



NORGES BANK

3 | 15

SEPTEMBER

# PENGEPOLITISK RAPPORT

MED VURDERING AV  
FINANSIELL STABILITET

# Norges Bank

Oslo 2015

Adresse: Bankplassen 2  
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon: 22316000  
Telefaks: 22413105  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](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 9. september 2015 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 23. september 2015 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>19</b>
<b>3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>32</b>
<b>RAMMER</b>	
- Forutsetninger om finanspolitikken	16
- Anslag på petroleumsinvesteringene	17
- Prognoser og sannsynlighetsvifter	20
- Avveininger i pengepolitikken	28
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/15	30
- Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	33
- Endringer i det norske kapitaldekningsregelverket	40
- Ny forskrift om krav til utlån med pant i bolig	41
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for bufferkravet	42
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	44
<b>UTDYPINGER</b>	<b>45</b>
- Utviklingen i Kina	46
- Utsikter til økt inflasjon hos våre viktigste handelspartnere	48
- Hvor mange er arbeidsledige?	51
- Reserverenten i Norge	53
<b>VEDLEGG</b>	<b>55</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	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

Renten 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 om lag 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 9. og 23. september 2015. Utgangspunktet for diskusjonen var analysen som ble publisert i Pengepolitisk rapport 2/15. Hovedstyret besluttet i juni å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1 prosent. Analysen i rapporten tilsa en styringsrente på i overkant av  $\frac{3}{4}$  prosent det nærmeste året. Deretter tilsa prognosen at styringsrenten ville øke gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville holde seg i underkant av 2,5 prosent i starten av prognoseperioden for deretter å bli liggende rundt 2 prosent de neste årene. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta den nærmeste tiden, men tilta mot et mer normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

Veksten i verdensøkonomien er fortsatt moderat. Fremover er det utsikter til at veksten hos Norges handelspartnere tar seg noe opp, men mindre enn tidligere antatt. Usikkerheten knyttet til utviklingen i Kina og andre fremvoksende økonomier har økt. Veksten i konsumprisene er svært lav hos de fleste av våre handelspartnere, mens kjerneinflasjonen er høyere. Den brede nedgangen i råvareprisene i sommer vil bidra til å holde veksten i konsumprisene lav. Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land. Prisingen i markedet tyder på at den ventede renteoppgangen hos handelspartnerne vil komme senere og mer gradvis enn tidligere ventet. Også de lange rentene ute har falt siden juni. I tillegg til å holde styringsrentene lave, kjøper flere sentralbanker verdipapirer for å stimulere økonomien og øke prisveksten.

Oljeprisen har falt gjennom sommeren, og har den siste tiden vært noe under 50 dollar per fat. Fallet i oljeprisen henger sammen med økte oljelagre og fortsatt tilbudsoverskudd. Samtidig kan en ytterligere oppbremsing i fremvoksende økonomier dempe veksten i oljeetterspørselen. Prisene på leveranser fram i tid reflekterer forventninger om en viss oppgang i oljeprisen, men til et lavere nivå enn prisene tydet på i juni.

Kronen har svekket seg markert siden juni og er svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Svekkelsen må ses i sammenheng med oljeprisfallet og lavere rentedifferanse mot utlandet.

Veksten i norsk økonomi har så langt vært om lag som ventet i juni. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i august om fortsatt svak produksjonsvekst. Oljeprisfallet gjennom sommeren kan bidra til at veksten i norsk økonomi holder seg lav lenger enn tidligere antatt. Oljeinvesteringene vil trolig falle mer enn anslått i juni, og lavere etterspørsel etter varer og tjenester fra petroleumsnæringen vil redusere aktiviteten i bedrifter med leveranser til denne næringen. Det gir ringvirkninger til fastlandsøkonomien for øvrig og kan bidra til å holde lønnsveksten nede i årene som kommer. Lavere lønnsvekst vil kunne dempe etterspørselen etter varer og tjenester, men også bedre norske bedrifters lønnsomhet og konkurranseevne. En svakere krone øker også lønnsomheten for eksportbedrifter og importkonkurrerende virksomheter.

Arbeidsledigheten har som ventet tiltatt noe. Mens den registrerte ledigheten har økt i tråd med anslagene fra juni, har ledigheten målt ved AKU steget mer. I regioner med nær tilknytning til oljevirkomheten har ledigheten tiltatt, mens den så langt har vært stabil i landet for øvrig. Omstillingen i norsk økonomi som følge av oljeprisfallet gjør at arbeidsledigheten trolig vil fortsette å øke noe.

Veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) er nær 3 prosent. Prisene på både norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer har steget mer enn lagt til grunn i juni. Kronen har svekket seg mye og over lengre tid, og valutakursgjennomslaget ser ut til å ha vært større enn ventet. Svekkelsen av kronen siden forrige rapport vil trolig bidra til å løfte prisveksten ytterligere den nærmeste tiden.

Veksten i boligprisene har variert gjennom sommeren og det er store regionale forskjeller i prisutviklingen. Samlet har veksten i boligprisene vært noe høyere enn anslått i juni. Husholdningenes gjeld fortsetter å vokse noe raskere enn inntektene. Etter at styringsrenten ble satt ned i juni, har bankene redusert sine utlånsrenter litt mer enn lagt til grunn i forrige rapport.

Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten viser svakere vekstutsikter for norsk økonomi enn i juni. Lav lønnsvekst holder kostnadsveksten nede, og etter hvert som virkningene av en svakere krone fases ut, ventes det at prisveksten avtar. Analysene innebærer en styringsrente som avtar til i overkant av 1/2 prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til nær 1 prosent. Med en slik bane for styringsrenten tilsier analysene at prisveksten på kort sikt blir værende nær 3 prosent før den gradvis avtar til om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kronekursen anslås å styrke seg noe, men holde seg svakere enn tidligere anslått gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å fortsette å avta fram mot utgangen av neste år. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe, blant annet som følge av lave renter og bedret konkurranseevne.

I drøftingen av pengepolitikken la hovedstyret vekt på at fallet i oljeprisen vil dempe veksten i norsk økonomi fremover. En svakere krone løfter prisveksten på kort sikt. Lenger fram er det utsikter til lavere inflasjon. Sammen med hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe, tilsier det en lavere styringsrente. På den andre siden innebærer enda lavere renter en risiko for at veksten i eiendomspriser og gjeld skyter fart. Etter en samlet vurdering av utsiktene og risikobildet mener hovedstyret at styringsrenten nå bør settes ned.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 23. september å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,75 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene, kan styringsrenten bli satt ytterligere ned i løpet av det nærmeste året.

Øystein Olsen  
23. september 2015

# 1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

## Litt svakere vekstutsikter hos handelspartnerne

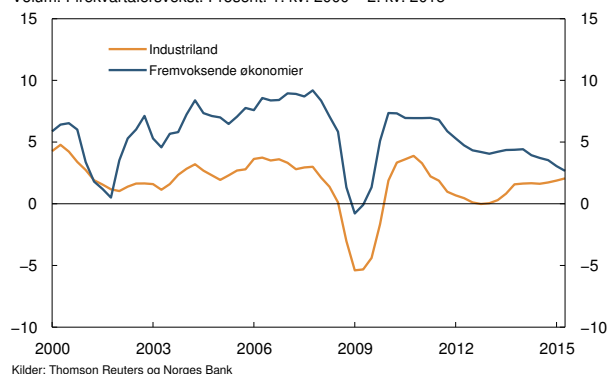
Veksten i verdensøkonomien er fortsatt moderat. Siden Pengepolitisk rapport 2/15 har veksten hos Norges handelspartnere samlet vært litt høyere enn ventet, men veksten i fremvoksende økonomier har avtatt, se figur 1.1. Vi venter en BNP-vekst hos handelspartnerne på 2¼ prosent i 2015 og 2016, se tabell 3 i vedlegget. Anslaget for neste år er lavere enn i forrige rapport. Nedbelåning vil fortsatt dempe veksten i flere land, men vi legger til grunn at blant annet lav oljepris og ekspansiv pengepolitikk vil bidra til at veksten etter hvert tar seg noe opp. Mot slutten av prognoseperioden venter vi en årlig vekst hos handelspartnerne på 2½ prosent. Verdensøkonomien anslås å vokse med 2½ prosent i år. Anslaget er ¼ prosentenhet lavere enn i forrige rapport og lavere enn gjennomsnittet for de siste 30 årene.

I USA tiltok aktiviteten i andre kvartal etter svak vekst ved inngangen til året. Fortsatt god sysselsettingsvekst, høyere lønnsvekst og lav prisvekst bidrar til økt kjøpekraft for husholdningene. Bedring i boligmarkedet styrker også husholdningenes finansielle situasjon. Vi venter at foretaksinvesteringene tar seg opp, men styrkingen av amerikanske dollar vil trolig dempe eksportveksten fremover.

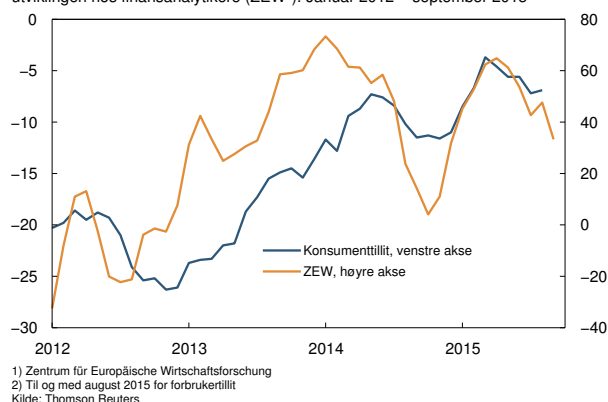
I euroområdet forsetter den forsiktige oppgangen. Veksttakten i BNP avtok fra første til andre kvartal, men løpende indikatorer peker mot noe høyere vekst mot slutten av året. I løpet av sommeren økte uroen i Hellas. Det var store uttak fra greske banker, og kapitalkontroll og uttaksbegrensninger ble innført. I juli kom Hellas til en foreløpig enighet med de øvrige eurolandene om et nytt låneprogram for de neste tre årene gjennom Den europeiske stabilitetsmekanismen (ESM). Uroen i sommer bidro til at tilliten hos konsumenter og finansanalytikere i euroområdet falt, se figur 1.2. Fremover venter vi at økt kjøpekraft som følge av fallet i råvareprisene, lettere finansieringsforhold og svakere valutakurs vil bidra til at veksttakten i euroområdet tar seg opp. Investeringene er fremdeles lave, men ventes å stige i takt med økt etterspørsel.

I Storbritannia tiltok BNP-veksten i andre kvartal. Bedringen i arbeidsmarkedet har fortsatt, og syssel-

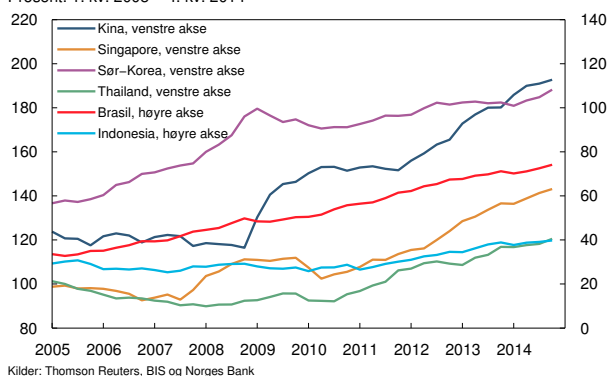
Figur 1.1 BNP hos handelspartnerne. Volum. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2015



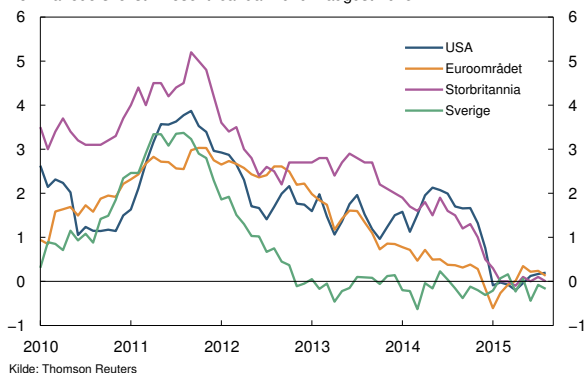
Figur 1.2 Euroområdet. Forbrukertillit og forventninger til den økonomiske utviklingen hos finansanalytikere (ZEW<sup>1</sup>). Januar 2012 – september 2015<sup>2</sup>)



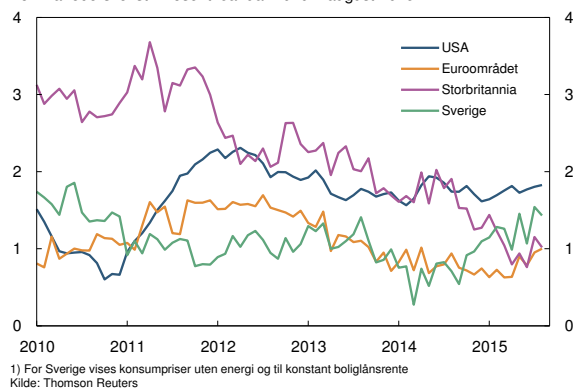
Figur 1.3 Kreditt til privat sektor som andel av BNP. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2014



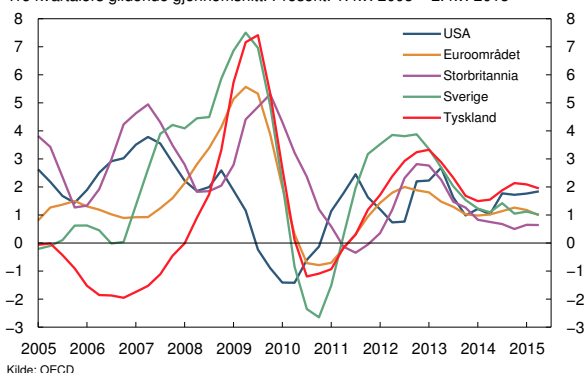
Figur 1.4 Konsumpriser.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – august 2015



Figur 1.5 Konsumpriser uten mat og energi.<sup>1)</sup>  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – august 2015



Figur 1.6 Lønnskostnader per produsert enhet. Firekvartalersvekst.  
Tre kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2015



settingen er nå på historisk høye nivåer. Lønnsveksten har tatt seg opp til rundt 2¾ prosent, den sterkeste veksten siden 2008. Vi ventet at høyere disponibel inntekt og fortsatt ekspansiv pengepolitikk vil bidra til god vekst i privat konsum og oppgang i boliginvesteringene. I Sverige bidro særlig høyere nettoeksport og økte investeringer til at veksten tiltok i andre kvartal. Ekspansiv pengepolitikk og økt etterspørsel internasjonalt vil trolig bidra til at veksttakten holder seg oppe de neste årene.

Et betydelig fall i aksjemarkedet i Kina og den uventede svekkelsen av valutaen har økt usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen i landet. Veksten tok seg opp fra første til andre kvartal, men flere løpende indikatorer peker mot en avdemping av veksten i tredje kvartal. Kredittveksten har økt mye siden finanskrisen, og gjelden som andel av BNP er høy, se figur 1.3. Nedbelåning vil trolig dempe veksten fremover. Samtidig har kinesiske myndigheter fortsatt handlingsrom i den økonomiske politikken. Vi legger til grunn at Kina unngår et brått fall i veksttakten, og anslår gradvis avtakende vekst i Kina ned mot 6 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Se nærmere omtale av utviklingen i Kina i en egen utdyping på side 46.

I andre fremvoksende økonomier har veksten i både eksport og innenlandsk etterspørsel vært lavere enn ventet. I mange land er det utfordringer knyttet til sterk kredittvekst og høy gjeldsbyrde. Som i Kina vil nedbelåning trolig dempe veksten i flere år fremover. På den andre siden vil tiltakende vekst i industri-landene kunne bidra til å øke eksporten. Lavere priser på olje og andre råvarer fører til fortsatt svak utvikling i store råvareprodusenter som Brasil og Russland.

### Fortsatt lav prisvekst hos handelspartnerne

Veksten i konsumprisene er svært lav hos de fleste av våre handelspartnere, se figur 1.4. Fallet i energiprisene siden i fjor sommer har bidratt til å trekke prisveksten ned. Kjerneinflasjonen er fortsatt høyere enn samlet konsumprisvekst i de fleste land, se figur 1.5. Markedsbaserte mål på langsiktige inflasjonsforventninger i USA, euroområdet og Storbritannia har falt noe siden midten av juni. Den videre nedgangen i prisene på olje og andre råvarer i sommer vil bidra til å holde prisveksten lav også en periode



fremover. Utover i prognoseperioden vil vekst i lønnskostnader hos våre viktigste handelspartnere bidra til en gradvis oppgang i prisveksten, se figur 1.6. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere sett under ett ventes å tilta fra 1 prosent i år til 2¼ prosent i slutten av prognoseperioden, se tabell 4 i vedlegget. Utsiktene for prisveksten hos våre viktigste handelspartnere er nærmere omtalt i en egen utdyping på side 48.

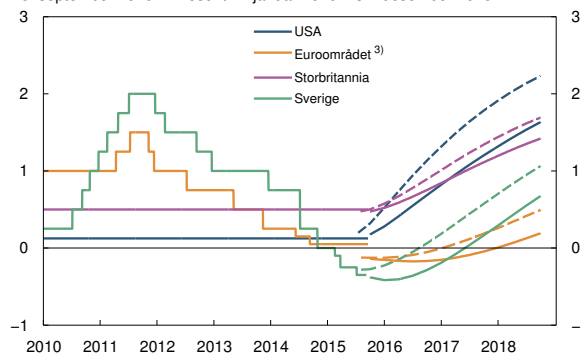
### Svært lave renter ute

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land, se figur 1.7. I tillegg til å holde styringsrentene svært lave fortsetter Sveriges Riksbank og Den europeiske sentralbanken (ESB) med ukonvensjonelle pengepolitiske tiltak. ESB kjøper obligasjoner for 60 milliarder euro i måneden, og sikter mot å opprettholde kjøpene minst fram til september 2016. Markedsprisingen indikerer at ESB vil holde styringsrenten uendret fram til andre halvår 2017. I juli senket Riksbanken i Sverige styringsrenten med 0,1 prosentenheter til -0,35 prosent. I tillegg ble de samlede kjøpene av statsobligasjoner økt med 45 milliarder svenske kroner til totalt 135 milliarder svenske kroner. Kjøpene skal etter planen gjennomføres innen utgangen av året. Riksbanken har signalisert at ytterligere pengepolitiske tiltak vil kunne bli iverksatt. Markedsprisingen indikerer forventninger om at Riksbanken holder styringsrenten uendret fram til siste halvår 2016.

I USA og Storbritannia er det ventet renteøkninger i løpet av første halvår neste år. Fallende råvarepriser, økt markedsure og risiko for svakere global vekst har bidratt til å redusere forventningene om økning i renten i USA de nærmeste årene. Også i Storbritannia ventes en svært gradvis normalisering av pengepolitikken. For våre handelspartnere sett under ett har forventede pengemarkedsrenter falt siden forrige rapport, se figur 1.8.

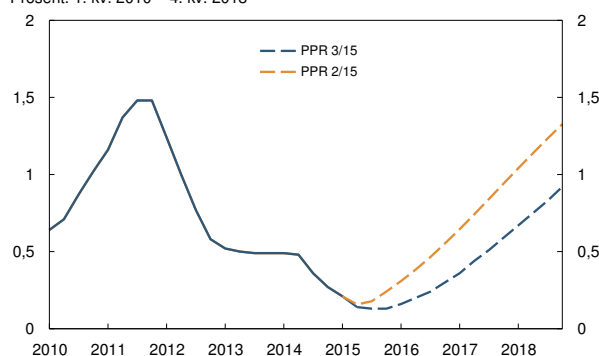
Fallende råvarepriser og økt bekymring for svakere global vekst har bidratt til at også lange renter hos våre viktigste handelspartnere har falt noe siden forrige rapport, se figur 1.9. Statsrentene i de mest gjeldsutsatte landene i euroområdet har falt litt mer enn tilsvarende tyske statsrenter.

Figur 1.7 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 12. juni 2015 og 18. september 2015.<sup>1)</sup> Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2018<sup>2)</sup>



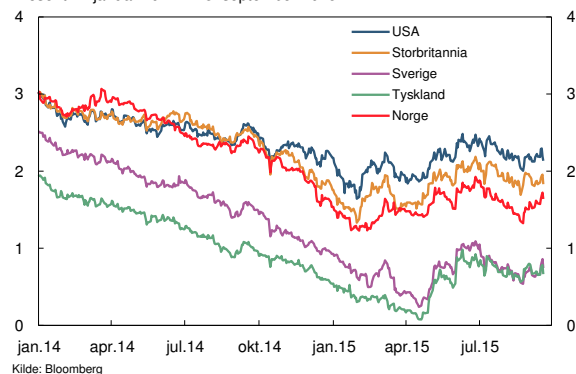
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 12. juni 2015. Heltrukne linjer viser terminrenter per 18. september 2015. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter  
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 3. kv. 2015  
3) Eonia for euroområdet fra 3. kv. 2015  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.8 Pengemarkedsrente hos handelspartnere.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2018<sup>2)</sup>



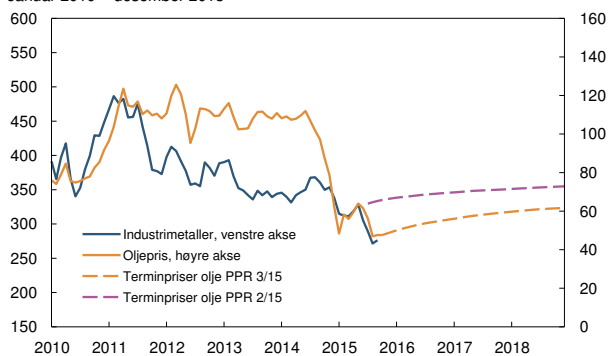
1) For informasjon om aggregatet for handelspartnernes renter, se Norges Bank Memo 2/2015  
2) Stiplede blå og oransje linjer viser terminrenter henholdsvis per 18. september 2015 og 12. juni 2015  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2014 – 18. september 2015



Kilde: Bloomberg

Figur 1.10 Priser på råolje og industrimetaller.<sup>1)</sup>  
Januar 2010 – desember 2018<sup>2) 3)</sup>

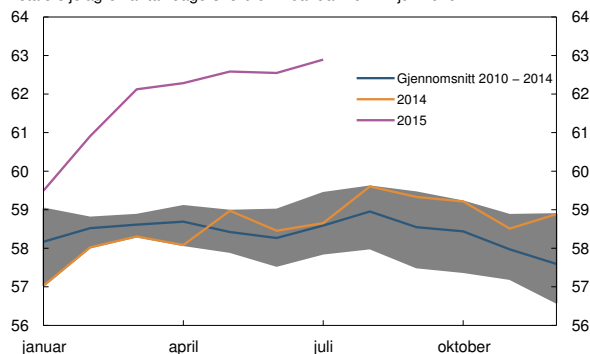


1) USD per fat for olje og indeks for industrimetaller  
2) For september 2015 er siste observasjon 18. september 2015  
3) Terminpriser på ulike tidspunkter (stiplet). For PPR 3/15 vises gjennomsnittet av terminprisene for de siste fem handledagene til og med 18. september 2015  
Kilde: Thomson Reuters

## Oljeprisen har falt

Oljeprisen har falt siden juni og har den siste tiden vært i underkant av 50 dollar per fat. Det er nærmere 15 dollar lavere enn gjennomsnittet for andre kvartal 2015. Terminprisene har også falt, se figur 1.10. Nedgangen i oljeprisen henger sammen med fortsatt tilbudsoverskudd som gjenspeiles i økte oljelagre, se figur 1.11. Globalt oljetilbud har steget kraftig det siste året. OPEC, og særlig Saudi-Arabia, har økt oljeproduksjonen for å gjenvinne markedsandeler. Global oljeproduksjon ventes å være høyere enn forbruket også en god stund fremover. I kjølvannet av oljeprisfallet har kostnadene for oljeproduksjon i landene utenfor OPEC blitt redusert, særlig i USA. En større andel av produksjonen kan derfor være lønnsom selv med lavere oljepris.

