informasjon om utbyggingsprosjekter anslår vi imidlertid at feltutbyggingen vil bli høyere mot slutten av perioden enn lagt til grunn i desember. De kostnadsreduserende tiltakene i oljeselskapene og leverandørindustrien har bidratt til å redusere balanseprisene i flere planlagte utbygginger fra 50–80 dollar til 35–45 dollar per fat. Det gjør at flere utbygginger enn tidligere ventet kan bli satt i gang fremover. I 2019 anslår vi at petroleumsinvesteringene vil øke med 3 prosent. Økt feltutbygging er den viktigste faktoren bak veksten.

Figur 1.39 Petroleumsinvesteringer.  
Volum. Årlig endring. Prosent. 2010 – 2019<sup>1)</sup>



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

Figur 1.40 Petroleumsinvesteringer.  
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2019<sup>1)</sup>



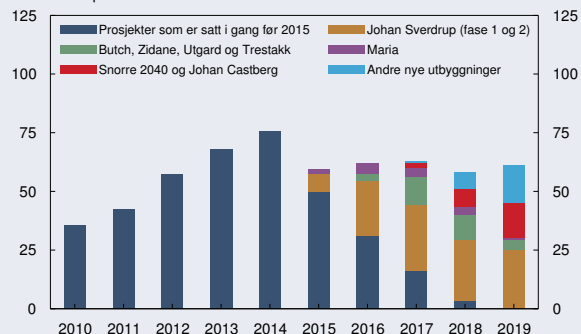
1) Anslag for 2016 – 2019. Tallene for 2003 – 2015 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å være uendret fra 2015 til 2016.  
2) Utgiftene til eksportørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen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

Investeringene på felt i drift har falt betydelig de to siste årene. Vi anslår at de vil falle med nye 10 milliarder kroner i år og med ytterligere 14 milliarder i 2017, se figur 1.40. Oppgradering av flere eldre felt bidro til at investeringene på felt i drift var svært høye i 2012 og 2013. En del av nedgangen fra 2013 til 2017 gjenspeiler at oppgraderingsprosjekter er avsluttet og at det ikke er behov for å sette i gang tilsvarende nye prosjekter. Innsparingstiltakene i oljeselskapene bidrar også i betydelig grad til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres fram til 2017. Vi venter at investeringene på felt i drift vil ta seg noe opp igjen mot slutten av perioden siden flere prosjekter trolig vil bli lønnsomme etter at kostnadene er redusert.

Utgiftene til feltutbygging var svært høye i 2014 som følge av flere store påbegynte prosjekter på norsk sokkel. Flere av disse prosjektene er nå ferdigstilt, noe som bidro til å redusere feltutbyggingen markert i fjor. De øvrige prosjektene skal etter planen fullføres i perioden 2016 til 2018. Det bidrar isolert sett til å redusere petroleumsinvesteringene betydelig fra 2015 til 2018, se figur 1.41. En stor del av nedgangen motvirkes av at feltene Johan Sverdrup og Maria nå bygges ut. Anslagene for feltutbygging er basert på at utbyggingen av feltene Butch, Zidane, Utgard og Trestakk og Utgard (Alfa Sentral) 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 feltutbyggingen vil være noe høyere i prognoseperioden enn i 2015.

Lavere oljepris og kostnadskutt i oljeselskapene førte til at leteinvesteringene falt klart fra 2014 til 2015. Vi anslår at leteinvesteringene vil falle med ytterligere 13 milliarder kroner i år, i tråd med investeringsstillingen for første kvartal. Lavere borekostnader og høyere oljepris fremover vil trolig føre til at letingen tar seg noe opp igjen i 2017 til 2019.

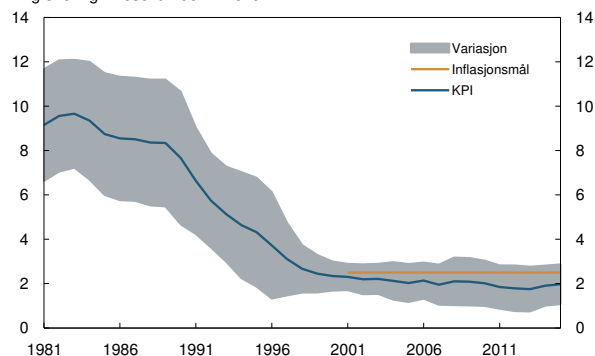
Figur 1.41 Feltutbygging.  
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2019<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2016 – 2019 og for sammensetningen av investeringen i 2015. Tallene for totale utbyggingsinvesteringer for 2010 – 2015 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret 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 landanlegg  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

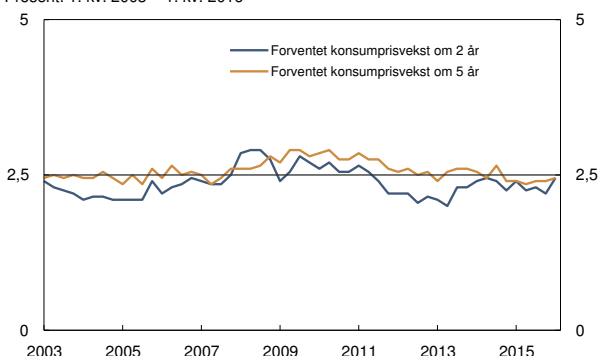
## 2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

Figur 2.1 Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI. Årlig endring. Prosent. 1981 – 2015



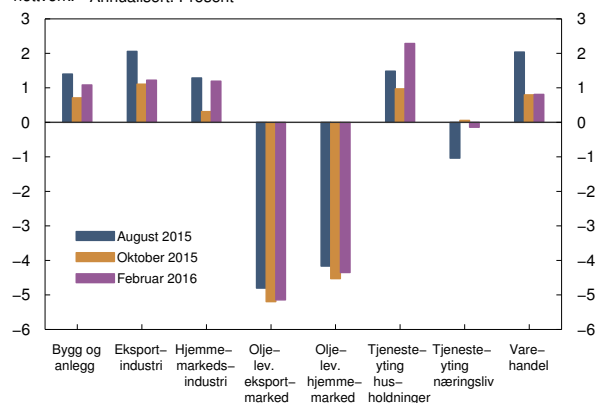
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake  
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2016



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

Figur 2.3 Forventet produksjonvekst neste seks måneder i Norges Banks regionale nettverk.<sup>1)</sup> Annualisert. Prosent



1) 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. Skalabegrensningen gjør at det ikke reflekteres i figuren  
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.

Styringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. I avveien tas det hensyn til at det er usikkerhet om virkningene av pengepolitikken. Det taler normalt for å gå varsomt fram i rentesettingen. Pengepolitikken søker å være robust og ta hensyn til faren for særlig ugunstige utfall for økonomien. Det innebærer blant annet at pengepolitikken bør bidra til å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser. Når usikkerheten om den økonomiske utviklingen er særlig stor, kan det være riktig å innrette pengepolitikken mot å unngå eller dempe de mest ugunstige utfallene. Det kan også tilsi en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

### Analysen i forrige rapport

Analysen i Pengepolitisk rapport 4/15 tilsa en prognose der styringsrenten avtok til noe under ½ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden ble styringsrenten anslått å øke til i underkant av 1 prosent. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten på kort sikt ville bli værende nær 3 prosent før den gradvis ville avta til rundt 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta videre fram mot sommeren 2017 for så å øke noe.

### Noe svakere vekstutsikter for norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi har vært lavere enn ventet, og vekstutsiktene er noe svakere enn tidligere lagt til grunn. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk melder om uendret produksjon de siste månedene og forventer at den svake utviklingen vil vare ved, se figur 2.3. Terminprisen på olje har falt siden desember. Det vil kunne bidra til lavere oljeinvesteringer og til en videre avdemping av veksten i fastlandsøkonomien. Lønnsveksten i år ser ut til å bli lavere enn i fjor. Kronesvekkelsen har bedret konkurranseevnen til norske bedrifter. Utsikter til noe lavere vekst hos

handelspartnerne enn tidligere lagt til grunn vil kunne dempe eksportveksten. Samlet ser det ut til at veksten i norsk økonomi kan bli noe lavere enn tidligere lagt til grunn. Det er utsikter til at arbeidsledigheten vil kunne stige noe mer enn anslått i desember.

### Svakere drivkrefter for inflasjonen

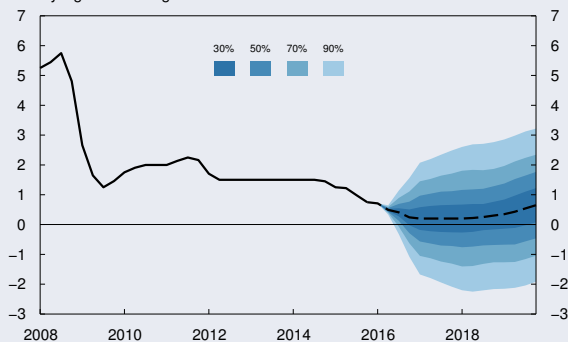
Konsumprisene har steget noe mer enn anslått i forrige rapport. Tolvmånedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har vært stabil på rundt 3 prosent det siste halvåret, men steg til 3,4 prosent i februar. Svekkelsen av kronen bidrar til å holde prisveksten på importerte

konsumvarer oppe den nærmeste tiden, mens svakere prisimpulser fra handelspartnerne isolert sett virker dempende. Lav lønnsvekst og lavere kapasitetsutnyttning vil trolig føre til at prisveksten på norsk-produserte varer og tjenester avtar.

### Prognosen for styringsrenten er nedjustert

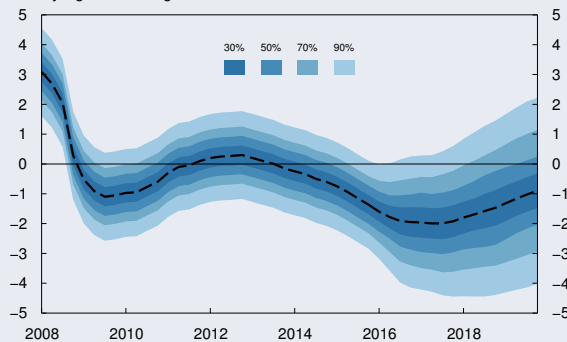
Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er avtakende og drivkreftene for inflasjonen er svekket. Både hensynet til å holde inflasjonen nær målet og hensynet til kapasitetsutnyttningen tilsier en lavere styringsrente. Lavere renter kan gi økt sårbarhet i det finansielle systemet. Når styringsrenten nærmer seg en

Figur 2.4a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



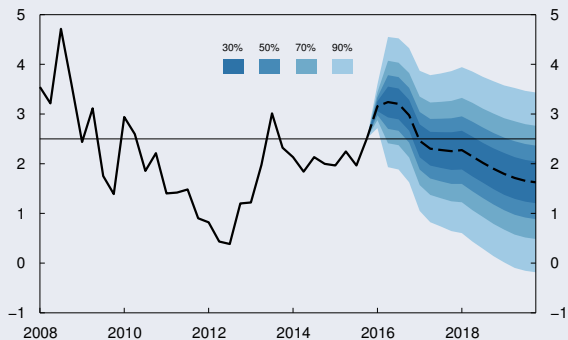
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviftene for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten  
2) Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019



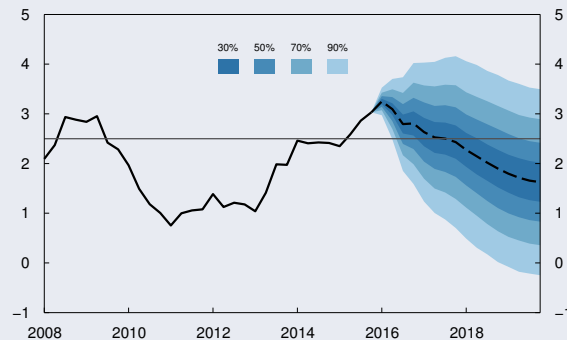
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019<sup>1)</sup>



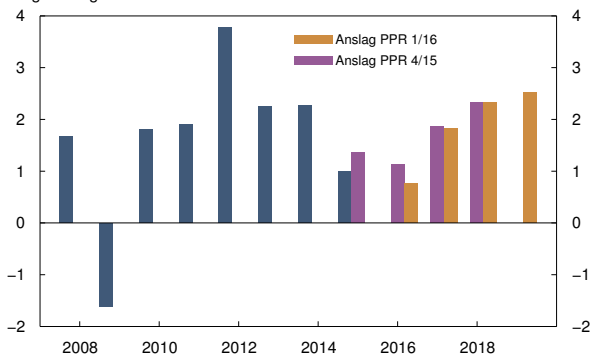
1) Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.4d Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



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

Figur 2.5 BNP for Fastlands-Norge.  
Årlig endring. Prosent. 2008 – 2019

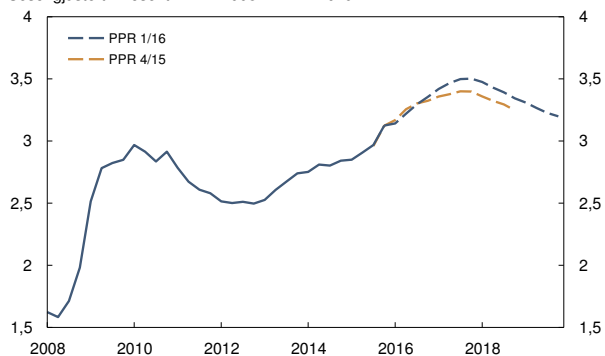


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

nedre grense, øker også usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det taler nå for å gå mer varsomt fram i rentesettingen. Prognosen for styringsrenten ligger noe høyere enn den ville gjort dersom hensynet til robusthet ikke hadde vært vektlagt, se ramme på side 30. Avveiningene i pengepolitikken er nærmere beskrevet i «Hovedstyrets vurdering».

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 nær ¾ prosent, se figur 2.4 a-d. Prognosen for styringsrenten er lavere enn i Pengepolitisk rapport 4/15 gjennom hele prognoseperioden. For en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringer i renteprognoen, se ramme på side 32.

Figur 2.6 Registrert arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken.  
Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019<sup>1)</sup>



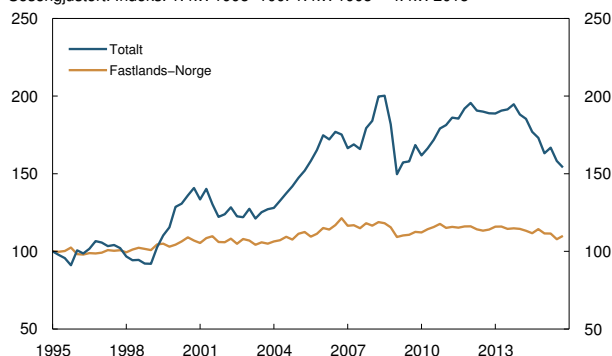
1) Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med referansebanen, tilsier analysene at prisveksten blir værende nær 3 prosent den nærmeste tiden, se figur 2.4 d. Deretter ventes prisveksten å avta gradvis til mellom 1,5 og 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å avta videre fram mot høsten 2017. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe.

### Lavere vekst og noe høyere arbeidsledighet

Vi venter at veksten i norsk økonomi vil bli lavere i år enn i fjor. Deretter venter vi at veksten gradvis vil ta seg opp til rundt 2,5 prosent i 2019, se figur 2.5. Lav vekst i produksjonen vil dempe veksten i sysselsettingen. Arbeidsinnvandringen har falt de siste årene. Vi legger til grunn at denne utviklingen vil fortsette. Som i tidligere konjunkturedganger venter vi at yrkesdeltakelsen etter hvert vil avta. Sammen med lavere arbeidsinnvandring, vil det trolig gi lavere vekst i arbeidstilbudet og dermed bidra til å dempe oppgangen i arbeidsledigheten. På den andre siden vil veksten i arbeidstilbudet etter hvert kunne bli trukket opp som følge av økningen i antallet asylsøkere. Vi venter at arbeidsledigheten vil øke noe mer enn anslått i forrige rapport. Den registrerte arbeidsledigheten anslås å øke fra 3 prosent i 2015 til 3,5 prosent i 2017, se figur 2.6. Vi venter at ledigheten avtar noe mot slutten av prognoseperioden.

Figur 2.7 Bytteforhold overfor utlandet.  
Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 1995=100. 1. kv. 1995 – 4. kv. 2015



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



## Utsikter til lavere lønnsvekst

Fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 har ført til en markert nedgang i bytteforholdet overfor utlandet, se figur 2.7. Lavere lønnsomhet blant oljeselskapene og i oljeleverandørnæringen demper lønnsveksten både i denne sektoren og i økonomien for øvrig. Lønnsveksten i fjor var den laveste på mer enn 20 år. Den svake utviklingen i norsk økonomi tilsier at lønnsveksten vil bli moderat også de kommende årene. I år venter vi at lønnsveksten vil avta til 2,6 prosent, se figur 2.8. Anslaget er lavere enn i forrige rapport. De kommende årene venter vi en viss økning i lønnsveksten, men anslagene er lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

## Svakere krone enn tidligere lagt til grunn

Kronekursen har i gjennomsnitt vært litt svakere enn lagt til grunn, men den siste tiden har kronen vært nær anslaget fra desember. Fremover legger vi til grunn en viss styrking av kronen etter hvert som oljeprisen tar seg noe opp og usikkerheten om utviklingen i norsk økonomi avtar. Vi anslår likevel at kronekursen vil holde seg svakere enn tidligere lagt til grunn gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.9. Det må blant annet ses i lys av utsikter til en noe lavere oljepris enn forutsatt i forrige rapport.

