



NORGES BANK

2015 JUNI

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**

**MED VURDERING AV
FINANSIELL STABILITET**

Norges Bank

Oslo 2015

Adresse: Bankplassen 2
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon: 22316000
Telefaks: 22413105
E-post: central.bank@norges-bank.no
Internett: <http://www.norges-bank.no>

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen
Omslag og grafisk utforming: Brandlab
Trykk: 07 Media AS
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Light

ISSN 1894-0226 (trykk)
ISSN 1894-0234 (online)

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

Rapporten blir lagt fram fire ganger i året, i mars, juni, september og desember. Rapporten vurderer utsiktene for renten og danner grunnlaget for Norges Banks råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Rapporten inneholder anslag for utviklingen i norsk økonomi.

I møtet 3. juni 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 17. juni 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.

INNHOOLD

| | |
|--|-----------|
| HOVEDSTYRETS VURDERING | 5 |
| 1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN | 7 |
| 2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN | 19 |
| 3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER | 30 |
| | |
| RAMMER | |
| - Ny næringsinndeling i Regionalt nettverk | 16 |
| - Forutsetninger om finanspolitikken | 16 |
| - Forutsetninger om petroleumsinvesteringer | 17 |
| | |
| - Avveininger i pengepolitikken | 26 |
| - Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/15 | 28 |
| | |
| - Beslutning om motsyklisk kapitalbuffer | 30 |
| - Endringer i det norske kapitaldekningsregelverket | 38 |
| - Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for bufferkravet | 40 |
| - Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer | 42 |
| | |
| UTDYPIINGER | 43 |
| - Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land | 44 |
| - Nytt vektsett for handelspartnerenes renter | 47 |
| - Store svingninger i lange renter | 48 |
| - Utsiktene for oljeprisen | 49 |
| - Hva forklarer økningen i pengemarkedspåslaget? | 51 |
| - Hva forklarer utviklingen i foretaksinvesteringene? | 53 |
| - Lavere vekst og arbeidsinnvandring | 55 |
| - Lavere eksport fra oljeleverandørene fremover | 57 |
| - Motsyklisk kapitalbuffer i andre land | 58 |
| | |
| VEDLEGG | 61 |
| Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten | 62 |
| Tabeller og detaljerte anslag | 63 |

Pengepolitikken i Norge

MÅL

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

GJENNOMFØRING

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

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

BESLUTNINGSPROSESS

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 3. og 17. juni 2015. Utgangspunktet for diskusjonen var strategien som hovedstyret vedtok på møtet 18. mars 2015 og analysen i Pengepolitisk rapport 1/15. Analysen i Pengepolitisk rapport 1/15 tilsa en styringsrente på om lag 1 prosent de neste årene. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville øke noe de nærmeste kvartalene for deretter å bli liggende på litt over 2 prosent utover i prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta den nærmeste tiden, men tilta mot et normalt nivå mot slutten av prognoseperioden. På rentemøtet 6. mai ble styringsrenten holdt uendret. Samtidig mente hovedstyret at det var utsikter til at renten ville bli satt ned i juni.

Utviklingen i verdensøkonomien har så langt vært litt svakere enn ventet i mars, men det er fortsatt utsikter til at veksten vil ta seg noe opp fremover. I mange land er prisveksten svært lav, blant annet som følge av fallet i oljeprisen og lav lønnsvekst. Styringsrentene er fortsatt nær null hos flere av våre handelspartnere. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene ute den nærmeste tiden er lite endret. De langsiktige rentene internasjonalt har svingt mye de siste månedene. Samlet sett har de steget noe siden mars, men rentene er fremdeles lave. I tillegg til å holde styringsrentene lave, kjøper flere sentralbanker verdipapirer for å gjøre pengepolitikken enda mer ekspansiv. Den europeiske sentralbanken har siden mars kjøpt obligasjoner for 60 milliarder euro i måneden, og Sveriges riksbank har de siste månedene økt sine kjøp av statsobligasjoner.

Nyheter om den økonomiske utviklingen og pengepolitikken både ute og hjemme ser for tiden ut til å gi større utslag enn normalt i valutamarkedene. Hittil i andre kvartal har kronkursen i gjennomsnitt vært på nivå med anslaget fra mars, men kursen har svekket seg den siste tiden.

Oljeprisen har den siste tiden variert mellom 60 og 65 dollar per fat, og den er noe høyere enn lagt til grunn i mars. Veksten i tilbudet av olje avtar og det er tegn til at etterspørselen etter olje er på vei opp. Samtidig er oljelagrene fremdeles på historisk høye nivåer. Prisene på leveranser fram i tid reflekterer forventninger om en viss ytterligere oppgang i oljeprisen.

Ny informasjon om aktiviteten i norsk økonomi indikerer at veksten har vært litt svakere enn ventet og at utsiktene fremover er noe svekket. Konsumet holder seg oppe, men foretaksinvesteringene har falt. Veksten i boliginvesteringene har vært lavere enn ventet. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai om avtakende produksjonsvekst. Bedriftene venter fortsatt svak vekst fremover, og utsiktene er svakere enn i januar. Forventningene har særlig avtatt i oljeleverandørnæringen og blant bedrifter som leverer tjenester til næringslivet. Lenger fram er det nå utsikter til at oljeinvesteringene vil falle mindre enn lagt til grunn i mars.

Arbeidsledigheten har som ventet tiltatt noe. Mens den registrerte ledigheten har økt i tråd med anslagene fra mars, har ledigheten målt ved AKU steget mer. Flexibiliteten i arbeidstilbudet i Norge bidrar til å begrense økningen i ledigheten. Det er tegn til at tilstrømmingen av arbeidskraft fra utlandet avtar i takt med avdempingen av veksten i norsk økonomi. Arbeidsledigheten vil trolig likevel øke noe fremover.

Årets lønnsoppgjør tyder på at lønnsveksten kan bli noe lavere enn tidligere antatt. Omstillingsbehov kombinert med et relativt høyt kostnadsnivå i Norge kan gi moderate oppgjør også i årene som kommer.

Veksten i konsumprisene har de siste månedene variert mellom 2 og 2½ prosent. Prisene på norskproduserte varer og tjenester har steget mindre enn anslått, mens prisene på importerte konsumvarer har steget mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Det kan se ut til at gjennomslaget fra kronesvekkelsen i fjor høst har kommet litt tidligere enn ventet. Kronesvekkelsen vil trolig bidra til en videre oppgang i prisene på importerte konsumvarer den nærmeste tiden. Prisveksten fremover dempes av nedgangen i lønnsveksten og av at virkningene av en svakere krone etter hvert fases ut.

Siden nyttår har bankene redusert sine utlånsrenter litt mer enn lagt til grunn i mars. Samtidig har påslaget i det norske pengemarkedet steget og vært noe høyere enn ventet.

Veksten i boligprisene har avtatt de siste månedene, men det er store regionale forskjeller. Husholdningenes gjeld fortsetter å vokse raskere enn inntektene. Det lave rentenivået bidrar til å holde boligpriser og gjeldsvekst oppe. På den andre siden vil en noe svakere utvikling i norsk økonomi og regjeringens tiltak rettet mot bankenes utlånspraksis kunne bidra til å dempe veksten i boligpriser og gjeld.

Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten viser svakere utsikter for norsk økonomi enn i mars. Det ser ut til at virkningene på norsk økonomi av en lavere oljepris og svakere etterspørsel fra petroleumsnæringen er noe større enn tidligere lagt til grunn. Analysen innebærer en prognose for styringsrenten på i overkant av ¾ prosent det nærmeste året. Deretter øker styringsrenten gradvis.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden la hovedstyret vekt på at vekstutsiktene og drivkreftene for inflasjonen lenger fram er svekket. Både hensynet til å holde inflasjonen nær målet og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene tilsier en lavere styringsrente. På den andre siden innebærer lavere renter en risiko for at veksten i boligpriser og gjeld skyter ny fart. Etter en samlet vurdering mener hovedstyret at styringsrenten nå bør settes ned.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 17. juni å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,0 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene, kan styringsrenten bli satt ytterligere ned i løpet av høsten.

Øystein Olsen
17. juni 2015

1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

Litt svakere utvikling internasjonalt

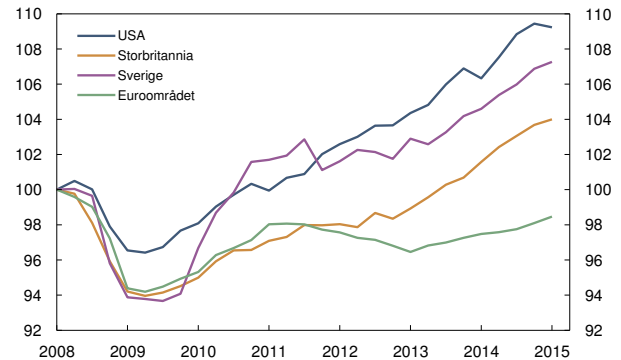
Veksten i verdensøkonomien er fortsatt moderat, men har så langt i år vært litt svakere enn ventet, se figur 1.1. I euroområdet fortsetter den forsiktige oppgangen. Reallønnsvekst og høyere sysselsetting har bidratt til at veksten i husholdningenes konsum har økt. Samtidig har usikkerheten rundt det greske låneprogrammet tiltatt. I USA bidro ekstremvær, arbeidskonflikter ved flere havner og lavere oljeinvesteringer til en nedgang i BNP i første kvartal. De neste kvartalene ventes veksten å ta seg opp, men styrkingen av amerikanske dollar siden i fjor sommer vil bidra til å dempe oppgangen. I Storbritannia bidro lavere aktivitet i bygg og anlegg og i industrisektoren til svak vekst i første kvartal. Avdempingen er ventet å være forbigående. Vi venter at økt kjøpekraft i husholdningene, sterk sysselsettingsvekst og økt eksport til euroområdet vil bidra til høyere vekst fremover. I Sverige har veksten vært noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Veksten anslås likevel å øke fra i fjor til i år, godt hjulpet av privat konsum og boliginvesteringer.

I Kina har veksten avtatt som følge av lavere aktivitet i eiendomssektoren. Lettelser i pengepolitikken og økte infrastrukturinvesteringer vil kunne bidra til at veksttakten tiltar de neste kvartalene. I andre fremvoksende økonomier er vekstutsiktene samlet sett svekket, i hovedsak på grunn av en kraftig oppbremsing i Brasil. I India ventes økte investeringer å bidra til at veksten tiltar fremover.

Vekstutsiktene hos handelspartnerne er lite endret

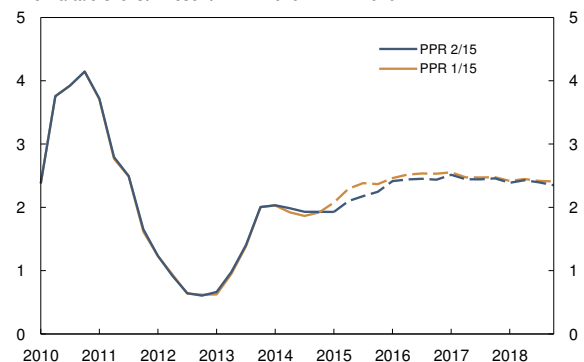
BNP-veksten hos Norges handelspartnerne samlet ventes å bli 2 prosent i 2015, noe lavere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.2 og tabell 3 i vedlegget. Nedjusteringen skyldes i hovedsak at veksten i første kvartal ble lavere enn ventet i flere land. Vekstutsiktene er om lag uendret. Utover i prognoseperioden venter vi en årlig vekst hos handelspartnerne på 2½ prosent. Verdensøkonomien anslås å vokse med 2¾ prosent i år, ¼ prosentenheter lavere enn i forrige rapport og litt lavere enn gjennomsnittet for de siste 30 årene. For en nærmere omtale av utviklingen internasjonalt, se utdypingen på side 44.

Figur 1.1 BNP. Sesongjustert volumindeks. 1. kv. 2008=100. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2015



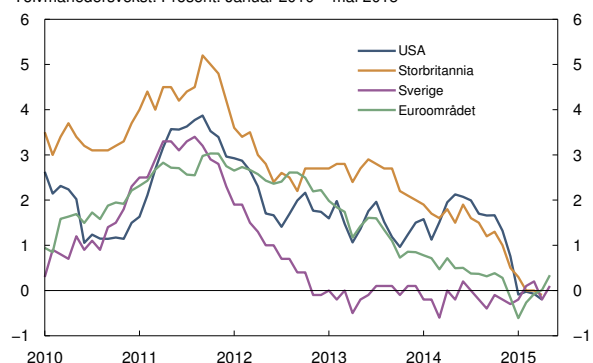
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



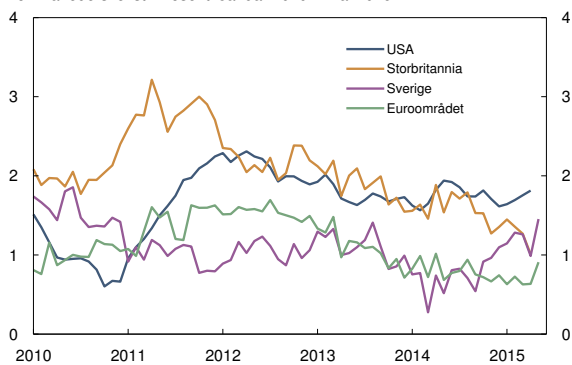
¹⁾ Anslag fra 1. kv. 2015 for PPR 2/15 (stiplet)
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



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

Figur 1.4 Konsumpriser uten mat og energi.¹⁾
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – mai 2015²⁾

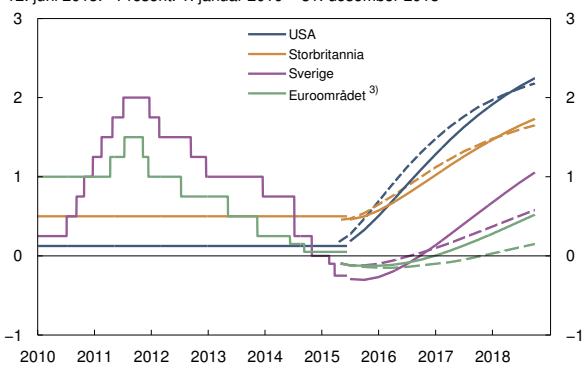


1) For Sverige vises konsumpriser uten energi og med faste rentekostnader
2) Til og med april 2015 for USA og Storbritannia
Kilde: Thomson Reuters

Fortsatt lav prisvekst hos handelspartnerne

Veksten i konsumprisene er lav hos de fleste av våre handelspartnere og nær null i mange land, se figur 1.3. Nedgangen i energiprisene i fjor har bidratt til å trekke konsumprisveksten ned. Økningen i oljeprisen siden januar vil bidra til at prisveksten tiltar, men lav innenlandsk kostnadsvekst hos våre viktigste handelspartnere vil gi moderat prisvekst også fremover. Kjerneinflasjonen er noe høyere enn samlet konsumprisvekst, se figur 1.4. Markedsbaserte mål på langsiktige inflasjonsforventninger i USA og euroområdet er lite endret siden mars. 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.