Figur 1.11 Oljelagre i OECD-landene.  
Totale oljelagre i antall dagers forbruk.<sup>1)</sup> Januar 2014 – juli 2015

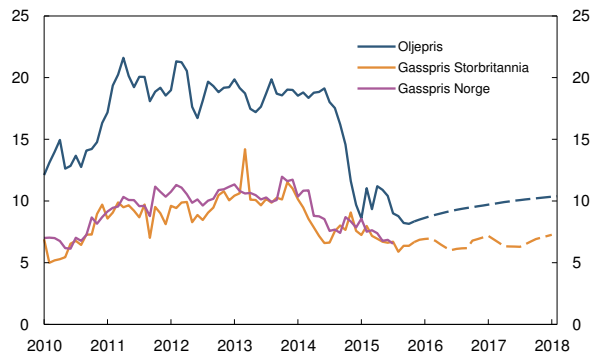


1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig etterspørsel over de neste tre månedene.  
Grått bånd viser intervallet mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2010 – 2014  
Kilde: IEA

Veksten i global oljeetterspørsel øker, men betydelig mindre enn veksten i tilbudet fram til og med andre kvartal 2015. En ytterligere oppbremsing av veksten i fremvoksende økonomier vil kunne føre til at oljeetterspørselen utvikler seg svakere også i tiden fremover. En samtidig nedgang i oljeprisen og prisene for industrimetaller kan være en indikasjon på økt usikkerhet om vekstutsiktene internasjonalt.

Siden begynnelsen av 2014 har prisen på eksport av norsk gass falt mindre enn oljeprisen, se figur 1.12. Nedgangen i eksportprisen på norsk gass må særlig ses i sammenheng med fallet i britisk gasspris.

Figur 1.12 Priser på råolje og naturgass  
USD/millioner BTU<sup>1)</sup>. Januar 2010 – februar 2018<sup>2) 3)</sup>



1) British Thermal Unit  
2) For september 2015 benyttes gjennomsnitt av dagstall fram til og med 17. september 2015 for oljepris og britisk gasspris  
3) For terminpriser (stiplet) for olje og britisk gass vises gjennomsnittet av terminprisene for de siste fem handledagene til og med 17. september 2015  
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Selv om disse prisene reflekterer forventninger om en viss oppgang de neste årene, er terminprisene lavere enn det som ble lagt til grunn i forrige rapport.

## Markert kursfall på valutaene til råvareeksporterende land

Amerikanske dollar og britiske pund styrket seg gjennom sommeren som følge av forventninger om at sentralbankene i USA og Storbritannia ville begynne å heve styringsrentene. Begge valutaene har senere svekket seg noe etter hvert som de forventede renteøkningene er skjøvet ut i tid. Euroen svekket seg i juli som følge av uroen rundt Hellas, men styrket seg igjen etter at det ble inngått avtale om nye lån fra EU og IMF. Svenske kroner svekket seg etter at Riksbanken

i juli senket styringsrenten og økte kjøpene av statsobligasjoner. Et betydelig fall i råvareprisene har bidratt til en markert svekkelse av flere råvarevalutaer, se figur 1.13. Kinesiske yuan har svekket seg med vel 2 prosent mot amerikanske dollar etter at Kina fra 11. august gikk over til å legge større vekt på markedskursen ved fastsettelsen av den offisielle kursen på yuan. Omleggingen i Kina har også bidratt til store svingninger i kursen på flere valutaer i Sørøst-Asia. Samtidig har økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen i Kina ført til uro i de internasjonale finansmarkedene. Økt risikoaversjon har den siste tiden bidratt til en styrking av japanske yen og euro. Begge valutaene har trolig vært brukt som finansieringsvalutaer for kjøp av valutaer med høyere rente, såkalte «carry trades».

Kronekursen målt ved I-44 har svekket seg markert siden forrige rapport og har den siste tiden vært nær de svakeste nivåene siden august 1998. Svekkelsen må ses i sammenheng med fallet i oljeprisen siden juni. Markedet for norske kroner har, i likhet med andre valutamarkeder, tidvis vært preget av dårlig likviditet og store kursbevegelser. Hittil i tredje kvartal har kronekursen i gjennomsnitt vært om lag 3 prosent svakere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.14.

### Litt lavere utlånsrenter

Etter at styringsrenten i Norge ble satt ned i juni, har mange banker redusert rentene på boliglån med flytende rente, se figur 1.15. Reduksjonen er noe større enn anslått i forrige rapport.

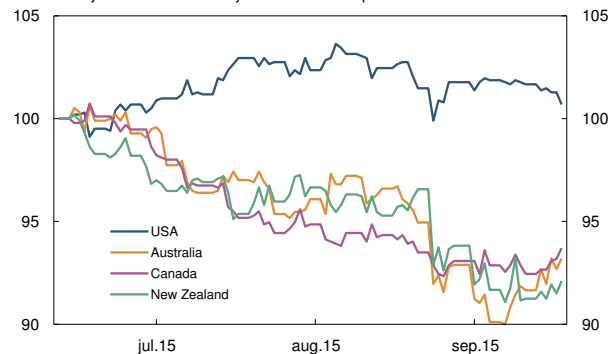
Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente er om lag 0,3 prosentenheter, og det har endret seg lite siden forrige rapport. Som i juni anslås påslaget å holde seg rundt 0,3 prosentenheter den nærmeste tiden. Risikopåslagene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og seniorobligasjoner utstedt av norske banker har økt siden forrige rapport. For de fleste bankene er risikopåslagene om lag på nivå med de gjennomsnittlige påslagene på bankenes utestående obligasjonsfinansiering.

### Lav vekst i norsk økonomi

Utviklingen i norsk økonomi har vært om lag som ventet i juni. Kvartalsveksten i BNP for Fastlands-Norge var 0,2 prosent i andre kvartal, på linje med

Figur 1.13 Effektive valutakurser.

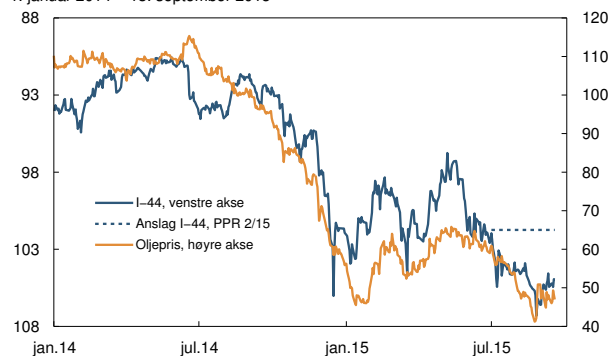
Indeks. 12. juni 2015 = 100. 12. juni 2015 – 18. september 2015



Kilder: Bloomberg, Bank of England og Norges Bank

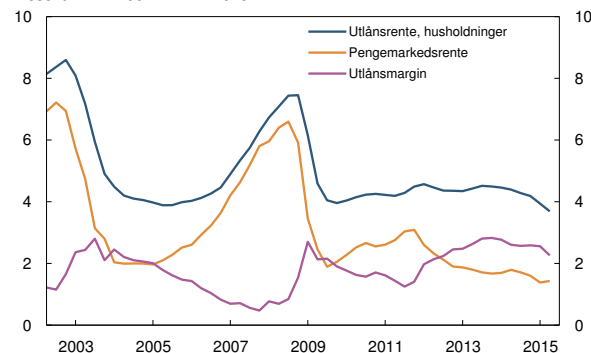
Figur 1.14 Oljepris<sup>1)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44).<sup>2)</sup>

1. januar 2014 – 18. september 2015



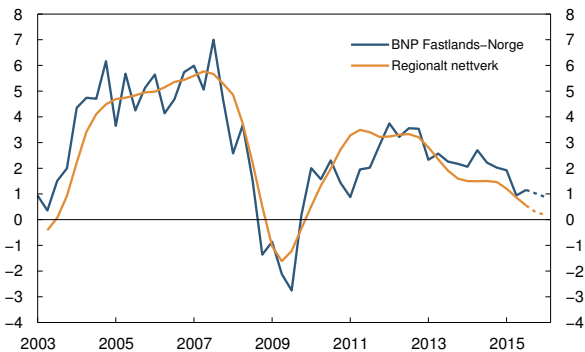
1) USD per fat  
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.15 Utlånsrente til husholdninger, pengemarkedsrente og utlånsmargin.<sup>1) 2)</sup> Prosent. 2. kv. 2002 – 2. kv. 2015



1) Gjennomsnittlig utlånsrente for banker og kredittoretak for alle utlån til husholdninger  
2) Rentene er beregnet ved gjennomsnitt for kvartalet  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.16 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon<sup>2)</sup>  
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2016

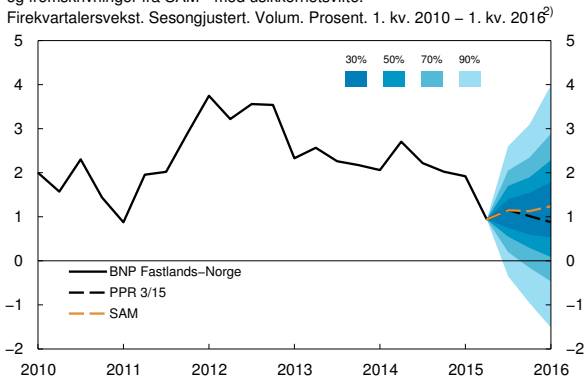


1) Anslag fra 3. kv. 2015 – 1. kv. 2016 (stiplet)  
2) Firekvartalersvekst i indeks basert på vekst i produksjon siste tre måneder (heltrukket) og forventet vekst i produksjon neste seks måneder (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

anslagene i forrige rapport. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i august om fortsatt svak produksjonsvekst, se figur 1.16. Nedgangen i oljeleverandørnæringen har tiltatt. Også innenfor tjenesteyting mot næringslivet falt produksjonen, mens øvrige næringer meldte om vekst.

Vekstutsiktene for norsk økonomi er svekket. Kontaktene i Regionalt nettverk forventer noe lavere produksjonsvekst fremover enn de gjorde i mai. Den nærmeste tiden venter vi at veksten i fastlandsøkonomien vil være om lag ¼ prosent i kvartalet. Anslagene er litt lavere enn anslagene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.17, men høyere enn forventningene til produksjonsveksten i Regionalt nettverk.

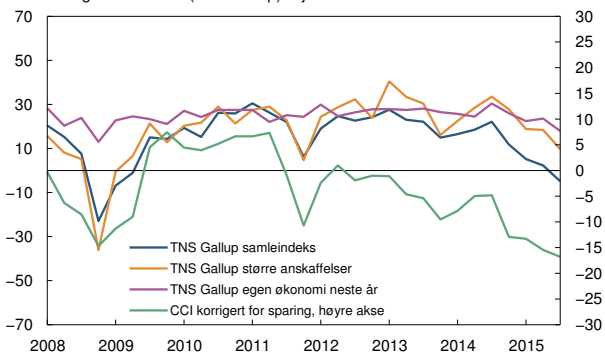
Figur 1.17 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup> med usikkerhetsvitte.



1) System for sammenveiling av korttidsmodeller  
2) Anslag for 3. kv. 2015 – 1. kv. 2016 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Til tross for usikkerhet om utsiktene for norsk økonomi, har veksten i husholdningenes konsum holdt seg oppe og vært noe høyere enn anslått i forrige rapport. Den lave renten støtter opp under husholdningenes forbruk. Husholdningsrettede næringer i Regionalt nettverk meldte i august om høyere produksjonsvekst enn i forrige runde. Fremover venter kontaktene i disse næringene uendret eller litt lavere produksjonsvekst. En lav oljepris vil etter hvert kunne dempe konsumveksten, blant annet gjennom høyere arbeidsledighet og lavere lønnsvekst. Forbrukertilliten, som har holdt seg lav siden høsten i fjor, har falt videre i løpet av sommeren, se figur 1.18. Det er særlig svakere tiltro til landets økonomi som trekker forbrukertilliten ned. Vi anslår noe lavere vekst i husholdningenes konsum den nærmeste tiden enn lagt til grunn i forrige rapport. Revideringen av foregående kvartaler gjør likevel at anslaget for årsveksten i 2015 er oppjustert.

Figur 1.18 Forbrukertillit. CCI korrigeret for sparing (Opinion)<sup>1)</sup> og Forventningsbarometeret (TNS Gallup). Ujusterte netttotal. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2015<sup>2)</sup>



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

Veksten i boliginvesteringene fortsatte å øke i andre kvartal, men noe mindre enn anslått i forrige rapport. Både salg og igangsetting av nye boliger holder seg oppe, men oljeprisfallet siden i fjor sommer demper aktiviteten i enkelte områder. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i august om fortsatt vekst i boligbyggingen. Vi venter moderat vekst i boliginvesteringene de nærmeste kvartalene.

Foretaksinvesteringene falt videre i andre kvartal etter nedgang også de to foregående kvartalene. Usikker-

het om utviklingen i oljeprisen og svakere vekstutsikter for norsk økonomi vil trolig dempe bedriftenes investeringer. Vi anslår moderat vekst i foretaksinvesteringene den nærmeste tiden.

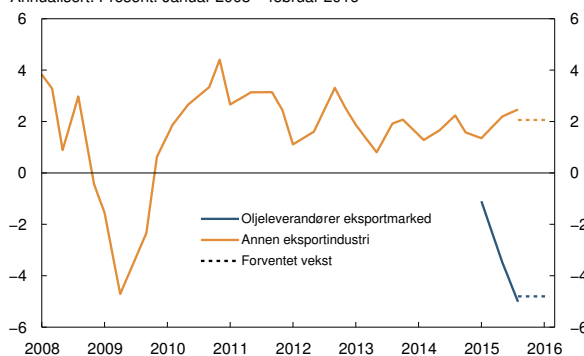
Oljeinvesteringene ventes å falle mer enn anslått i forrige rapport, i hovedsak som følge av utsikter til lavere oljepris enn lagt til grunn i juni. Vi anslår nå at investeringene vil falle med mer enn en fjerdedel fra 2014 til 2018. For inneværende år ventes nedgangen å bli noe mindre enn tidligere anslått, mens investeringene i årene 2016 til 2018 ventes å falle mer. Se egen ramme på side 17 for en nærmere omtale av oljeinvesteringsanslagene.

Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har så langt i år utviklet seg noe sterkere enn anslått i forrige rapport. Den svake kronen bidrar til å bedre den kostnadmessige konkurranseevnen for norske eksportbedrifter. Oljeleverandørene i Regionalt nettverk venter at eksportproduksjonen vil falle betydelig fremover, se figur 1.19. Samlet venter vi at eksporten av tradisjonelle varer og tjenester vil vokse moderat den nærmeste tiden, om lag som anslått i forrige rapport. Vi venter likevel at årsveksten for inneværende år blir høyere enn tidligere lagt til grunn som følge av opprevidering av eksporttallene for første kvartal.

### Arbeidsledigheten øker noe og kapasitetsutnyttingen avtar

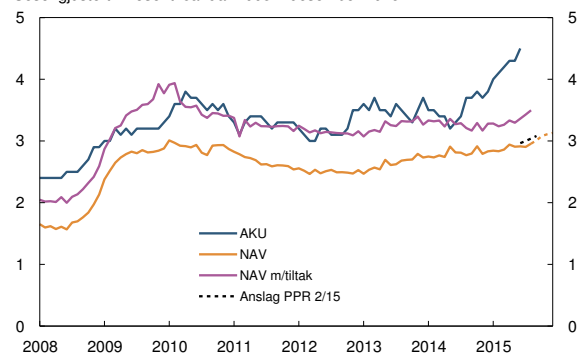
Arbeidsledigheten økte noe gjennom sommeren. Den registrerte arbeidsledigheten steg til 3,0 prosent i august, om lag som anslått i juni, se figur 1.20. Den siste tiden har antall arbeidssøkere på tiltak økt. Ledigheten fortsetter å øke i regioner med nær tilknytning til oljevirkosomheten, mens arbeidsledigheten har vært stabil i landet for øvrig, se figur 1.21. Ifølge AKU steg arbeidsledigheten til 4,5 prosent i juni. Avviket mellom ledigheten slik den måles i NAV og AKU har fortsatt å øke og er nå historisk høyt. Deler av den siste tids økning i AKU-ledigheten skyldes en oppgang i yrkesdeltakelsen og arbeidsledigheten blant unge. Denne utviklingen fanges ikke i samme grad opp i NAVs statistikk for registrert arbeidsledighet. Se egen utdyping på side 51 for en nærmere omtale av utviklingen i arbeidsledigheten. Arbeidsinnvandringen har avtatt noe, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Sysselsettingen har vært litt høyere enn anslått i juni.

Figur 1.19 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder.<sup>1)</sup> Annualisert. Prosent. Januar 2008 – februar 2016<sup>2)</sup>



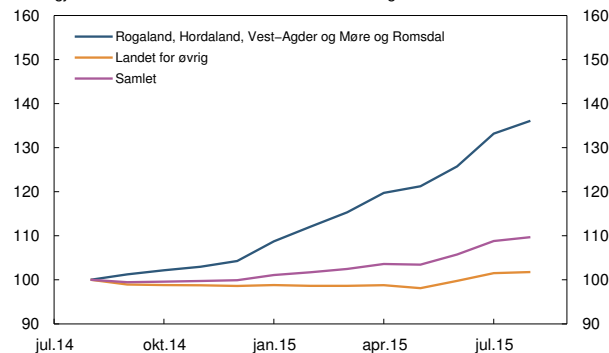
1) Ny næringsinndeling fører til brudd i serien for eksportindustri fra 2015  
2) Rapportert vekst til og med august 2015. Forventet vekst for september 2015 – februar 2016 (stiplet)  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.20 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – desember 2015<sup>2)</sup>



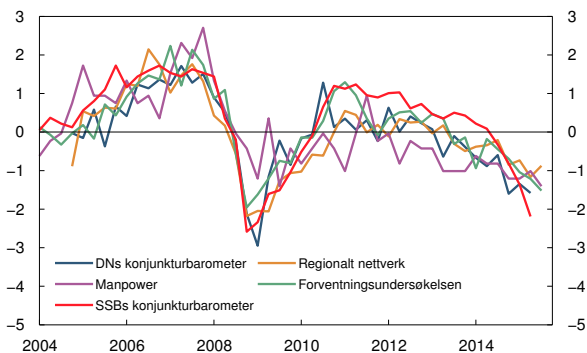
1) Arbeidskraftundersøkelsen  
2) Anslag for september 2015 – desember 2015 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

Figur 1.21 Registrerte ledige og arbeidssøkere på tiltak fordelt etter fylke. Sesongjustert. Indeks. Juli 2014 = 100. Juli 2014 – august 2015



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 1.22 Fem indikatorer for forventet sysselsetting.<sup>1)</sup>  
1. kv. 2004 – 3. kv. 2015

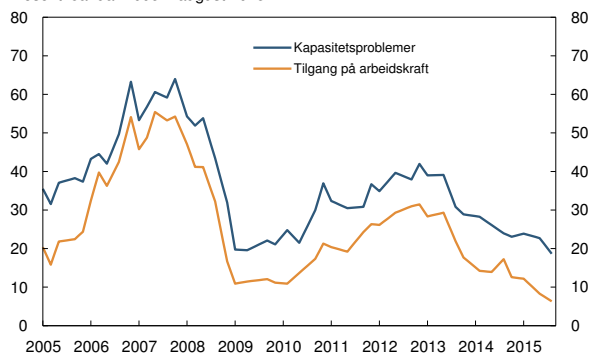


<sup>1)</sup> Antall standardavvik fra gjennomsnittet for hver indikator  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Manpower, Epinion, Dagens Næringsliv og Norges Bank

Over halvparten av sysselsettingsveksten i andre kvartal kom i offentlig forvaltning. Fremover venter vi at sysselsettingsveksten vil avta. Flere forventningsindikatorer peker i retning av fall i sysselsettingen, se figur 1.22. Vi venter at arbeidsledigheten vil øke noe de nærmeste månedene.

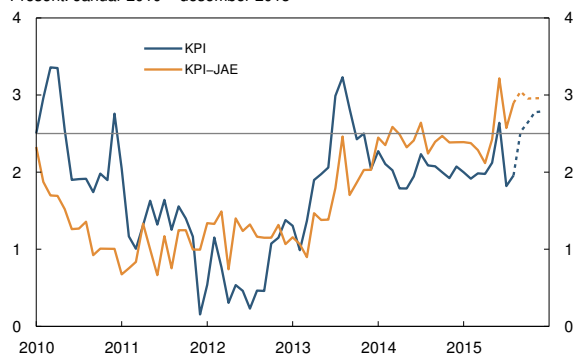
Kapasitetsutnyttningen har fortsatt å avta og vurderes å være lavere enn et normalt nivå. I Regionalt nettverk har andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer falt videre siden mai og er nå på sitt laveste siden målingens start i 2005, se figur 1.23. Også andelen bedrifter som opplyser at tilgangen på arbeidskraft er en begrensende faktor i produksjonen har falt ytterligere. Heller ikke denne andelen har tidligere vært så lav som nå. Den registrerte arbeidsledigheten, som er sentral i vår vurdering av kapasitetsutnyttningen, har økt om lag som ventet i forrige rapport og er noe høyere enn gjennomsnittet for de siste 15 årene. AKU-ledigheten har økt mer og til et klart høyere nivå enn gjennomsnittet for samme periode. Det kan isolert sett tyde på at det er mer ledige ressurser i økonomien enn anslått i juni. Samtidig skyldes noe av oppgangen i AKU-ledigheten at flere yngre arbeidstakere ønsker å jobbe. Det er uvanlig at yrkesdeltakelsen blant ungdom øker i en nedgangskonjunktur. Vi legger derfor til grunn at yrkesfrekvensen, særlig blant unge, vil falle den nærmeste tiden. Samlet ser det ut til at kapasitetsutnyttningen har avtatt om lag som anslått i forrige rapport.

Figur 1.23 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.<sup>1)</sup>  
Prosent. Januar 2005 – august 2015



<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 1.24 KPI og KPI-JAE.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst.  
Prosent. Januar 2010 – desember 2015<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Anslag for september 2015 – desember 2015 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Moderat lønnsvekst

Lønnsveksten for innværende år anslås til 2¾ prosent, det samme som i forrige rapport. Anslaget er på linje med forventningene i Regionalt nettverk og gjennomsnittet av forventningene til partene i arbeidslivet slik disse kommer til uttrykk i forventningsundersøkelsen fra Epinion.

### Konsumprisveksten har tiltatt

Veksten i konsumprisene har de siste månedene vært høyere enn anslått i forrige rapport. I august var tolv månedersveksten i KPI 2,0 prosent, se figur 1.24. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 2,9 prosent i august. For flere av undergruppene i KPI har prisveksten variert mye og bidratt til store svingninger i den samlede konsumprisveksten de siste månedene.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært høyere enn ventet, se figur 1.25. I august var tolv månedersveksten 2,6 prosent. En vedvarende svak krone vil kunne bidra til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester holder seg oppe noe lenger enn tidligere lagt til grunn, blant annet som følge av høyere prisvekst på importerte innsatsfaktorer. På den andre siden vil avtakende kapasitetsutnyttning i norsk økonomi bidra til at den innenlandske prisveksten etter hvert vil avta. Den nærmeste tiden anslår vi en noe høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester enn lagt til grunn i forrige rapport.

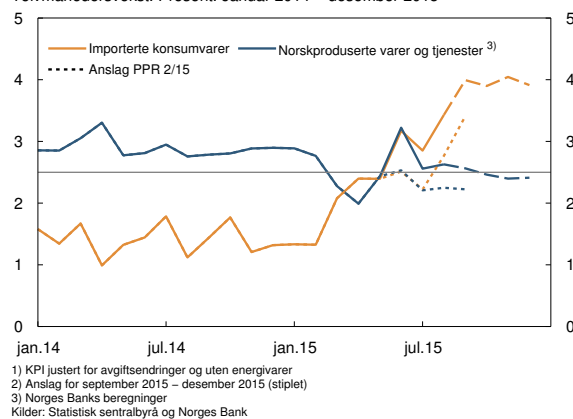
Prisene på importerte konsumvarer har også steget mer enn anslått. I august var tolv månedersveksten 3,4 prosent. Kronen har svekket seg mye og over lengre tid, og gjennomslaget fra valutakursen til importerte konsumpriser har trolig vært større enn tidligere lagt til grunn. Indikatoren for internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser anslås å øke i om lag samme takt i år som i fjor, se figur 1.26. Anslaget er noe lavere enn i juni, i hovedsak som følge av lavere råvarepriser. Likevel ventet vi at svekkelsen av kronen siden forrige rapport vil bidra til at prisveksten på importerte konsumvarer øker noe mer enn tidligere anslått den nærmeste tiden.