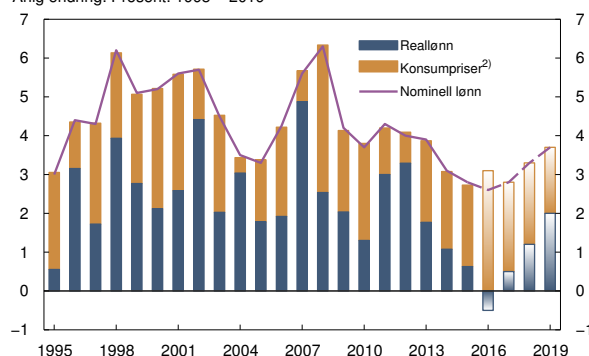
## Konsumprisveksten avtar

Vi venter at konsumprisveksten vil holde seg nær 3 prosent den nærmeste tiden. En svakere kronekurs gjennom hele prognoseperioden vil bidra til å holde prisveksten oppe lenger enn tidligere lagt til grunn. På den andre siden bidrar svakere prisimpulser fra våre handelspartnere til å dempe prisveksten på importerte konsumvarer. Etter hvert vil lavere kapasitetsutnyttning og lavere lønnsvekst kunne dempe veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester. Vi anslår at den samlede konsumprisveksten avtar gradvis til mellom 1,5 og 2 prosent i 2019.

## Lav produktivitetsvekst

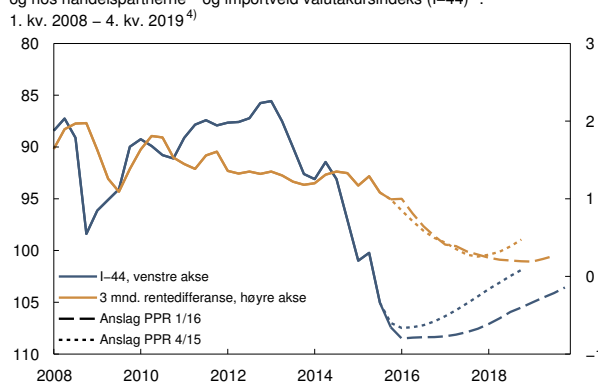
Produktivitetsveksten i norsk økonomi fortsatte å avta i fjor, og vi venter at veksten vil være lav også i år. Lav produktivitetsvekst i nedgangstider kan gjenspeile at arbeidsgivere holder på arbeidskraften selv om produksjonen avtar. Bedriftene i Regionalt nettverk melder fortsatt om god tilgang på arbeidskraft og lav kapasitetsutnyttning. De vil dermed kunne ha

Figur 2.8 Lønn. Årlig endring. Prosent. 1995 – 2019<sup>1)</sup>



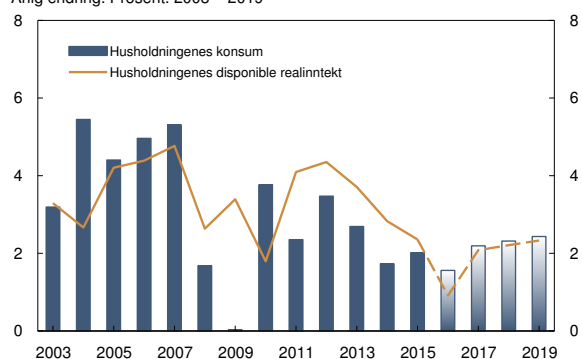
1) Anslag for 2016 – 2019  
2) KPI  
Kilder: TBU, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere<sup>2)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>3)</sup>.



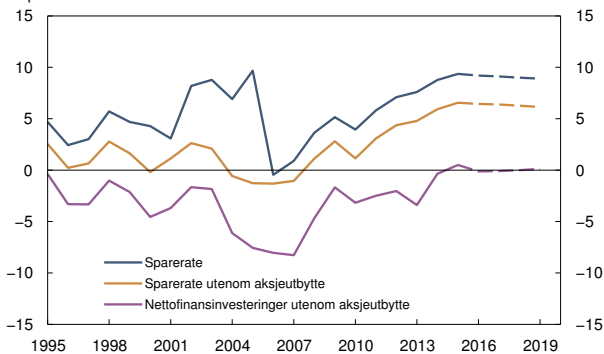
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
2) Terminrenter for handelspartnere per 11. mars 2016  
3) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs  
4) Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.10 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>. Årlig endring. Prosent. 2003 – 2019<sup>3)</sup>



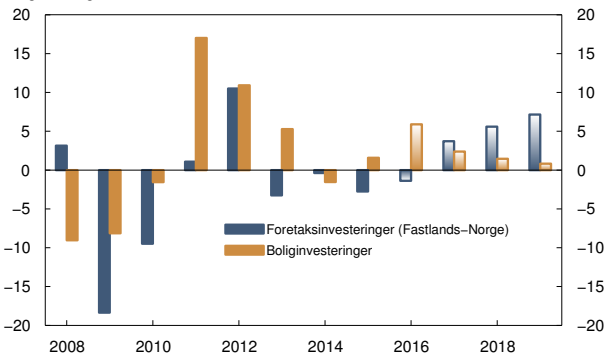
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI  
3) Anslag for 2016 – 2019  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.11 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2019<sup>1)</sup>



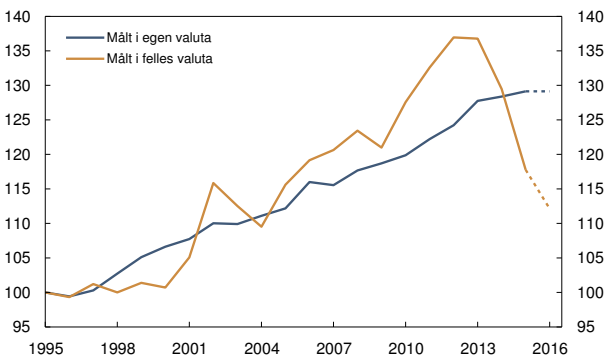
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 Private investeringer. Årlig endring. Prosent. 2008 – 2019<sup>1)</sup>



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

Figur 2.13 Norske lønnskostnader<sup>1)</sup> relativt til handelspartners lønnskostnader. Indeks. 1995=100. 1995 – 2016<sup>2)</sup>



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

gode muligheter til å øke produksjonen etter hvert som etterspørselen tar seg opp. I takt med at kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi øker noe, venter vi derfor en viss økning i produktivitetsveksten. Vi legger til grunn at arbeidsinnvandringen vil avta videre, blant annet i lys av en svakere økonomisk utvikling her hjemme. Arbeidsinnvandringen vil dermed i mindre grad enn tidligere bidra til vekst i produksjonspotensialet. På den andre siden vil en høy tilstrømming av asylsøkere over tid kunne bidra noe til vekst i arbeidsstyrken.

### Moderat vekst i konsumet og høy sparing

Veksten i det private forbruket har holdt seg nokså godt oppe. Fra en årsvekst på 2,1 prosent i 2015 anslår vi at konsumveksten avtar til 1,6 prosent i år, se figur 2.10. Nedgangen må ses i lys av svakere vekst i husholdningenes kjøpekraft som følge av høyere prisvekst og lavere lønnsvekst, samt stigende arbeidsledighet. Lave renter bidrar isolert sett til å øke det private forbruket. Utover i prognoseperioden venter vi at høyere realinntektsvekst og redusert usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi vil gi en oppgang i konsumveksten. Sammen med en ytterligere økning i sparing i kollektive pensjonsordninger, innebærer anslagene at spareraten holder seg på et høyt nivå, se figur 2.11.

### Gradvis høyere vekst i investeringene

Foretaksinvesteringene har utviklet seg svakt over lengre tid, og vi venter at investeringsnivået i år vil bli lavere enn i fjor. Lav etterspørselsvekst, usikkerhet om den økonomiske utviklingen og strammere kredittpraksis i bankene vil trolig virke dempende på foretaksinvesteringene, mens lave renter trekker i motsatt retning. Flere år med lave investeringer kan tilsi et behov for økte investeringer utover i prognoseperioden, se figur 2.12. Redusert usikkerhet og økende etterspørsel ventes også å bidra til at foretaksinvesteringene etter hvert tar seg opp. Veksten i boliginvesteringene anslås å holde seg oppe den nærmeste tiden, blant annet som følge av fortsatt befolkningsvekst og vekst i boligprisene. Lavere boligprisvekst kan dempe veksten i boliginvesteringene utover i anslagsperioden.

## Moderat eksportvekst

Svekkelsen av kronekursen de siste årene har bedret den kostnadmessige konkurranseevnen til norske bedrifter, se figur 2.13. Det bidro til at eksporten fra Fastlands-Norge økte sterkt og mer enn importen hos Norges handelspartnere i fjor. For 2016 og 2017 anslår vi at fastlandseksporten utenom eksport fra oljeleverandører vil fortsette å vokse mer enn importen hos handelspartnerne, se figur 2.14. De påfølgende årene venter vi at eksportveksten vil avta etter hvert som effekten av kronesvekkelsen avtar og kronekursen styrker seg noe. Som følge av nedgangen i den globale petroleumsindustrien anslår vi at eksporten fra oljeleverandørene vil falle betydelig i år og fortsette å falle til neste år. Nedgangen i denne eksporten dempes av at en del av oljeleverandørene vrir seg over til andre markeder.<sup>1</sup> I 2018 og 2019 venter vi at eksporten fra oljeleverandørene vil ta seg noe opp igjen. Samlet anslår vi at veksten i eksporten fra Fastlands-Norge vil avta fra i fjor til i år, for så å tilta. I anslagene er det tatt høyde for at en betydelig del av utgiftene til asylsøkerne blir ført som eksport i nasjonalregnskapet, se ramme på side 19.

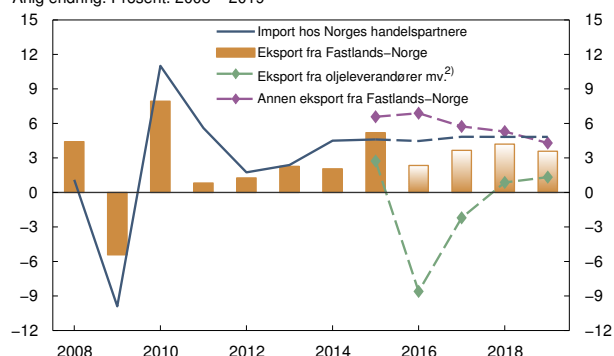
## Gradvis avtakende vekst i boligpriser og gjeld

Veksten i boligprisene anslås å avta gradvis utover i prognoseperioden, se figur 2.15. En noe lavere boligprisvekst enn lagt til grunn i forrige rapport må ses i lys av en svakere utvikling i norsk økonomi med økende arbeidsledighet og svak inntektsutvikling. Vi venter at også husholdningenes gjeld vil vokse noe mindre enn tidligere ventet. Husholdningenes gjeldsbelastning vil trolig fortsette å øke, se figur 2.16. I lys av utsikter til noe høyere påslag i pengemarkedet enn tidligere lagt til grunn, venter vi at utlånsrentene husholdninger og foretak står overfor vil falle noe mindre enn styringsrenten, se figur 2.17. En lavere rente vil likevel bidra til at rentebelastningen holder seg lav i en lengre periode.

## 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

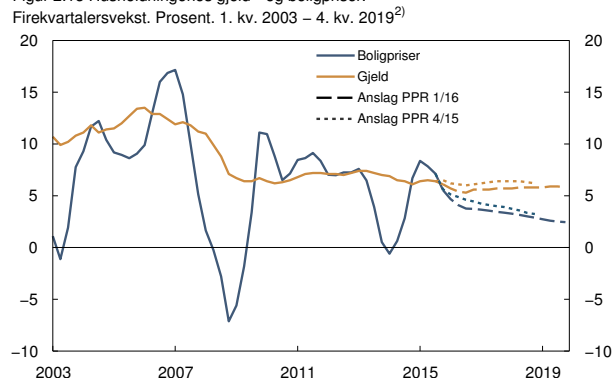
Figur 2.14 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årlig endring. Prosent. 2008 – 2019<sup>1)</sup>



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

Figur 2.15 Husholdningenes gjeld<sup>1)</sup> og boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>

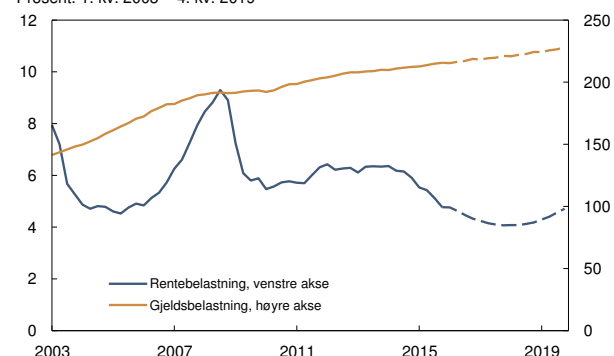


1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2

2) Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)

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

Figur 2.16 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> og rentebelastning<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2019<sup>3)</sup>



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

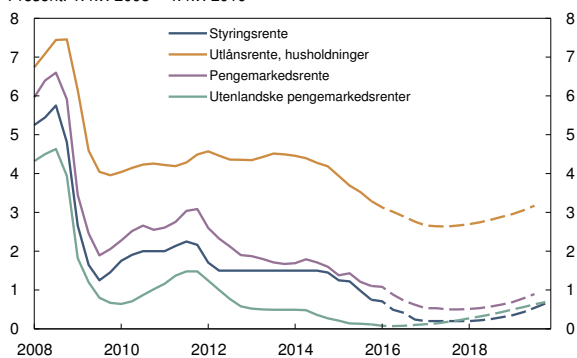
2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012 plus renteutgifter

3) Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2019 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

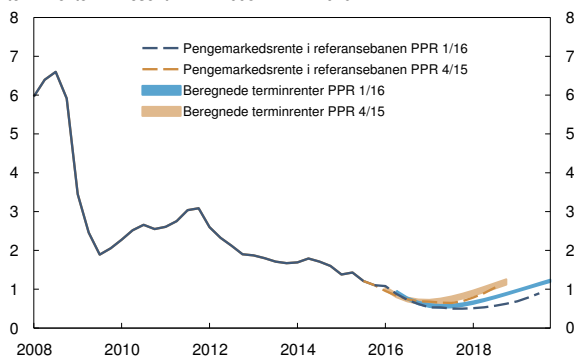
1 Se Brander, A. S., H. Brekke og B. E. Naug (2016), «Økt omstillingsevne blant norske oljeleverandører», *Aktuell kommentar* 4/2015, Norges Bank.

Figur 2.17 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, utlånsrente til husholdninger<sup>2)</sup> og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019<sup>3)</sup>



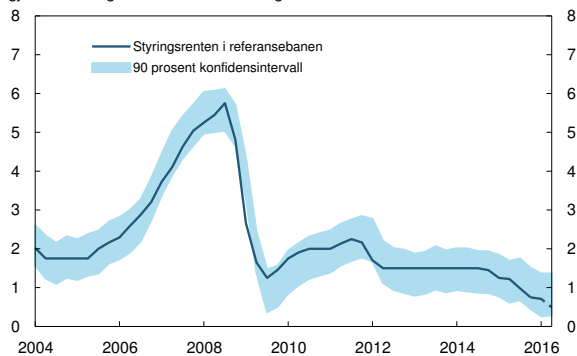
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
 2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger  
 3) Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet)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

Figur 2.18 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. 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 30. november – 11. desember 2015 og 29. februar – 11. mars 2016  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.19 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2004 – 2. 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 – 4. kv. 2015. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008  
 Kilde: Norges Bank

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, se ramme på side 30.

Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 2.4 a-d. Viftene er basert på historiske erfaringer og vårt modellapparat. Prognosene ligger i midten av viftene, noe som indikerer at usikkerheten er likt fordelt på begge sider av et gitt anslag. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten. Dersom viften hadde tatt hensyn til eksistensen av en slik nedre grense, ville også viftene til de øvrige størrelsene vi utarbeider prognoser for ha blitt påvirket. Det skyldes at muligheten til å motvirke virkningen av negative forstyrrelser begrenses når styringsrenten nærmer seg en nedre grense.

I avveingene som ligger til grunn for renteprognosen i denne rapporten, er det enkelte sentrale faktorer det knyttes særlig usikkerhet til.