Figur 1.5 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 12. mars 2015 og 12. juni 2015.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2018²⁾

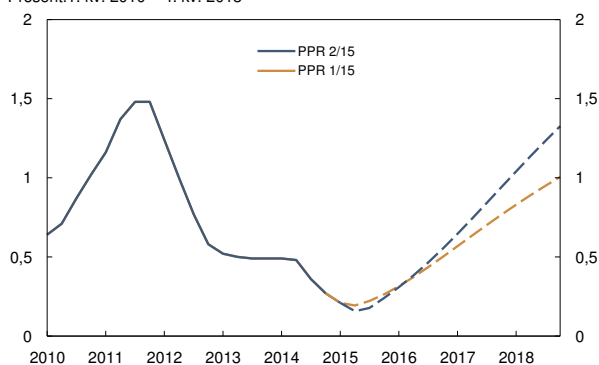


1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 12. mars 2015. Heltrukne linjer viser terminrenter per 12. juni 2015. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 2. kv. 2015
3) Eonia for euroområdet fra 2. kv. 2015
Kilder: Bloomberg,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

Svært lave renter ute

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land og forventes å være lave lenge, se figur 1.5. I tillegg til å holde styringsrentene lave har flere sentralbanker iverksatt ukonvensjonelle tiltak i pengepolitikken. Den europeiske sentralbanken (ESB) har siden mars kjøpt obligasjoner for 60 milliarder euro i måneden, og tar sikte på å fortsette obligasjonskjøpene fram til september 2016. Markedsprisingen indikerer at ESB vil holde styringsrenten uendret fram til høsten 2017. I mars satte Riksbanken i Sverige styringsrenten ned til -0,25 prosent. Riksbanken har siden holdt styringsrenten uendret, men vedtok i slutten av april å øke de samlede kjøpene av statsobligasjoner med 40–50 milliarder svenske kroner til totalt 80–90 milliarder svenske kroner. Kjøpene skal gjennomføres fram til september i år. Riksbanken har signalisert at ytterligere pengepolitiske tiltak vil kunne bli iverksatt, også utenom ordinære rentemøter. Markedsprisingen indikerer at Riksbanken tidligst vil heve renten i andre halvår 2016. Det er i tråd med Riksbankens egne anslag. I USA tyder markedsprisingen på at første renteøkning ventes å komme i løpet av høsten 2015. Den forventede renteøkningen er skjøvet noe ut i tid, blant annet på grunn av svakere økonomiske nøkkeltall. Markedsprisingen i Storbritannia indikerer at første renteøkning vil komme i første kvartal 2016. For våre handelspartnere sett under ett er terminrentene i pengemarkedet den nærmeste tiden lite endret siden forrige rapport, men lenger ut i tid har terminrentene steget, se figur 1.6. Fra og med Pengepolitisk

Figur 1.6 Pengemarkedsrente hos handelspartnerne.¹⁾
Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2018²⁾



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

rapport 2/15 er vektsett for handelspartneres renter endret, se utdypingen på side 47.

Rentene på lange statsobligasjoner hos våre viktigste handelspartnere har variert mye siden Pengepolitisk rapport 1/15, se figur 1.7. Sammen med svakere nøkkeltall i USA bidro tiltak og kommunikasjon fra sentralbankene til fall i de lange rentene fram til midten av april. Siden da har rentene steget en god del. Renteoppgangen kan blant annet skyldes en reversering av terminpremier, som særlig det siste året trolig er blitt presset ned av sentralbankenes ukonvensjonelle pengepolitikk. Samlet sett har lange renter hos våre viktigste handelspartnere steget siden forrige rapport. For en nærmere omtale av utviklingen i de lange rentene, se utdypingen på side 48.

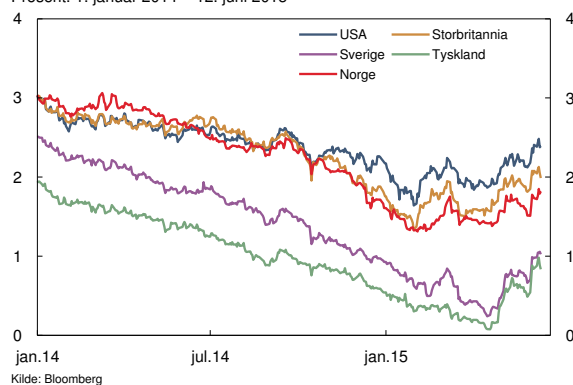
Oljeprisen har steget noe

Oljeprisen har den siste tiden variert mellom 60 og 65 dollar per fat, og er noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Siden bunnen i januar har oljeprisen steget med om lag 15 dollar, men spotprisen er likevel mer enn 45 dollar lavere enn gjennomsnittet for første halvår i fjor, se figur 1.8. Økningen i oljeprisen de siste månedene må særlig ses i sammenheng med utsikter til svakere vekst i tilbudet av olje fra land utenfor OPEC. I tillegg er det tegn til at etterspørselen etter olje er på vei opp. Fortsatt uro i Midtøsten og Nord-Afrika bidrar dessuten til usikkerhet om oljetilbudet fra viktige produsentland. Samtidig er oljelagrene i OECD-landene fremdeles på historisk høye nivåer og ventes å øke videre den nærmeste tiden. OPEC har økt produksjonen de siste månedene, og på møtet i juni ble det besluttet å opprettholde produksjonskvoten. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Disse prisene reflekterer forventninger om en viss oppgang i oljeprisen de neste årene. Terminprisene med forfall lenger ut i tid er lite endret siden forrige rapport. For omtale av utsiktene for oljeprisen, se utdypingen på side 49.

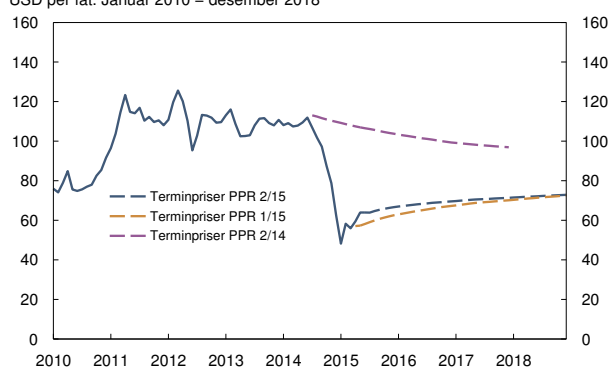
Store bevegelser i valutamarkedene

Siden forrige rapport har det vært betydelige bevegelser i valutamarkedet. Amerikanske dollar har svekket seg mot de fleste valutaer. Svekkelsen må ses i sammenheng med at den økonomiske utviklingen i USA har vært svakere enn ventet og at den forventede

Figur 1.7 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2014 – 12. juni 2015