Samlet ventet vi en tolv månedersvekst i konsumprisene (KPI-JAE) på om lag 3 prosent ut 2015, høyere enn anslått i forrige rapport. Anslagene er noe høyere enn anslagene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.27.

## Veksten i boligpriser og gjeld noe høyere enn anslått

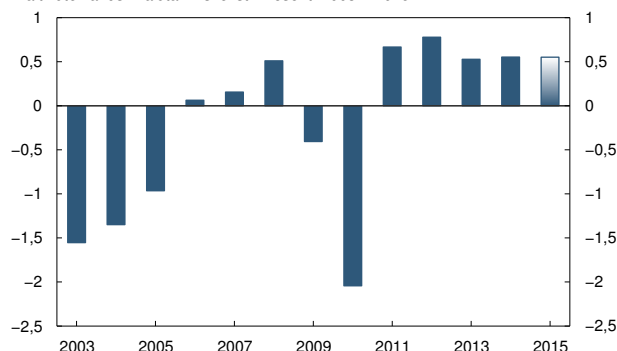
Veksten i boligprisene har variert gjennom sommeren og det er store regionale forskjeller i prisutviklingen. Samlet har veksten i boligprisene vært noe høyere enn anslått i juni. Veksten i husholdningenes kreditt er fortsatt noe høyere enn inntektsveksten. Kredittveksten til husholdninger har tiltatt litt de siste månedene. I juli var tolv månedersveksten 6,5 prosent. Se kapittel 3 for en nærmere omtale av utviklingen i boligpriser og gjeld.

Figur 1.25 KPI-JAE<sup>1)</sup> fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – desember 2015<sup>2)</sup>



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

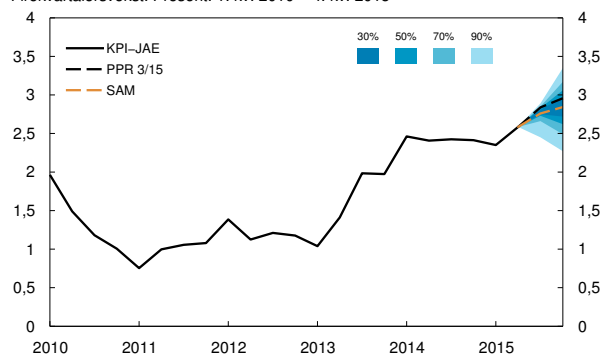
Figur 1.26 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2015<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.27 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvitte.

Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2015<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) System for sammenveiling av korttidsmodeller  
3) Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2015 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

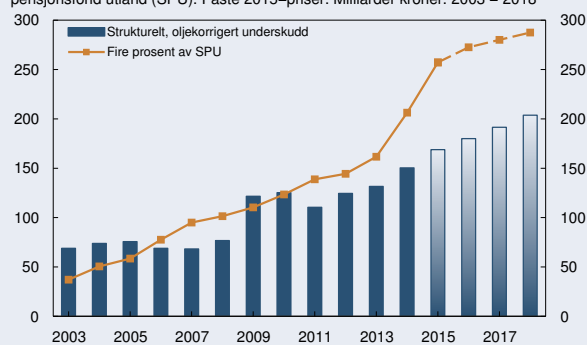
## FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Forutsetningene om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2015. Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet er en indikator for den underliggende bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. For 2015 anslås dette underskuddet til 169 milliarder kroner.

Endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge brukes som et enkelt mål på virkningen av statsbudsjettet på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. Målt på denne måten er det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslått å øke med 0,6 prosentenheter fra 2014 til 2015. Det anslåtte underskuddet i år tilsvarer 2,6 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) ved inngangen til 2015.

Vi legger beregningsteknisk til grunn at oljepengebruken de kommende årene vil øke i om lag samme takt som den har gjort siden handlingsregelen ble innført i 2001, se figur 1.28. Det tilsvarer en årlig økning i det strukturelle underskuddet på om lag 0,3 prosentenheter av trend-BNP for Fastlands-Norge. Dette innebærer at bruken av oljepenger anslås å vokse noe raskere enn verdien av fondet. Ved utgangen av prognoseperioden kan bruken av oljepenger med disse forutsetningene være nær 3 prosent av fondsverdien.

Figur 1.28 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018<sup>1)</sup>



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



## ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGENE

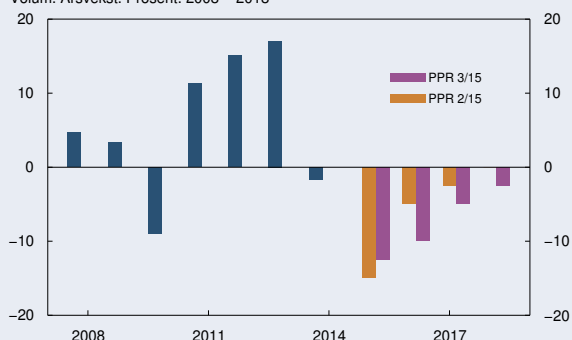
Investeringene på norsk sokkel økte sterkt fra 2002 til 2013, drevet av en kraftig økning i oljeprisen, god tilgang på lønnsomme funn og behov for oppgraderinger av eldre felt. Den sterke veksten førte til at kostnadene i petroleumsnæringen også økte markert. Kostnadsøkningen og fallet i oljeprisen det siste året har svekket kontantstrømmen i oljeselskapene og lønnsomheten av investeringer på norsk sokkel betydelig. 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 i underkant av 50 dollar per fat. Oljeprisen er om lag 60 dollar lavere enn gjennomsnittet for første halvår i fjor og mer enn 15 dollar lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Virkningene av nedgangen i oljeprisen vil avhenge av hvor permanent nedgangen forventes å være. Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene og at oljeselskapene legger til grunn en tilsvarende utvikling. Prisene i terminmarkedet indikerer at oljeprisen vil ta seg opp til vel 60 dollar i 2018, se figur 1.10. Terminprisene for 2018 har falt med nærmere 40 dollar siden i fjor sommer og med over 10 dollar siden forrige rapport.

Investeringstillingen for tredje kvartal tyder på at petroleumsinvesteringene vil falle noe mindre i år enn anslått i forrige rapport. Samtidig indikerer tellingen at investeringene vil falle mer i 2016 enn tidligere lagt til grunn. Vi anslår nå at petroleumsinvesteringene vil falle med 12½ prosent i år og med ytterligere 10 prosent neste år, se figur 1.29. For 2017 og 2018 anslår vi et fall på henholdsvis 5 prosent og 2½ prosent. Anslagene innebærer at petroleumsinvesteringene som andel av BNP for Fastlands-Norge vil falle med 3 prosentenheter fra 2013 til 2018, se figur 1.30.

Investeringsanslagene for perioden 2016–2018 under ett er nedjustert siden forrige rapport. Anslagene er nedjustert som følge av investeringstillingen for tredje kvartal og nedgangen i spot- og terminprisene

Figur 1.29 Petroleumsinvesteringer.  
Volum. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018<sup>1)</sup>



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

Figur 1.30 Petroleumsinvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge.  
Prosent. 1994 – 2018<sup>1)</sup>



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

på olje de siste månedene. Fallet i oljeprisen ventes å føre til lavere leteaktivitet og lavere investeringer på felt i drift enn anslått i forrige rapport. Vi legger også til grunn at enkelte utbyggingsprosjekter, som vi i forrige rapport ventet ville bli satt i gang i løpet av prognoseperioden, vil bli utsatt som følge av nedgangen i oljeprisen.

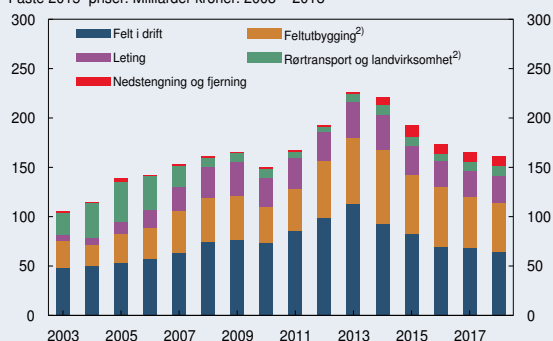
Investeringene på felt i drift anslås å falle med 11 milliarder kroner i år og med ytterligere 18 milliarder kroner fra 2015 til 2018, se figur 1.31. Oppgradering av eldre felt har bidratt til høye investeringer de siste årene. Det vil ikke være like stort behov for oppgraderinger fremover. Innsparingstiltakene i oljeselskapene bidrar også til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres i løpet av prognoseperioden.

Utgiftene til feltutbygging har økt markert de siste årene og var på over 70 milliarder kroner i 2014. En rekke større prosjekter bidro til det høye investeringsnivået i fjor. Flere av disse prosjektene er nå ferdige. De øvrige prosjektene ventes å være ferdige i perioden 2015 til 2018. Petroleumsinvesteringene vil derfor isolert sett falle betydelig som følge av lavere investeringer i prosjekter som er satt i gang før 2015, se figur 1.32. Nedgangen innen feltutbygging dempes av at feltene Johan Sverdrup og Maria bygges ut de neste årene. Vi legger også til grunn at utbyggingen av feltene Vette og Zidane vil komme i gang i løpet av 2016 og at prosjektet Snorre 2040 vil settes i gang i løpet av 2018. Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil falle med 15 milliarder kroner i år og med ytterligere 10 milliarder fra 2015 til 2018.

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

Figur 1.31 Petroleumsinvesteringer.

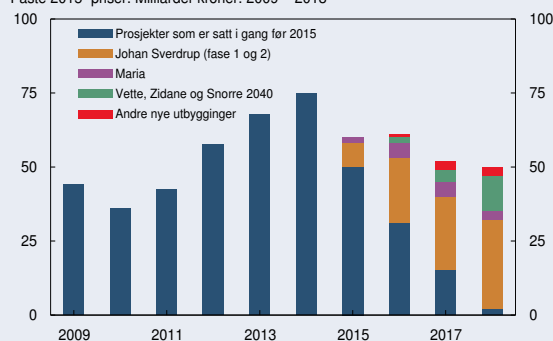
Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2003 – 2014 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 3 prosent fra 2014 til 2015.  
2) Utgiftene til eksportørredninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.32 Feltutbygging.

Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2009 – 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2009 – 2014 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på investeringsstillingen for 3. kvartal 2015, prognosene i Sokkelåret 2014 fra Oljedirektoratet, stortingsmeldinger for prosjekter som er satt i gang før 2015, konsekvensutredninger for nye prosjekter og løpende informasjon om utsettelse og antatt oppstart av prosjekter. Utgiftene til eksportørredninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

### Avveinger 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 noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 2.1. Inflasjonsforventningene, slik de kommer til uttrykk i forventningsundersøkelser, holder seg også nær 2,5 prosent, se figur 2.2.

Styrringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. I avveilingen tas det hensyn til at det er usikkerhet om nåsituasjonen, drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. Pengepolitikken søker å være robust. Det innebærer blant annet at pengepolitikken bør bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Ved store og brå endringer i risikobildet kan hensynet til robusthet også innebære en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

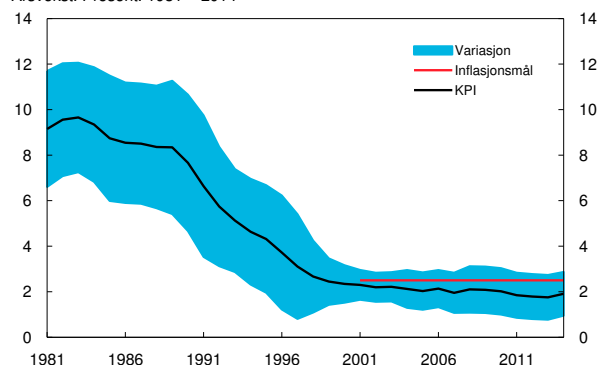
### Analysen i forrige rapport

I Pengepolitisk rapport 2/15 ble styrringsrenten anslått å bli liggende i overkant av  $\frac{3}{4}$  prosent det nærmeste året, for deretter å øke gradvis. Med en slik utvikling i styrringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville holde seg i underkant av 2,5 prosent i starten av prognoseperioden før den gradvis ville avta til rundt 2 prosent i 2017. Lenger fram ble det anslått at prisveksten ville tilta noe. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta ytterligere, men tilta mot et mer normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

### Lavere oljepris gir svakere vekstutsikter

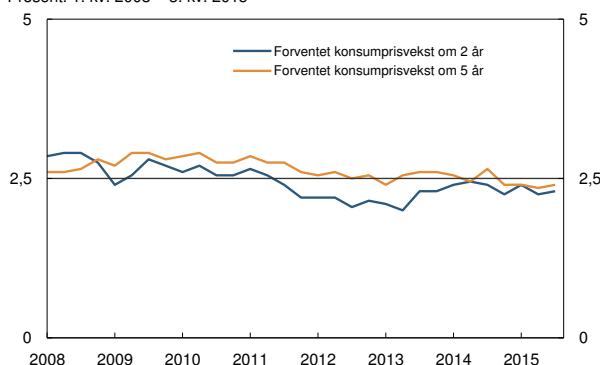
Veksten i norsk økonomi har vært om lag som ventet i juni, men vekstutsiktene er svekket. Oljeprisen har falt siden forrige rapport, og aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å bli lavere enn tidligere ventet. Lavere etterspørsel etter varer og tjenester fra petroleumsnæringen, både på norsk sokkel og internasjonalt, vil bidra til at aktiviteten og lønnsomheten i bedrifter som har leveranser til denne næringen svekkes ytterligere. Det gir ringvirkninger til fastlandsøkonomien for øvrig. I tillegg kan økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen bidra til at husholdninger og bedrifter blir mer forsiktige når de tar

Figur 2.1 Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI. Årsvekst. Prosent. 1981 – 2014



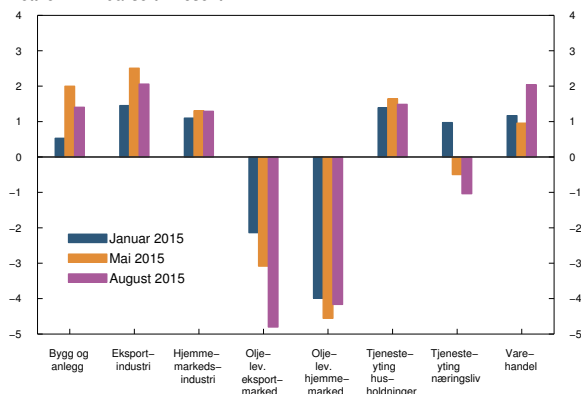
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake  
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2015



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

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



Kilde: Norges Bank

beslutninger om forbruk og investeringer. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet i august fortsatt svak vekst fremover, og utsiktene ble vurdert som litt svakere enn i mai. Innenfor tjenesteyting mot næringslivet og i oljeleverandørnæringen forventes produksjonen fortsatt å falle, se figur 2.3. Samtidig har kronen svekket seg betydelig siden juni. En svakere krone bidrar til å øke lønnsomheten for norske eksportbedrifter og for norske importkonkurrerende virksomheter. Samlet sett ser det likevel ut til at veksten i norsk økonomi fremover blir lavere enn tidligere lagt til grunn. Vi venter nå at arbeidsledigheten vil holde seg litt høyere og at kapasitetsutnyttningen avtar ytterligere en periode sammenliknet med anslagene fra juni.

### **Svekkelsen av kronen holder prisveksten oppe, men innenlandske drivkrefter er svakere**

Prisveksten har vært høyere enn anslått i juni. Veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) er nå nær 3 prosent. Kronen har svekket seg mye og over lengre tid, og valutakursgjennomslaget har trolig vært større enn ventet. Vi anslår at svekkelsen av kronen siden forrige rapport vil bidra til å løfte prisveksten ytterligere den nærmeste tiden. På den andre siden venter vi at redusert etterspørsel etter arbeidskraft vil bidra til at veksten i lønningene i årene som kommer blir lavere enn tidligere anslått. Det kan dempe prisveksten på norsk-produserte varer og tjenester.

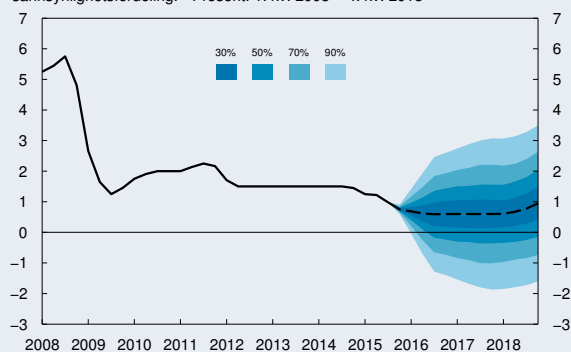
## **PROGNOSER OG SANNSYNLIGHETSVIFTER**

Det er usikkerhet knyttet til hvordan økonomien vil utvikle seg fremover. Vi kjenner verken økonomiens tilstand eller virkemåte fullt ut. Historien viser dessuten at det ofte inntreffer hendelser som er vanskelige å forutse. Prognosene for styringsrenten, kapasitetsutnyttningen og prisveksten er betinget på at utviklingen for øvrig blir slik vi nå ser for oss. Anslag som er betinget på en gitt økonomisk utvikling, må generelt tolkes med varsomhet fordi det er lite sannsynlig at utviklingen i økonomien blir akkurat slik vi anslår. Det er følgelig også betydelig usikkerhet knyttet til den fremtidige renten.

Estimerte sannsynlighetsvifter indikerer sannsynligheten for ulike forløp for rente, produksjonsgap og inflasjon og gir en avgrensning av den usikkerheten vi legger til grunn i anslagsperioden. Viftene er basert på historiske erfaringer og vårt modellapparat. Viftene reflekterer to kilder til usikkerhet. Basert på en gitt tallfesting av modellen og historiske erfaringer kan vi beregne sannsynlighetsfordelinger for ulike typer forstyrrelser. Hvis vi utsetter modellen for tilsvarende forstyrrelser fremover, kan vi danne oss et bilde av usikkerheten i de ulike størrelsene. I tillegg kommer usikkerhet knyttet til virkningen på økonomien av en gitt forstyrrelse. Jo bredere viftene er, desto mer usikre er prognosene.

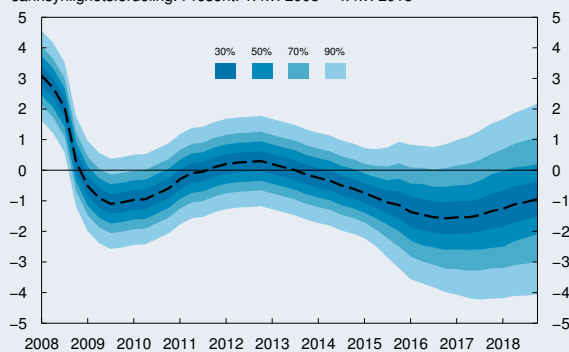
I denne rapporten har vi oppdatert sannsynlighetsviftene for styringsrente, produksjonsgap og inflasjon basert på vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. En endring fra tidligere er at vi nå lar viften for styringsrenten gå under null. Den siste tiden har vi sett at nullgrensen ikke er absolutt. Hos fire av våre handelspartnere er nå den relevante styringsrenten negativ. Samtidig er rommet under null begrenset. Akkurat hvor grensen går er usikkert, og det kan trolig variere mellom land og over tid. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det kan eksistere en nedre grense for renten. Den delen av viften som ligger under null må derfor tolkes med særlig varsomhet.

Figur 2.4a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>2)</sup>



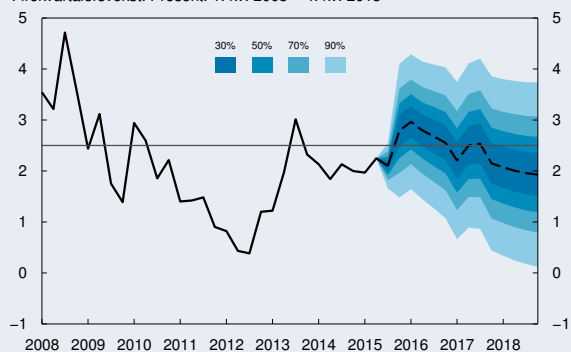
1) Usikkerhetsvitfittens er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO, se ramme på side 20. Usikkerhetsvitfittens for styringsrenten tar ikke hensyn til at det kan eksistere en nedre grense for renten.  
2) Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



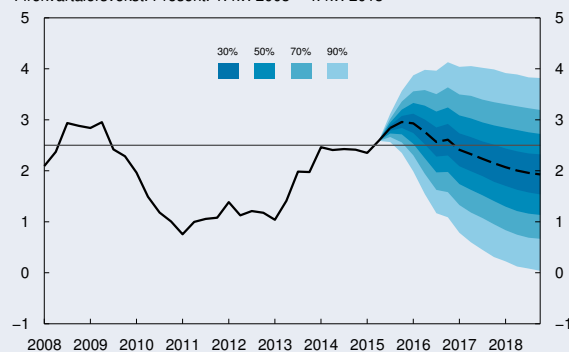
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (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. 2018<sup>2)</sup>



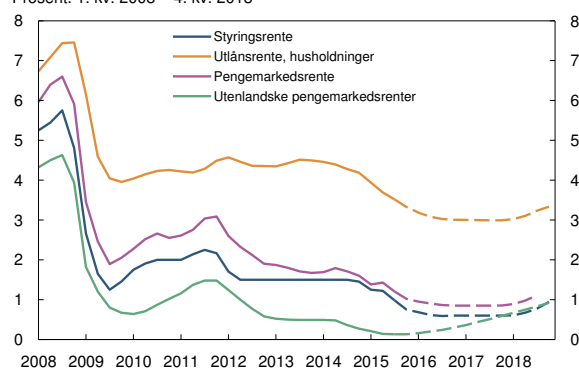
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Lavere prognose for styringsrenten

Anslagene i denne rapporten tilsier en styringsrente som avtar til i overkant av ½ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til nær 1 prosent, se figur 2.4 a-d. Prognosen for styringsrenten er lavere enn i Pengepolitisk rapport 2/15 gjennom hele anslagsperioden.

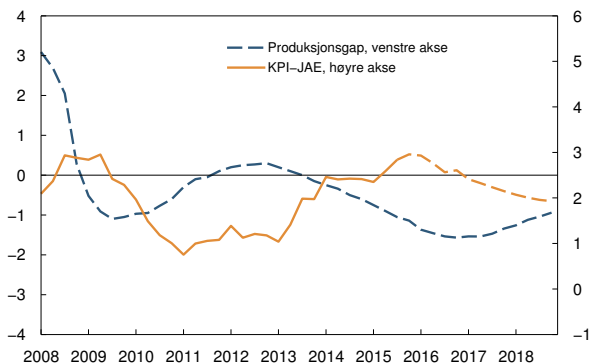
En svakere krone løfter prisveksten på kort sikt. Lenger fram er det utsikter til lavere inflasjon. Sammen med hensynet til å holde kapasitetsutnyttingen oppe, tilsier det en lavere styringsrente. På den andre siden innebærer enda lavere renter en risiko for at veksten i eiendomspriser og gjeld skyter fart. Prognosen for styringsrenten ligger høyere enn den ville gjort dersom robusthetshensynet ikke hadde vært vektlagt,

Figur 2.5 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente,<sup>1)</sup> utlånsrente til husholdninger<sup>2)</sup> og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<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 kreditttoretak for alle utlån til husholdninger  
3) Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.6 Inflasjon<sup>1)</sup> og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

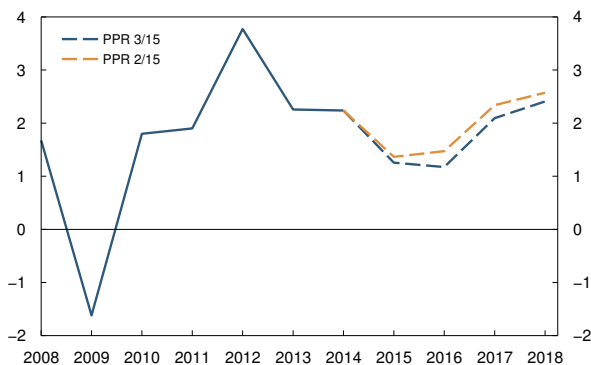
se ramme på side 28 om avveiningene i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane. For en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringene i renteprog- nosen, se ramme på side 30. Vi legger til grunn at bankenes utlånsrenter vil følge utviklingen i penge- markedrentene, se figur 2.5.