Veksten i det private forbruket kan bli lavere enn vi nå ser for oss. Forbrukertilliten har avtatt markert det siste halvannet året og er nå på et historisk lavt nivå. Så langt har forbruksveksten holdt seg oppe. Selv om sammenhengen mellom konsumenttilliten og det private forbruket varierer over tid, har det i enkelte perioder med klar nedgang i forbrukertilliten også vært et betydelig fall i husholdningenes konsum, se figur 1.23 i kapittel 1. Høyere arbeidsledighet, fall i boligprisene og lavere inntektsvekst vil også kunne dempe forbruksveksten mer enn vi nå anslår. Lavere konsumvekst vil svekke den samlede etterspørselen og produksjonen og dermed redusere kapasitetsutnyttningen mer enn vi nå legger til grunn.

Oljeprisen kan utvikle seg svakere enn vi nå legger til grunn. Analysene i denne rapporten bygger på en forutsetning om at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene, som indikerer en viss oppgang i oljeprisen de neste årene. Selv om oljeprisen nå er lav, kan vi ikke utelukke at oljeprisen forblir på dagens nivå

eller faller ytterligere. En lavere oljepris vil føre til at færre nye utbyggingsprosjekter blir lønnsomme. Den petroleumsrelaterte eksporten vil trolig også bli trukket mer ned. En lavere oljepris vil også kunne dempe konsum og investeringer mer enn vi nå legger til grunn.

Oljeprisen kan også øke mer enn det dagenes terminpriser indikerer. Flere oljeselskaper og analysemiljøer synes for tiden å legge til grunn at oljeprisen på lengre sikt vil være en del høyere enn det terminprisene indikerer. En høyere oljepris vil gjøre flere prosjekter lønnsomme. Da kan oljeinvesteringene falle mindre enn vi nå legger til grunn. I tillegg vil en høyere oljepris kunne redusere usikkerheten om utviklingen i norsk økonomi og bidra til økt vekst gjennom høyere konsum og investeringer enn det vi nå anslår.

### **Kryssjekker på renteprognosen**

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på renteprognosen. De beregnede terminrentene har falt siden forrige rapport. Det nærmeste året ligger disse rentene nær vår prognose for pengemarkedsrenten i denne rapporten. Deretter tyder de beregnede terminrentene på at aktørene venter noe høyere pengemarkedsrenter enn vi nå anslår, se figur 2.18.

En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten er også en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.19 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 fremskrivningene benyttes anslagene for de aktuelle størrelsene fram til og med andre kvartal i år. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Forklaringsvariablene som inngår i modellen tilsier en lav rente, men inflasjonen har tatt seg opp og er for tiden relativt høy. Den enkle regelen tar ikke hensyn til at økningen i inflasjonen trolig er forbigående. Det kan bidra til å forklare hvorfor renten i referansebanen ligger i den nedre delen av intervallet.

# 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 avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen i økonomien.

I avveilingen tas det hensyn til at det er usikkerhet om virkningene av pengepolitikken. Det taler normalt for å gå varsomt fram i rentesettingen. I tillegg legges det vekt på følgende kriterium:

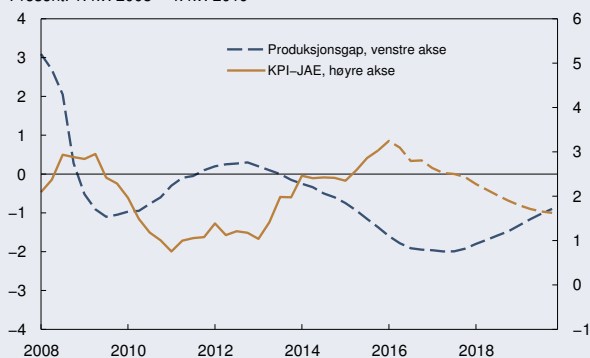
## 3. *Pengepolitikken er robust:*

I rentesettingen bør det tas hensyn til forhold som innebærer økt fare for særlig ugunstige utfall for økonomien. Det taler blant annet for at pengepolitikken bør bidra til å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser. Ved store og brå endringer i risikobildet kan hensynet til robusthet også innebære 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 nær ¾ prosent. Prognosene indikerer at inflasjonen vil være noe under

Figur 2.20 Inflasjon<sup>1)</sup> og anslag på produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019



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

inflasjonsmålet ved utgangen av 2019, se figur 2.20. Kapasitetsutnyttningen er lavere enn et normalt nivå, men tiltar mot slutten av prognoseperioden.

Anslagene for inflasjon og kapasitetsutnyttning i prognoseperioden kunne talt for en enda lavere rentebane. Det er imidlertid begrenset hvor lavt styringsrenten kan settes. Erfaringer fra andre land tilsier at den nedre grensen er under null, se utdyping på side 52, men grensen er vanskelig å anslå presist. I tidligere pengepolitiske rapporter har vi, ved hjelp av tekniske modellanalyser, presentert alternative rentebaner som illustrerer et mulig forløp for styringsrenten dersom vi bare hadde lagt vekt på å nå inflasjonsmålet og å lukke produksjonsgapet ved utgangen av prognoseperioden. Nyttan av slike beregninger er begrenset i dagens situasjon. Analyseapparatet tar ikke høyde for at det eksisterer en nedre grense for styringsrenten, og at virkningen av pengepolitikken kan endre seg når renten nærmer seg denne.

Pengepolitikken søker å være robust. Det innebærer å ta hensyn til usikkerhet om virkningen av penge-

politikken og faren for særlig ugunstige utfall for økonomien. Lavere renter kan gi økt sårbarhet i det finansielle systemet. Det kan i verste fall utløse eller forsterke et tilbakeslag. Risikoen for at veksten i eiendomspriser og gjeld skyter fart øker ved lave renter. Svært lave og negative renter kan dessuten gi tilpasninger det er vanskelig å forutse og føre til større svingninger i finansmarkedene. Prognosen for styringsrenten ligger noe høyere enn den ville gjort dersom hensynet til robusthet ikke hadde vært vektlagt.

# ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 4/15

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 4/15, se figur 2.21. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se ramme på side 30, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.22 illustrerer hvilke faktorer som har påvirket endringene i renteprognozen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognozen fra forrige rapport.

Avveiningene i pengepolitikken er vanskelig å kvantifisere. Risikoen forbundet med svært lave renter og usikkerheten om virkningen av pengepolitikken når styringsrenten nærmer seg en nedre grense, gjør at pengepolitikken nå responderer noe mindre enn vanlig på nyheter som trekker rentebanen ned. Til gjengjeld tilsier referansebanen kun en svært gradvis økning av styringsrenten mot slutten av prognoseperioden.

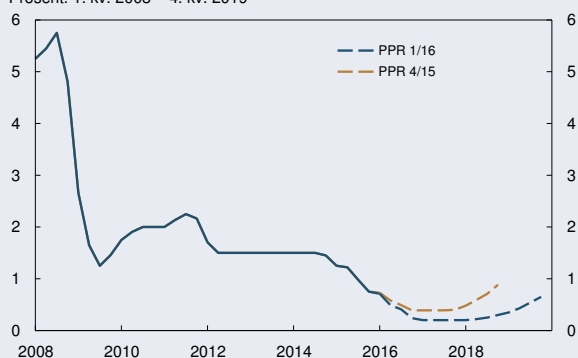
Hovedstyret redegjør for sin skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten. Dekomponeringen i figur 2.22 gir ikke et presist uttrykk for Norges Banks handlingsmønster fremover.

For handelspartnerne samlet har både faktiske og forventede styringsrenter falt siden forrige rapport. Det bidrar isolert sett til en sterkere krone og dermed til lavere prisvekst og aktivitet her hjemme. Lavere styringsrenter ute tilsier derfor at også renten her hjemme blir holdt nede i en lengre periode, se lilla søyler.

For de fleste av våre handelspartnere er det utsikter til at veksten fremover blir noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Lavere vekst ute vil kunne dempe veksten også i norsk økonomi, blant annet gjennom lavere eksport. Det trekker i retning av en litt lavere styringsrente her hjemme, se oransje søyler.

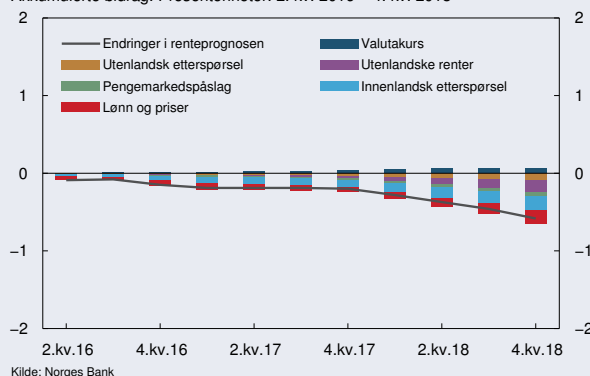
Veksten i norsk økonomi har vært svakere enn ventet, og vekstutsiktene er noe svekket. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk melder om uendret produksjon de siste månedene og forventer at den svake utviklingen vil vare ved. Terminprisen på olje har falt siden desember. Det vil kunne bidra til lavere oljeinvesteringer og til en videre avdemping av veksten i fastlandsøkonomien. Svakere utsikter for etterspørselen, og dermed for produksjonen og sysselsettingen, trekker i retning av en lavere bane for styringsrenten, se lyseblå søyler.

Figur 2.21 Styringsrenten i referansebanen.<sup>1)</sup>  
Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2019



<sup>1)</sup> Anslag for 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.22 Faktorer bak endringer i renteprognozen fra PPR 4/15.  
Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kv. 2016 – 4. kv. 2018



Kilde: Norges Bank



Veksten i konsumprisene har vært noe høyere enn ventet. Det trekker isolert sett i retning av en marginalt høyere rente den nærmeste tiden. Anslagene for lønnsveksten er nedjustert sammenliknet med forrige rapport. Lavere lønnsvekst bidrar til lavere kostnadsvekst og dermed til lavere prisvekst. Samlet sett trekker litt høyere prisvekst og utsikter til lavere lønnsvekst rentebanen ned, se røde søyler.

Terminprisene på olje indikerer en mer forsiktig oppgang i oljeprisen enn lagt til grunn i desember. Det tilsier en mer gradvis styrking av kronen enn tidligere forutsatt. En svakere krone bidrar isolert sett til høyere prisvekst og høyere aktivitet i norsk økonomi. Det bidrar til å trekke rentebanen opp, se mørkeblå søyler.

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

**TABELL 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/16. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/15 i parentes

	2016	2017	2018	2019
KPI	3,1 (0,3)	2,3 (-0,2)	2,1 (0,1)	1,7
KPI-JAE <sup>1</sup>	3,0 (0,1)	2,5 (0)	2,1 (0,1)	1,7
Årslønn <sup>2</sup>	2,6 (-0,2)	2,8 (-0,3)	3,3 (-0,2)	3,7
BNP Fastlands-Norge	0,8 (-0,3)	1,8 (-0,1)	2,3 (0)	2,5
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>	-1,8 (-0,2)	-2,0 (-0,2)	-1,6 (-0,1)	-1,1
Sysselsetting, personer (KNR)	0,1 (-0,2)	0,5 (-0,1)	1,0 (-0,1)	1,1
Registrert ledighet (rate, nivå)	3,3 (0)	3,5 (0,1)	3,4 (0,1)	3,3
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>4</sup>	0,5 (0)	0,2 (-0,2)	0,2 (-0,5)	0,5
Importveid valutakurs (I-44) <sup>5</sup>	108,4 (1,2)	108,0 (2,6)	106,3 (3,5)	104,3
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>6</sup>	0,1 (0)	0,2 (-0,1)	0,3 (-0,3)	0,6

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 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Norges Bank legger fram et beslutningsgrunnlag og gir Finansdepartementet råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen fire ganger i året. Bufferkravet er fastsatt til 1 prosent og vil øke til 1,5 prosent fra 30. juni 2016. For norske bankers engasjementer i andre EU/EØS-land vil nasjonale bufferkrav etter hvert bli gjort gjeldende, se boks på side 41.

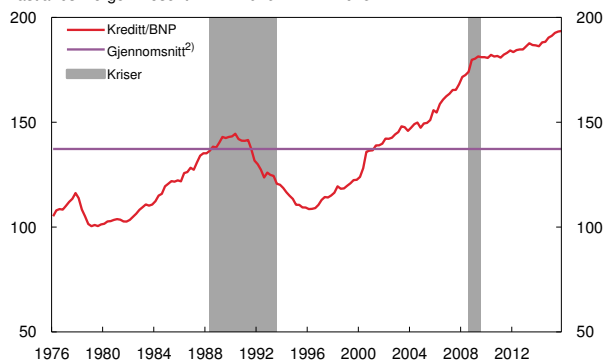
Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 44. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene, særlig når nye krav innføres. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan

bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP og hvordan dette avviker fra en langsiktig trend.

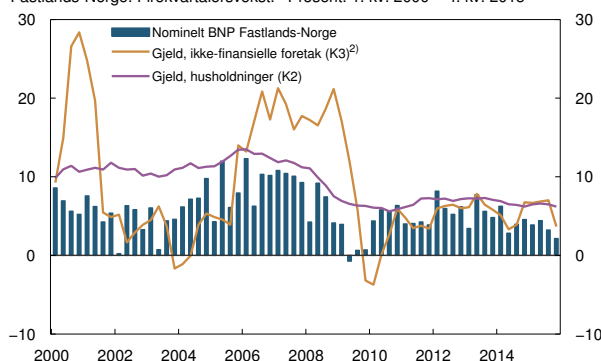
Den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien har lenge steget raskere enn verdiskapingen, se figur 3.1. Kredittveksten avtok litt mot slutten av fjoråret, se figur 3.2. Lavere vekst i norsk økonomi bidro til at kredittindikatoren likevel økte i fjerde kvartal.

Figur 3.1 Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 4. kv. 2015



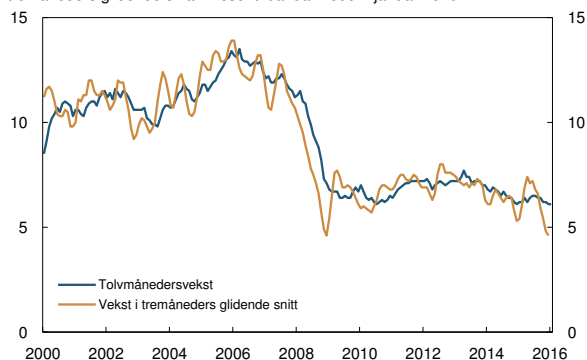
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak for 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
2) Beregnet basert på data fra 4. kv. 1975  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvarterersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2015



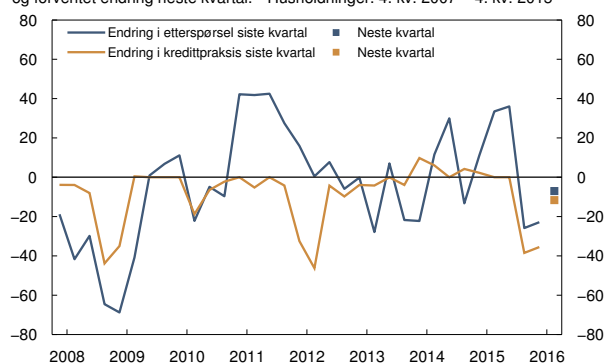
1) Beregnet basert på kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet  
2) Sum K2 og utenlandsgjeld for ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Kreditt til husholdninger. Tolv månedersvekst og annualisert vekst i tremåneders glidende snitt. Prosent. Januar 2000 – januar 2016



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.4 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Husholdninger. 4. kv. 2007 – 4. kv. 2015



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

## Svakere vekst i husholdningenes gjeld

Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt det siste halvåret, se figur 3.3. I Norges Banks utlånsundersøkelse for fjerde kvartal rapporterte bankene om noe lavere etterspørsel etter lån fra husholdningene og strammere kredittpraksis, se figur 3.4. Svakere utvikling i norsk økonomi og de nye kravene til utlån til boligformål har trolig bidratt til nedgangen i kredittveksten.

Husholdningenes gjeldsbelastning har fortsatt å stige, men i en litt roligere takt enn de siste par årene, se figur 2.16 i kapittel 2. Lavere utlånsrenter har bidratt til at husholdningenes rentebelastning har falt, se figur 3.5. Den vedvarende oppgangen i gjeldsbelastningen har gjort husholdningene mer sårbare for

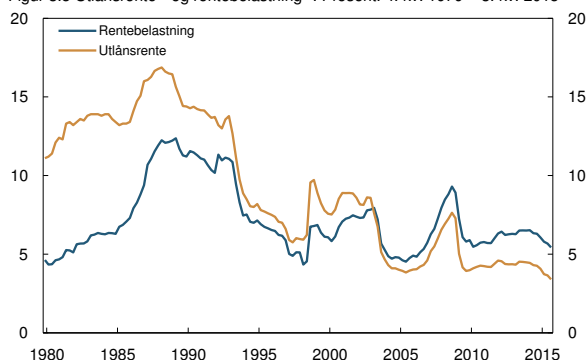
renteøkninger. Når bankene vurderer nye utlån til boligformål tar de utgangspunkt i at låntaker skal kunne tåle en renteøkning på 5 prosentpoeng. En slik renteøkning ville i dag gi en rentebelastning som er like høy som ved inngangen til bankkrisen på slutten av 1980-tallet, til tross for at utlånsrentene er vesentlig lavere i dag.<sup>1</sup>

## Litt lavere vekst i boligprisene

Veksten i boligprisene har avtatt, se figur 3.6. Samlet sett har boligprisene steget omtrent i samme takt som husholdningenes disponible inntekter det siste året. Boligprisindikatoren var om lag uendret i fjerde kvartal, se figur 3.7.