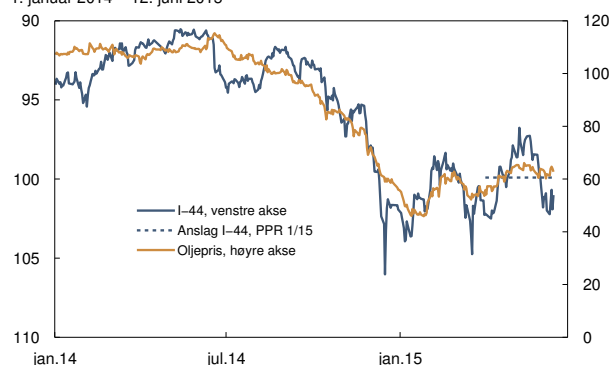


Figur 1.8 Priser på råolje. USD per fat. Januar 2010 – desember 2018^{1) 2)}



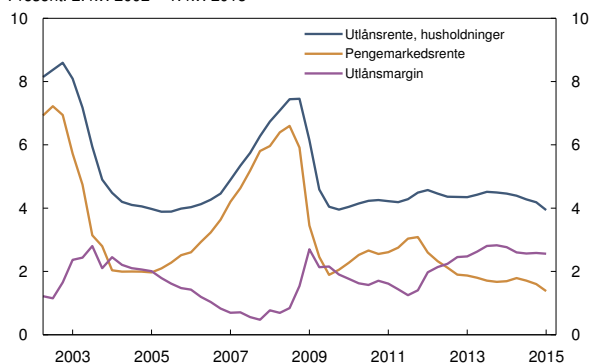
1) For juni 2015 er siste observasjon 12. juni 2015
2) Terminpriser på ulike tidspunkter (stiplet). For PPR 2/15 vises terminpriser per 12. juni 2015
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.9 Oljepris og importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾ 1. januar 2014 – 12. juni 2015



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

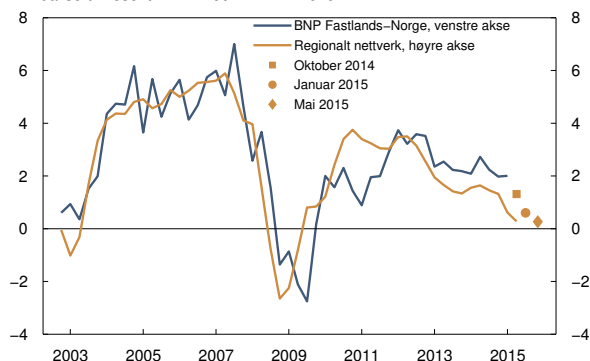
Figur 1.10 Utlånsrente til husholdninger, pengemarkedsrente og utlånsmargin.^{1) 2)} Prosent. 2. kv. 2002 – 1. kv. 2015



1) Gjennomsnittlig utlånsrente for banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger
2) Rentene er beregnet ved gjennomsnitt for kvartalet

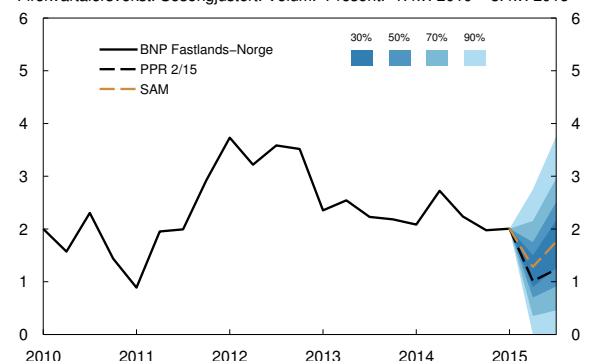
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettsviks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder. Annualisert. Prosent. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



1) Firekvartervekst. Volum
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.12 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartervekst. Sesongjustert. Volum. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2015²⁾



1) System for sammenvøying av korttidsmodeller
2) Anslag for 2. kv. 2015 – 3. kv. 2015 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

renteoppgangen er blitt skjøvet ut i tid. Svenske kroner svekket seg etter at Riksbanken i mars senket styringsrenten og annonserte kjøp av statsobligasjoner. Svenske kroner styrket seg litt igjen da sentralbanken valgte å holde styringsrenten uendret i april og etter at prisveksten økte i mai. Til tross for stor politisk usikkerhet rundt situasjonen i Hellas, har euroen styrket seg i takt med oppgangen i lange tyske renter og på bakgrunn av høyere prisvekst i euroområdet enn antatt.

Hittil i andre kvartal har kronen i gjennomsnitt vært om lag som anslått i forrige rapport, se figur 1.9. Kronekursen styrket seg etter publiseringen av Pengepolitisk rapport 1/15 da styringsrenten ble holdt uendret. Fra midten av april bidro økningen i oljeprisen og en bred svekkelse av amerikanske dollar til en ytterligere kronestyrking. Den siste måneden har kronekursen svekket seg igjen. Det gjenspeiler trolig at ny informasjon indikerer svakere utsikter for norsk økonomi.

Lavere utlånsrenter, men høyere påslag i pengemarkedet

Bankene har i gjennomsnitt redusert renten på boliglån med 0,35 prosentenheter siden årsskiftet, se figur 1.10. Det er noe mer enn lagt til grunn i mars.

Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente (Nibor) har steget noe siden forrige rapport, og er nå i overkant av 0,30 prosentenheter. Vi venter at påslaget vil holde seg på rundt 0,30 prosentenheter fremover. Det er noe høyere enn anslått i forrige rapport. Oppjusteringen av anslaget skyldes internasjonale forhold som påvirker Nibor, se utdyping på side 51.

Siden Pengepolitisk rapport 1/15 har risikopåslagene på nye obligasjoner fra banker og kredittforetak økt noe, men nye obligasjoner utstedes fremdeles med et lavere risikopåslag enn det gjennomsnittlige påslaget på utestående obligasjoner. Sammen med økte påslag i pengemarkedet vil dette gi noe høyere markedsfinansieringskostnader enn tidligere lagt til grunn.

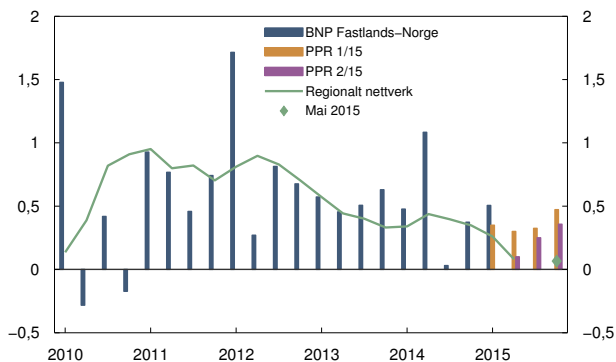
Svakere vekstutsikter for norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi avtar, se figur 1.11. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i mai om svakere produksjonsvekst enn i januar. Oljeleverandørnæringen og bedrifter som leverer tjenester til næringslivet rapporterte om fall i produksjonen, mens øvrige næringer meldte om positiv, men svak vekst. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var kvartalsveksten i BNP for Fastlands-Norge 0,5 prosent i første kvartal, noe høyere enn anslått i forrige rapport. Samtidig ble veksten i de foregående kvartalene revidert ned, og utviklingen gjennom andre halvår i fjor ble dermed svakere enn tidligere lagt til grunn.