Med en utvikling i styringsrenten som anslått i denne rapporten tilsier analysene at prisveksten på kort sikt blir værende nær 3 prosent før den gradvis avtar til om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden, se figur 2.6. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen i fastlands- økonomien vil fortsette å avta fram mot utgangen av neste år. Deretter venter vi at kapasitetsutnyttningen vil øke noe.

### Veksten tar seg gradvis opp fra et lavt nivå

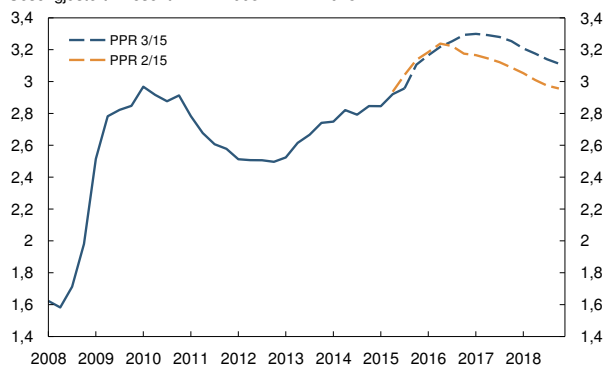
Veksten i norsk økonomi anslås til 1¼ prosent i år og neste år. Deretter anslår vi at veksten tar seg opp til 2 prosent i 2017 og 2½ prosent i 2018, se figur 2.7. Med svak vekst i produksjonen venter vi også lav vekst i sysselsettingen. Arbeidsinnvandringen har vært høy de siste årene, men har avtatt noe det siste året. Vi legger til grunn at nedgangen i arbeidsinn- vandringen vil fortsette. Etter hvert som tilbudet av nye jobber avtar, venter vi også at yrkesfrekvensen vil falle noe. Også i tidligere konjunkturedganger har vi sett fallende yrkesdeltakelse. Denne fleksibiliteten i arbeidstilbudet vil dempe oppgangen i arbeidsledig- heten. Den registrerte arbeidsledigheten anslås å øke fra 3 prosent i 2015 til 3¼ prosent i 2016, se figur 2.8. Deretter venter vi at ledigheten vil holde seg nokså stabil de neste årene, men avta noe mot slutten av prognoseperioden. Arbeidsledigheten ventes å holde seg høyere utover i prognoseperioden enn lagt til grunn i forrige rapport.

Figur 2.7 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018<sup>1)</sup>



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

Figur 2.8 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. NAV Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Moderat lønnsvekst

Bytteforholdet, forholdet mellom norske eksport- og importpriser, har falt markert det siste året, se figur 2.9 Lavere aktivitet og lønnsomhet i oljeleverandør- næringen bidrar til å redusere etterspørselen etter arbeidskraft og til å dempe lønnsveksten både i denne næringen og i økonomien for øvrig. Arbeidsledigheten har økt. Lønnsveksten i år ser ut til å bli den laveste på over 20 år, se figur 2.10. For 2016 anslår vi en lønnsvekst på 2¾ prosent. Anslagene innebærer en reallønnsvekst nær null både i år og til neste år. Utover

i prognoseperioden venter vi at lønnsveksten vil øke litt etter hvert som kapasitetsutnyttningen øker noe, veksten i produktiviteten tiltar og oljeprisen tar seg opp. Lønnsveksten i 2018 anslås til 3¾ prosent.

### Svakere krone enn tidligere lagt til grunn

Kronen har svekket seg markert siden juni og er svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Svekkelsen har vært større enn utviklingen i rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi. I tillegg til å svekke vekstutsiktene, kan oljeprisfallet ha gjort markedsaktørene mer usikre på utsiktene for norsk økonomi og renteutviklingen. Det kan ha bidratt til at risikopremien på norske kroner er noe høyere enn ventet i juni. Utover i prognoseperioden legger vi til grunn en viss styrking av kronen som følge av noe høyere oljepris og redusert usikkerhet om den videre utviklingen i norsk økonomi. Vi legger likevel til grunn at kronen vil holde seg svakere enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.11. Det må ses i sammenheng med utsikter til en lavere oljepris og en mindre rentedifferanse mot utlandet enn tidligere lagt til grunn.

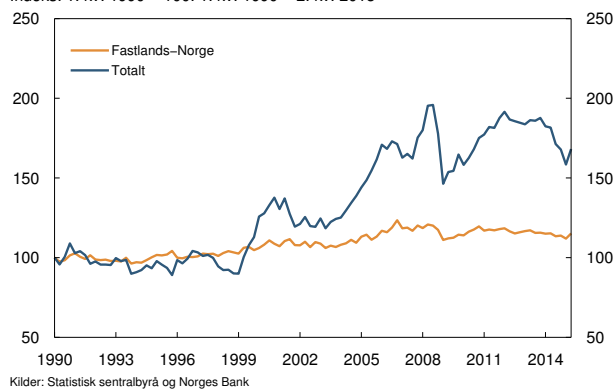
### Konsumprisveksten avtar til rundt 2 prosent

Konsumprisveksten anslås å holde seg nær 3 prosent i starten av prognoseperioden. Økningen i prisveksten skyldes kronesvekkelsen det siste året. Moderat lønnsvekst både i år og neste år vil bidra til å dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester de neste årene. Lenger ut i prognoseperioden venter vi at den innenlandske prisveksten vil tilta etter hvert som lønnsveksten øker noe. Samtidig vil virkningene av en svakere krone etter hvert fases ut, og prisveksten på importerte konsumvarer vil avta. Vi anslår at den samlede konsumprisveksten avtar til rundt 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

### Produktivitetsveksten øker noe fra et lavt nivå

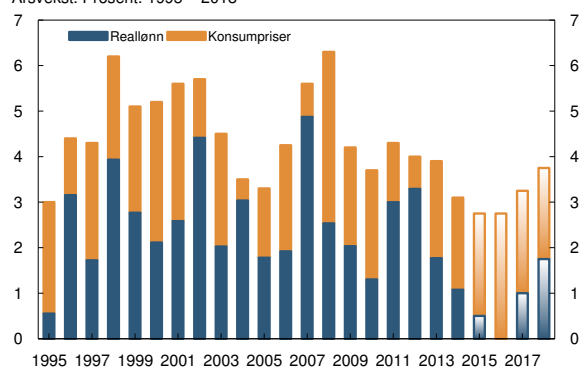
Det siste året har produktivitetsveksten i fastlandsøkonomien avtatt og produktiviteten har vært om lag uendret det siste året. Det kan gjenspeile at bedriftene har holdt på arbeidskraften selv om produksjonsveksten har avtatt. Vi venter at veksten i produktiviteten vil tilta utover i prognoseperioden til rundt 1¼ prosent etter hvert som kapasitetsutnyttningen tar seg opp. Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterer at

Figur 2.9 Bytteforhold overfor utlandet.  
Indeks. 1. kv. 1990 = 100. 1. kv. 1990 – 2. kv. 2015



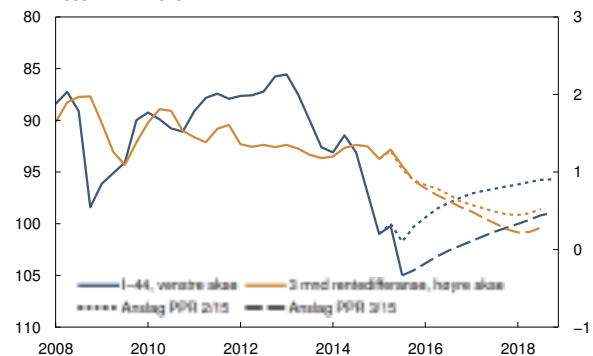
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Årslønn.  
Årsvekst. Prosent. 1995 – 2018<sup>1)</sup>



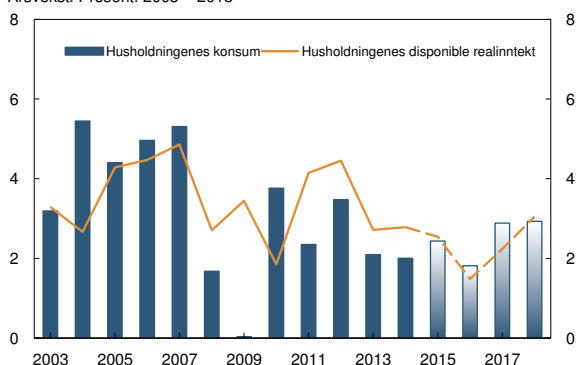
1) Anslag for 2015 – 2018  
Kilder: TBU, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.11 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere<sup>2)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>3)</sup>.  
1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>4)</sup>



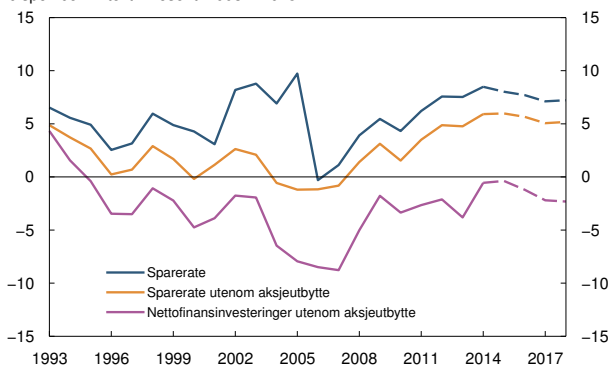
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
2) Terminrenter for handelspartnere per 18. september 2015  
3) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs  
4) Anslag fra PPR 3/15 for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.12 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>.  
Årsvekst. Prosent. 2003 – 2018<sup>3)</sup>



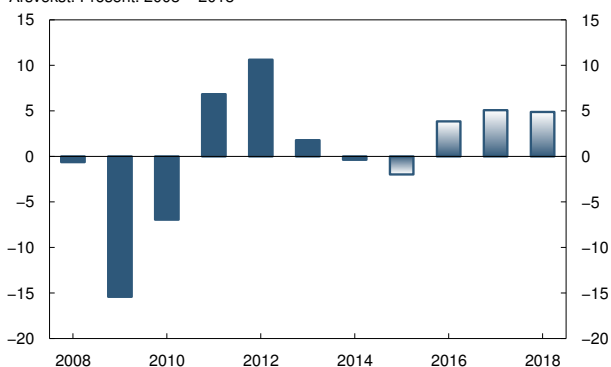
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner  
3) Anslag for 2015 – 2018  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.13 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2018<sup>1)</sup>



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

Figur 2.14 Private investeringer.<sup>1)</sup>  
Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018<sup>2)</sup>



1) Bolig- og foretaksinvesteringer  
2) Anslag for 2015 – 2018  
Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

utnyttelsen av produksjonsfaktorene er lav. De har derfor gode muligheter til å øke produktiviteten når produksjonen etter hvert tar seg opp. Arbeidsinnvandring ventes fortsatt å bidra til vekst i produksjonspotensialet de kommende årene, men svakere utsikter for norsk økonomi vil trolig bremse innvandringen noe.

### Moderat vekst i konsumet og høy sparing

Forbruksveksten har holdt seg oppe det siste året, og vi venter moderat vekst i konsumet også fremover. Veksten i det private forbruket anslås til 2½ prosent i år, som er litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Noe lavere vekst i sysselsettingen vil dempe veksten i husholdningenes samlede lønnsinntekter. Dette motvirkes i noen grad av at et lavere rentenivå. Samlet sett venter vi likevel at veksten i husholdningenes nominelle inntekter vil avta noe fra 2015 til 2016. I tillegg dempes veksten i husholdningenes kjøpekraft av høyere prisvekst. Veksten i det private forbruket i 2016 anslås til 1¾ prosent. Deretter venter vi at veksten tar seg gradvis opp i takt med økende inntektsvekst, se figur 2.12. Veksten i husholdningenes konsum anslås til 3 prosent i 2017 og 2018. Anslagene innebærer at spareraten holder seg på et høyt nivå, se figur 2.13.

### Lav investeringsvekst

Avdempingen av veksten i norsk økonomi og svakere utsikter vil trolig bidra til at bedriftenes investeringer faller i år, se figur 2.14. Usikkerhet om den økonomiske utviklingen trekker i samme retning. Utover i prognoseperioden venter vi at lave renter og økt etterspørsel vil føre til at veksten i foretaksinvesteringene tiltar noe. Vi legger til grunn at også veksten i boliginvesteringene tar seg opp igjen de nærmeste årene, blant annet som følge av fortsatt befolkningsøkning og boligprisvekst.

### Eksportveksten holder seg oppe, men den petroleumsrelaterte eksporten faller

En svakere krone bidrar til å bedre den kostnadsmessige konkurranseevnen og til å øke lønnsomheten til norske eksportbedrifter, se figur 2.15. Eksportindustribedriftene i Regionalt nettverk meldte i august om økt produksjonsvekst og bedret lønnsomhet. Utover i prognoseperioden kan høyere vekst hos handelspartnerne bidra til at eksportveksten tiltar



noe. På den andre siden vil den petroleumsrelaterte eksporten, som utgjør nær en fjerdedel av fastlandseksporten, trolig avta som følge av nedgangen i globale petroleumsinvesteringer. Oljeleverandørene i Regionalt nettverk meldte i august om utsikter til fallende produksjon rettet mot eksportmarkedene. Samlet anslår vi at den årlige veksten i eksporten fra Fastlands-Norge vil ligge mellom 3 og 4 prosent de neste årene, se figur 2.16.

### Boligprisveksten avtar gradvis

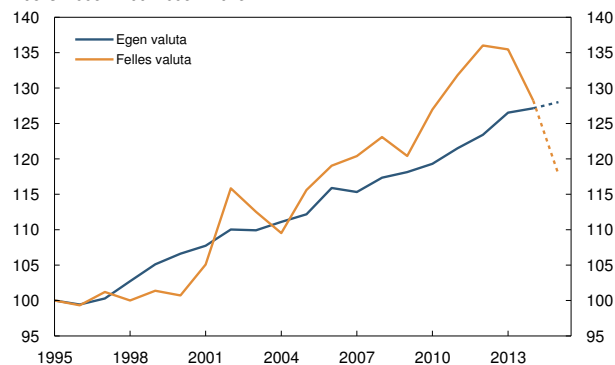
Det lave rentenivået vil bidra til å holde veksten i boligpriser og gjeld oppe. De nye kravene til bankenes utlånspraksis for boliglån og lavere vekst i norsk økonomi kan på den andre siden bidra til å dempe gjeldsopptaket noe. Vi anslår at boligprisveksten avtar gradvis gjennom 2015 og 2016, men at boligprisene stiger gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.17. I lys av boligprisutviklingen anslår vi at husholdningenes gjeldsvekst vil øke litt det neste året for deretter å avta noe. Det er utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning vil fortsette å vokse, se figur 2.18. Det lave rentenivået gjør at rentebelastningen holder seg lav til tross for den høye gjeldsbelastningen.

### Prognosene er usikre

Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Prognosene gir et uttrykk for hva vi forventer om utviklingen fremover, men de er usikre. Blir utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Rentebanen er dermed 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. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 2.4 a-d og rammen på side 20 om prognoser og sannsynlighetsvifter.

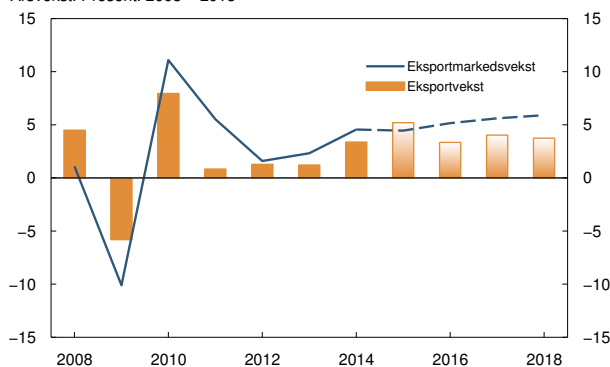
Veksten i norsk økonomi kan bli svakere enn vi nå ser for oss. Oljeprisen har falt markert det siste året og terminprisene indikerer at prisen vil holde seg lavere de neste årene enn tidligere lagt grunn. Det er betydelig usikkerhet om hvordan prisfallet siden i fjor vil påvirke aktiviteten i petroleumsnæringen og hvor

Figur 2.15 Lønnskostnader<sup>1)</sup> relativt til handelspartnerne. Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2015<sup>2)</sup>



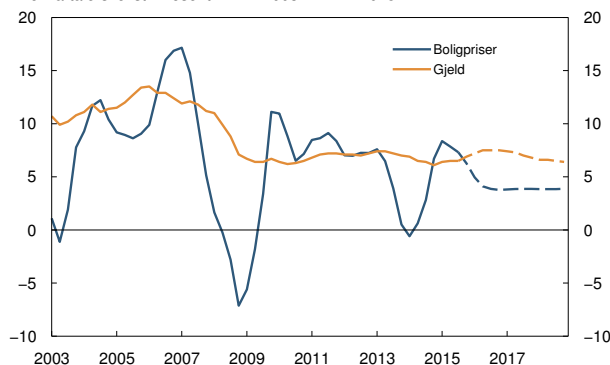
1) Timelønnskostnader i industrien  
2) Anslag for 2015 (stiplet)  
Kilder: TBU, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.16 Vekst i eksportmarkedene<sup>1)</sup> og norsk fastlandseksport. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018<sup>2)</sup>



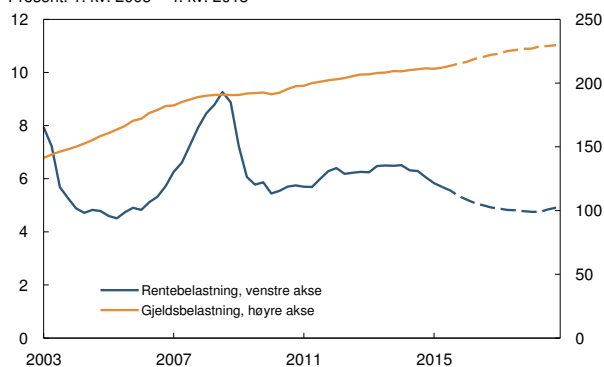
1) Eksportmarkedetsveksten er beregnet som importvekst hos 25 handelspartnere  
2) Anslag for 2015 – 2018  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.17 Husholdningenes gjeld<sup>1)</sup> og boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2018<sup>2)</sup>



1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2  
2) Anslag for 3. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

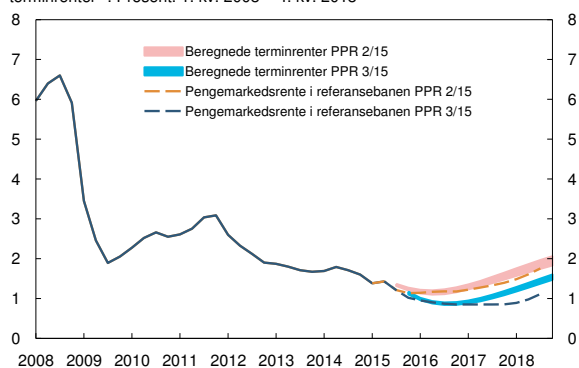
Figur 2.18 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> og rentebelastning<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2018<sup>3)</sup>



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

store virkningene på fastlandsøkonomien blir. Etter spørnelsen fra petroleumsnæringen kan avta mer enn vi nå ser for oss. Det kan blant annet skje dersom oljeprisen stabiliserer seg på dagens nivå eller faller videre. Skulle petroleumsinvesteringene falle vesentlig mer enn vi nå anslår, vil vekstutsiktene for norsk økonomi kunne svekkes ytterligere og føre til at arbeidsledigheten øker mer enn vi nå legger til grunn. Dersom usikkerheten samtidig øker blant husholdningene og bedriftene, vil det også kunne virke dempende på veksten. Reduserte oljeinvesteringer globalt vil dessuten kunne trekke ned den petroleumrelaterte eksporten mer enn vi har lagt til grunn. Skulle prisveksten bli lavere enn anslått, eller produksjonen og sysselsettingen utvikle seg svakere enn vi nå ser for oss, kan styringsrenten bli satt mer ned enn det referansebanen indikerer.

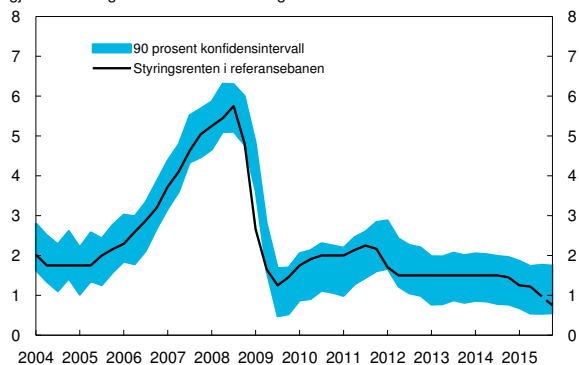
Figur 2.19 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet  
 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det rosa og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 30. mai – 12. juni 2015 og 7. september – 18. september 2015  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Dersom oljeprisen øker raskere og mer enn det terminprisene indikerer, kan petroleumsinvesteringene bli høyere enn vi nå anslår. Redusert usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi vil kunne gi økt optimisme blant foretak og husholdninger, og bidra til en raskere oppgang i investeringer og privat konsum enn vi legger til grunn i denne rapporten. Veksten hos mange av våre handelspartnere er i ferd med å ta seg opp, og vi kan ikke utelukke at veksten blir høyere enn anslått i denne rapporten. Det vil kunne bidra til at etterspørselen etter varer og tjenester fra tradisjonelle eksportrettede næringer i Norge øker mer enn vår prognose. Vi kan heller ikke utelukke at vekstbidraget fra den svake kronen blir større enn vi nå legger til grunn i våre anslag.

Figur 2.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2015



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 2. kv. 2015. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008  
 Kilde: Norges Bank

Kronen har svekket seg mye og over lengre tid, og valutakursgjennomslaget i konsumprisene har trolig vært større enn vi tidligere har lagt til grunn. Skulle kronen svekke seg videre fremover, vil det kunne bidra til prisveksten blir høyere enn vi nå anslår. Dersom veksten i norsk økonomi skulle bli sterkere enn vi nå ser for oss eller prisveksten bli høyere enn anslått, kan renten settes raskere opp enn det referansebanen tilsier.

### Kryssjekker på linje med renteprognosen

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk for renteprognosen. De nærmeste årene ligger de beregnede terminrentene nær vår prognose for pengemarkedsrenten i denne rapporten. Mot slutten av prognoseperioden tyder de beregnede terminrentene på at aktørene venter noe høyere pengemarkedsrenter enn vi nå anslår, se figur 2.19.

En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten er også en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.20 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i denne modellen er estimert på historiske sammenhenger. I fremskrivningene er anslagene for de aktuelle størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger noe under midten av intervallet.

# AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

Norges Bank sikter mot en prisstigning nær 2,5 prosent over tid. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Følgende kriterier kan være en rettesnor for en god rentebane:

## 1. *Inflasjonsmålet nås:*

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

## 2. *Inflasjonsstyringen er fleksibel:*

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

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

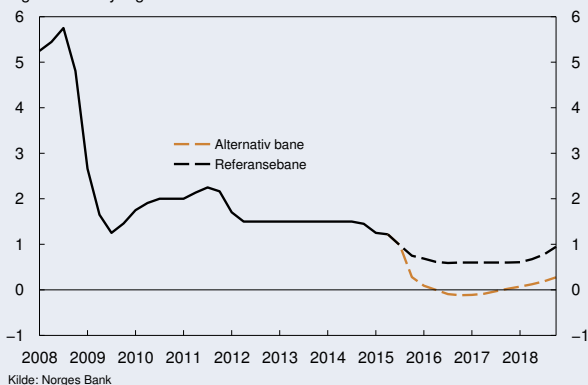
## 3. *Pengepolitikken er robust:*

I rentesettingen bør det tas hensyn til forhold som innebærer økt fare for særlige 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.