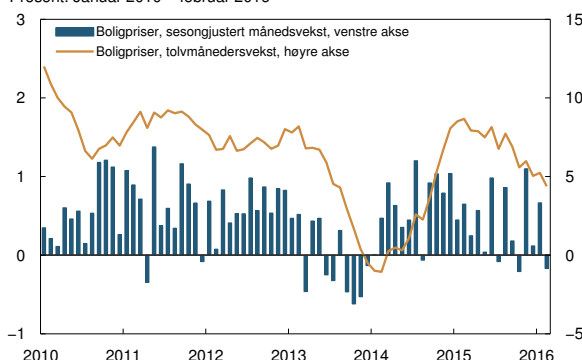
<sup>1</sup> Se *Fra en «kritisk rentebelastning» til en «sårbar gjeldsbelastning»*, Aktuell kommentar 2/16, Norges Bank.

Figur 3.5 Utlånsrente<sup>1)</sup> og rentebelastning<sup>2)</sup>. Prosent. 4. kv. 1979 – 3. kv. 2015



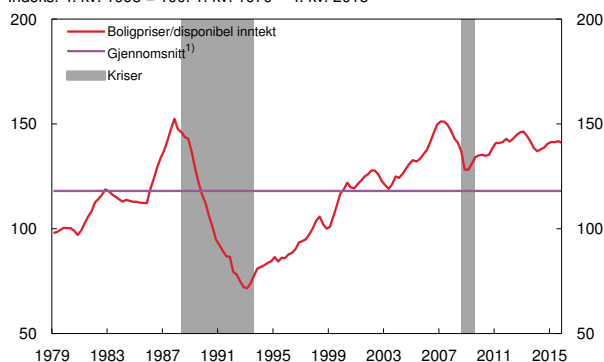
1) Fram til 2001 er det utlånsrente for totale utlån til husholdninger og foretak fra banker. Fra 2001 er det rente for totale utlån til husholdninger fra banker og kredittforetak  
2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012 pluss renteutgifter etter skatt  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest. Prosent. Januar 2010 – februar 2016



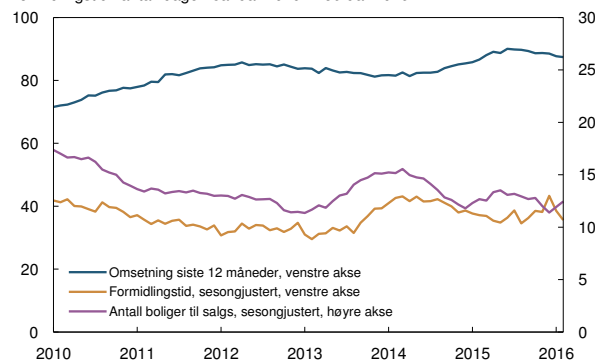
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.7 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 4. kv. 2015



1) Gjennomsnitt boligpriser/disponibel inntekt. Beregnet basert på data fra 4. kv. 1978  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF) og Norges Bank

Figur 3.8 Antall omsatte brukte boliger og boliger til salgs i tusen boliger. Formidlingstid i antall dager. Januar 2010 – februar 2016



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

Omsetningen av brukte boliger var høy tidlig i 2015, men har avtatt litt de siste månedene, se figur 3.8. Formidlingstiden økte gjennom høsten 2015, men har falt de siste månedene. Antall boliger til salgs falt noe gjennom 2015, men har tatt seg opp i 2016.

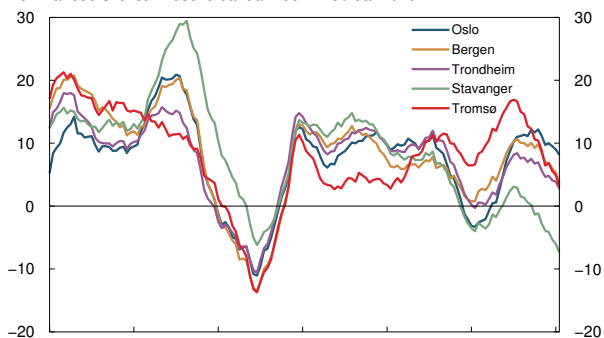
Det er store regionale forskjeller i boligmarkedet. I Oslo er tolv månedersveksten i boligprisene fortsatt høy, se figur 3.9. Boligprisveksten er svak i områder med nær tilknytning til oljevirksomheten, der også arbeidsledigheten har steget, se figur 3.10. I Stavanger er omsetningen av brukte boliger lav og beholdningen av usolgte boliger høy. Samtidig faller nyboligsalget.

### Lavere gjeldsvekst i foretakene

Gjeldsveksten i ikke-finansielle foretak har vært moderat og falt noe mot slutten av fjoråret, i hovedsak som følge av lavere vekst i utenlandsfinansieringen, se figur 3.2 og 3.13.

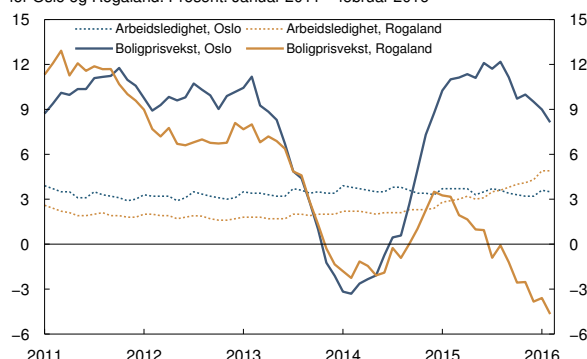
Bankenes utlånsvekst har avtatt noe, se figur 3.11. Veksten i bankenes utlån i norske kroner har vært stabil, mens veksten i valutalån har avtatt. Det kan ha sammenheng med bevegelser i kronekursen. Bankenes utlånsvekst har vært høyest til foretak innen industri og bygge- og anleggsektoren, mens utlånsveksten er lavest til foretak innen oljerelaterte næringer. Utlånsveksten til næringsseiendom avtok litt mot slutten av året. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om noe strammere kredittpolis

Figur 3.9 Boligpriser i utvalgte byer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2004 – februar 2016



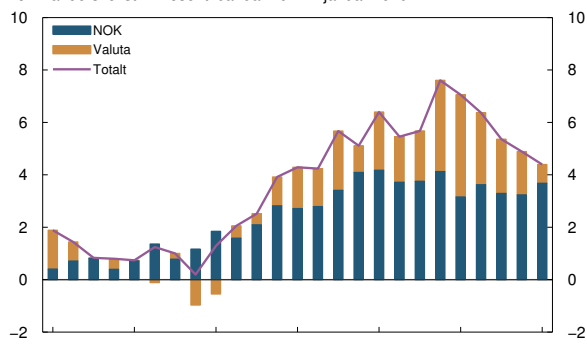
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.10 Arbeidsledighet<sup>1)</sup> og tolv månedersvekst i boligpriser for Oslo og Rogaland. Prosent. Januar 2011 – februar 2016



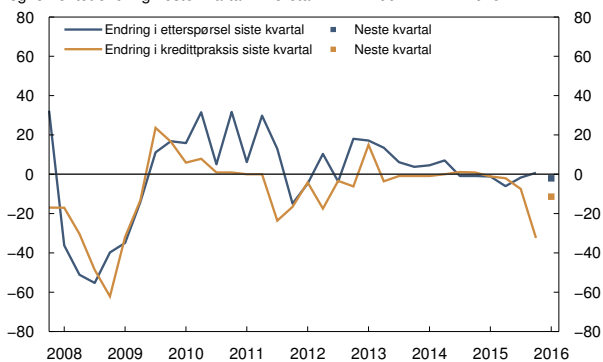
1) Registrert arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken  
Kilder: NAV, Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.11 Innenlandsk kreditt (K2) til norske ikke-finansielle foretak fra banker og kreditforetak dekomponert i norske kroner og annen valuta. Tolvmånedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2014 – januar 2016



1) Endring i beholdning  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpolis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Foretak. 4. kv. 2007 – 4. kv. 2015



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

i fjerde kvartal 2015, se figur 3.12. Bankene begrunner innstramningen i hovedsak med svake makro-økonomiske utsikter og hensyn til kapitaldekning. Bankene har satt opp utlånsrentene på lån til foretak noe, se figur 1.20 i kapittel 1. For 1. kvartal 2016 venter bankene ingen vesentlige endringer i kredittpraksisen overfor foretak samlet sett, men det ventes noe strammere kredittpraksis overfor foretak innen næringseiendom.

Veksten i foretakenes obligasjonsgjeld var lav i 2015, men tok seg noe opp mot slutten av året, se figur 3.13. Store enkeltutstedelser innen næringseiendom i desember bidro til oppgangen. Emisjonsvolumet har vært lavt så langt i 2016, se figur 3.14. Det har ikke vært noen utstedelser fra foretak med lav kreditt-

vurdering. Siden sommeren 2015 har alle utstedelser fra foretak med lav kredittvurdering vært fra andre næringer enn oljerelaterte selskaper. De lave emisjonsvolumene må ses i sammenheng med at finansieringskostnadene har økt. Risikopåslaget på ny obligasjonsfinansiering steg i andre halvår 2015, både for foretak med høy og lav kredittvurdering. Påslagene er særlig høye for foretak med lav kredittvurdering innen oljerelaterte næringer.

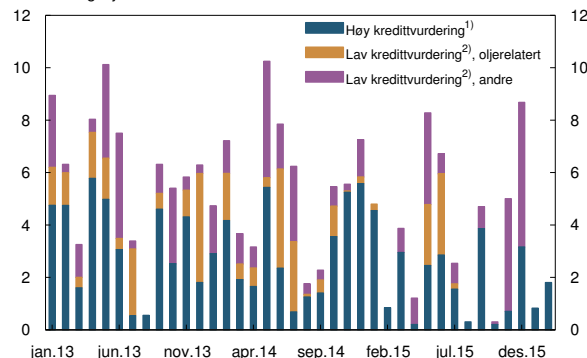
Gjeldsbetjeningsevnen i børsnoterte foretak har svekket seg noe de siste årene, se figur 3.15. Foretak innenfor oljeservice har lavere gjeldsbetjeningsevne enn andre foretak. Fallende lønnsomhet i oljerelaterte næringer kan bidra til at flere foretak får problemer med å innfri forpliktelsene sine, og at gjeld må restruk-

Figur 3.13 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolvmånedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Juli 2005 – januar 2016



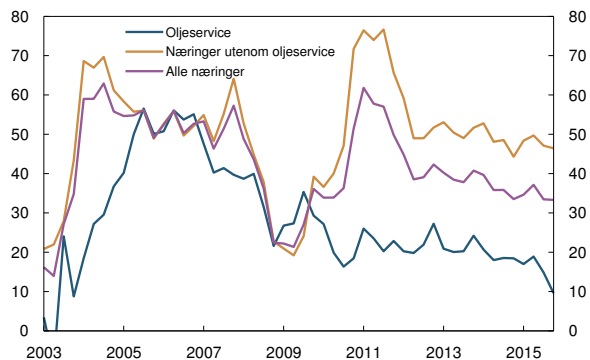
1) Beregnet basert på beholdning  
2) Vekst basert på transaksjoner. Til og med desember 2015  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Emisjonsvolum fra norskregistrerte ikke-finansielle foretak i det norske obligasjonsmarkedet. Milliarder kroner. Januar 2013 – februar 2016



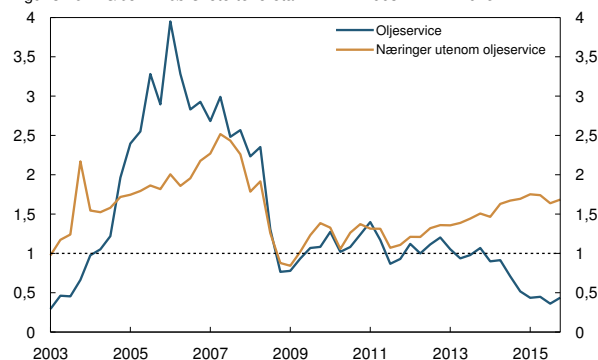
1) Foretak med kredittradering lik eller høyere enn BBB-  
2) Foretak med kredittradering lavere enn BBB-  
Kilde: Stamdata

Figur 3.15 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> i børsnoterte foretak.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2015



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

Figur 3.16 Pris/bok<sup>1)</sup> i børsnoterte foretak.<sup>2)</sup> 1. kv. 2003 – 4. kv. 2015



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

tureres i løpet av de nærmeste årene. Markedsverdien av oljeserviceselskapenes egenkapital har vært lavere enn bokført verdi helt siden oljeprisen begynte å falle kraftig høsten 2014, se figur 3.16. For andre næringer er gjeldsbetjeningsvevnen fortsatt god, og markedsverdien ligger over bokført verdi.<sup>2</sup>

### Fortsatt sterk prisvekst på næringsseiendom

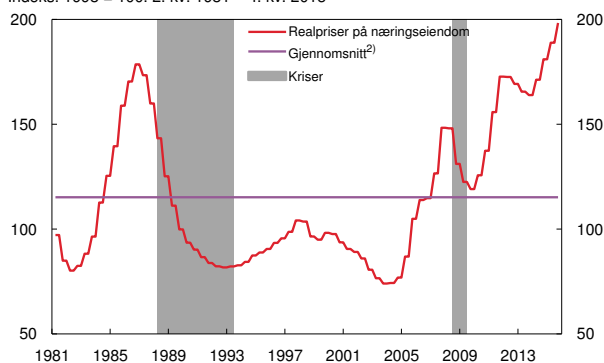
Verdien på næringsseiendom avhenger blant annet av netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Indikatoren for prisene på næringsseiendom er beregnet med utgangspunkt i observerte leiepriser og estimerte avkastningskrav på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo. Den anslåtte

2 For en nærmere beskrivelse, se *Gjeldsbetjeningsvevnen for børsnoterte ikke-finansielle foretak*, Aktuell kommentar 3/16, Norges Bank.

salgsprisen har fortsatt å stige kraftig, se figur 3.17. Leieprisene i Oslo og flere andre byer falt noe i 2015, se figur 3.18. Avkastningskravet for de mest attraktive lokalene i Oslo falt i 2015, se figur 3.19. Differansen mellom avkastningskravet og de langsiktige rentene, risikopremien, har vært om lag uendret for de mest attraktive lokalene i Oslo siden finanskrisen. Det innebærer at de lave rentene har fått fullt gjennomslag i prisene. Risikopremien på næringsseiendom i europeiske storbyer har fulgt hverandre tett, se figur 3.20.

Leiepriser og salgspriser på kontoreiendom påvirkes av hvor stor andel av arealene som er ledige. Ifølge Entras Konsensusrapport 1/16 forventes kontorledigheten å være nokså stabil i 2016.