Samlet sett ser det ut til at veksten i norsk økonomi har vært litt svakere enn ventet og at utsiktene er noe svekket. Vi anslår den underliggende veksten i fastlandsøkonomien de kommende kvartalene til om lag ¼ prosent, noe lavere enn i forrige rapport. Vi venter samtidig at utviklingen i andre kvartal vil bli svakere, med en vekst på 0,1 prosent. Det skyldes at noe av veksten i første kvartal trolig var drevet av midlertidige forhold som vi venter vil bli reversert. Anslagene for de nærmeste kvartalene er litt lavere enn prognosene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.12, men noe høyere enn forventet produksjonsvekst i Regionalt nettverk, se figur 1.13.

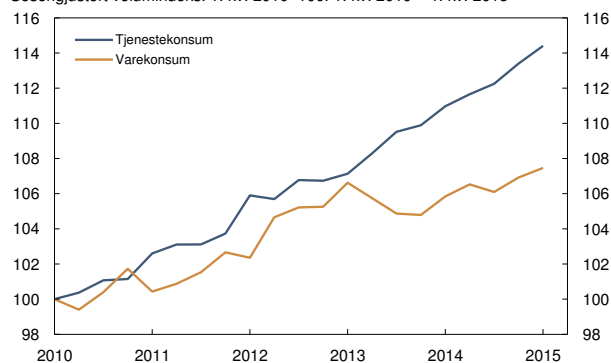
Husholdningenes konsum vokser fortsatt moderat. I første kvartal var veksten i privat konsum noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Tjenestekonsumet stiger fortsatt raskere enn varekonsumet, se figur 1.14. Inn i andre kvartal synes veksten i varekonsumet å ha tiltatt. Husholdningsrettede næringer i Regionalt nettverk melder fortsatt om moderat vekst, men kontaktene forventer noe lavere produksjonsvekst i tiden fremover. Forbrukertilliten har falt videre siden forrige rapport, se figur 1.15. Konsumentenes vurdering av utviklingen i landets økonomi har trukket indikatorer for forbrukertilliten ned på lave nivåer, mens tiltroen til egen økonomi i mindre grad har endret seg. Lavere lønns- og sysselsettingsvekst vil isolert sett dempe konsumveksten fremover, mens lave renter bidrar til å holde konsumet oppe. Vi anslår fortsatt moderat vekst i konsumet den nærmeste tiden.

Figur 1.13 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2015²⁾



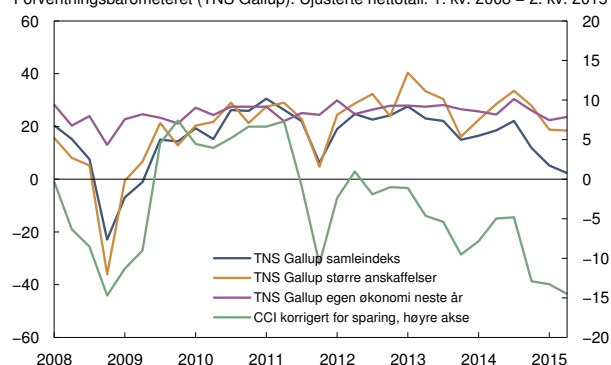
1) Sesongjustert. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er mai 2015. Siste observasjon for BNP-vekst er 1. kv. 2015
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14 Husholdningenes vare- og tjenestekonsum. Sesongjustert volumindeks. 1. kv. 2010=100. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2015



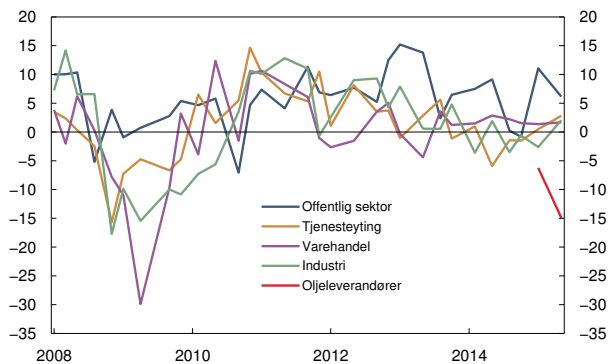
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15 Forbrukertillit. CCI korrigeret for sparing (Opinion)¹⁾ og Forventningsbarometeret (TNS Gallup). Ujusterte netttotal. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2015²⁾



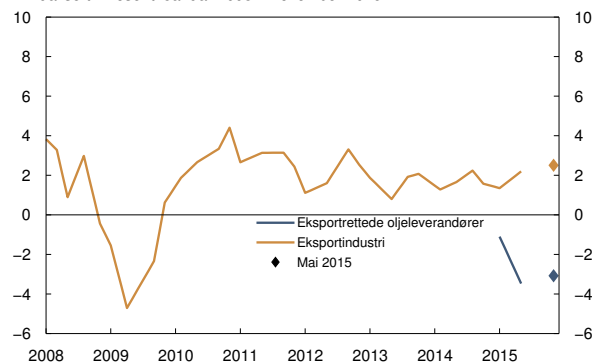
1) Gjennomsnitt av delindekser for forventninger til egen økonomi, landets økonomi og arbeidsledighet. For CCI er gjennomsnitt av månedstall benyttet som kvartalstall
2) Til og med mai 2015 for CCI
Kilder: TNS Gallup, Opinion og Norges Bank

Figur 1.16 Norges Banks regionale nettverks indikator for forventet vekst i investeringer neste 12 måneder. Prosent. Januar 2008 – mai 2015¹⁾



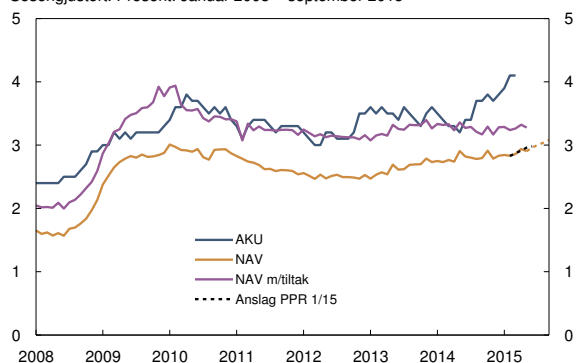
1) Ny næringsinndeling fører til brudd i seriene for industri og tjenesteyting fra 2015. For mer informasjon, se rammen på side 16
Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder.¹⁾ Annualisert. Prosent. Januar 2008 – november 2015



1) Ny næringsinndeling fører til brudd i serien for eksportindustri fra 2015. For mer informasjon, se rammen på side 16
Kilde: Norges Bank

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



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

Etter nedgangen gjennom fjoråret økte boliginvesteringene i første kvartal, men veksten var noe lavere enn ventet i forrige rapport. Bedriftene i Regionalt nettverk meldte i mai om økning i produksjonsveksten i bygg- og anleggssektoren, og utsiktene ble oppjustert sammenliknet med kontaktene forventninger i januar. Aktiviteten i boligmarkedet holder seg oppe og omsetningen er høy. Nyboligsalget har tiltatt siden i fjor sommer og igangsettingen av nye boliger har økt noe. Vi venter at veksten i boliginvesteringene vil tilta de nærmeste kvartalene, men at veksten blir noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Foretaksinvesteringene falt mot slutten av fjoråret. Nedgangen fortsatte i første kvartal, og investeringene var lavere enn anslått i forrige rapport. Svake vekstutsikter for norsk økonomi ventes å virke dempende på veksten i foretaksinvesteringene også i tiden fremover. De private næringene i Regionalt nettverk ser for seg svak vekst eller fall i investeringene det kommende året, se figur 1.16. Vi venter lavere vekst i foretaksinvesteringene de nærmeste kvartalene enn anslått i forrige rapport. Utviklingen i foretaksinvesteringene er nærmere omtalt i utdypingen på side 53.