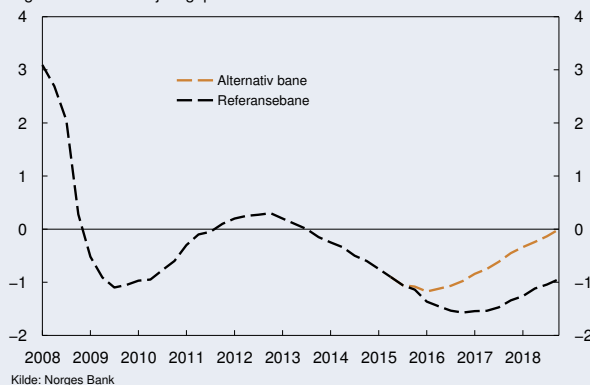
De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene veies mot hverandre. Hensynet til robusthet er ikke et mål i seg selv, men er inkludert fordi det vil kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. Avveieingen mellom kriteriene er vanskelig å kvantifisere. Hovedstyret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

Anslagene i denne rapporten tilsier en styringsrente som avtar til i overkant av ½ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til nær 1 prosent. Med en slik utvikling i styrings-

Figur 2.21a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



Figur 2.21b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



renten tilsier analysene at prisveksten på kort sikt blir værende nær 3 prosent før den gradvis avtar til rundt 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å fortsette å avta fram mot utgangen av neste år. Deretter ventes kapasitetsutnyttningen å øke noe.

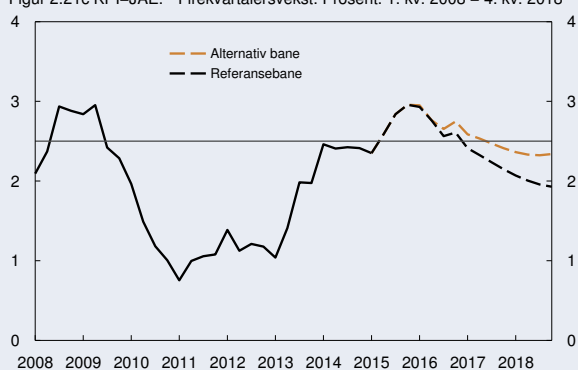
Ved hjelp av en teknisk modellanalyse har vi illustrert en mulig rentebane der vi bare legger vekt på å nå inflasjonsmålet og å lukke produksjonsgapet i løpet av de neste tre årene, se den oransje linjen i figur 2.21 a-c. Her settes renten raskt ned og holdes rundt null de nærmeste årene. Ifølge modellanalysen vil det bidra til at kapasitetsutnyttningen kommer opp mot et normalt nivå og at inflasjonen nærmer seg 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

I den alternative rentebanen tar vi ikke hensyn til at det kan eksistere en nedre grense for styringsrenten. Vi har heller ikke tatt hensyn til at pengepolitikken transmisjonsmekanisme kan endres når rentene blir svært lave. Beregningsteknisk har vi lagt til grunn at

kronekursen blir svakere enn i referansebanen som følge av endringen i rentedifferansen mot utlandet, i tråd med teorien om udekket renteparitet. Det kan tenkes at valutamarkedet ville reagert kraftigere på en slik bane enn udekket renteparitet isolert sett tilsier.

Et slikt alternativt forløp for styringsrenten ville ha økt sannsynligheten for at veksten i boligpriser og gjeld skyter ytterligere fart. Det kunne gjort husholdningene mer sårbare og bidratt til å utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien lenger fram. Disse sammenhengene er ikke fullt ut kjent eller ivaretatt i analyseapparatet, men er en viktig del av risikobildet og de avveiningene som foretas i pengepolitikken. Å reagere noe mindre i pengepolitikken enn hensynet til inflasjon og produksjon innenfor prognoseperioden tilsier, vil kunne gi et mer stabilt forløp for inflasjon og produksjon over tid.

Figur 2.21c KPI-JAE.<sup>1)</sup> Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 2/15

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 2/15, se figur 2.22. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se egen ramme om avveiningene i pengepolitikken på side 28, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.23 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.<sup>1</sup> De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport.

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land og har falt ytterligere siden forrige rapport. I tillegg innebærer prisingen i markedet forventninger om at den ventede renteoppgangen hos handelspartnerne vil

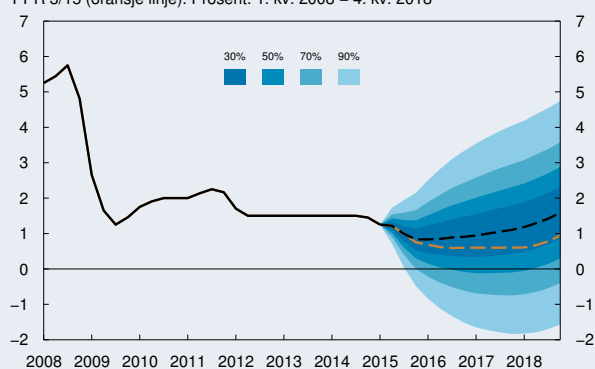
komme senere og mer gradvis enn tidligere antatt. Lavere styringsrenter ute trekker i retning av at også renten her hjemme blir holdt nede i en lengre periode, se mørkeblå søyler.

Oljeprisen har falt siden forrige rapport, og utsiktene for norsk økonomi er svekket. Oljeinvesteringene vil trolig falle mer enn anslått i juni, og lavere etterspørsel etter varer og tjenester fra petroleumsnæringen vil bidra til at aktiviteten til bedrifter med leveranser til denne næringen svekkes ytterligere. Det gir ringvirkninger til fastlandsøkonomien for øvrig og kan bidra til å holde lønnsveksten nede i årene som kommer. Svakere utsikter for etterspørselen, og dermed for produksjonen, sysselsettingen og lønnsveksten i norsk økonomi, trekker samlet sett i retning av en lavere bane for styringsrenten, se grønne søyler.

Kronen har svekket seg markert siden forrige rapport og er nå svakere enn lagt til grunn i juni. Kursutviklingen har vært svakere enn utviklingen i rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi. I tillegg til å svekke

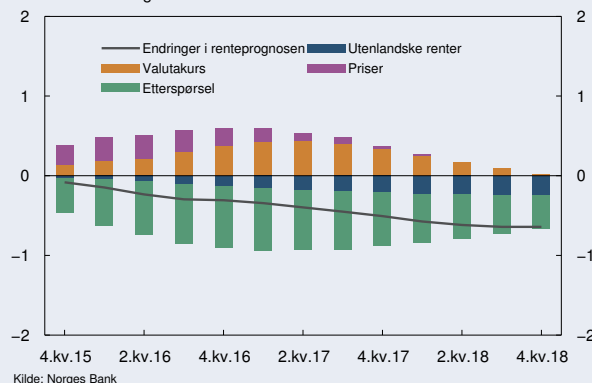
<sup>1</sup> Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO, og basert på kriteriene for en god rentebane

Figur 2.22 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/15 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/15 (oransje linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



Kilde: Norges Bank

Figur 2.23 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/15. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018



Kilde: Norges Bank

vekstutsiktene, kan oljeprisfallet ha gjort markedsaktørene mer usikre på utsiktene for norsk økonomi og renteutviklingen. Det kan ha bidratt til at risiko-premien på norske kroner er noe høyere enn ventet i juni. En svakere krone bidrar isolert sett både til høyere prisvekst og høyere aktivitet i økonomien. Det bidrar til å trekke rentebanen opp, se oransje søyler.

Veksten i konsumprisene har vært høyere enn ventet. Gjennomslaget fra en svakere krone til prisveksten ser ut til å ha vært sterkere enn tidligere lagt til grunn. Høyere prisvekst trekker i retning av en høyere rente den nærmeste tiden, se lilla søyler.

Endringer i anslagene for hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1.

**TABELL 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/15. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/15 i parentes

	2015	2016	2017	2018
KPI	2¼ (¼)	2¾ (½)	2¼ (¼)	2 (-¼)
KPI-JAE <sup>1</sup>	2¾ (½)	2¾ (½)	2¼ (¼)	2 (-¼)
Årslønn <sup>2</sup>	2¾ (0)	2¾ (-¼)	3¼ (-¼)	3¾ (-¼)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>3</sup>	1½ (0)	2¼ (-¼)	3 (-¼)	3 (0)
BNP Fastlands-Norge	1¼ (0)	1¼ (-¼)	2 (-¼)	2½ (0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>4</sup>	-1 (0)	-1½ (-¼)	-1½ (-½)	-1 (-½)
Sysselsetting, personer (KNR)	½ (¼)	¼ (0)	¾ (-¼)	1 (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)	3 (0)	3¼ (0)	3¼ (0)	3¼ (¼)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>5</sup>	1 (0)	½ (-¼)	½ (-½)	¾ (-½)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>6</sup>	102¾ (2)	103 (4¾)	101 (4¼)	99½ (3½)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>7</sup>	¼ (0)	¼ (-¼)	½ (-¼)	¾ (-½)

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

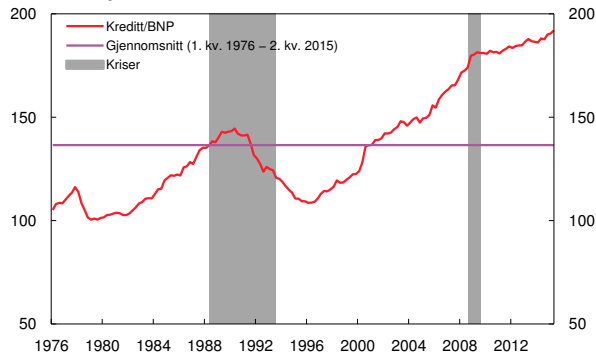
6 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

7 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

# 3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Figur 3.1 Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2015

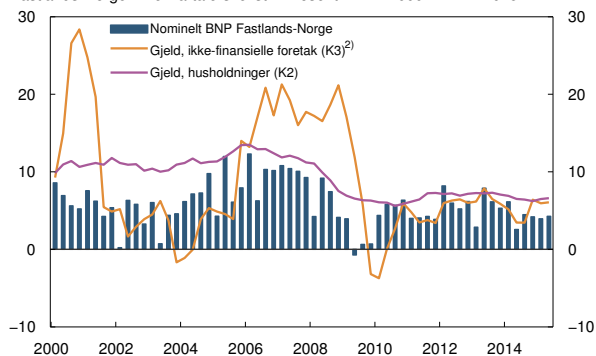


1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Norges Bank legger fram et beslutningsgrunnlag og gir Finansdepartementet råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen fire ganger i året. Bufferkravet ble i desember 2013 fastsatt til 1 prosent med virkning fra 30. juni 2015. I brev til Finansdepartementet 17. juni 2015 ga Norges Bank råd om å heve bufferkravet til 1,5 prosent fra 30. juni 2016. Finansdepartementet besluttet 18. juni å heve bufferkravet i tråd med Norges Banks anbefaling. For norske bankers engasjementer i andre EU/EØS-land vil nasjonale bufferkrav etter hvert bli gjort gjeldene, se boks på side 33.

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 tilbakeslaget.

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2015



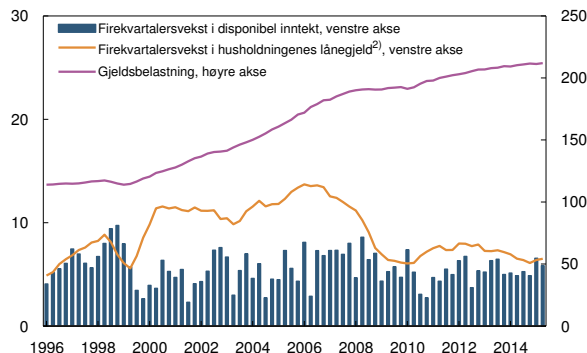
1) Beregnet basert på kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet  
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP og hvordan dette avviker fra en langsiktig trend. Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlands-økonomien markert raskere enn verdiskapingen, se figur 3.1. I årene etter finanskrisen har kredittveksten kommet ned, men gjelden har fortsatt å stige raskere enn verdiskapingen, se figur 3.2. Kredittindikatoren har økt videre de siste kvartalene.

## Gjeldsveksten i husholdningene holder seg oppe

Husholdningenes gjeldsvekst har økt litt i det siste. Gjelden i husholdningene har lenge steget mer enn husholdningenes disponible inntekter, se figur 3.3. Sterk vekst i boligpriser og lave utlånsrenter har trolig bidratt til å holde gjeldsveksten oppe. Høy og stigende gjeldsbelastning gjør husholdningene sårbare ved blant annet inntektsbortfall, renteøkninger og fall i boligprisene.

Figur 3.3 Husholdningenes gjeldsbelastning.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1996 – 2. kv. 2015



1) Lånegjeld for husholdninger og ideelle organisasjoner i prosent av disponibel inntekt korrigert for ansatt reinvestert aksjoutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012  
2) Endring i beholdning målt ved utgangen av kvartalet.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bankenes utlånsvekst til husholdningene har tiltatt det siste året, se figur 3.4. Den nye forskriften om krav til nye utlån med pant i bolig som trådte i kraft 1. juli, kan isolert sett bidra til å dempe bankenes



## 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, legger EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) opp til at land anerkjenner hverandres bufferkrav, såkalt resiprositet.

Finansdepartementet legger opp til at motsykliske kapitalbufferkrav fastsatt i andre EU/EØS-land i utgangspunktet skal gjelde for norske bankers engasjementer i de aktuelle landene parallelt med at EU-systemet trer i kraft. Dersom utenlandske motsykliske bufferkrav er lavere enn det norske kravet, vil norske banker med utenlandske eksponeringer få et lavere samlet krav enn banker med eksponeringer kun i Norge.

Ifølge kapitaldekningsregelverket skal bufferkrav opp til 2,5 prosent automatisk anerkjennes mellom land i EU.<sup>1</sup> Bufferkravet i Norge er allerede anerkjent av blant annet Danmark, Finland, Storbritannia og Sverige. Banker med hovedsete i disse landene vil dermed måtte holde motsyklisk buffer i henhold til norske krav for den delen av virksomheten som drives i Norge.

Alle land i EU skal ifølge kapitaldekningsregelverket ha fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer innen 2016. Så langt har ti EU/EØS-land etablert et institusjonelt rammeverk og fastsatt krav til den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se tabell 1.<sup>2</sup>

**TABELL 1** Krav til motsyklisk kapitalbuffer innført i EU/EØS-land

Land	Annonisert bufferkrav første gang	Bufferkrav	Kravet gjelder fra
Danmark	19. desember 2014	0 prosent	1. januar 2016
Finland	16. mars 2015	0 prosent	16. mars 2015
Kroatia	13. januar 2015	0 prosent	1. januar 2016
Latvia	23. januar 2015	0 prosent	1. februar 2016
Litauen	23. juni 2015	0 prosent	30. juni 2015
Norge	12. desember 2013	1,5 prosent*	30. juni 2016
Slovakia	7. oktober 2014	0 prosent	1. november 2014
Storbritannia	26. juni 2014	0 prosent	26. juni 2014
Sverige	10. september 2014	1,5 prosent**	27. juni 2016
Tsjekkia	28. august 2014	0 prosent	1. oktober 2015

\* Bufferkrav på 1 prosent gjelder fra 30. juni 2015

\*\* Bufferkrav på 1 prosent gjelder fra 13. september 2015

Kilde: Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), *Macro-prudential policy actions. Overview of measures* per 21. august 2015

1 Regelverket åpner for å anerkjenne krav over 2,5 prosent. Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) anbefaler generelt at høyere krav også anerkjennes, se ESRB (2014), *Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates*. Grensen er lavere enn 2,5 prosent i en innfasingsperiode fra 2016 til 2019.

2 Sveits fastsatte bufferkravet til 1 prosent allerede i februar 2013 og har økt kravet til 2 prosent med virkning fra 30. juni 2014. Bufferkravet gjelder kun for bankenes utlån til bolig. Hong Kong har fastsatt kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 0,625 prosent gjeldende fra 1. januar 2016.

utlånsvekst fremover. I Norges Banks utlånsundersøkelse for 2. kvartal varslet flere banker at de planlegger å stramme inn kredittpraksisen overfor husholdninger som følge av den nye forskriften, se figur 3.5. Bankene trekker fram at lånebetingelser knyttet til maksimalt lån i forhold til boligens verdi og maksimalt lån i forhold til inntekt vil strammes inn.

### Høy vekst i boligprisene

Veksten i boligprisene har vært høy det siste året, se figur 3.6. Boligprisene har steget noe raskere enn husholdningenes disponible inntekter. Boligprisindikatoren er fortsatt på et lavere nivå enn før boligprisene begynte å falle i 2013, se figur 3.7. Det siste året har boligprisene falt i Stavanger, mens de har økt markert i Oslo, se figur 3.8.

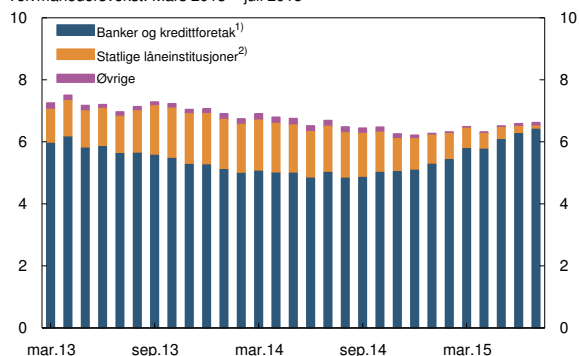
Omsetningen av brukte boliger har vært høy det siste året, se figur 3.9. Formidlingstiden og antall boliger til salgs på Finn.no har avtatt noe. Leieprisene på bolig har vokst moderat de siste årene, se figur 3.10.

Salget av nye boliger har økt betydelig, se figur 3.11. Det er særlig sterk vekst i nyboligsalget på Østlandet, mens salget har falt i Stavanger. I årene før finanskrisen ble det bygget færre nye boliger enn tilveksten i antall husholdninger. I 2013 og 2014 var det større samsvar mellom boligbygging og befolkningsvekst, se figur 3.12.

### Moderat gjeldsvekst i foretakene

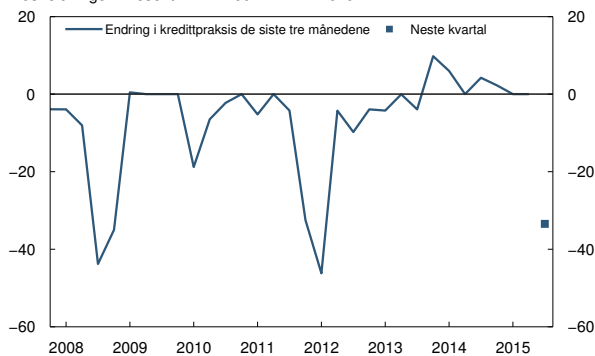
Gjeldsveksten i ikke-finansielle foretak har vært moderat siden finanskrisen, se figur 3.2. Veksten i bankgjelden, som er foretakenes viktigste kilde til

Figur 3.4 Kreditt til husholdninger (K2) dekomponert på kilder. Tolv månedersvekst. Mars 2013 – juli 2015



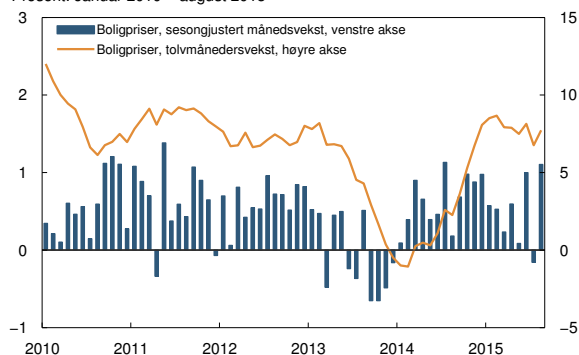
1) Serien er bruddjustert for oppstarten av OBOS-banken AS i desember 2013  
2) Inkludert Statens Pensjonskasse  
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.5 Endring i kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Husholdninger. Prosent. 4. kv. 2007 – 2. kv. 2015



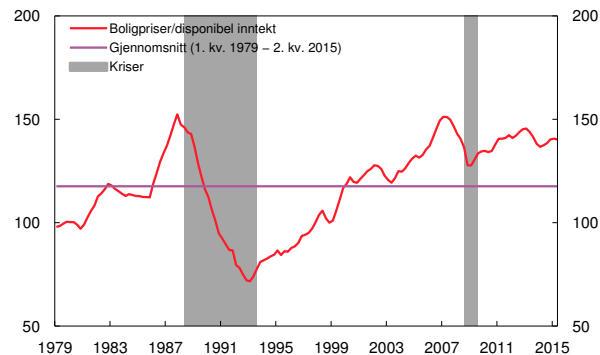
1) Negative tall innebærer strammere kredittpraksis  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – august 2015



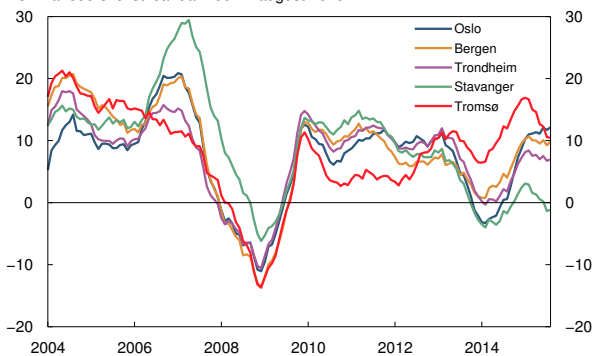
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.7 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 2. kv. 2015



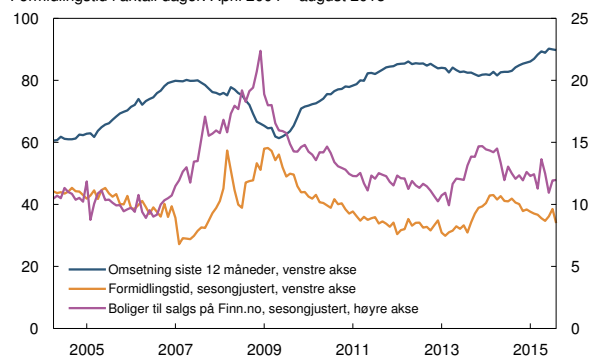
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsreglerforbund (NEF) og Norges Bank

Figur 3.8 Boligpriser i utvalgte byer. Tolvmånedersvekst. Januar 2004 – august 2015



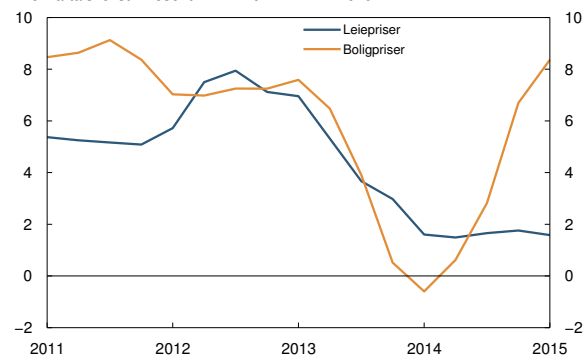
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.9 Antall omsatte brukte boliger og boliger til salgs i tusen boliger. Formidlingstid i antall dager. April 2004 – august 2015



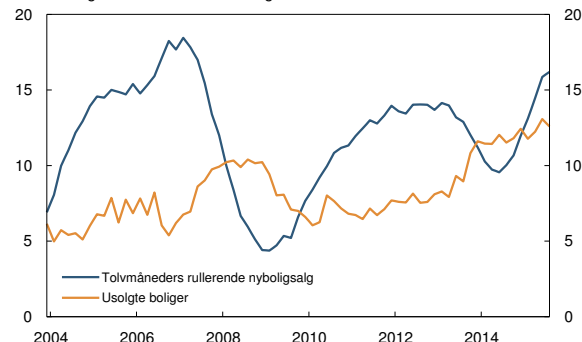
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.10 Utvikling i boligpriser og leiepriser. Firekvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 1. kv. 2015



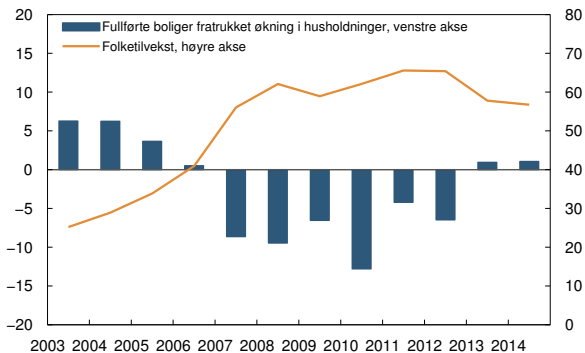
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.11 Nyboligsalg siste tolv måneder og beholdning av usolgte boliger.<sup>1)</sup> I tusen boliger. Desember 2003 – august 2015<sup>2)</sup>



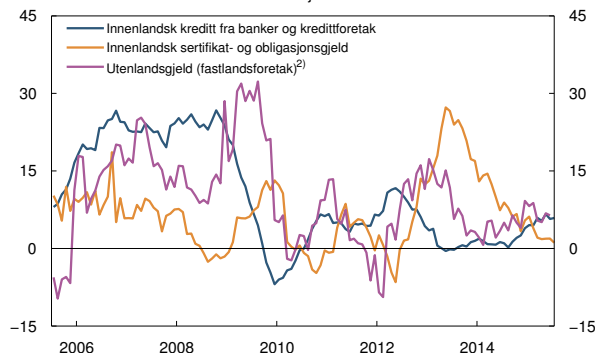
1) Statistikk for Norge fra og med oktober 2013. Tidligere tall er skjøtet bakover med veksten på Østlandet  
2) Tallene publiseres annenhver måned. Månedstall er beregnet ved lineær interpolering  
Kilde: Samfunnsøkonomisk Analyse AS

Figur 3.12 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger<sup>1)</sup>, samt folketilvekst. Tall i tusen. 2003 – 2014



1) Anslag for antall husholdninger i 2013 og 2014 grunnet brudd i serien  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolvmånedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Juli 2005 – juli 2015



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

finansiering, har tatt seg opp det siste året, se figur 3.13. Bankenes utlånsvekst til foretak innen næringseiendom og bygg- og anleggsektoren er sterk, se figur 3.14. Noe av økningen i bankgjelden er økt beholdning av gjeld i valuta, og har trolig sammenheng med svekkelsen av kronen, se figur 3.15.