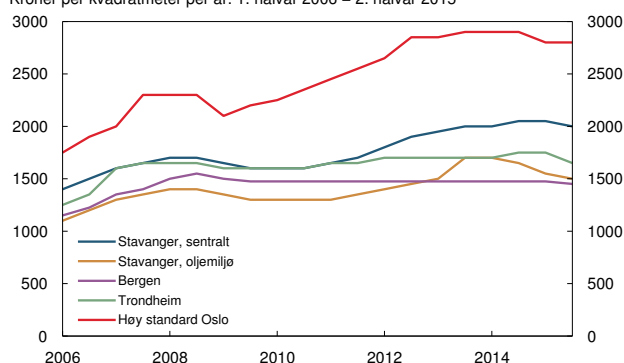
Figur 3.17 Realpriser på næringsseiendom.<sup>1)</sup> Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 4. kv. 2015



1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge  
2) Beregnet basert på data fra 2. kv. 1981

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

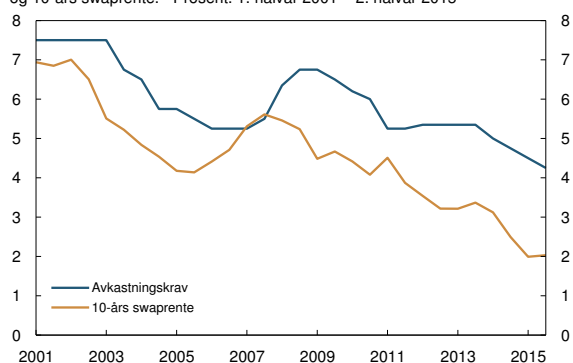
Figur 3.18 Leiepriser for kontorlokaler i utvalgte byer. Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 2006 – 2. halvår 2015<sup>1)</sup>



1) For byer utenom Oslo var det tidligere kun ett leieprissegment. 2. halvår 2013 ble leieprisene inndelt i segmentene "god standard" og "høy standard" for hvert område. For seriene "Stavanger, sentralt" og "Stavanger, oljemiljø" ble "høy standard" videreført, mens for "Bergen" og "Trondheim" ble "god standard" videreført

Kilder: OPAK og Dagens Næringsliv

Figur 3.19 Avkastningskrav<sup>1)</sup> for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo og 10-års swaprente.<sup>2)</sup> Prosent. 1. halvår 2001 – 2. halvår 2015

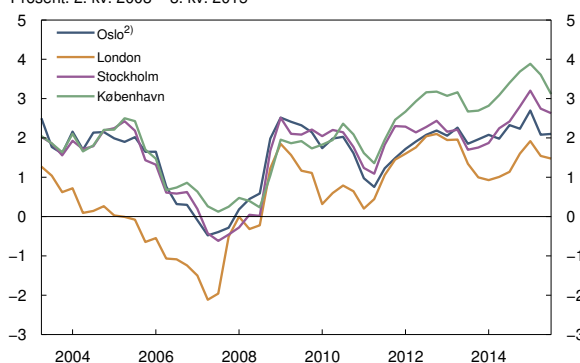


1) Avkastningskravet er basert på vurderinger gjort av Dagens Næringslivs ekspertpanel på næringsseiendom

2) Halvårlig swaprente er beregnet som et gjennomsnitt av daglige renter

Kilder: Dagens Næringsliv og Thomson Reuters

Figur 3.20 Risikopremie for prestisjelokaler i utvalgte europeiske storbyer.<sup>1)</sup> Prosent. 2. kv. 2003 – 3. kv. 2015



1) Risikopremien er beregnet som differansen mellom direkteavkastningskravet i hver by og kvartalsvis 10-års swaprente for landet byen ligger i. Kvartalsvis swaprente er beregnet som et gjennomsnitt av daglige renter

2) For Oslo er det enkelte små avvik i direkteavkastningskravet mellom denne figuren og figur 3.19. Det skyldes bruk av ulike kilder

Kilder: CBRE og Bloomberg

Det britiske selskapet Investment Property Databank (IPD) beregner verdier på næringsseiendom ved å bruke regnskapstall fra eiendomsforetak. IPD anslår at verdien på kontorlokaler økte for alle områder i Oslo i 2015, se figur 3.21. I Stavanger falt verdiene, mens de var om lag uendret i Bergen.

### Styrket kapitaldekning i bankene

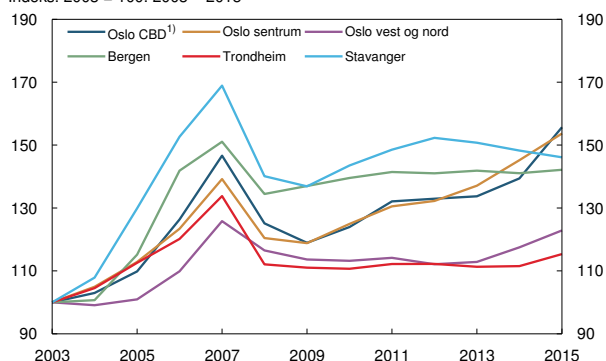
De store norske bankene<sup>3</sup> hadde god lønnsomhet i 2015. Egenkapitalavkastningen er på linje med gjennomsnittet de siste tyve årene<sup>4</sup>, se figur 3.22.

- 3 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.  
4 Se «Norwegian banks' adjustment to stricter capital and liquidity regulation», Norges Bank Staff Memo 18/2014.

Utlånstapene i norske banker økte noe i fjerde kvartal 2015, blant annet som følge av økte gruppevis nedskrivninger. I et historisk perspektiv er utlånstapene fortsatt på et lavt nivå, se figur 3.23. Norske bankers utlån til oljenæringen og oljerelaterte foretak utgjør en begrenset andel av bankenes samlede utlån til foretakssektoren, men eksponeringene varierer mellom bankene. Fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene kan bidra til at bankenes tap på utlån til oljerelaterte foretak vil øke fremover. De økte gruppevis nedskrivningene tar hensyn til økt usikkerhet om fremtidige utlånstap.

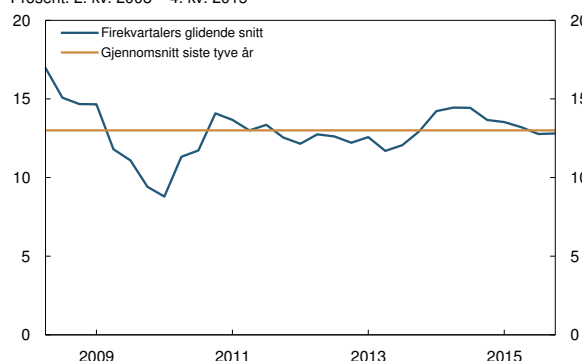
Bankene har styrket sin kapitaldekning det siste året. Høy andel tilbakeholdt overskudd og moderate utbyttebetalinger for regnskapsåret 2015 har bidratt.

Figur 3.21 Verdi på kontoreiendom. Utvalgte byer. Indeks. 2003 = 100. 2003 – 2015



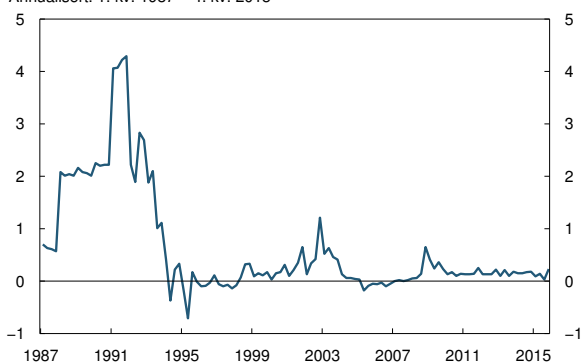
1) CBD står for "Central Business District"  
Kilde: Investment Property Databank (IPD)

Figur 3.22 Egenkapitalavkastning i norske banker.<sup>1)</sup> Prosent. 2. kv. 2008 – 4. kv. 2015



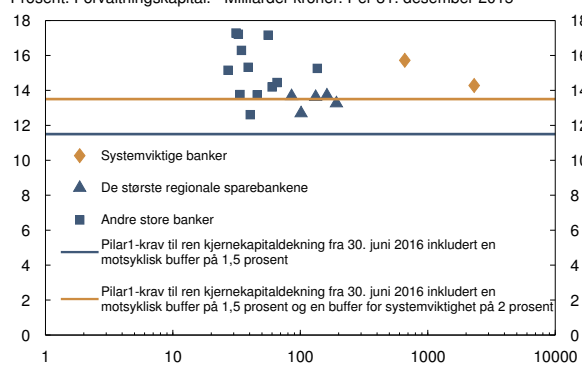
1) Vektet snitt for syv store banker i Norge: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge (ekskludert Sparebanken Sør fram til og med desember 2013)  
Kilder: Bankkonsernernes års- og kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 3.23 Bankenes<sup>1)</sup> utlånstap i prosent av brutto utlån til kunder. Annualisert. 1. kv. 1987 – 4. kv. 2015



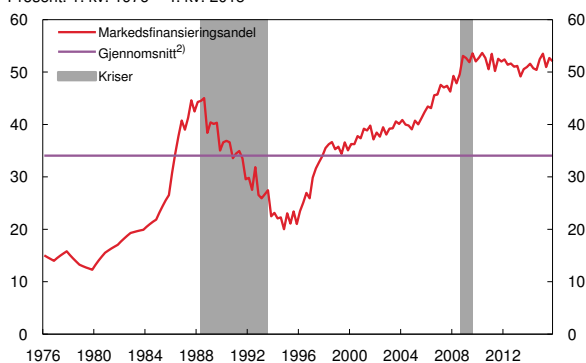
1) Alle banker og kredittforetak i Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.24 Bankkonsernernes<sup>1)</sup> rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital.<sup>2)</sup> Milliarder kroner. Per 31. desember 2015<sup>3)</sup>



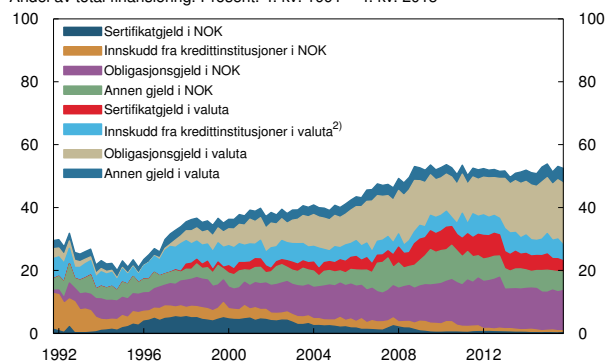
1) Bankkonsern med forvaltningskapital over 25 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge  
2) Logaritmisk skala  
3) Beregningene er basert på bankenes forslag til utbytte  
Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 3.25 Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel.  
Prosent. 1. kv. 1976 – 4. kv. 2015



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

Figur 3.26 Dekomponering av bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel.  
Andel av total finansiering. Prosent. 4. kv. 1991 – 4. kv. 2015



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

De store norske bankene hadde ved utgangen av 2015 i gjennomsnitt en ren kjernekapitaldekning på 14,4 prosent, som var godt over kravet til ren kjernekapitaldekning, se figur 3.24. De fleste bankene må fortsette å bygge kapital for å nå annonserte kapitalmål. DNBS mål er en ren kjernekapitaldekning på minst 15,0 prosent ved utgangen av 2016, og et langsiktig nivå på 15,5 prosent fra utgangen av 2017. De fleste store regionale sparebankene har et mål om ren kjernekapitaldekning på minst 14,5 prosent ved utgangen av 2016.

Andelen markedsfinansiering i bankene økte markert i årene før finanskrisen da det var høy vekst i bankenes utlån, se figur 3.25. De siste årene har markedsfinansieringsandelen vært nokså stabil. Obligasjonsgjeld, i hovedsak i form av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har stått for en stadig større andel av markedsfinansieringen, se figur 3.26.

Risikopåslaget på bankenes langsiktige markedsfinansiering er om lag uendret siden forrige PPR, etter å ha økt betydelig gjennom høsten 2015, se figur 1.19 i kapittel 1. Norske banker har fortsatt god tilgang på markedsfinansiering.

### Vurdering av finansielle ubalanser

Kredittindikatoren økte noe i fjerde kvartal, se figur 3.1. Boligprisindikatoren og markedsfinansieringsandelen var stabile, se figur 3.7 og 3.25. Prisindikatoren på næringseiendom har fortsatt å stige kraftig, se figur 3.17.

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 beregnede salgsprisene på næringseiendom har fortsatt å stige markert, mens veksten i boligpriser og gjeld har avtatt. Samlet sett tyder utviklingen den siste tiden på at ubalansene ikke bygger seg videre opp. Svak vekst i norsk økonomi kan fremover bidra til å dempe gjeldsveksten i både husholdninger og foretak. På den annen side innebærer lavere renter en risiko for at veksten i eiendomspriser og gjeld tiltar.

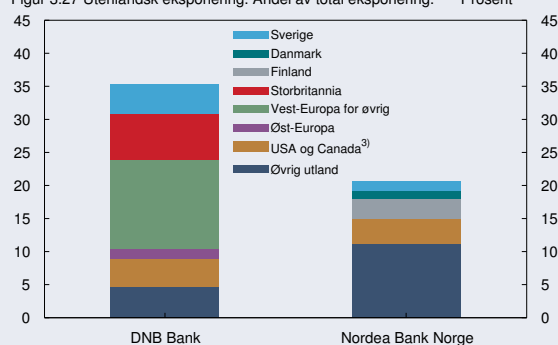


## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal adressere 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.<sup>1</sup> Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) anbefaler at motsyklisk kapitalbuffer i tredjeland også anerkjennes.<sup>2</sup> Alle land i EU skal ifølge kapitaldekningsregelverket ha fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer fra 1. januar 2016.

Finansdepartementet har gitt Finanstilsynet i oppdrag å utarbeide utkast til høringsnotat og forskriftsbestemmelser om hvordan motsykliske kapitalbufferkrav fastsatt i andre EU/EØS-land kan gjelde for norske bankers engasjementer i de aktuelle landene. Fristen er satt til utgangen av mars 2016. Av norske banker er det i hovedsak DNB Bank og Nordea Bank Norge som har eksponeringer i andre land, se figur 3.27. Tabell 1 viser hvilke motsykliske kapitalbufferkrav som er fastsatt i enkelte av disse landene.<sup>3</sup>

Figur 3.27 Utenlandsk eksponering. Andel av total eksponering.<sup>1),2)</sup> Prosent



1) Eksponeringene er ikke risikovektet. Tall per 31.12.2014 for DNB Bank-konsernet og 31.12.2015 for Nordea Bank Norge-konsernet  
 2) Bankene rapporterer ulik inndeling av land, og samlekategorier kan inkludere land som er spesifisert hos den andre banken  
 3) For Nordea er det kun oppgitt tall for USA  
 Kilder: Bankenes års- og pilar 3-rapporter og Norges Bank

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

Land	Bufferkrav	Kravet gjelder fra
Danmark	0 prosent	1. januar 2016
Estland	0 prosent	1. januar 2016
Finland	0 prosent*	29 september 2015
Latvia	0 prosent**	1. februar 2016
Litauen	0 prosent	31. desember 2015
Polen	0 prosent	1. januar 2016
Storbritannia	0 prosent	1. desember 2015
Sverige	1 prosent***	13. september 2015
USA	0 prosent	21. desember 2015

\* Bufferkrav på 0 prosent gjelder fra 21. desember 2016

\*\* Bufferkrav på 0 prosent gjelder fra 1. februar 2017

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

Kilde: 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 og EØS-land finnes på ESRB sin hjemmeside, under *Countercyclical capital buffer - announced CCB rates*. En lignende oversikt for landene som er medlem i Basel-komiteen finnes på BIS sine hjemmesider, under *Countercyclical capital buffer*.

# MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR BUFFERKRAVET<sup>1</sup>

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 trendene<sup>2</sup>: 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.

Figur 3.28 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapene mellom indikatoren og trendene avtok i årene etter finanskrisen, men har vært nokså stabile de siste kvartalene. Indikatoren ligger høyere enn to av tre trender. Kredittindikatoren har fortsatt å øke i årene etter finanskrisen, men ikke like raskt som før krisen. Trenden beregnet med det ensidige HP-filteret 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. Kredittgapet er erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser når trenden er basert på et utvidet HP-filter. Figur 3.28 b–d viser utviklingen i de tre andre nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Boligprisgapet og markedsfinansieringsgapet har vært omtrent uendret de siste kvartalene. Avviket mellom prisindikatoren for næringseiendom og de beregnede trendene har økt det siste året.

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

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

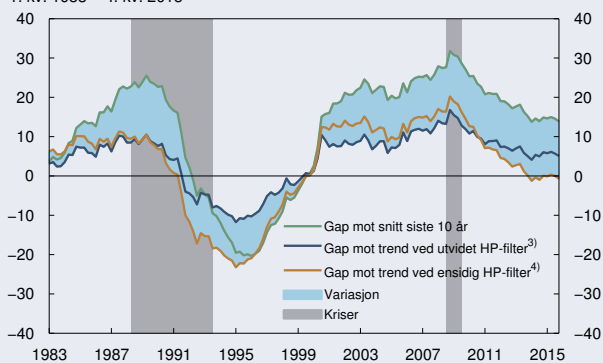
Norges Bank har utviklet modeller for tidlig varsling av finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.<sup>3</sup> Det blå feltet i figur 3.29 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte krisesannsynlighetene har kommet ned siden finanskrisen, men at det er en viss spredning mellom anslagene fra de ulike modellene.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.<sup>4</sup> Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil referanseverdien for bufferkravet variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil referanseverdien være 2,5 prosent. Referanseverdien for bufferkravet blir 0 prosent i fjerde kvartal 2015 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien 1 prosent, se figur 3.30.

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*.

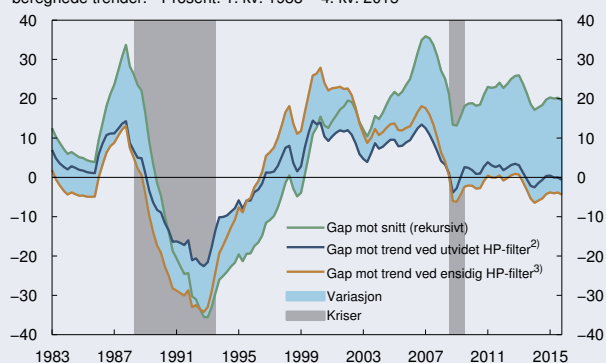
4 Se Bank for International Settlements (2010), «*Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*», *Baselkomiteen for banktilsyn*.