Petroleumsinvesteringene ventes å falle med 15 prosent i år, som anslått i forrige rapport. Anslagene for 2016 og 2017 er høyere enn i mars, og vi anslår nå en reduksjon på henholdsvis 5 prosent og 2,5 prosent. Vi venter at oljeinvesteringene vil være uendret fra 2017 til 2018. For prognoseperioden sett under ett er anslagene høyere enn i forrige rapport. Se egen ramme på side 17 for en nærmere gjennomgang av anslagene.

Etter at veksten i eksporten av tradisjonelle varer og tjenester holdt seg oppe gjennom fjoråret, falt eksporten i første kvartal og utviklet seg svakere enn anslått i forrige rapport. Det var god vekst i importen i første kvartal, og det samlede vekstbidraget fra nettoeksporten var negativt. Eksportindustribedriftene i Regionalt nettverk meldte om litt høyere produksjonsvekst i mai, og kontaktene forventet også høyere vekst fremover enn de så for seg i januar, se figur 1.17. Svekkelsen av kronen bidrar til å bedre den kostnadsmessige konkurransevnen for norske eksportbedrifter. Eksportrettede oljeleverandører i Regionalt nettverk

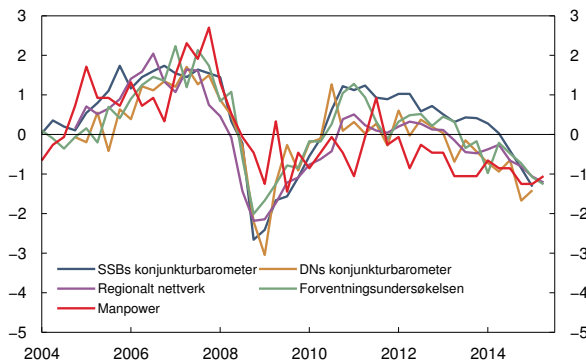
meldte i mai om en klar nedgang i aktiviteten og at denne utviklingen er ventet å fortsette. Produksjonen i disse bedriftene faller likevel mindre enn aktiviteten blant oljeleverandører rettet mot hjemmemarkedet. Samlet anslås eksporten av tradisjonelle varer og tjenester den nærmeste tiden å utvikle seg om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Arbeidsledigheten øker noe og kapasitetsutnyttningen avtar

Arbeidsledigheten har økt noe den siste tiden, særlig blant yrkesgrupper og i regioner som er nært knyttet til oljenæringen. Den registrerte arbeidsledigheten var 2,9 prosent i mai, på linje med anslagene i forrige rapport, se figur 1.18. Målt ved AKU har arbeidsledigheten økt noe mer. Arbeidstilbudet har så langt holdt seg oppe til tross for at innvandringen har avtatt noe, se utdyping om arbeidsinnvandring på side 55. Veksten i sysselsettingen har avtatt. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i mai om fall i sysselsettingen de siste tre månedene. Flere ledende indikatorer, herunder forventningene til sysselsetting i Regionalt nettverk, peker i retning av en nedgang i sysselsettingen fremover, se figur 1.19. Antallet ledige stillinger har avtatt. Det økende avviket mellom antall arbeidsledige og antall ledige stillinger er en indikasjon på at arbeidsmarkedet er blitt mindre stramt, se figur 1.20. Den nærmeste tiden venter vi at arbeidsledigheten vil øke noe.

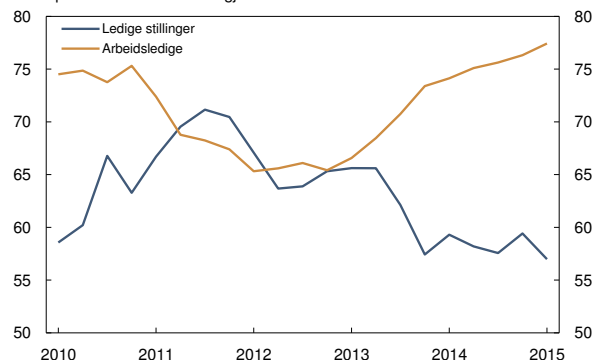
Kapasitetsutnyttningen har fortsatt å avta og er lavere enn det som vurderes å være et normalt nivå. I Regionalt nettverk er det få bedrifter som melder om kapasitetsproblemer, men kapasitetsutnyttningen rapporteres å være lite endret fra januar, se figur 1.21. Samtidig er andelen bedrifter som oppga at tilgangen på arbeidskraft begrenset produksjonsveksten på sitt laveste siden seriens oppstart i 2005. Arbeidsledigheten har økt om lag som ventet i forrige rapport, og er noe høyere enn gjennomsnittet for de siste 15 årene. Samlet ser det ut til at kapasitetsutnyttningen har avtatt om lag som lagt til grunn i forrige rapport, men anslagene for de nærmeste kvartalene er noe nedjustert.

Figur 1.19 Fem indikatorer for forventet sysselsetting.¹⁾
1. kv. 2004 – 2. kv. 2015



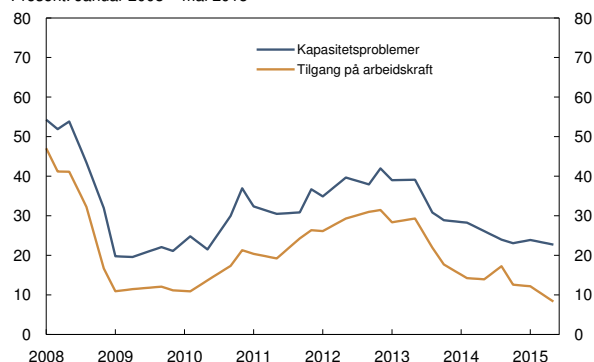
1) Antall standardavvik fra gjennomsnittet for hver indikator
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Manpower, Epinion, Dagens Næringsliv, Swedbank og Norges Bank

Figur 1.20 Antall ledige stillinger og antall arbeidsledige.¹⁾
Antall personer i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2015



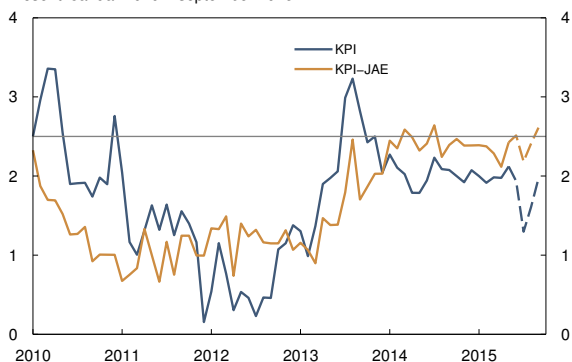
1) Registrerte arbeidsledige
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

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



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

Figur 1.22 KPI og KPI-JAE.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – september 2015²⁾