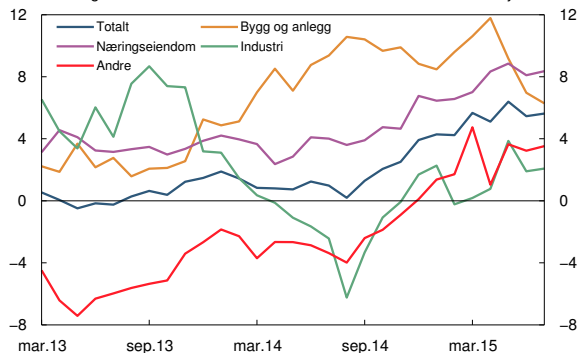
Veksten i foretakenes obligasjonsfinansiering var sterk i 2012 og 2013, men har avtatt markert de siste to årene. Emisjonsvolumet fra norske ikke-finansielle foretak var lavt i første halvår i år sammenliknet med samme periode i 2013 og 2014, særlig fra foretak med lav kredittvurdering, se figur 3.16. I internasjonale finansmarkeder har risikopåslagene steget for flere næringer og markeder i det siste. Også i det norske markedet har risikopåslagene økt, særlig for olje-relaterte foretak med lav kredittvurdering. Økte risiko-

påslag kan føre til lavere emisjonsaktivitet fra olje-relaterte næringer i det norske obligasjonsmarkedet fremover.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse venter noe lavere låneetterspørsel fra foretakene fremover, og de varsler litt strammere kredittpraksis for foretak innen næringseiendom, se figur 3.17.

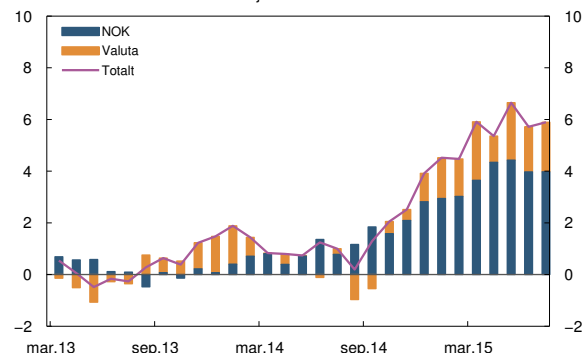
Foretakenes evne til å motstå forstyrrelser i økonomien avhenger blant annet av deres evne til å betjene gjeld og hvor stor del av virksomheten som finansieres med egenkapital. Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte foretak var høy i årene før finanskrisen og har senere ligget på et lavere nivå, se figur 3.18. De siste årene har egenkapitalandelen vært nokså stabil.

Figur 3.14 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak i utvalgte næringer fra banker og kredittforetak. Tolv månedersvekst<sup>1)</sup> Prosent. Mars 2013 – juli 2015



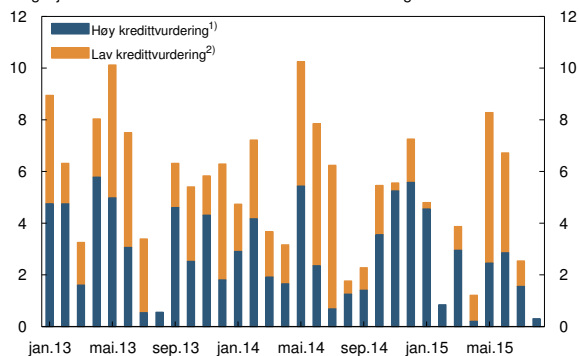
1) Beregnet basert på beholdning  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak fra banker og kredittforetak dekomponert i norske kroner og annen valuta. Tolv månedersvekst<sup>1)</sup> Mars 2013 – juli 2015



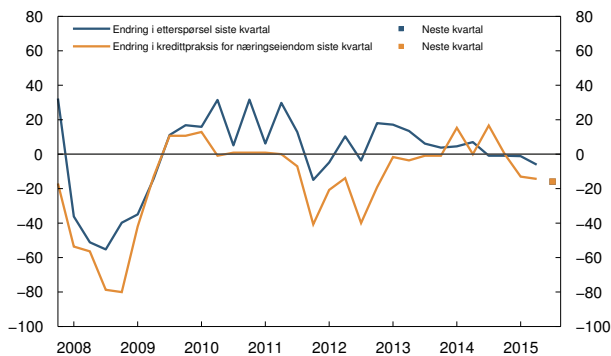
1) Beregnet basert på beholdning  
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.16 Emisjonsvolum fra norskregistrerte ikke-finansielle foretak i det norske obligasjonsmarkedet. Milliarder kroner. Januar 2013 – august 2015



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

Figur 3.17 Endring i etterspørsel etter lån fra ikke-finansielle foretak og endring i kredittpraksis for næringseiendom siste kvartal og forventet<sup>1)</sup> endring neste kvartal.<sup>2)</sup> Prosent. 4. kv. 2007 – 2. kv. 2015



1) Forventet endring neste kvartal er tilnærmet lik i de to seriene  
2) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis  
Kilde: Norges Bank

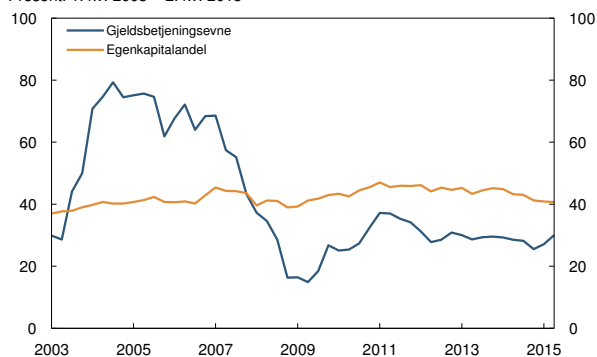
## Økte salgspriser på næringseiendom

Indikatoren for prisene på næringseiendom tar utgangspunkt i OPAKs beregnede salgspriser på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo. Den anslåtte salgsprisen steg betydelig gjennom 2014 og har fortsatt å stige i første halvår i år, se figur 3.19. Salgsprisen er beregnet basert på observerte leieinntekter og estimerte avkastningskrav. Leieprisene i dette segmentet var nokså stabile i fjor, men har falt svakt inneværende år. Leieprisene har også falt noe i flere andre segmenter i Oslo, se figur 3.20. Det anslåtte avkastningskravet for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo falt i fjor og har fortsatt å falle i år, se figur 3.21. Nedgangen i avkastningskravet har trolig sammenheng med at finansieringskostnadene har falt.

Leiepriser og salgspriser på kontoreiendom påvirkes av hvor stor andel av arealene som er ledige. Flere markedsaktører anslår økt kontorledighet i Oslo og Bærum i 2015, se figur 3.22. Økende arealledighet kan føre til lav vekst eller ytterligere nedgang i leieprisene. I Stavanger-regionen har det ifølge markedsaktører vært en betydelig økning i ledigheten innen kontorbygg de siste årene. Mye av det ledige arealet i regionen er lokalisert på Forus, som er særlig eksponert mot oljebransjen.

Ifølge flere markedsaktører var transaksjonsvolumet av næringseiendom høyt i første halvår 2015. Utenlandske investorer har stått for en betydelig andel av kjøpene.

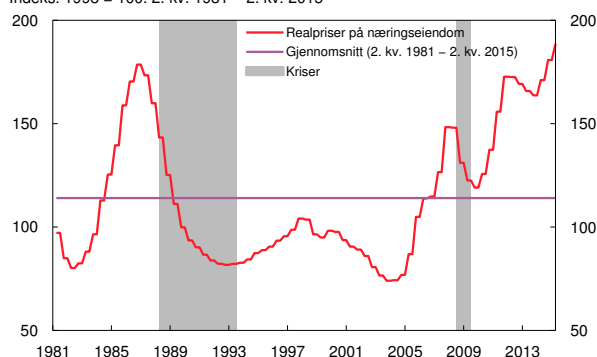
Figur 3.18 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> og egenkapitalandel<sup>2)</sup> i børsnoterte foretak. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2015



1) Resultat for skatt pluss av- og nedskrivninger siste fire kvartaler i prosent av rentebærende gjeld for norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, eksklusive Statoil. Tallet for 2. kv. 2015 er foreløpig  
2) Egenkapital i prosent av eiendeler for norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, eksklusive Statoil

Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

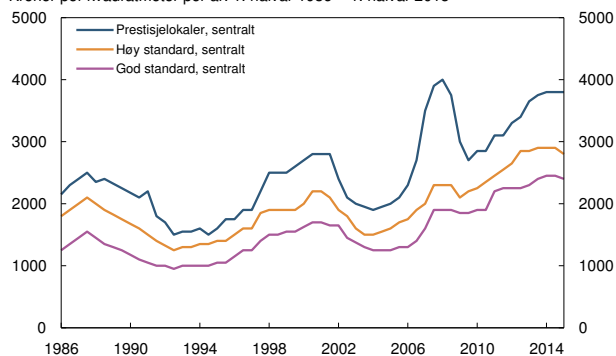
Figur 3.19 Realpriser på næringseiendom.<sup>1)</sup> Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 2. kv. 2015



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

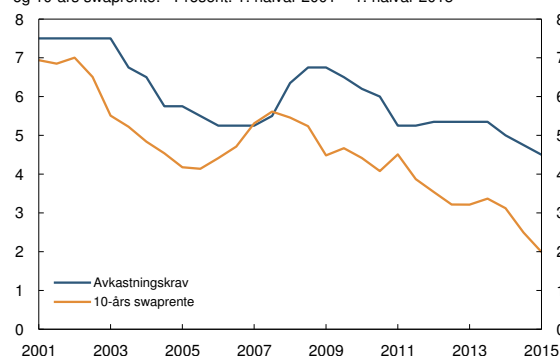
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.20 Leiepriser for kontorlokaler i Oslo. Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 1986 – 1. halvår 2015



Kilder: OPAK og Dagens Næringsliv

Figur 3.21 Avkastningskrav for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo og 10-års swaprente.<sup>1)</sup> Prosent. 1. halvår 2001 – 1. halvår 2015



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

Kilder: Dagens Næringsliv og Thomson Reuters

## God lønnsomhet og økt ren kjernekapitaldekning i bankene

De største norske bankene<sup>1</sup> hadde god lønnsomhet i første halvår 2015. Egenkapitalavkastningen var 13,3 prosent. Avkastningen har i gjennomsnitt de siste tyve årene vært om lag 13 prosent<sup>2</sup>, se figur 3.23. Bankene har fortsatt høye netto renteinntekter og lave tap.

Enkelte norske banker har en betydelig del av sine utlån i næringsmarkedet til oljerelaterte næringer. Selskaper innen oljenæringen som delvis har finansiert seg i obligasjonsmarkedet, kan få problemer med

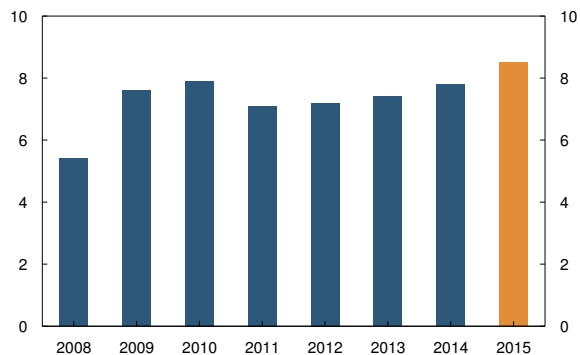
refinansieringen, eller finansieringskostnadene kan øke slik at lønnsomheten svekkes vesentlig. Lav oljepris og svakere vekstutsikter kan sammen med finansieringsproblemer i obligasjonsmarkedet gi økte olje-relaterte tap i banksektoren i 2016.

Bankene har styrket sin kapitaldekning det siste året, se figur 3.24. De største norske bankene har ved utgangen av andre kvartal i gjennomsnitt en ren kjernekapitaldekning på 13,7 prosent dersom hele resultatet fra første halvår legges til den rene kjernekapitalen. Ny egenkapital i Nordea Bank Norge bidro til en sterk økning i den rene kjernekapitalen i andre kvartal.

Fra 30. juni 2015 var kravet til ren kjernekapitaldekning i norske finansinstitusjoner 11 prosent. Kravet inkluderer en motsyklisk kapitalbuffer på 1 prosent. Den

- De syv største norske bankkonsernene: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge.
- Se Aronsen, P. A. et.al: (2014), «Norwegian banks' adjustment to stricter capital and liquidity regulation», Norges Bank Staff Memo 18/2014.

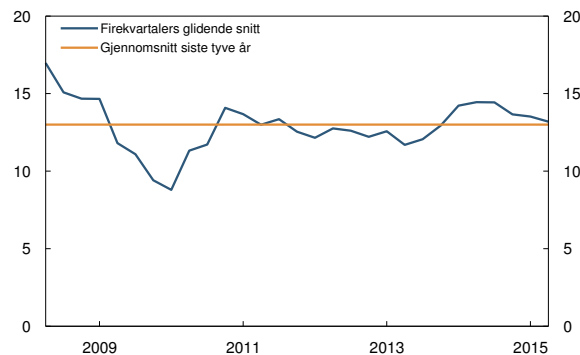
Figur 3.22 Kontorledighet i Oslo og Bærum ved utgangen av året.<sup>1)</sup> Prosent. 2008 – 2015<sup>2)</sup>



- Beregnet som gjennomsnitt av anslag fra ulike analysemiljøer
- Føreløpige tall for 2014, Prognoser for 2015

Kilde: Entrax Konsensusrapport

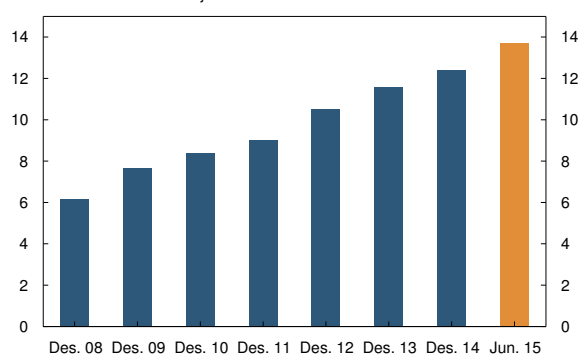
Figur 3.23 Egenkapitalavkastning i norske banker<sup>1)</sup>. Prosent. 2. kv. 2008 – 2. kv. 2015



- Vektet snitt for de syv største bankene i Norge (eksklusive Sparebank Sør fram til og med desember 2013)

Kilder: Bankkonsernenes års- og kvartalsrapporter og Norges Bank

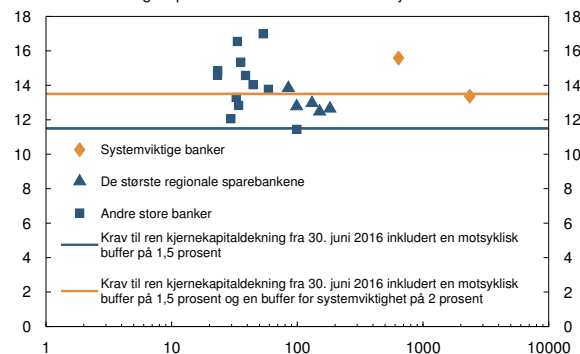
Figur 3.24 Ren kjernekapitaldekning i bankene.<sup>1)</sup> Prosent. Desember 2008 – juni 2015



- Vektet snitt for de syv største bankene i Norge (eksklusive Sparebank Sør fram til og med desember 2013)

Kilder: Bankkonsernenes års- og kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 3.25 Bankkonsernenes<sup>1)</sup> rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital.<sup>2)</sup> Milliarder kroner. Per 30. juni 2015<sup>3)</sup>



- Bankkonsern med forvaltningskapital over 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
- Logaritmisk skala
- Det er antatt at hele resultatet for 1. halvår 2015 legges til den rene kjernekapitalen

Kilder: Bankkonsernenes kvartalsrapporter og Norges Bank

motsykliske bufferen økes til 1,5 prosent 30. juni 2016. De systemviktige bankene må i tillegg holde 1 prosent-enhet ekstra ren kjernekapital og ytterligere 1 prosent-enhet fra 30. juni 2016. De fleste elementene i det nye kapitaldekningsregelverket er nå på plass, se boks side 40. Ved utgangen av andre kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin, se figur 3.25.

Andelen markedsfinansiering i bankene økte markert i årene før finanskrisen da det var høy vekst i bankenes utlån, se figur 3.26. 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. Markedsfinansieringsandelen falt litt i andre kvartal som følge av lavere innskudd fra kredittinstitusjoner i valuta, se figur 3.27.

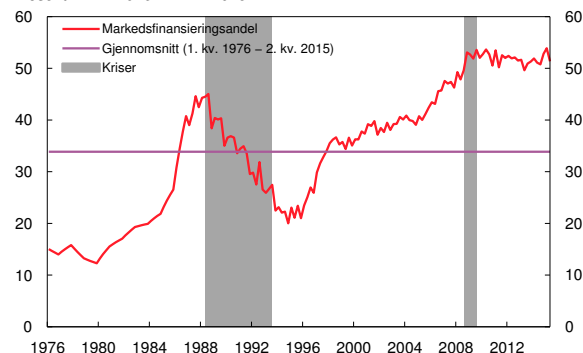
Risikopåslaget på bankenes langsiktige markedsfinansiering har falt de siste årene, men har økt noe i 2015, se figur 3.28. Norges Banks likviditetsundersøkelse tyder på at bankene har god tilgang på markedsfinansiering.

### Finansielle ubalanser lite endret siden juni

De fire indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser har steget til høye nivåer, se figur 3.1, 3.7, 3.19 og 3.26. De er også høyere enn flere av de beregnede langsiktige trendene, se ramme side 42. Kredittindikatoren og prisindikatoren for nærings-eiendom har steget noe mer enn trendene de siste kvartalene, slik at gapene har økt litt.

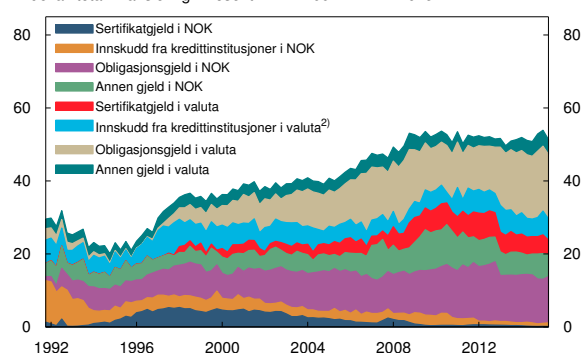
Den vedvarende oppgangen i husholdningenes gjeldsbelastning og høy prisvekst på eiendom de siste årene, er tegn på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. Norges Banks vurdering av de finansielle ubalansene er lite endret siden juni. Økte kapitalbuffer gjør bankene mer robuste mot fremtidige utlånstap. Fremover kan gjeldsoptaket bli dempet av de nye kravene til bankenes utlånspraksis for bolig-lån og lavere vekst i norsk økonomi. På den annen side innebærer nedgangen i utlånsrentene det siste året en risiko for at veksten i eiendomspriser og gjeld skyter ny fart.

Figur 3.26 Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2015



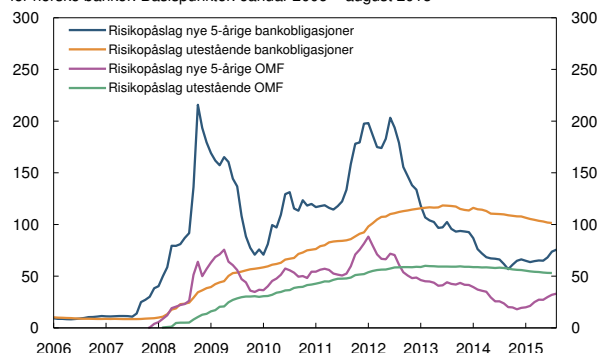
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.27 Dekomponering av bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel. Andel av total finansiering. Prosent. 4. kv. 1991 – 2. 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

Figur 3.28 Gjennomsnittlige risikopåslag<sup>1)</sup> på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Basispunkter. Januar 2006 – august 2015



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

## ENDRINGER I DET NORSKE KAPITALDEKNINGSREGELVERKET

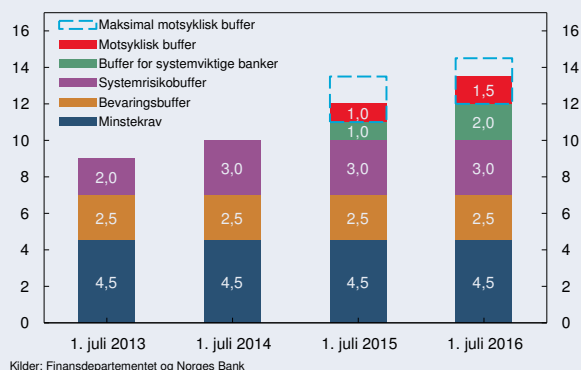
EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) trådte i kraft 1. januar 2014. Regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i Norge gjennom EØS-avtalen. Kapital- og bufferkravene i regelverket trådte i kraft i Norge 1. juli 2013, se opptrapping av kapitalkrav i figur 3.29. Det har i ettertid kommet flere avklaringer rundt kapitaldekningsregelverket.

Finansdepartementet utpekte 12. mai 2014 DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS<sup>1</sup> som systemviktige. Systemviktige finansinstitusjoner har et tilleggskrav til ren kjernekapitaldekning på 1 prosentenheter og kravet vil øke videre til 2 prosentenheter fra 1. juli 2016.

Den motsykliske kapitalbufferen ble aktivert 30. juni i år. Bufferkravet er på 1 prosent. Finansdepartementet besluttet 18. juni å heve bufferkravet til 1,5 prosent fra og med 30. juni 2016.

I 2014 kom det nye regler for beregninger av risikovekter på boliglån. IRB-bankene måtte fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad gitt mislighold (LGD) på minst 20 prosent. Første kvartal 2015 trådte nye krav til beregningen av misligholdsansynlighet (PD) for boliglån i kraft.<sup>2</sup> Innstrammingene har gitt en økning i boliglånsvektene for alle norske IRB-banker. IRB-bankene rapporterer gjennomsnittlige boliglånsvekter fra 20 til 30 prosent. Til sammenlikning var risikovektene 10–15 prosent ved utgangen av 2013. Virkningen på bankenes kapitaldekning avhenger av i hvilken grad bankene er bundet av overgangsregelen<sup>3</sup>.

Figur 3.29 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



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

2 Se Finanstilsynet (2014), «Krav til IRB-modeller for boliglån», *Rundskriv 8/2014*.

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



For IRB-banker som fortsatt bindes av overgangsregelen, fører ikke økningen av boliglånsvektene til endring i kapitaldekningen. For bankene som ikke bindes, gir økte boliglånsvekter et høyere beregningsgrunnlag og dermed lavere kapitaldekning.