Figur 3.28a Kredittgap. Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2015



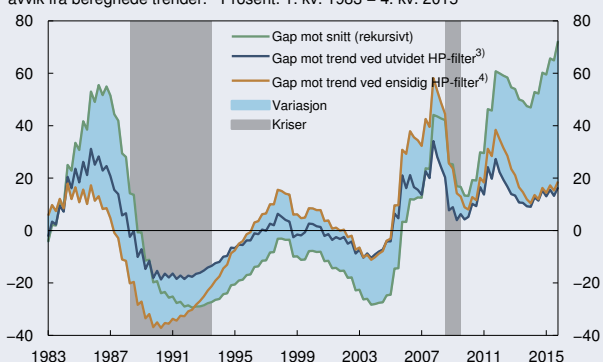
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975  
 3) Ensidig Hodrick 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 3.28b Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt som avvik fra beregnede trender.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2015



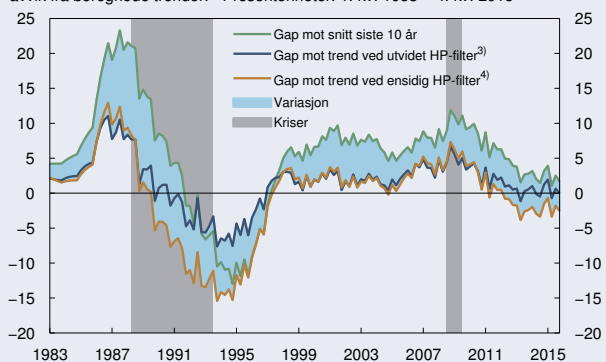
1) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978  
 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Finn.no,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

Figur 3.28c Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2015



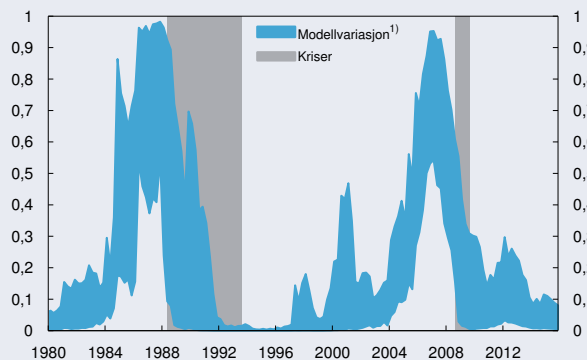
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
 4) Ensidig Hodrick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

Figur 3.28d Markedsfinansieringsgap. Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2015



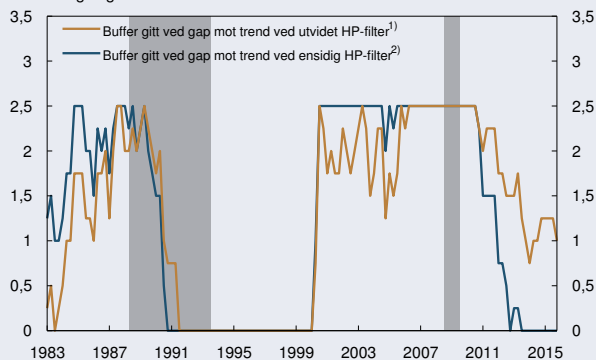
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter.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

Figur 3.29 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspekifikasjoner. 1. kv. 1980 – 4. kv. 2015



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

Figur 3.30 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2015



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

# KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER<sup>1</sup>

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.<sup>2</sup> De fire indikatorene har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet.

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorene og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 42. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra ESRB<sup>3</sup> 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.

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

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

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

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

# UTDYPINGER

---

Svak utvikling i fremvoksende økonomier

Utviklingen i oljeprisen

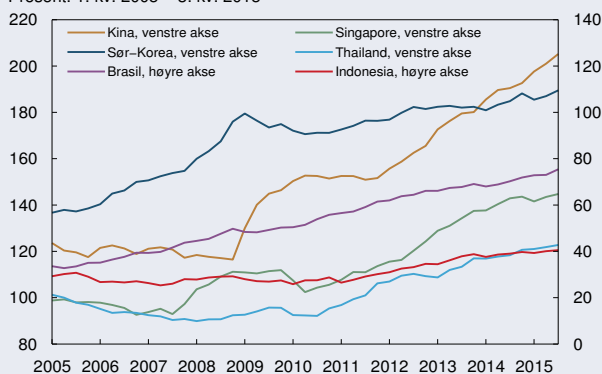
Sannsynlighet for resesjon

Gjennomslaget til bankenes renter ved negative sentralbankrenter

---

# SVAK UTVIKLING I FREMVOKSENDE ØKONOMIER

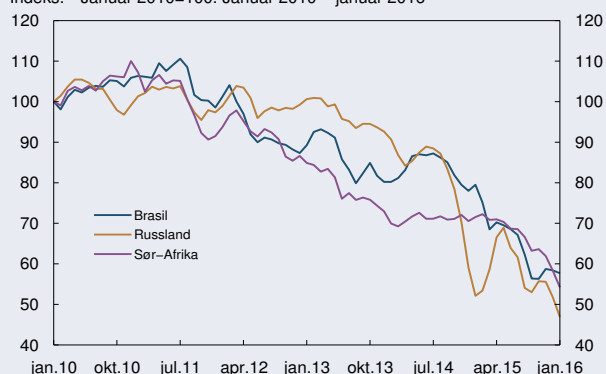
Figur 1 Kreditt til privat sektor som andel av BNP. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2015



Kilder: BIS, Thomson Reuters og Norges Bank

Lavere vekst og svekkede utsikter i Kina har fått stor oppmerksomhet de siste årene,<sup>1</sup> men veksten har avtatt også i andre fremvoksende økonomier. Fra Pengepolitisk rapport 1/15 til Pengepolitisk rapport 1/16 har Norges Banks anslag for veksten i fremvoksende økonomier utenom Kina<sup>2</sup> for 2016 blitt nedjustert med i underkant av 2 prosentenheter. Lavere vekstanslag for disse landene har bidratt til å trekke ned anslagene også for industrilandene. Blant våre handelspartnere er situasjonen mest alvorlig i Brasil og Russland, der aktiviteten falt markert i 2015 og ventes å falle videre i år.

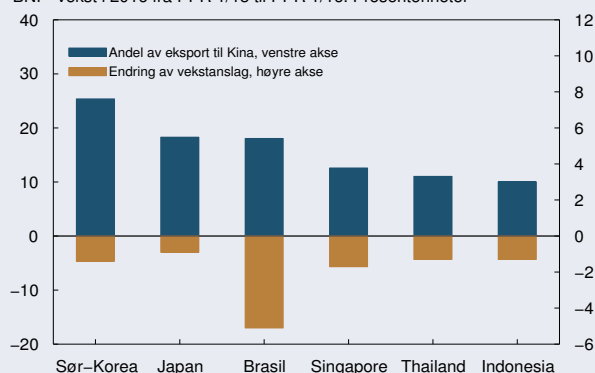
Figur 2 Nominell effektiv valutakurs i råvareeksporterende fremvoksende økonomier. Indeks. 1) Januar 2010=100. Januar 2010 – januar 2016



1) Fallende kurve betyr svakere valuta  
Kilde: BIS

Det er flere forhold som har bidratt til den svake utviklingen i fremvoksende økonomier. Ekspansiv penge- og finanspolitikk i etterkant av finanskrisen bidro til høy kredittvekst og økt gjeld som andel av BNP, se figur 1. Sammen med strukturreformer var det ventet at dette skulle bidra til økt investeringsvekst. Viljen til å gjennomføre reformer har vært mindre enn ventet, og nedbelåning vil trolig dempe veksten fremover. Også eksterne forhold har bidratt til den svake utviklingen. Lavere vekst i Kina, med lavere investeringsvekst i eiendom, industri og infrastruktur, har ført til svakere etterspørsel etter industri- og råvarer. Det har gitt lavere etterspørsel etter eksportvarene til flere andre fremvoksende økonomier. Råvarepriser har falt, og bytteforholdet i mange råvareeksporterende land er forverret. Sammen med en begynnende normalisering av pengepolitikken i USA har det bidratt til kapitalutgang og til en kraftig svekkelse av valutaen i flere fremvoksende økonomier, se figur 2.

Figur 3 Eksport til Kina som andel av total eksport.<sup>1)</sup> Prosent. Endring i anslaget for BNP-vekst i 2016 fra PPR 1/15 til PPR 1/16. Prosentenheter



1) Tall fra 2014  
Kilder: FN Comtrade og Norges Bank

Da oljeprisen begynte å falle sommeren 2014, var det ventet at det ville bidra til høyere aktivitet og bedre utsikter i fremvoksende økonomier som er nettoimportører av olje, både gjennom økt kjøpekraft for husholdningene og lavere energikostnader for bedriftene. I land med høy inflasjon var det ventet at oljeprisfallet ville gi handlingsrom i pengepolitikken. De positive effektene har vist seg å bli mindre enn ventet. Blant annet har myndighetene i flere land benyttet anledningen til å redusere energisubsidier,

1 Se for eksempel Slettvåg (2014), «Konsekvenser av en brå oppbremsing i eiendomsmarkedet i Kina», *Aktuell kommentar 5/2014*, Norges Bank.  
2 Aggregatet for fremvoksende økonomier utenom Kina som omtales her er vektet med BNP-vekter.

slik at oljeprisfallet ikke har resultert i en like stor nedgang i prisene til sluttbruker. Samtidig har prisfallet i lokal valuta blitt dempet av en svekket valuta.

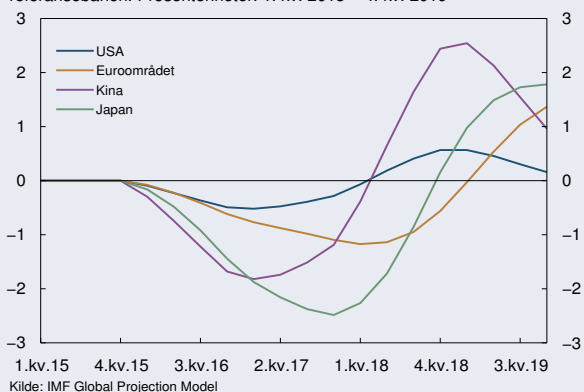
I Brasil og Russland, hvor utviklingen har vært svakest, har svekket valuta bidratt til svært høy prisvekst gjennom økte priser på importerte varer. I 2015 var konsumprisveksten 9 prosent i Brasil og 16 prosent i Russland. I et forsøk på å dempe den høye prisveksten, har sentralbankene økt styringsrentene. Samtidig har handlingsrommet i finanspolitikken blitt redusert som følge av lavere inntekter fra petroleumsvirksomheten.

Anslaget for importveksten i Kina fremover er nedjustert, noe som bidrar til nedjusteringen av vekstanslaget for andre fremvoksende økonomier, se figur 3. I denne rapporten legger vi til grunn at veksten i fremvoksende økonomier utenom Kina vil ta seg opp til i underkant av 4 prosent mot slutten av prognoseperioden. Nedgangen i aktiviteten ventes å avta både i Brasil og Russland, samtidig som ekspansiv penge- og finanspolitikk trolig vil stimulere innenlandsk etterspørsel i flere asiatiske land. Fremvoksende økonomier er imidlertid sårbare for eksterne forhold. Den videre utviklingen avhenger blant annet av om de kinesiske myndighetene vil klare å unngå et brått vekstfall, pengepolitikken i USA fremover og utviklingen i råvarepriser.

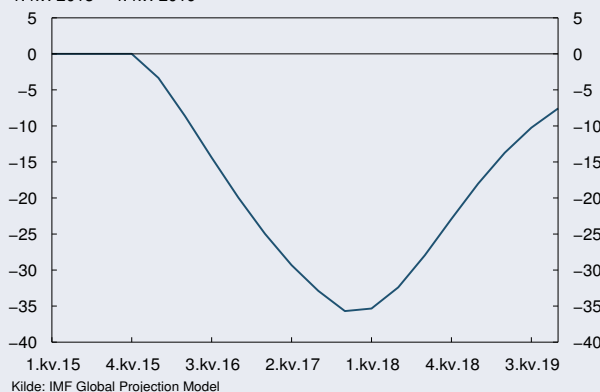
Strukturelle problemer og andre interne utfordringer, slik som korrupsjonsskandalen i Petrobras i Brasil, utgjør en nedsiderisiko og kan føre til at utviklingen blir svakere enn ventet. Flere land har utfordringer knyttet til sterk kredittvekst og høy gjeldsbyrde. Vi har derfor analysert virkningen på våre største handelspartnere av eventuelle nye justeringer av veksten i fremvoksende økonomier som følge av betydelig lavere vekst i innenlandsk etterspørsel. I analysen har vi antatt at den årlige BNP-veksten i fremvoksende økonomier utenom Kina blir 2 prosentenheter lavere i 2016 og 2017 enn det som legges til grunn i Pengepolitisk rapport 1/16. For å tallfeste virkningene, har vi benyttet IMF's Global Projection Model (GPM)<sup>3</sup>. Ifølge beregningene vil en slik utvikling få betydelig negativ effekt på andre land og regioner, se figur 4. I første omgang blir virkningene størst i Kina fordi Kina er en viktig handelspartner for de fremvoksende økonomiene. Svakere vekst i Kina får så ringvirkninger til andre land og fører til at veksten i Japan og euroområdet påvirkes negativt også i 2018. Prisveksten blir lavere i alle regioner, blant annet som følge av at oljeprisen faller med 4 prosent i 2016 og 35 prosent i 2017 sammenlignet med referansebanen, se figur 5. I tillegg vil trolig en slik utvikling påvirke USA, Japan og euroområdet gjennom finansmarkedene, men slike effekter er ikke tatt hensyn til her.

3 GPM er en global, kvartalsvis prognosemodell der syv regioner og råvarepriser inngår. For hver region er det et sett med ligninger som beskriver det dynamiske forholdet mellom produksjon, inflasjon, rente og valutakurs. Modellen tar også hensyn til endringer i eksternt etterspørsel, og utgjør således et strukturelt, globalt modellrammeverk som er godt egnet til å analysere hvilke ringvirkninger et sjokk i én region får for andre regioner og råvarepriser.

Figur 4 Effekt på BNP-vekst av 2 prosentenheter lavere vekst i fremvoksende økonomier utenom Kina. Endring i firekvartalersvekst sammenliknet med referansebanen. Prosentenheter. 1. kv. 2015 – 4. kv. 2019



Figur 5 Effekt på oljeprisen av 2 prosentenheter lavere vekst i fremvoksende økonomier utenom Kina. Endring i prosent fra referansebanen. 1. kv. 2015 – 4. kv. 2019





# UTVIKLINGEN I OLJEPRISEN

Fra juni 2014 til mars 2016 har oljeprisen falt fra vel 110 til rundt 40 dollar per fat. De lengste terminprisene har også falt, fra rundt 100 til i overkant av 50 dollar per fat, se figur 1. Disse prisene indikerer at oljeprisen kan forbli lav lenge.

Den amerikanske oljeproduksjonen har holdt seg godt oppe til tross for den markerte nedgangen i oljeprisen, som følge av kostnadsreduksjoner og produktivitetsforbedringer. Dessuten har OPEC økt sin produksjon, noe som er en endring i OPECs, og særlig Saudi-Arabias, reaksjonsmønster de siste årene. Mens Saudi-Arabia tidligere syntes å forsvare et prisnivå på rundt 100 dollar per fat, ser landet nå ut til å forsvare egne markedsandeler og legge mindre vekt på å stabilisere markedet på kort sikt, se figur 2.

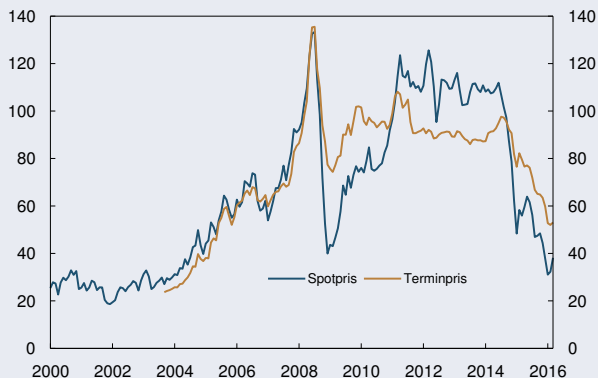
Et fall i oljeprisen omfordeler inntekter fra oljeeksporterende til oljeimporterende land. I den grad oljeimporterende land har en lavere sparetilbøyelighet enn oljeeksporterende land, vil et oljeprisfall normalt bidra til økt global aktivitet. Den ekspansive effekten på den økonomiske aktiviteten og oljeetterspørselen globalt har imidlertid vært mindre enn tidligere sammenhenger kunne antyde. Det internasjonale valuta-

fondet (IMF) peker på fire grunner til dette.<sup>1</sup> For oljeeksporterende land har prisfallet gitt reduserte inntekter, blant annet via skatteinntekten. Det har begrenset det finanspolitiske handlingsrommet og dermed muligheten til å opprettholde den økonomiske aktiviteten. For oljeimporterende land har nedbelåning etter finanskrisen redusert den positive effekten på økonomisk aktivitet. Det massive fallet i oljerelaterte investeringer globalt trekker i samme retning. Endelig har gjennomslaget fra fallet i oljepris til sluttbrukerpriser i mange land blitt dempet av svakere valuta og reduserte energisubsidier.