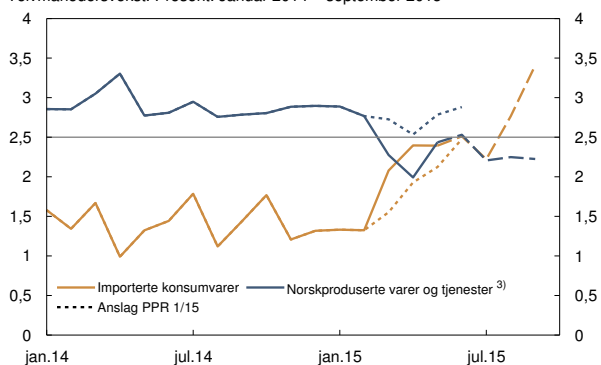


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for juni 2015 – september 2015 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lavere lønnsvekst

I forhandlingene mellom LO/YS og NHO ble det enighet om en ramme for årslønnsvekst i industrien på 2,7 prosent. Det er også oppnådd enighet i flere andre forhandlingsområder, både i privat og offentlig sektor, som er på linje med denne rammen. En svakere utvikling i norsk økonomi med behov for omstilling har trolig bidratt til moderasjon i lønnsoppgjøret. Vi anslår lønnsveksten i 2015 til 2¾ prosent, litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Anslaget er i tråd med forventningene til kontaktene i vårt regionale nettverk og gjennomsnittet av forventningene til partene i arbeidslivet slik disse kommer til uttrykk i Epinions forventningsundersøkelse.

Figur 1.23 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – september 2015²⁾



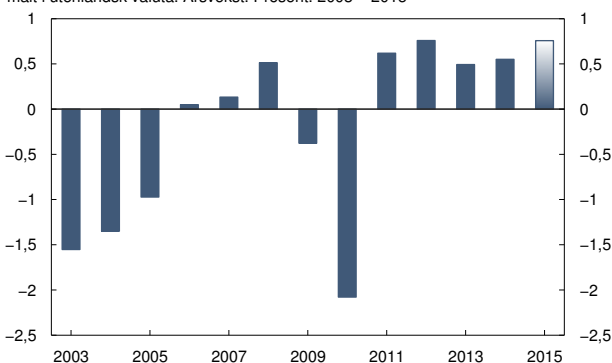
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for juni 2015 – september 2015 (stiplet)
3) Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten på importerte konsumvarer øker, men innenlandsk prisvekst avtar

Den samlede konsumprisveksten har vært stabil på rundt 2 prosent det siste året, se figur 1.22. Tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) var 2,1 prosent i mai. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 2,4 prosent i mai, opp fra 2,1 prosent i april. Prisveksten har vært noe lavere enn anslått i forrige rapport.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har avtatt siden forrige rapport, se figur 1.23. Tolv månedersveksten var 2,4 prosent i mai, lavere enn anslått i mars. Vi legger til grunn at tolv månedersveksten på norskproduserte varer og tjenester vil ligge rundt 2¼ - 2½ prosent den nærmeste tiden, noe lavere enn anslått i forrige rapport.

Figur 1.24 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2015¹⁾



1) Anslag for 2015
Kilde: Norges Bank

Tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer var 2,4 prosent i mai, høyere enn anslått i forrige rapport. For første gang på nærmere 20 år stiger prisene på importerte konsumvarer i samme takt som prisene på norskproduserte varer og tjenester. Prisveksten på importerte konsumvarer var ventet å øke som følge av kronesvekkelsen i fjor høst, men det kan se ut til at gjennomslaget fra valutakursen har kommet litt tidligere enn lagt til grunn i forrige rapport. Internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser anslås å være litt sterkere enn i fjor, se figur 1.24, og anslaget er høyere enn i forrige rapport. Vi anslår at prisveksten på importerte konsumvarer vil

fortsette å øke gjennom året, og samlet sett noe mer enn lagt til grunn i forrige rapport.

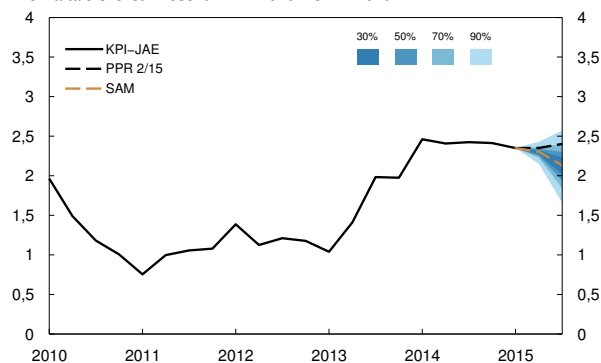
Samlet venter vi at tolv månedersveksten i KPI-JAE den nærmeste tiden vil være noe lavere enn anslått i forrige rapport. Prisveksten holdes nede av lavere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Anslagene for KPI-JAE er likevel noe høyere enn fremskrivningene fra vårt system for sammenveiging av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.25. Vi legger til grunn at effekten av kronesvekkelsen blir noe større enn det SAM fanger opp.

Boligprisveksten har avtatt

Boligprisene har steget noe mindre enn ventet, og i mai var tolv månedersveksten 7,5 prosent. Tolv månedersveksten har avtatt noe de siste månedene, men det er store regionale forskjeller i boligprisutviklingen. Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskere enn inntektene, og i april var tolv månedersveksten i kreditt til husholdninger 6,2 prosent. Det er på linje med anslagene i forrige rapport. Se kapittel 3 for en nærmere omtale av utviklingen i boligpriser og gjeld.

Figur 1.25 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte.

Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2015³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) System for sammenveiging av korttidsmodeller

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

NY NÆRINGSINDELING I REGIONALT NETTVERK

Fra og med runde 2/2015 er næringsinndelingen i Regionalt nettverk endret. Oljeleverandørnæringen var tidligere en undernæring til hovednæringen *industri* og omfattet kun petroleumsrelatert industri rettet mot norsk sokkel. Petroleumsspesifikke vareleveranser til utlandet var en del av undernæringen *eksportindustri*, mens petroleumsspesifikke tjenesteleveranser inngikk i undernæringen *tjenesteyting mot næringslivet*. Nå er oljeleverandørnæringen etablert som en egen hovednæring og omfatter alle bedrifter som leverer petroleumsspesifikke varer og tjenester. Den nye hovednæringen er delt inn i *hjemmemarkedsrettede* og *eksportrettede oljeleverandører*. Ny næringsinndeling fører til brudd i seriene for de aktuelle næringene. For å kunne sammenligne seriene fra runde 2/2015 med runde 1/2015, er verdiene for runde 1/2015 beregnet med nytt næringsoppsett. For nærmere dokumentasjon av ny næringsinndeling i Regionalt nettverk, se *Regionalt nettverk 2/2015*.

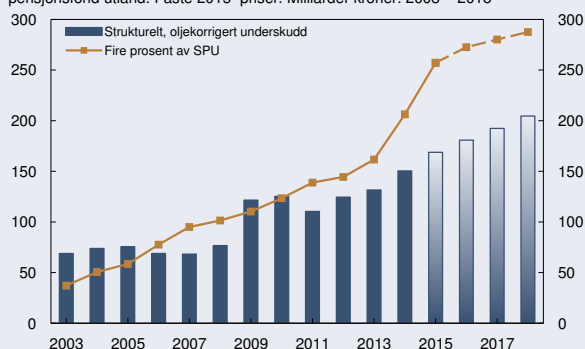
FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Forutsetningene om finanspolitikken bygger på Revidert nasjonalbudsjett 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. Målet 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 fondsverdien ved inngangen til 2015, en mindre andel enn tidligere anslått. Det skyldes en betydelig økning av fondsverdien gjennom fjoråret, i hovedsak som følge av en svakere krone.