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

Baselkomiteen har sendt ut høringer om endringer i standardmetoden for kredittrisiko, og om endringer i kapitalgulvet for IRB-banker relatert til standardiserte metoder for kredittrisiko, operasjonell risiko og markedsrisiko. De foreslåtte endringene gjør standardmetoden mer risikosensitiv og bryter bindingen mellom kapitalgulvet og Basel I. Finanstilsynet og Norges Bank har avgitt en felles høringsuttalelse som i hovedsak støtter forslagene fra Baselkomiteen.

## **NY FORSKRIFT OM KRAV TIL UTLÅN MED PANT I BOLIG**

Finansdepartementet ga i begynnelsen av mars i år Finanstilsynet i oppdrag å vurdere nye tiltak for å dempe veksten i boligpriser og kreditt i den norske husholdningssektoren. Finanstilsynet besvarte oppdraget 16. mars og forslaget ble så sendt på høring. Basert på forslaget fastsatte departementet 15. juni ny forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig. Forskriften bygger på Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål, og hensikten er å bidra til en mer bærekraftig utvikling i boliglånsmarkedet.

Den nye forskriften trådte i kraft 1. juli og gjelder til 31. desember 2016. Kravene innebærer blant annet at nedbetalingslån ikke skal overstige 85 prosent av boligens verdi, mens rammelån ikke skal overstige 70 prosent av boligens verdi. Disse kravene kan oppfylles med tilleggssikkerheter i form av pant i annen fast eiendom eller selvskyldnerkausjon eller -garanti. Låntaker må videre tåle en renteøkning på fem prosentpoeng, og det skal betales årlig avdrag på minst 2,5 prosent for lån som overstiger 70 prosent av boligens verdi. Bankene kan innvilge lån som bryter med ett eller flere av vilkårene for inntil 10 prosent av verdien av innvilgede lån hvert kvartal.

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

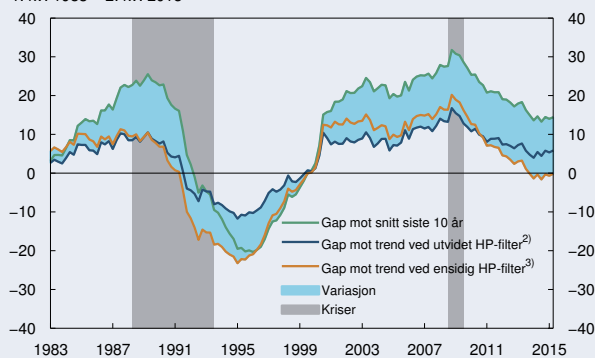
Norges Bank analyserer utviklingen i fire nøkkelindikatorer og sammenlikner nåsituasjonen med langsiktige trender. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene og dermed til målingen av finansielle ubalanser. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder.

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 næringsseiendom er gjennomsnittet beregnet rekursivt over hele historien. For kreditt i forhold

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

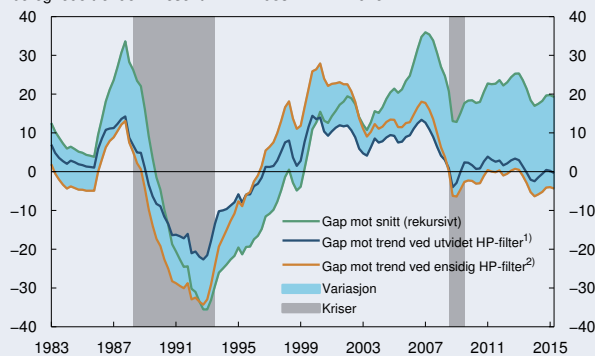
2 For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser på side 30 i Norges Bank (2013), *Pengepolitisk rapport 2/13*.

Figur 3.30a Kredittgap. Samlet kreditt<sup>1</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2015



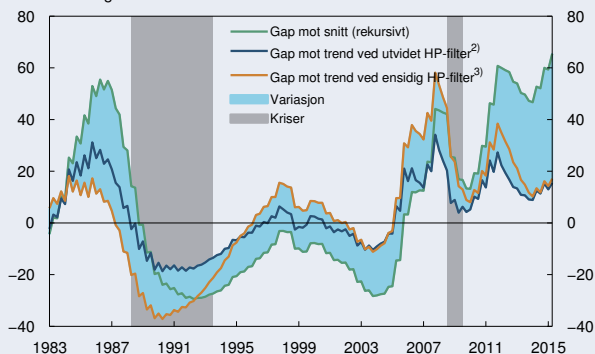
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose.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

Figur 3.30b Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2015



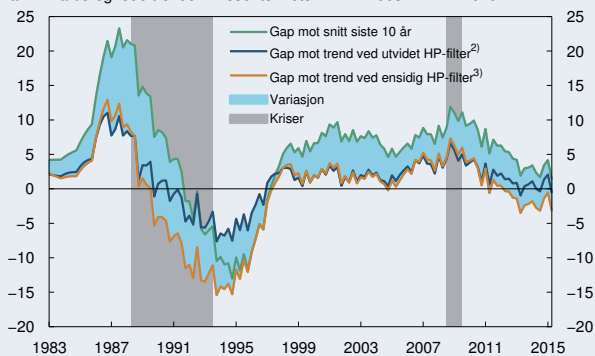
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.30c Næringsseiendomsprisgap. Realpriser på næringsseiendom<sup>1</sup> som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2015



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

Figur 3.30d Markedsfinansieringsgap. Bankenes<sup>1</sup> markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2015



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

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

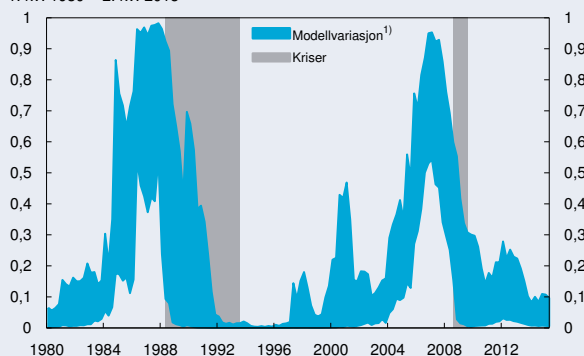
Figur 3.30 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapene mellom indikatoren og trendene avtok i årene etter finanskrisen, men har vært nokså stabile eller økt litt de siste kvartalene. Indikatoren ligger høyere enn to av tre trender. Kredittindikatoren har 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 3.30 b–d viser utviklingen i de tre andre nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Avviket mellom næringseiendomsprisindikatoren og de beregnede trendene har økt den siste tiden. Boligprisgapet og markedsfinansieringsgapet har vært omtrent uendret.

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 3.31 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.

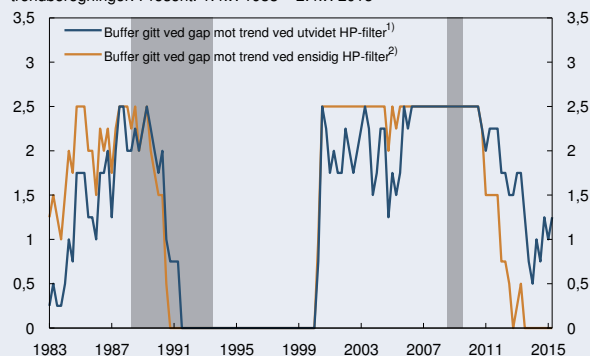
Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.<sup>4</sup> Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, 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 første kvartal 2015 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien 1,25 prosent, se figur 3.32.

Figur 3.31 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1980 – 2. kv. 2015



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

Figur 3.32 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. 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 nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 42. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra 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 utlånstap og vekst i formuespriser og kreditt vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

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

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

<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

---

Utviklingen i Kina

Utsikter til økt inflasjon hos våre viktigste handelspartnere

Hvor mange er arbeidsledige?

Reserverenten i Norge

---

# UTVIKLINGEN I KINA

Siden Pengepolitisk rapport 2/15 har usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen i Kina økt. Et betydelig fall i aksjemarkedet og endring i valutakursregimet har ført til global markedsuro, og enkelte indikatorer peker mot en brå oppbremsing i deler av økonomien.

Aksjemarkedene i Kina har falt med om lag 40 prosent siden midten av juni, se figur 1. Myndighetene har iverksatt flere tiltak for å dempe børsfallet, men volatiliteten er fortsatt høy. Fallet i aksjemarkedet må ses i lys av den kraftige oppgangen gjennom 2014. I juni 2015 hadde Shanghai-indeksen økt med om lag 150 prosent siden samme måned i fjor. Oppgangen kom som følge av forventninger om fortsatt pengepolitiske lettelse, lavere avkastning på investeringer i eiendom og deregulering av lånefinansierte aksjeinvesteringer. For å dempe den kraftige oppgangen ble begrensningen gjeninnført i januar, samtidig som andre tiltak ble innført.

Fallet i aksjemarkedet fram til nå vil trolig ha små direkte effekter på den kinesiske økonomien. I 2013

utgjorde aksjer nær 10 prosent av husholdningenes finansielle formue, mens om lag 60 prosent var plassert i bankinnskudd. Eiendomsformuen kommer i tillegg. Det er lite som peker mot at konsumet ble påvirket i særlig grad da aksjeformuen økte fram mot sommeren. Høy andel lånefinansiering av aksjekjøp øker imidlertid risikoen knyttet til utviklingen i aksjemarkedet, og dersom aksjekursene ikke stabiliseres framover, vil konsekvensene kunne bli større enn lagt til grunn.

11. august gjennomførte kinesiske myndigheter en endring i valutakursregimet som resulterte i en svekkelse av valutaen. Valutakursen bestemmes nå i større grad av markedsutviklingen, noe som er i tråd med anbefalinger fra IMF og ett av flere tiltak for at den kinesiske valutaen skal kunne inkluderes i SDR-kurven<sup>1</sup>. Det har imidlertid vært spekulasjoner om valutaen ble svekket for å bidra til økt eksport. Myndighetene har i ettertid intervenert i markedet for å forhindre en

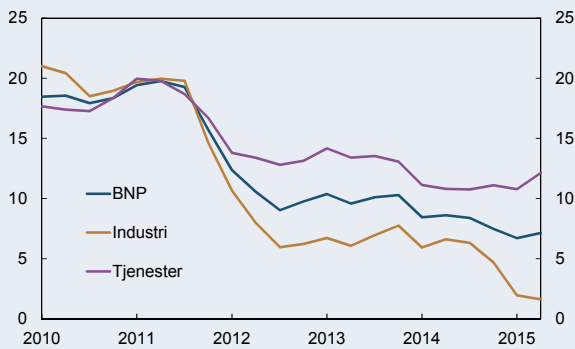
<sup>1</sup> IMF har utstedt spesielle trekkrettigheter (Special Drawing Rights, SDR) til medlemslandene som inngår i landenes internasjonale reserver. Verdien av SDR fastsettes som en kurv av valutaer som er mye handlet internasjonalt. Siden 2000 har kurven bestått av USD, EUR, JPY og GBP. I høst skal sammensetningen av kurven vurderes.

Figur 1 Aksjemarkedet i Kina. Shanghai-indeksen. 2. juni 2014 – 18. september 2015



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 BNP i Kina fordelt på næring. Firekvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2015



Kilder: CEIC og Norges Bank

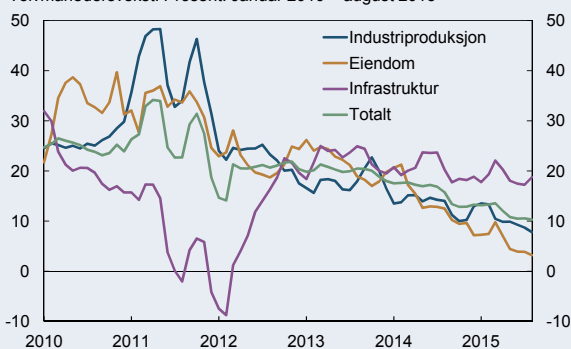
for svak valuta, noe som tyder på at de ikke primært var ute etter å styrke konkurransevnen.

Selv om veksten tok seg opp fra første til andre kvartal i år, peker flere løpende indikatorer mot en avdemping av veksten i industrisektoren i tredje kvartal. Investeringsveksten er avtakende, og utviklingen i elektrisitetsproduksjonen og i PMI-indeksen for industrisektoren er svak. På den andre siden er veksten i tjenestesektoren god. Tjenestesektoren utgjør nå en større andel av BNP enn industrisektoren, og firekvarteralsveksten tiltok fra 10 til 13 prosent fra første til andre kvartal i år, se figur 2. PMI-indeksen for tjenestesektoren indikerer en videre oppgang inn i tredje kvartal. Økt boligsalg og høyere boligpriser kan ha bidratt til at veksten i konsumet har tiltatt noe. Lavere investeringsvekst i både eiendom, industri og infrastruktur har ført til en avdemping i etterspørselen etter industri- og råvarer, og importen av metaller har falt i løpet av det siste året, se figur 3 og 4. Dette har trolig bidratt til nedgangen i råvareprisene den siste

tiden og den brede svekkelsen av valutaene til flere råvareeksporterende land.

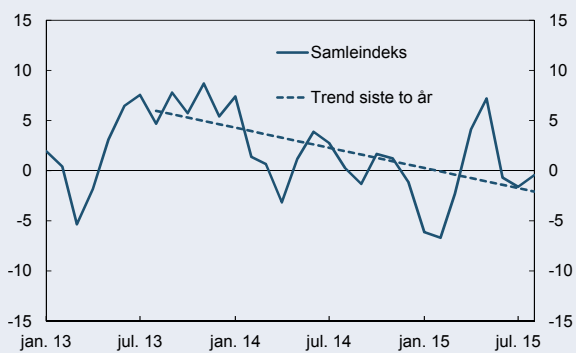
Uroen knyttet til reformene i de kinesiske finansmarkedene i sommer illustrerer utfordringene kinesiske myndigheter står overfor når økonomien skal rebalanseres og reformeres. Det kan tyde på at overgangen til en mer åpen og markedsbasert økonomi og mer konsumdrevet vekst byr på større problemer enn tidligere lagt til grunn. Samtidig har de kinesiske myndighetene fortsatt handlingsrom i den økonomiske politikken. Siden Pengepolitisk rapport 2/15 ble publisert, har sentralbanken senket renten i to omganger til 4,6 prosent og kuttet reservekravet til bankene med 50 basispunkter til 18 prosent. Vi legger til grunn at Kina unngår et brått fall i veksttakten, men anser usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen som større enn tidligere. Som følge av dette er anslagene nedjustert noe for i år og årene framover. Veksten anslås å avta gradvis mot 6 prosent ved utgangen av prognoseperioden.

Figur 3 Investeringer i Kina. Verditall. Tremåneders gjennomsnitt. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – august 2015



Kilder: CEIC og Norges Bank

Figur 4 Kinesisk import av metaller. Jern, kobber og aluminium. Tre måneder over foregående tre måneder. Prosent. Januar 2013 – august 2015



Kilder: CEIC og Norges Bank

# UTSIKTER TIL ØKT INFLASJON HOS VÅRE VIKTIGSTE HANDELSPARTNERE

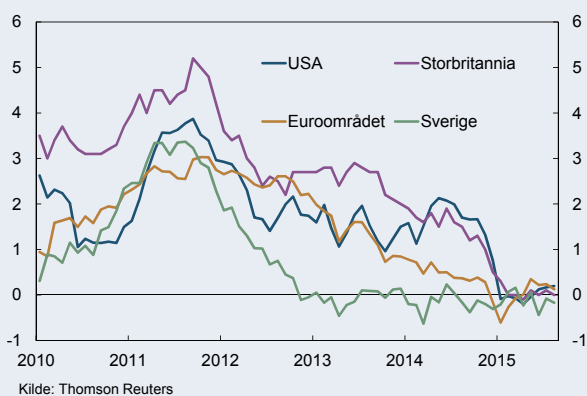
Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har i løpet av de siste årene falt til lave nivåer. Dette skyldes i stor grad lavere priser på mat og energi, men kjerneinflasjonen har også avtatt, se figur 1 og 2. Vedvarende lav inflasjon og fallende inflasjonsforventninger har vært en viktig årsak til at sentralbankene ute har holdt rentene nede og til at ventede renteøkninger stadig har blitt utsatt. Lav prisvekst internasjonalt har også hatt en direkte effekt på norske importpriser.

Mat- og energipriser avhenger i stor grad av globale råvarepriser og valutakurs, mens kjerneinflasjonen i større grad er et resultat av intensiteten i bruken av innenlandske ressurser. Kapasitetsutnyttningen innenlands måles ofte ved produksjonsgapet, som er et estimat på avviket mellom den samlede produksjonen i økonomien og produksjonspotensialet. Produksjonsgapet er vanskelig å måle, særlig i realtid, men ulike mål på ledige ressurser i økonomiene hos våre viktigste handelspartnere indikerer at kapasitetsutnyttningen nå er i ferd med å tilta. Dette skulle tilsi en høyere prisvekst. Når prisveksten likevel ikke har tiltatt

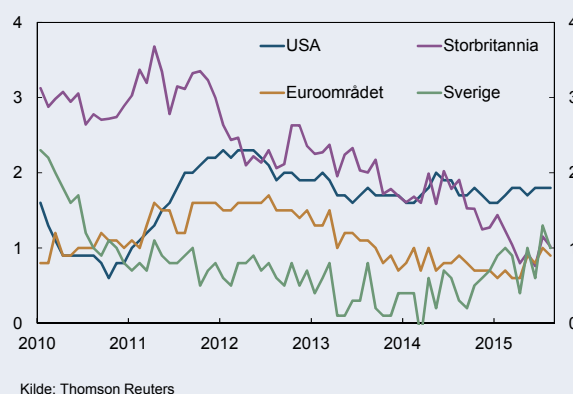
kan det skyldes at prisene reagerer tregt på endringer i kapasitetsutnyttningen eller at samvariasjonen mellom deler av kjerneprisene og produksjonsgapet er svak.

For å vurdere sammenhengen mellom kjerneinflasjonen og kapasitetsutnyttningen har vi undersøkt korrelasjonen med produksjonsgapet<sup>1</sup> for de om lag 50 prisseriene som utgjør kjerneinflasjonen i euroområdet, USA, Sverige, Storbritannia og Japan. I gjennomsnitt samvarierer nær halvparten av kjerneprisene positivt med produksjonsgapet med ett års etterslep.<sup>2</sup> Priser på typiske importvarer og nødvendighetsgoder samvarierer ikke med produksjonsgapet.

Figur 1 Konsumpriser.  
Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – august 2015



Figur 2 Konsumpriser uten mat og energi.  
Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – august 2015



1 I ligningene benyttet vi gapet for hver enkelt prisserie, beregnet som avviket fra en HP-trend. Hvilke prisserier som samvarierer med produksjonsgapet varierer med ligningene som brukes for Philips-kurven, produksjonsgapet og tidsperioden. Vi har brukt anslag fra EU-kommisjonen for historiske produksjonsgap for alle landene med unntak av Japan, hvor vi har brukt historiske tall fra Cabinet Office og egne anslag. Analysen bygger på metoden brukt av Den europeiske sentralbanken (ESB) i «The responsiveness of HICP items to changes in economic slack», Monthly Bulletin, September 2014.

2 For Sverige samvarierer flest prisserier med to års etterslep på produksjonsgapet. For Storbritannia finner vi klart mindre og tregere samvariasjon enn i de andre landene. Dette kan skyldes omfattende politikktiltak i etterkant av finanskrisen, med blant annet økning av en rekke skatter og avgifter, i tillegg til gjennomslag fra valutakursbevegelser.

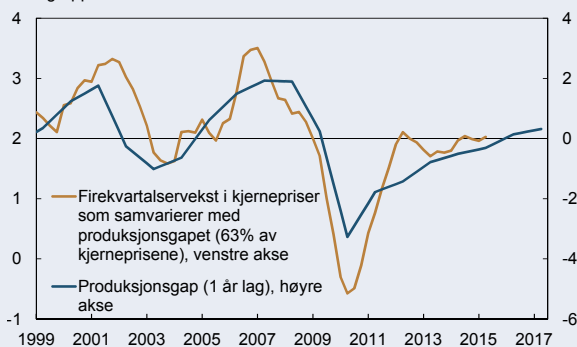


De konjunktursensitive varegruppene kan gi informasjon om vendepunkt i kjerneinflasjonen som følge av endringer i produksjonsgapet.<sup>3</sup> Hvor raskt prisene reagerer, varierer mellom de ulike konjunktursyklene som følge av andrerundeeffekter fra endrede råvarepriser, indirekte skatter og valutakursvingninger.

3) Indekser basert på de konjunktursensitive varegruppene har en gjennomsnittlig korrelasjon med produksjonsgapet på 0,7, mot 0,4 for den samlede kjerneinflasjonen.

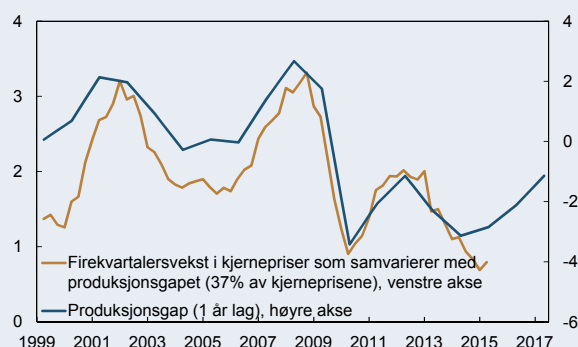
I euroområdet og Sverige begynte kapasitetsutnyttningen å tilta i 2013 og 2014, se figur 4 og 5. I euroområdet har prisveksten i oppgangskonjunkturer vært lavere enn den historiske sammenhengen skulle tilsi. Det kan blant annet skyldes andrerundeeffekter av oljeprisfallet det siste året. I Sverige har derimot prisveksten i de konjunktursensitive varegruppene tiltatt raskere enn i tidligere oppgangskonjunkturer,

Figur 3 USA. Produksjonsgap<sup>1)</sup> og prisvekst i konjunktursensitive varegrupper. 1. kv. 1999 – 2. kv. 2017



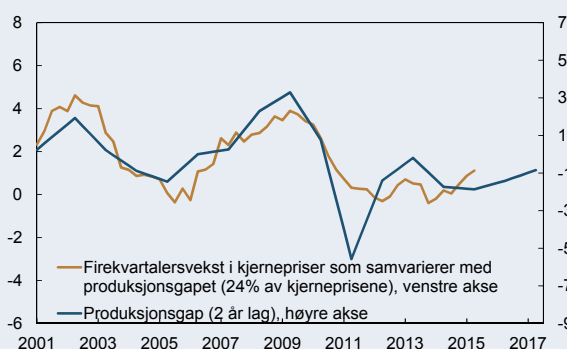
1) Tall fra EU-kommisjonen  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 4 Euroområdet. Produksjonsgap<sup>1)</sup> og prisvekst i konjunktursensitive varegrupper. 2. kv. 1999 – 2. kv. 2017



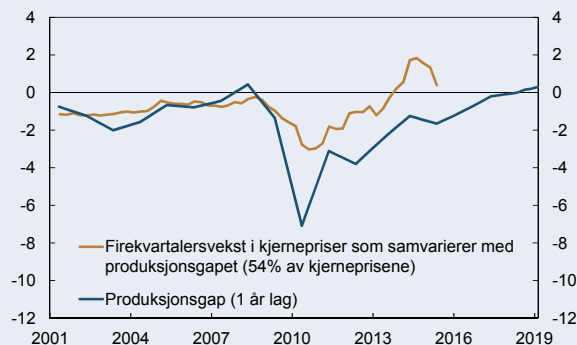
1) Tall fra EU-kommisjonen  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 5 Sverige. Produksjonsgap<sup>1)</sup> og prisvekst i konjunktursensitive varegrupper. 1. kv. 2001 – 2. kv. 2017



1) Tall fra EU-kommisjonen  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 6 Japan. Produksjonsgap<sup>1)</sup> og prisvekst i konjunktursensitive varegrupper. 2. kv. 2001 – 1. kv. 2019



1) Historiske tall fra Cabinet Office og anslag fra Norges Bank  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

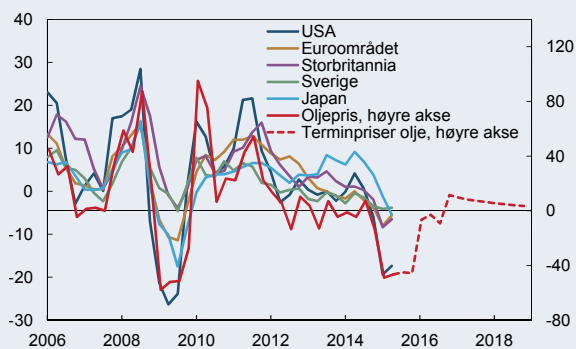
blant annet på grunn av en betydelig valutakursdepresiering som har ført til økt pris på importerte innsatsfaktorer. Økende kapasitetsutnyttning tilsier at prisveksten nå vil ta seg videre opp i både Sverige og euroområdet. I USA og Japan har kapasitetsutnyttningen økt gradvis siden bunnen i 2009, se figur 3 og 6. Den underliggende prisveksten tiltok raskt etter finanskrisen, men de siste årene har prisene økt mindre enn kapasitetsutnyttningen skulle tilsi. Fremover venter vi at kapasitetsutnyttningen skal tilta ytterligere og at produksjonsgapet blir positivt mot slutten av prognoseperioden. Det vil trolig bidra til økt prisvekst i de konjunktursensitive varegruppene i KPI.