Overraskende høy oljeproduksjon i og utenfor OPEC samt mindre ekspansiv virkning av lavere priser enn antatt har ført til at overskuddstilbudet i oljemarkedet har fortsatt lengre enn tidligere lagt til grunn av Det internasjonale energibyrået (IEA). Overskuddstilbudet anslås å vedvare en god stund fremover, se figur 3. Samtidig må vi regne med store svingninger i oljeprisen. Både produksjon og konsum av olje er lite prisfølsom på kort sikt, slik at selv små endringer i tilbudt eller etterspurt kvantum fører til store utslag i prisen. Endringer i OPECs strategi har også vist seg å gi brå skift i markedets prisforventninger.

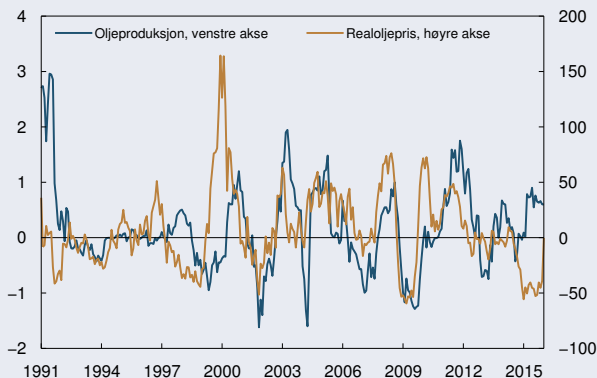
<sup>1</sup> IMF (2016), «Subdued Demand, Diminished Prospects» World Economic Outlook January 2016 Update. Se også Husain et al. (2015), «Global Implications of Lower Oil Prices», IMF Staff Discussion Note 15/15.

Figur 1 Oljepriser, Brent Blend. Spotpris og terminpris med levering om fem år. USD/fat. Januar 2000 – mars 2016<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> For mars 2016 benyttes gjennomsnittet av dagstall fra 1.–11. mars  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Realoljepris.<sup>1)</sup> 2016-dollar per fat. Oljeproduksjon i Saudi-Arabia. Millioner fat per dag. Tolvmånedersendring. Prosent. Januar 1991 – februar 2016



<sup>1)</sup> Deflatert med konsumprisindeksen for USA  
Kilder: IEA og Thomson Reuters



Oljeproduksjonen i Iran er ventet å øke etter at FN-sanksjonene knyttet til landets atomprogram ble opphevet i januar i år. Hvis dette ikke blir oppveid av reduksjoner hos andre OPEC-medlemmer, vil det samlede tilbudet fra OPEC øke. Utfallet av et eventuelt samarbeid mellom visse land i og utenfor OPEC om produksjonsbegrensninger er svært usikkert.

De kommende årene er det behov for betydelige investeringer for å møte økt etterspørsel og for å erstatte avtagende produksjon i eksisterende felt.<sup>2</sup> IEA anslår at global oljeetterspørsel på mellomlang sikt vil vokse om lag som i de ti foregående årene. Selv med lavere vekst i oljeetterspørselen vil behovet for nyinvesteringer være betydelig. Ifølge IEA vil 85 prosent av det totale investeringsbehovet på lang sikt være knyttet til fall i produksjon fra eksisterende felt.<sup>3</sup> Rystad Energy anslår at det i 2015 kun ble investert for rundt en fjerdedel av det langsiktige investeringsbehovet.<sup>4</sup> IEA at investeringene vil falle ytterligere i 2016. Med dagens priser vil en stor andel av feltutbyggingene som er nødvendige for å levere den nye produksjonskapasiteten trolig være ulønnsomme. Dette vil kunne redusere tilbudet fra produsenter utenom OPEC. Da vil OPECs markedsandel øke.

2 Se IEA, «Medium Term Oil Market Report 2016».

3 Se IEA, «IEA World Energy Outlook 2015».

4 Se Rystad Energy (9. desember 2015), «Press Release».

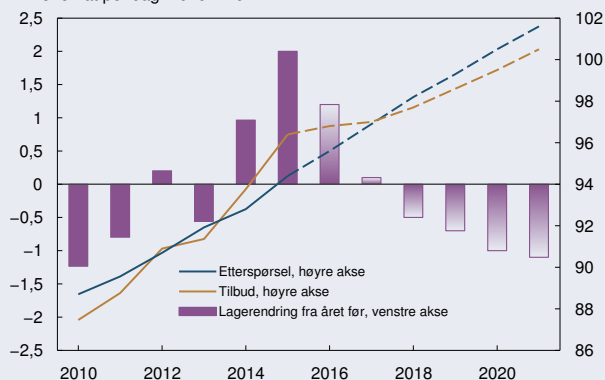
Kartellet vil så kunne utnytte den lave prisleisomheten ved å begrense utvinningen slik at prisene stiger. Dette kan føre til at prisene på sikt øker mer enn terminprisene nå indikerer.

På den annen side kan ny teknologi og rasjonalisering i produksjonen føre til en enda større nedgang i kostnadene. Dette kan dempe fallet i produksjonen utenom OPEC, og OPECs markedsrett vil reduseres. Innenfor OPEC kan i tillegg politiske konflikter og et kortsiktig behov for valutainntekter gjøre det vanskeligere å enes om en felles produksjonspolitikk. Endelig kan veksten i oljeetterspørselen svikte hvis global vekst avtar ytterligere, energieffektiviseringen tiltar og vridningen mot fornybare energikilder fortsetter.

Anslagene i denne rapporten legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Disse prisene har kommet betydelig ned. Over tid vil trolig kostnader ved oljeproduksjon utenfor OPEC ha avgjørende betydning for hvor mye oljeprisen etter hvert vil øke.

Figur 3 IEAs hovedscenario for balanse i oljemarkedet.

Millioner fat per dag, 2010 – 2021<sup>1)</sup>



1) Anslag fra 2016

Kilde: IEA Medium Term Oil Market Report 2016

# SANNSYNLIGHET FOR RESESJON

Veksten i norsk økonomi har avtatt markert de siste tre årene, og vært lavere enn den anslåtte potensielle veksten. Norges Banks anslag på produksjonsgapet, som angir den prosentvise forskjellen mellom nivået på faktisk og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge, har gått fra å være svakt positivt til å bli gradvis mer negativt, se figur 1.

Svingningene i økonomien kan også vurderes med utgangspunkt i nivået på den faktiske økonomiske aktiviteten. En resesjon defineres gjerne som en bred nedgang i den økonomiske aktiviteten som varer lenger enn noen få måneder, og som vanligvis gir utslag i blant annet produksjon, inntekt, etterspørsel og arbeidsmarked.<sup>1</sup> Resesjonen starter når den økonomiske aktiviteten passerer et toppunkt, og den slutter når aktiviteten har nådd en bunn. Perioden fra bunn til topp kalles en ekspansjon. Se figur 2 for en stilisert illustrasjon av slike såkalte klassiske konjunktursyklus. En fordel med en slik klassifisering er at den ikke krever et anslag på potensielt BNP.

I Aastveit, Jore og Ravazzolo (2016)<sup>2</sup> dateres historiske klassiske resesjoner for norsk økonomi. Vendepunktene er beregnet ved hjelp av en modell, der kvartals-tall for oljepris, sysselsetting, husholdningenes

konsum, foretaksinvesteringer, tradisjonell eksport og BNP for Fastlands-Norge samlet sett representerer den økonomiske aktiviteten.<sup>3</sup> Modellen beregner sannsynligheten for at økonomien befinner seg i en ekspansjon eller en resesjon. Når sannsynligheten for å være i en av disse tilstandene endres fra under 50 prosent til over 50 prosent, er et vendepunkt identifisert.<sup>4</sup>

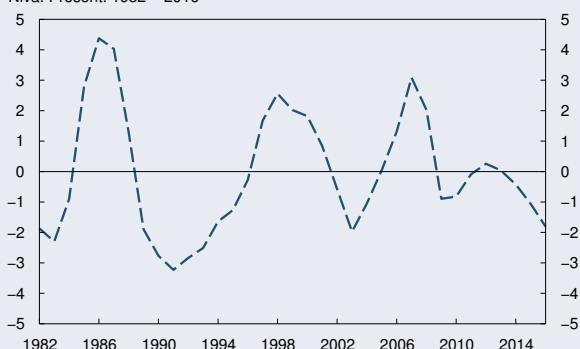
Figur 3 viser historiske resesjonsperioder i Norge datert med modellen skissert ovenfor. I figuren er det to brede mål på økonomisk aktivitet; BNP for Fastlands-Norge målt i faste priser og arbeidsledighetsraten. De grå feltene representerer perioder med resesjon. Fra første kvartal 1978 til og med fjerde kvartal 2013<sup>5</sup> var økonomien i resesjon i 20 prosent av kvartalene. Gjennomsnittlig sesongjustert kvartalsvekst i BNP for Fastlands-Norge var -0,2 prosent i resesjonsperiodene, mens kvartalsvekstraten i ekspansjonsperiodene var 0,9 prosent. Utviklingen i arbeidsledighetsraten, som ikke inngår i modellen, støtter dateringen.

Å datere historiske vendepunkter kan være nyttig for mange formål. For den løpende konjunkturovervåkingen er modellen ovenfor likevel ikke tilstrekkelig. De kvartalsvise nasjonalregnskapstallene som inngår

- 1 Definisjonen er hentet fra National Bureau of Economic Research (NBER), som daterer sykliske topp- og bunnpunkter i amerikansk økonomisk aktivitet. NBERs datering av vendepunktene blir mye brukt i analyser av amerikansk økonomi.
- 2 Aastveit, K. A., A.S. Jore and F. Ravazzolo (2016), «Identification and real-time forecasting of Norwegian business cycles», *International Journal of Forecasting*, 32, 283–292.

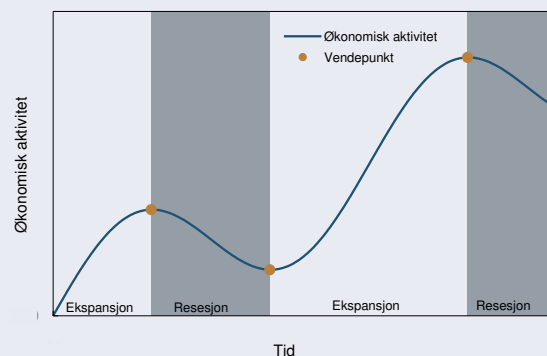
- 3 Selv om BNP for Fastlands-Norge i seg selv er et bredt mål på økonomisk aktivitet, er det nyttig å ha med store etterspørselskomponenter og andre indikatorer for aktiviteten i tillegg.
- 4 Sannsynligheten er beregnet med en såkalt Markov-switching faktormodell.
- 5 2013 er siste året der nasjonalregnskapstallene er endelige.

Figur 1 Anslag på produksjonsgap.<sup>1)</sup>  
Nivå. Prosent. 1982 – 2016



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

Figur 2 Konjunktursyklusens faser.

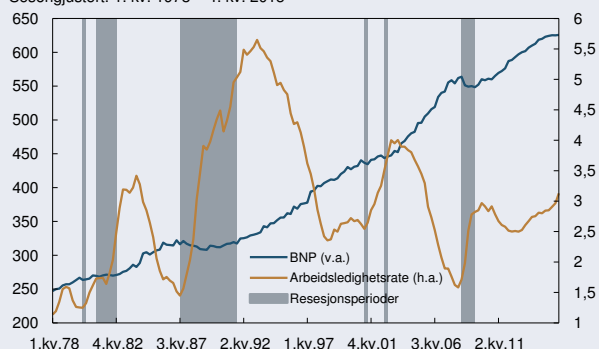


i modellen blir tilgjengelige med et tidsetterslep på rundt syv uker, og de er gjenstand for flere runder med revisjoner. I sanntid kan derfor empiriske modeller basert på alternative, tidlig tilgjengelige indikatorer være nyttige for å anslå sannsynligheten for at økonomien befinner seg i en resesjon.<sup>6</sup> I andre del av Aastveit et al. (2016) evalueres en rekke modeller med utgangspunkt i hvor raskt vendepunktene fanges opp. Basert på denne analysen har Norges Bank utviklet en månedlig indikatormodell for resesjonssannsynligheter. Modellen bruker tall for detaljhandel, industriproduksjon, antall ledige personer og oljeprisen som forklaringsvariabler. Figur 4 viser resesjonssannsynligheter fra denne modellen beregnet i sanntid.<sup>7</sup>

For å være en god indikator må de beregnede resesjonssannsynlighetene i sanntid være høye i de historiske resesjonsperiodene. Figur 4 viser at det er god, men ikke perfekt, samvariasjon mellom de to. Indikatormodellen gir høy sannsynlighet for resesjon på begynnelsen av 1980-tallet, i hovedsak i tråd med de daterte resesjonsperiodene. I det alvorlige tilbakeslaget på

- 6 Internasjonalt er det stor interesse for oppdatering av resesjonssannsynligheter for USA, der flere nettsteder følger og kommenterer de månedlige oppdateringene av resesjonssannsynlighetene fra Jeremy Pigers hjemmeside ved University of Oregon. Se Chauvet, M., & Piger, J. (2008): «Comparison of the real-time performance of business cycle dating methods». *Journal of Business and Economic Statistics*, 26, 42–49. Nylig publiserte Goldman Sachs estimerte resesjonssannsynligheter for flere land, deriblant Norge. Merk at Goldman Sachs bruker en annen definisjon på resesjoner enn NBER.
- 7 For årene før 2012 er det brukt endelige tall, der observasjoner er fjernet slik at lengden på tallseriene samsvarer med informasjonsmengden som til enhver tid ville vært tilgjengelig. Tallene vil kunne avvike fra det som forelå historisk dersom tallene er revidert i ettertid, noe som først og fremst er tilfellet for detaljomsättning og industriproduksjon. Det er grunn til å anta at avvikene i de beregnede sannsynlighetene ikke vil være store.

Figur 3 Resesjonsperioder<sup>1)</sup> i Norge sammen med BNP for Fastlands-Norge (milliarder kroner i faste priser) og registrert arbeidsledighet (prosent av arbeidsstyrken). Sesongjustert. 1. kv. 1978 – 4. kv. 2015



1) Datert i Aastveit, Jore og Ravazzolo (2016)  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

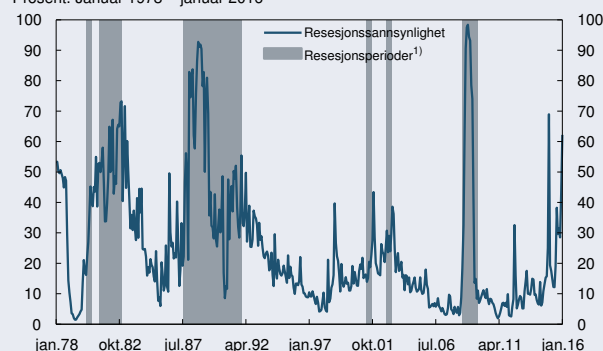
slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet var resesjonssannsynlighetene gjennomgående høye, særlig i første del av perioden. Nyten av å bruke indikatormodellen er tydelig høsten 2008. Allerede i begynnelsen av september 2008 viste den økt sannsynlighet for resesjon. Det tok tid før den svake utviklingen ble synlig i nasjonalregnskapet. Den sesongjusterte kvartalsveksten for BNP i tredje kvartal 2008 ble ikke målt som negativ før i november 2009.

De estimerte resesjonssannsynlighetene er volatile. I januar 2015 var sannsynligheten så høy som 70 prosent, før den falt tilbake igjen. Vi ser også noen episoder med relativt høy anslått sannsynlighet for resesjon uten at en resesjon ble datert i ettertid.

De siste månedene har resesjonssannsynligheten vært rundt 30–60 prosent. Det er vesentlig lavere enn modellen anslo ved finanskrisen i 2008/2009, men høyere enn ved de to korte resesjonsperiodene på begynnelsen av 2000-tallet. Sannsynligheten for avtakende økonomisk aktivitet øker naturlig nok i perioder med lav vekst. Usikkerhetsviften rundt SAM-anslagene<sup>8</sup> for BNP for Fastlands-Norge i denne rapporten, se figur 1.21, indikerer at det er 30–40 prosent sannsynlighet for at aktiviteten i økonomien kan falle i første kvartal i år. Det er godt i tråd med den modellberegnete resesjonssannsynligheten.

8 Anslag fra Norges Banks system for sammenveiling av korttidsmodeller.

Figur 4 Resesjonssannsynligheter beregnet i sanntid med månedlig indikatormodell. Prosent. Januar 1978 – januar 2016



1) Datert i Aastveit, Jore og Ravazzolo (2016)  
Kilde: Norges Bank

# GJENNOMSLAGET TIL BANKENES RENTER VED NEGATIVE SENTRALBANKRENTER

Flere sentralbanker har de siste årene innført negativ rente, enten ved å sette styringsrenten under null eller ved å la overskuddsreserver i banksystemet forrentes negativt.<sup>1</sup> De negative sentralbankrentene har hatt bredt gjennomslag til pengemarkedsrentene, se figur 1.