Gitt anslagene for produksjonsgapene er det dermed grunn til å vente at prisveksten fremover vil tilta for om lag halvparten av kjerneprisene, som utgjør en tredjedel av samlet KPI, i de ulike landene. I tillegg indikerer terminpriser for råvarer at prisveksten på mat- og energipriser også vil tilta. Oljeprisen har falt

med om lag 60 prosent siden sommeren 2014. På kort sikt vil prisen bidra til å trekke energiprisene videre ned, men dagens terminpriser tilsier at årsveksten i oljeprisen vil begynne å tilta ved utgangen av 2015. Dette vil i så fall bidra direkte til økt energiprisvekst, se figur 7. Globale matvarepriser har også falt betydelig det siste året. Her indikerer terminprisene at matvareprisveksten vil nå bunnen ved inngangen til 2016, se figur 8.

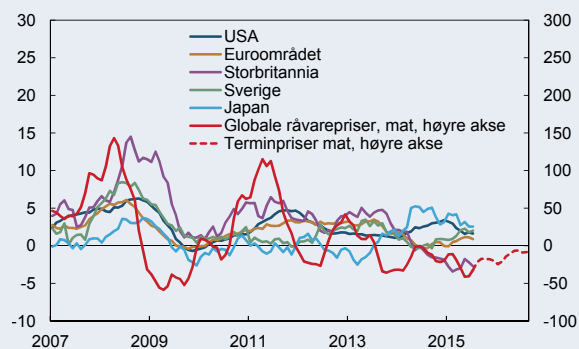
Prisveksten hos Norges viktigste handelspartnere vil trolig være moderat en god stund fremover, og volatile valutakurser og råvarepriser bidrar til usikkerhet rundt prisutviklingen. Dette enkle rammeverket peker likevel mot at prisveksten vil tilta for om lag to tredjedeler av konsumprisene de neste årene. Det er i tråd med konsumprisanslagene i denne rapporten, se vedleggstabell 4.

Figur 7 Oljepris i USD og energipriser i KPI. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2018



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 8 Globale matvarepriser og matvarepriser i KPI. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – august 2016



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

# HVOR MANGE ER ARBEIDSLEDIGE?

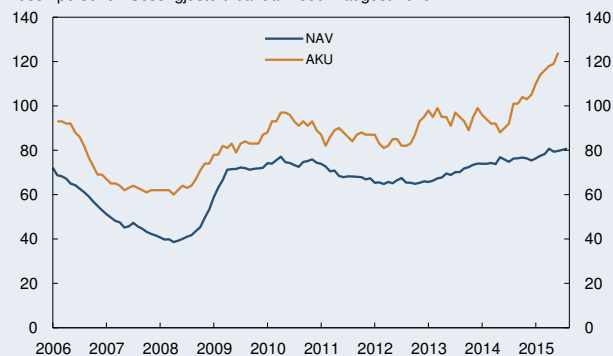
Den siste tiden har avviket mellom de offisielle arbeidsledighetsstatistikkene i Norge vært uvanlig stort. Ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU) fra Statistisk sentralbyrå var det i juni 124 000 personer som var arbeidsledige, tilsvarende 4,5 prosent av arbeidsstyrken. I samme måned var 80 000 personer registrert som helt ledige hos NAV, en ledighetsrate på 2,9 prosent, se figur 1. Mens vi må tilbake til 2005 for å finne sist gang AKU-ledigheten var like høy som nå, er den registrerte ledighetsraten om lag på linje med toppunktet i forbindelse med finanskrisen.

Over tid har AKU vist flere arbeidsledige enn statistikken fra NAV, men forskjellen har aldri vært like stor som i det siste. Siden 2000 har den gjennomsnittlige forskjellen i ledighetsratene vært på 0,7 prosentenheter. Den systematiske forskjellen forklares langt på vei av at AKU i større grad enn NAV fanger opp arbeidsledighet blant unge. Det har sammenheng med at også personer under utdanning som søker

deltids- eller feriejobb, telles som ledige i AKU. Dersom vi bare ser på antall ledige som er 25 år eller mer, har de to statistikkene vist en svært lik utvikling over tid, men det siste året har AKU-ledigheten i denne aldersgruppen økt klart mer enn NAV-ledigheten, se figur 2. Som figuren illustrerer, har det vært enda større forskjeller i utviklingen i ungdomsledigheten. Ifølge NAV har det ikke blitt flere ledige under 25 år det siste året, mens AKU viser en ledighetsøkning i denne aldersgruppen på 14 000 personer.

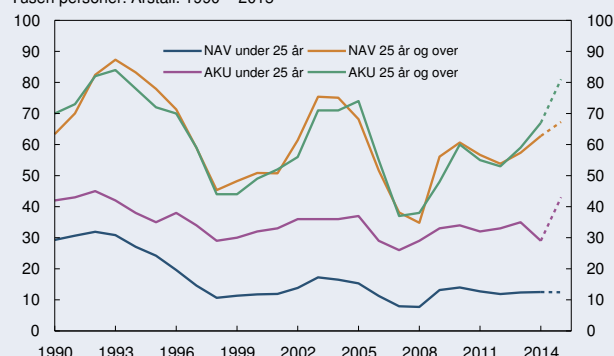
Den raske økningen i AKU-ledigheten gjenspeiler en sterk vekst i arbeidsstyrken. I juni var det ifølge AKU 55 000 flere personer i arbeidsstyrken enn samme måned året før, en økning på 2 prosent. Personer under 25 år sto for halvparten av denne veksten, men den sterke oppgangen det siste året må ses i lys av at yrkesfrekvensen for denne aldersgruppen var på et lavt nivå i fjor sommer.

Figur 1 Antall arbeidsledige. Tusen personer. Sesongjustert. Januar 2006 – august 2015<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Til og med juni 2015 for AKU  
Kilder: NAV og Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Antall arbeidsledige etter alder. Tusen personer. Årstall. 1990 – 2015<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Tallene for 2015, vist ved stiplede linjer, er sesongjusterte tall for juni 2015.  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I tidligere perioder med svak konjunkturutvikling i Norge har yrkesfrekvensen avtatt, og det er arbeidstilbudet fra de unge som i størst grad har respondert på konjunktursituasjonen, se figur 3.<sup>1</sup> Den markerte oppgangen i arbeidstilbudet det siste året avviker fra dette mønsteret, men samtidig har det også tidligere vært kortsiktige bevegelser i yrkesfrekvensen for dem mellom 15 og 24 år som i liten grad kan føres tilbake til konjunktursituasjonen.

Variasjonen i yrkesfrekvensen for dem under 25 år gjenspeiles i at også AKU-ledigheten i denne aldersgruppen har variert en del på kort sikt. Den øvrige AKU-ledigheten har vist en jevnere utvikling, men i sum har AKU-ledigheten svingt mer enn NAV-ledigheten. Det må ses i lys av at AKU er en utvalgsundersøkelse, mens NAV teller alle som er registrert som ledige ved NAV-kontorene rundt om i landet. I perioder hvor de to ledighetsmålene avviker kan det ikke utelukkes at utvalgsskjvheter i AKU kan være forklaringen. Men det kan heller ikke utelukkes at AKU fanger opp arbeidsledighet blant grupper som er mindre tilbøyelige til registrere seg hos NAV.<sup>2</sup> I tillegg til studenter som bare ønsker deltids- eller sommerjobb, kan det gjelde personer som søker heltidsjobb, men som ikke har rett på dagpenger. Nyutdannede uten tilstrekkelig

opptjening og arbeidssøkere som har fått sluttpakker av sin tidligere arbeidsgiver er eksempler på slike.<sup>3</sup>

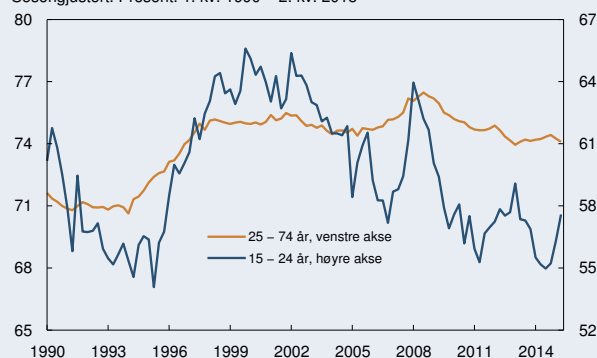
I denne rapporten legger vi til grunn at veksten i arbeidstilbudet i AKU vil avta klart fremover. Det er i tråd med erfaringene fra tidligere lavkonjunkturer. Det vil bidra til at AKU-ledigheten holder seg nær dagens nivå det nærmeste året til tross for at kapasitetsutnyttningen i økonomien anslås å avta. Den registrerte ledigheten ventes å øke videre og dermed utvikle seg mer i tråd med det forventede forløpet for kapasitetsutnyttningen. Ledighetsanslagene innebærer en forventning om at avstanden mellom de to ledighetsmålene vil avta.

3 Det utbetales ikke dagpenger i den perioden sluttpakken er ment å dekke.

1 Yrkesfrekvensen blant dem under 25 år falt i kjølvannet av bankkrisen, men økte markert etter hvert som den økonomiske situasjonen bedret seg utover 1990-tallet. Siden år 2000 har økende studietilbøyelighet gitt en trendmessig nedgang i yrkesdeltakelsen. Mange unge valgte likevel å gå ut i arbeidslivet under oppturen i årene før finanskrisen, for så å trekke seg ut igjen i årene etterpå.

2 En del av de som telles som ledige i AKU, er registrert hos NAV, men inngår ikke i statistikken over helt ledige. For å bli regnet som helt ledig må registreringen fornyes hver 14. dag. Samtidig svarer noen av de som er på arbeidsmarkedstiltak i regi av NAV på en måte som gjør at de regnes som ledige i AKU, se Bø og Næsheim (2015), *Hvorfor ulike arbeidsledighetstall*, Statistisk sentralbyrå.

Figur 3 Yrkesfrekvens etter aldersgruppe. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 1990 – 2. kv. 2015



# RESERVERENTEN I NORGE

Målet for likviditetspolitikken er å holde de helt kort-siktige pengemarkedsrentene nær styringsrenten. Sentralbanken oppnår dette ved å fastsette vilkårene for bankenes lån og plasseringer i sentralbanken, samt ved å tilpasse mengden sentralbankreserver i bank-systemet. Med sentralbankreserver («reserver») menes bankenes (ikke-bundne) innskudd i sentralbanken. Bankene trenger reserver til å gjøre opp transaksjoner seg i mellom.<sup>1</sup>

Det finnes forskjellige systemer for styring av bankenes reserver. I Norge benyttes et såkalt kvotesystem. Innskudd opp til en viss kvote forrentes til styringsrenten, som er foliorenten. Innskudd utover kvoten forrentes til en lavere rente, reserverenten.<sup>2</sup>

Bankene er delt inn i tre grupper der alle bankene i samme gruppe har fått tildelt samme kvote for folioinnskudd, med unntak av oppgjørsbankene, som har fått noe større kvoter. Gruppe 1 består av de 6 NIBOR-bankene. Gruppe 2 består av 15 banker (deriblant de største sparebankene), og gruppe 3 består av 107 mindre banker. Gruppens andel av total forvaltningskapital for bankene danner grunnlaget for gruppens andel av samlet kvote. Innad i gruppene fordeles kvoten likt mellom bankene. Summen av bankenes kvoter er 45 milliarder kroner.<sup>3</sup>

Norges Bank sikter mot å holde summen av reservene i banksystemet rundt 35 milliarder kroner med et

styringsintervall på  $\pm 5$  milliarder kroner. Dette gjøres ved såkalte F-lån og F-innskudd.<sup>4</sup>

Gjennom dagen utfører bankene transaksjoner med hverandre som påvirker enkeltbankenes innskudd i Norges Bank. Ved dagens slutt kan noen banker ha innskudd over kvoten, noen kan ha innskudd lavere enn kvoten, mens noen banker kan ha negativ saldo i sentralbanken.<sup>5</sup> Banker som ved dagens slutt har innskudd over kvoten, låner normalt ut reserver til banker som har negativ saldo i sentralbanken og til banker som har innskudd lavere enn kvoten. Alternativet for bankene er å bruke sentralbankens stående fasiliteter: Banker med innskudd over kvoten får forrentet det overskytende til reserverenten, og banker med negativ saldo må trekke såkalt D-lån over natten.<sup>6</sup>

Avstanden mellom D-lånsrenten og reserverenten utgjør rentekorridoren. Siden innføringen av det nåværende likviditetsstyringssystemet i oktober 2011 har reserverenten vært én prosentenheter lavere enn foliorenten, mens D-lånsrenten har vært én prosentenheter høyere enn foliorenten. Hensikten med rentekorridoren er å gi bankene et insentiv til å handle reserver med hverandre over natten og ikke bruke sentralbankens stående fasiliteter. Normalt handler bankene reserver med hverandre over natten til en

1 For eksempel, dersom en kunde overfører penger fra bank A til bank B, gjøres dette opp mellom bankene ved at A's innskudd i sentralbanken reduseres, mens B's innskudd øker tilsvarende.  
2 Tilsvarende kvotesystem finnes også i Danmark, Sveits og New Zealand.  
3 For mer informasjon om beregning og fordeling av kvoter, se Norges Bank (2015), «Kvoter i systemet for styring av bankenes reserver», *Rundskriv 3/2015*.

4 F-lån er lån mot sikkerhet i verdipapirer til fast rente og gitt løpetid. F-innskudd er bundne innskudd med fast rente og gitt løpetid. Det er særlig transaksjoner over statens konto i Norges Bank som fører til store bevegelser i bankenes innskudd i sentralbanken. Ved statlige utbetalinger øker bankenes innskudd i sentralbanken, mens de reduseres ved innbetalinger til staten.  
5 Negativ saldo innebærer at bankene må låne reserver av sentralbanken gjennom dagen, rentefritt, men mot sikkerhet. Ved dagens slutt må disse intradagglånene betales tilbake til sentralbanken.  
6 D-lån er lån mot pantsatte sikkerheter i Norges Bank.

rente nær foliorenten. For en bank med innskudd over kvoten er det derfor mer gunstig å låne ut reserver til andre banker til en rente nær styringsrenten enn å plassere reservene til reserverenten i Norges Bank. Tilsvarende, for en bank med negativ saldo i sentralbanken ved dagens slutt er det billigere å låne reserver av andre banker over natten enn å trekke D-lån i Norges Bank.

Overnattenrenten i Norge kalles NOWA.<sup>7</sup> Figur 1 viser styringsrenten, NOWA, reserverenten og D-lånsrenten siden oktober 2011. I tråd med målet for likviditetspolitikken, har overnattenrenten gjennomgående holdt seg nær styringsrenten.

Med dagens kvotesystem trenger i utgangspunktet ingen banker å holde innskudd over kvoten (reserveinnskudd) i Norges Bank. Det er fordi Norges Bank holder summen av bankenes reserver lavere enn summen av bankenes kvoter. Da skal alle banker med innskudd over kvoten kunne plassere disse hos andre banker med plass på kvoten. De fleste bankene klarer gjennomgående å holde innskuddene sine innenfor kvoten, slik at de ikke får reserver forrentet til reserverenten.<sup>8</sup>

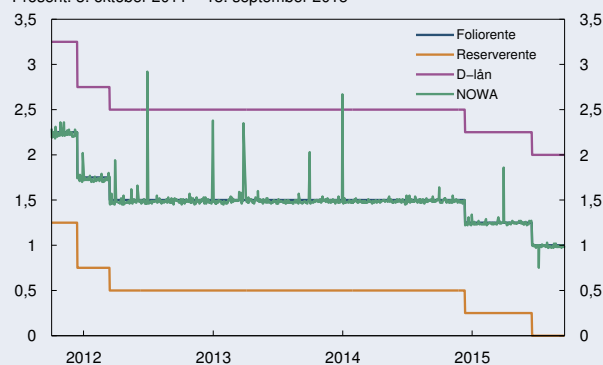
7 NOWA står for Norwegian Overnight Weighted Average.

8 Over kvartalsskiftene er NOWA til tider høyere enn foliorenten. Innskudd til reserverenten og NOWA over kvartalsskifter drøftes nærmere i Norges Bank (2014), «Bankenes vurdering av Norges Banks likviditetsstyring», Norges Bank Memo 4/2014.

Fra 25. september i år er foliorenten 0,75 prosent, mens reserverenten er -0,25 prosent. Reserverenten er altså negativ. Så lenge Norges Bank holder reservene i banksystemet mindre enn summen av bankenes kvoter for folioinnskudd i Norges Bank, vil overnattenrenten normalt holde seg rundt styringsrenten, også når reserverenten er negativ. Reserverenten og rentekorridoren har kun til hensikt å gi bankene et insentiv til å handle reserver med hverandre over natten og ikke bruke sentralbankens stående fasiliteter.<sup>9</sup>

9 Dette drøftes nærmere i Bernhardsen, T. og K. Lund (2015), «Negative renter: Sentralbankreserver og likviditetsstyring», *Aktuell Kommentar* 2/2015, Norges Bank.

Figur 1 Norges Banks stående fasiliteter og NOWA. Prosent. 3. oktober 2011 – 18. september 2015



Kilde: Norges Bank

# VEDLEGG

---

Oversikt over rentemøter i Norges Bank  
Tabeller og detaljerte anslag

---

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

Dato	Styringsrente <sup>1</sup>	Endring
16. desember 2015		
4. november 2015		
<b>23. september 2015</b>	<b>0,75</b>	<b>-0,25</b>
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
11. august 2010	2,00	0
23. juni 2010	2,00	0
5. mai 2010	2,00	+0,25
24. mars 2010	1,75	0

<sup>1</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 <sup>3</sup>		0,7	2,3	2,1	1,7	2,9	17,1	1,2	4,3
2014		2,2	2,2	2,0	2,7	1,7	-1,7	3,4	1,9
2014 <sup>4</sup>	3. kv	0,4	0,0	0,1	0,5	1,5	-3,1	3,1	5,4
	4. kv	0,9	0,4	0,9	0,8	-1,9	-7,0	2,6	-2,6
2015	1. kv	0,1	0,3	1,0	0,1	-1,3	0,9	-0,2	2,7
	2. kv	-0,1	0,2	0,5	0,5	-0,3	-3,0	0,8	-1,3
Nivå 2014, mrd. kroner		3 150	2 527	1 289	690	523	216	560	932

1 Utvinning og rørtransport

2 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleums tjenester og andre tjenester

3 For å få sammenhengende tidsserier anvender vi 2013-tallene som ble publisert i kvartalsvis nasjonalregnskap 20. august 2015

4 Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## TABELL 2 KONSUMPRISER

Årlig vekst/ tolv månedersvekst 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	1,2
2012		0,8	1,2	1,0	0,6	1,4	0,4
2013		2,1	1,6	1,4	2,1	1,6	2,0
2014		2,0	2,4	2,3	2,1	2,3	1,9
2015	jan	2,0	2,4	2,4	2,0	2,4	1,9
	feb	1,9	2,4	2,3	1,9	2,3	1,8
	mar	2,0	2,3	2,3	1,9	2,2	1,7
	apr	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	1,8
	mai	2,1	2,4	2,4	2,1	2,4	2,0
	jun	2,6	3,2	3,1	2,7	3,1	2,6
	jul	1,8	2,6	2,5	1,8	2,7	1,5
	aug	2,0	2,9	2,7	1,9	2,9	1,8

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

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

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 2/15 i parentes	Andel av verdens BNP		Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markedskurser <sup>1</sup>	2014	2015	2016	2017	2018
USA	16	22	2,4	2½ (¼)	2¾ (0)	2¾ (0)	2¼ (0)
Euroområdet	12	19	0,9	1½ (¼)	1½ (0)	1¾ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2	4	3,0	2½ (0)	2½ (0)	2½ (0)	2¼ (0)
Sverige	½	¾	2,4	3 (¼)	3 (-¼)	2¾ (0)	2¼ (0)
Kina	16	10	7,3	6¾ (0)	6½ (0)	6¼ (0)	6 (0)
Fremvoksende økonomier <sup>2</sup>	19	12	2,7	1 (-¾)	2¼ (-1)	3¾ (0)	4 (0)
Norges handelspartnere <sup>3</sup>	72	78	2,1	2¼ (¼)	2¼ (-¼)	2½ (0)	2½ (0)
Verden (PPP) <sup>4</sup>	100	100	3,4	3¼ (0)	3¾ (0)	4 (0)	4 (0)
Verden (markedskurser) <sup>4</sup>	100	100	2,6	2½ (-¼)	3 (-¼)	3¼ (0)	3¼ (0)

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

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

3 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

## TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 2/15 i parentes	Prosentvis vekst fra foregående år				
	2014	2015	2016	2017	2018
USA	1,6	¼ (0)	1½ (0)	2 (0)	2¼ (0)
Euroområdet	0,4	0 (0)	1 (0)	1¼ (0)	1½ (0)
Storbritannia	1,5	0 (-¼)	1½ (0)	2 (0)	2 (0)
Sverige	-0,2	0 (-¼)	1½ (-¼)	3 (0)	2¾ (0)
Kina	2,0	1½ (0)	1¾ (0)	2½ (0)	2¾ (0)
Fremvoksende økonomier <sup>1</sup>	6,5	8¼ (1)	5¾ (¼)	5¼ (¼)	4¾ (0)
Norges handelspartnere <sup>2</sup>	1,3	1 (0)	1½ (-¼)	2¼ (0)	2¼ (0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>3</sup>	99	54	53	58	61

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

2 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

3 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. 2015 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				
	2014	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,0	2¼	2¾	2¼	2
KPI-JAE <sup>1</sup>		2,4	2¾	2¾	2¼	2
Årslønn <sup>2</sup>		3,1	2¾	2¾	3¼	3¾
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	3150	2,2	1¼	1	1¾	2
BNP for Fastlands-Norge	2527	2,2	1¼	1¼	2	2½
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		-0,4	-1	-1½	-1½	-1
Sysselsetting, personer, KNR		1,1	½	¼	¾	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,1	1¼	¼	½	¾
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,5	4¼	4½	4¼	4
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,8	3	3¼	3¼	3¼
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4</sup>	2503	2,1	1½	2¼	3	3
- Privat konsum	1289	2,0	2½	1¾	3	3
- Private investeringer <sup>5</sup>	380	-0,5	-2	3¾	5	4¾
- Offentlig etterspørsel <sup>6</sup>	834	3,6	2	2½	2¼	2¼
Petroleumsinvesteringer <sup>7</sup>	216	-1,7	-12½	-10	-5	-2½
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>8</sup>	560	3,4	5¼	3¼	4	3¾
Import	932	1,9	3¾	1¼	3	3½
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styrringsrente (nivå) <sup>9</sup>		1,5	1	½	½	¾
Importveid valutakurs (I-44) <sup>10</sup>		93,7	102¾	103	101	99½

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 Bolig- og foretaksinvesteringer

6 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer

7 Utvinning og rørtransport

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

9 Styrringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

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

NORGES BANK  
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 3|15 – september