Negativ rente var fram til for kort tid siden et uprøvd pengepolitisk virkemiddel. Det er derfor naturlig å spørre om man kan forvente samme effekt av renteendringer når renten kommer under null som når den er positiv.

Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom ulike kanaler. Skal pengepolitikken virke som normalt, er det en forutsetning at endringer i styringsrenten fortsatt får gjennomslag til de rentene husholdninger og foretak står overfor. I mange land er banksektoren den viktigste kilden til finansielle tjenester for husholdninger og foretak. Pengepolitikken virkemåte vil derfor avhenge av hvordan bankenes adferd påvirkes av negative sentralbankrenter.

Tradisjonelle banker finansierer utlån med egenkapital og gjeld. Gjelden består av både innskudd og markeds-

finansiering. En viktig del av inntjeningen til bankene kommer fra marginen de tjener på gjeldsfinansierte utlån. Denne marginen oppstår ved at utlånsrentene holdes høyere enn bankenes innlånskostnad ved innskudds- og markedsfinansiering. Videre påvirkes bankenes lønnsomhet av andre forhold som gebyrinntekter og utlånstap.

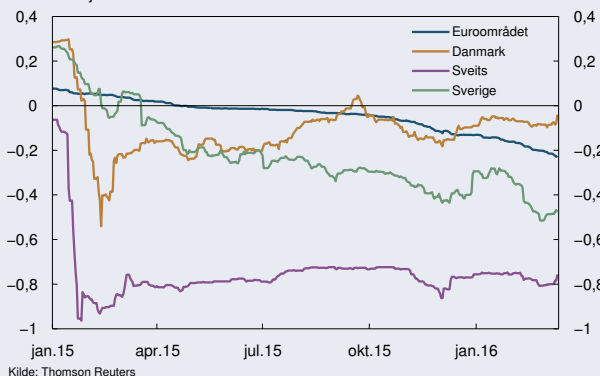
I normale tider, når styringsrenten er et stykke over null, kan endringer i styringsrenten få fullt gjennomslag til utlånsrentene uten at bankenes margin påvirkes. Det er fordi bankene da kan endre innskuddsrenten i takt med utlånsrenten. I tillegg vil renten på bankenes markedsfinansiering normalt falle med pengemarkedsrenten.<sup>2</sup>

Gjennomslaget til bankenes renter kan endre seg hvis styringsrenten blir negativ. Internasjonalt har bankene vegret seg for å sette negative innskuddsrenter, særlig for husholdninger og små foretak, se figur 2. Årsaken kan være at det for mange privatkunder koster lite å bytte ut bankinnskudd med kontanter. Når renten på bankinnskudd ikke settes videre ned, vil reduksjoner i styringsrenten kun påvirke den delen av bankenes finansiering som er hentet i markedet. Hvis styrings-

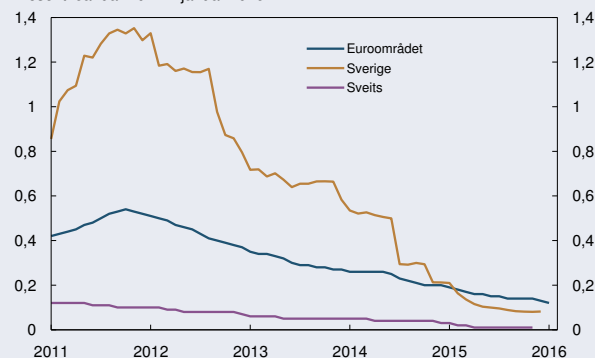
1 Se Bernhardsen T. og K. Lund (2015), «Negative renter: Sentralbankreserver og likviditetsstyring», *Aktuell kommentar 2/2015*, Norges Bank og Linnemann M. og A. Malkhozov (2016), «How have central banks implemented negative policy rates?», BIS, 6. mars.

2 Selv om marginen fra gjeldsfinansierte utlån ikke endres, forventes det at egenkapitalavkastningen faller i takt med reduksjonen i renten på egenkapitalfinansierte utlån.

Figur 1 Tremåneders pengemarkedsrente. Prosent. 1. januar 2015 – 11. mars 2016



Figur 2 Innskuddsrenter for husholdninger.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2011 – januar 2016



1) Innskuddsrenter for nye avtaler. Serien for Sverige omfatter alle løpetider. Euroområdet og Sveits omfatter innskudd uten bindingstid. Serien for Sveits gjelder flere sektorer enn husholdninger. Kilder: Statistiska centralbyrån, Den europeiske sentralbanken og den sveitsiske sentralbanken

renten samtidig får fullt gjennomslag til utlånsrentene, reduseres marginen på bankenes gjeldsfinansierte utlån.

Hvor stort gjennomslaget til utlånsrentene blir, avhenger blant annet av konkurransesituasjonen og lønnsomheten i banksektoren. Er det sterk konkurranse, vil bankene konkurrere på pris. Det kan resultere i bredt gjennomslag til utlånsrentene og lavere marginer. Med svakere konkurranse er det sannsynlig at gjennomslaget til utlånsrentene reduseres. Det er likevel grunn til å forvente et visst gjennomslag fra en moderat negativ styringsrente til utlånsrenter selv når bankene forsøker å holde lønnsomheten oppe. Billigere markedsfinansiering gir rom for at utlånsrentene kan falle samtidig som lønnsomheten opprettholdes.

Negative renter har også en direkte effekt på bankenes lønnsomhet fordi det fører til at de må betale for å ha innskudd i sentralbanken. I de fleste land utgjør sentralbankreservene en relativt liten andel av bankenes forvaltningskapital. Den direkte kostnaden vil derfor være nokså beskjeden. Kostnaden blir større når mengden sentralbankreserver øker. Det er bakgrunnen for at enkelte sentralbanker med negative renter har

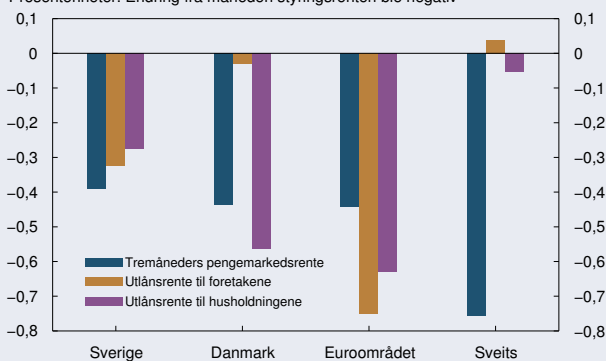
valgt å øke andelen av bankenes innskudd som skjermes fra negativ rente.<sup>3</sup>

Erfaringer fra land med negativ rente indikerer at pengepolitikken har hatt gjennomslag til bankenes utlånsrenter, se figur 3. Unntaket er Sveits, hvor utlånsrentene allerede før renten ble negativ lå på svært lave nivåer. Den sveitsiske sentralbanken forventer at økt konkurranse på utlån kan presse utlånsrentene noe ned fremover.<sup>4</sup>

Virkningen av negativ rente vil kunne variere mellom land. En av årsakene er forskjeller i bankenes muligheter til å endre renten på eksisterende utlån. For låneavtaler der renten er satt som et fast påslag over pengemarkedsrenten, vil reduksjoner i styringsrenten slå fullt gjennom hvis påslaget ikke kan endres. I land hvor slike låneavtaler er vanlig, vil det være mer krevende for bankene å holde lønnsomheten oppe. Bankene vil da kunne velge å øke påslaget på nye utlån for å bedre inntjeningen. Hvis det derimot er enkelt å justere utlånsrenten på eksisterende utlån, vil negativ rente trolig gi mindre press på bankenes marginer. Da vil det være tilstrekkelig å holde noe tilbake på reduksjoner i utlånsrentene for å

3 Se for eksempel Maechler A. M. (2015), «Introductory Remarks», pressekonferanse, den sveitsiske sentralbanken, 10. desember.  
4 Zurbrugg F. (2015), «A new premise for SNB monetary policy?», KOF Forecast Conference, 1. oktober.

Figur 3 Tremåneders pengemarkedsrenter og utlånsrenter til husholdninger<sup>1)</sup> og foretak<sup>2)</sup>. Prosentenheter. Endring fra måneden styringsrenten ble negativ<sup>3)</sup>



1) Nye utlån til boligformål fra banker og kredittforetak. Serien for Sveits gjelder nye fastrentelån med pant i fast eiendom (lånesektor ikke spesifisert)  
2) Nye utlån til foretak fra banker (også kredittforetak for euroområdet). Serien for Sveits gjelder fastrente investeringslån.  
3) Siste observasjon: 31. desember 2015 for pengemarkedsrenter og desember 2015 for utlånsrenter (november for Sveits)  
Kilder: Thomson Reuters, Statistiska centralbyrån, Danmarks Nationalbank, den sveitsiske sentralbanken og Den europeiske sentralbanken

opprettholde samlet lønnsomhet. Hovedinntrykket er at renten på nye lån har falt på tvers av land med negativ rente.

Så langt ser det ikke ut til at negative renter har svekket bankenes lønnsomhet i vesentlig grad. I euroområdet har mange banker kompensert for fallende renteinntekter med høyere utlånsvolum, reduserte nedskrivninger for fremtidige tap og økte kapitalinntekter.<sup>5</sup> I Sverige bidrar høy utlånsvekst og økte provisjonsinntekter til å opprettholde bankenes lønnsomhet.<sup>6</sup> Reduserte utlånstap bidro til å bedre lønnsomheten i danske banker i 2015 på tross av press på inntjeningen som følge av lav etterspørsel etter nye lån og det lave rentenivået.<sup>7</sup> For sveitsiske banker har økte gebyrer og økte marginer på nye eiendoms-lån bidratt til å dempe presset på lønnsomheten i 2015.<sup>8</sup>

Erfaringene til nå er at negative renter har bidratt til å redusere bankenes utlånsrenter. Samtidig er rommet under null begrenset. Kommer styringsrenten langt nok ned, kan store foretak og banker velge å gå over til å bruke kontanter i større grad. Det setter en nedre grense for hvor langt ned sentralbankrenter kan settes.

5 Cœuré B. (2016): «From challenges to opportunities: rebooting the European financial sector», tale ved SZ (Süddeutsche Zeitung) Finance Day 2016, 2. mars.

6 Sveriges riksbank (2015), «Finansiell stabilitet 2015:2».

7 Danmarks Nationalbank (2015), «Finansiell stabilitet, 2. halvår 2015».

8 Swiss National Bank (2015), «Financial Stability Report 2015».

# VEDLEGG

---

Oversikt over rentemøter i Norges Bank  
Tabeller og detaljerte anslag

---

## OVERSIKT OVER RENTEMØTER I NORGES BANK MED ENDRINGER I STYRINGSRENTEN

Dato <sup>1</sup>	Styringsrente <sup>2</sup>	Endring
22. juni 2016		
11. mai 2016		
<b>16. mars 2016</b>	<b>0,50</b>	<b>-0,25</b>
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
27. oktober 2010	2,00	0
22. september 2010	2,00	0

<sup>1</sup> Fra og med rentemøtet 13. mars 2013 har rentebeslutningen blitt publisert dagen etter rentemøtet.

<sup>2</sup> 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 <sup>1</sup>	Eksport F-Norge <sup>2</sup>	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	1,8	0,2	-14,7	5,2	0,6
2015 <sup>3</sup> 1. kv	-0,1	0,2	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	3,8
2. kv	0,0	0,2	0,6	0,4	1,2	-4,7	1,2	-1,8
3. kv	1,6	0,0	0,2	0,5	2,4	-8,1	1,9	-2,6
4. kv	-1,2	0,1	0,6	0,3	-0,4	-2,8	-1,3	1,6
Nivå 2015, mrd. kroner	3 141	2 611	1 336	727	537	190	601	982

1 Utvinning og rørtransport

2 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleumstjenester og andre tjenester

3 Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## TABELL 2 KONSUMPRISER

Årlig vekst/tolvmåneders-vekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1</sup>	KPIXE <sup>2</sup>	KPI-JA <sup>3</sup>	KPI-JE <sup>4</sup>	HKPI <sup>5</sup>
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

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

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

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 4/15 i parentes	Andel av verdens BNP			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markedskurser <sup>1</sup>	Handelspartnere <sup>4</sup>	2015	2016	2017	2018	2019
USA	16	22	10	2,4 (-0,1)	2,1 (-0,4)	2,4 (-0,1)	2,3 (0)	2,1
Euroområdet	12	18	38	1,5 (0)	1,4 (-0,2)	1,5 (-0,2)	1,7 (0)	1,6
Storbritannia	2	4	9	2,2 (-0,2)	2,1 (-0,3)	2,2 (-0,2)	2,2 (0)	2,2
Sverige	0,4	0,8	12	3,8 (0,5)	3,3 (0,3)	2,7 (-0,1)	2,5 (0)	2,3
Øvrige industriland <sup>2</sup>	7	11	16	1,5 (-0,1)	1,5 (-0,3)	1,9 (-0,1)	2,2 (0)	2,2
Kina	16	11	5	6,9 (0,1)	6,1 (-0,1)	5,9 (-0,1)	5,7 (-0,1)	5,7
Fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	19	12	10	0,7 (0)	1,5 (-0,3)	3,1 (-0,5)	3,8 (-0,1)	3,8
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	72	77	100	2,2 (0)	2,0 (-0,2)	2,2 (-0,2)	2,3 (-0,1)	2,3
Verden (PPP) <sup>5</sup>	100	100		3,1(0)	3,2 (-0,2)	3,6 (-0,1)	3,8 (0)	3,8
Verden (markedskurser) <sup>5</sup>	100	100		2,4 (0)	2,6 (-0,2)	3,0 (-0,1)	3,1 (-0,1)	3,1

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. BNP-vekter

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 4/15 i parentes	Handelspartnere <sup>3</sup>	Handelspartnere i renteaggregatet <sup>4</sup>	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2015	2016	2017	2018	2019
USA	6	19	0,1 (0)	1,2 (-0,2)	1,8 (-0,2)	2,2 (-0,1)	2,2
Euroområdet	35	53	0,0 (0)	0,2 (-0,6)	1,1 (-0,3)	1,2 (-0,3)	1,5
Storbritannia	7	7	0,0 (0)	0,8 (-0,4)	1,7 (-0,2)	2,1 (0,1)	2
Sverige	16	13	0,0 (0,1)	0,7 (-0,4)	1,8 (-0,8)	2,6 (-0,2)	2,8
Øvrige industriland <sup>1</sup>	15		0,4 (0)	0,5 (-0,5)	1,6 (-0,4)	1,7 (-0,2)	1,8
Kina	11		1,4 (-0,1)	1,5 (-0,2)	2,0 (-0,4)	2,7 (0)	2,7
Fremvoksende økonomier <sup>2</sup>	10		8,3 (0)	6,2 (0)	5,4 (0)	4,9 (0)	4,9
Norges handelspartnere <sup>3</sup>	100		1,0 (0,1)	1,1 (-0,4)	1,9 (-0,3)	2,1 (-0,2)	2,3
Handelspartnere i renteaggregatet <sup>4</sup>			0,1 (0,1)	0,5 (-0,5)	1,4 (-0,4)	1,7 (-0,2)	1,9
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>5</sup>			52	39	44	47	49

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

3 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

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

5 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. 2016 er gjennomsnitt av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

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
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,1	3,1	2,3	2,1	1,7
KPI-JAE <sup>1</sup>		2,7	3,0	2,5	2,1	1,7
Årslønn <sup>2</sup>		2,8	2,6	2,8	3,3	3,7
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	3141	1,6	-0,1	1,2	1,6	1,9
BNP for Fastlands-Norge	2611	1,0	0,8	1,8	2,3	2,5
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		-1,1	-1,8	-2,0	-1,6	-1,1
Sysselsetting, personer, KNR		0,6	0,1	0,5	1,0	1,1
Arbeidsstyrke, AKU		1,4	0,3	0,4	0,8	0,9
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,4	4,6	4,4	4,1	3,9
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0	3,3	3,5	3,4	3,3
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4</sup>	2600	1,6	2,0	2,2	2,4	2,6
- Privat konsum	1336	2,0	1,6	2,2	2,3	2,4
- Foretaksinvesteringer	226	-2,8	-1,4	3,7	5,6	7,2
- Boliginvesteringer	158	1,6	5,9	2,4	1,5	0,8
- Offentlig etterspørsel <sup>5</sup>	880	2,0	2,8	1,9	2,0	2,1
Petroleumsinvesteringer <sup>6</sup>	190	-14,7	-12,0	-7,0	-2,0	3,0
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>7</sup>	601	5,2	2,3	3,7	4,2	3,6
Import	982	0,6	1,1	2,7	2,8	4,2
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styrringsrente (nivå) <sup>8</sup>		1,0	0,5	0,2	0,2	0,5
Importveid valutakurs (I-44) <sup>9</sup>		103,5	108,4	108,0	106,3	104,3

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 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 Styrringsrenten 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](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 1|16 – mars