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 1.26. 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 være nær 3 prosent av fondsverdien.

Figur 1.26 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018¹⁾



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

FORUTSETNINGER OM PETROLEUMSINVESTERINGER

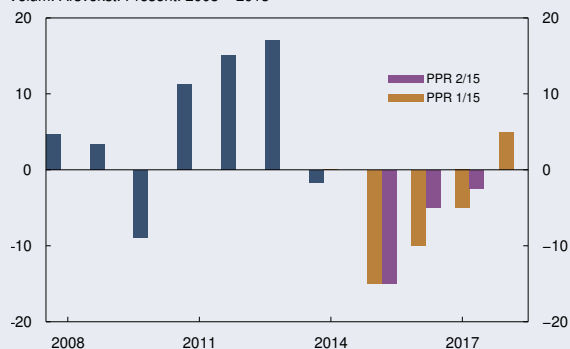
Investeringene på norsk sokkel økte sterkt fra 2002 til 2013, drevet av en kraftig økning i oljeprisen, god tilgang på lønnsomme funn og behov for oppgraderinger på eldre felt. Den sterke veksten førte til at kostnadene i petroleumsnæringen også økte markert. Kostnadsøkningen og fallet i oljeprisen det 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. Blant annet prøver selskapene å redusere kostnadene ved å øke boreeffektiviteten, standardisere utbygginger, velge enklere utbyggingsløsninger og ved å forhandle fram lavere priser i leverandørmarkedene.

Spotprisen på olje har variert mellom 60 og 65 dollar den siste tiden. Oljeprisen er mer enn 45 dollar lavere enn gjennomsnittet for første halvår i fjor, men noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Virkningene av nedgangen i oljeprisen det siste året 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 i overkant av 70 dollar i 2018, se figur 1.8. Terminprisene for de neste kvartalene er noe høyere enn i forrige rapport, men prisene på leveranser lenger fram i tid er lite endret. Terminprisene for 2016 til 2019 har i gjennomsnitt falt med rundt 30 dollar siden i fjor sommer.

Som i forrige rapport anslår vi at petroleumsinvesteringene vil falle med 15 prosent fra 2014 til 2015, se figur 1.27. Investeringstillingen for andre kvartal tyder på at petroleumsinvesteringene vil falle mindre i 2016 enn vi anslo i mars, og våre anslag for investeringene i 2016 og 2017 er oppjustert. Det er særlig leteinvesteringene og investeringene på felt i drift som ser ut til å bli høyere enn ventet. Vi venter at investeringene vil flate ut i 2018. For prognoseperioden sett under ett er anslagene høyere enn i forrige rapport.

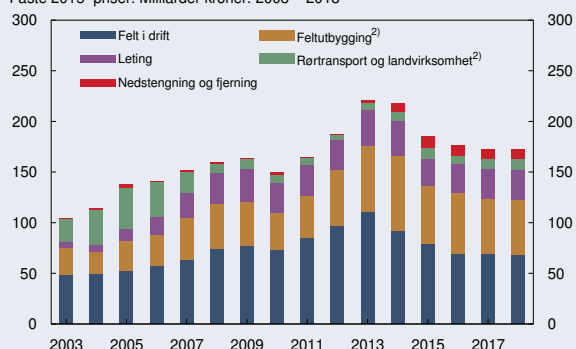
Lavere investeringer på felt i drift er den viktigste faktoren bak nedgangen i investeringene fra 2014 til 2018, se figur 1.28. Oppgradering av eldre felt har bidratt til høye investeringer de siste årene. Det vil ikke være like stort behov for oppgraderinger fremover. Innsparingstiltakene i oljeselskapene bidrar også til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres i løpet av prognoseperioden. Vi anslår at investeringene

Figur 1.27 Petroleumsinvesteringer.
Volum. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018¹⁾



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

Figur 1.28 Petroleumsinvesteringer.
Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018¹⁾



1) Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2003 – 2014 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 1,5 prosent fra 2014 til 2015.
2) Utgiftene til eksportforberedninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

på disse feltene vil falle med 13 milliarder kroner i år og med ytterligere 10 milliarder kroner fra 2015 til 2018.

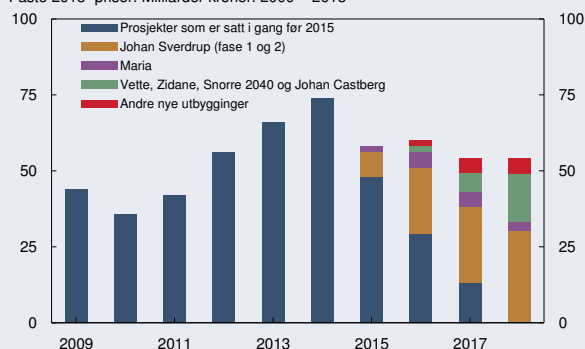
Utgiftene til feltutbygging har økt markert de siste årene og var på over 70 milliarder kroner i 2014. Det høye investeringsnivået i fjor hadde sammenheng med at det pågikk flere store utbyggingsprosjekter på norsk sokkel. Flere av disse prosjektene er nå ferdige. De øvrige prosjektene ventes å være ferdige i perioden 2015 til 2017. Petroleumsinvesteringene vil derfor isolert sett falle betydelig som følge av lavere investeringer i prosjekter som er satt i gang før 2015, se figur 1.29. Nedgangen dempes av at feltene Johan Sverdrup og Maria bygges ut de neste årene, med anslåtte investeringer på til sammen 90–100 milliarder kroner i perioden 2015–2018. Vi legger også til grunn at utbyggingen av feltene Vette og Zidane vil komme i gang i løpet av 2016.

Prosjektet Snorre 2040 og utbyggingen av Johan Castberg-feltet er de største utbyggingsprosjektene som er under planlegging på norsk sokkel. Begge prosjektene har vært utsatt flere ganger på grunn av svak lønnsomhet. Partnerne i Snorre- og Johan Castberg-lisensene arbeider med å redusere investeringskostnadene i prosjektene slik at de kan bli tilstrekkelig lønnsomme. Vi legger til grunn at Snorre 2040 vil komme i gang mot slutten av 2017 og at utbyggingen av Johan Castberg vil komme i gang mot slutten av 2018.¹ Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil falle med 16 milliarder kroner i år og med ytterligere 4 milliarder fra 2015 til 2018.

Leteaktiviteten ser ut til å falle betydelig fra 2014 til 2015. Lavere etterspørsel etter borerigger har ført til at riggratene har falt markert. Det vil etter hvert gi lavere borekostnader, som igjen kan bidra til at letingen tar seg opp noe opp igjen de neste årene.

Figur 1.29 Feltutbygging.

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



1) Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2009 – 2014 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på investeringsstillingen for 2. kvartal 2015, prognosene i Sokkelåret 2014 fra Oljedirektoratet, stortingsproposisjoner for prosjekter som er satt i gang før 2015, konsekvensutredninger for nye prosjekter og løpende informasjon om utsettelse og antatt oppstart av prosjekter. Utgiftene til eksportforledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

Avveieringer i pengepolitikken

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste 15 årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært 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 avveiingen 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 oppbyggingen av finansielle ubalanser. Ved store og brå endringer i risikobildet kan hensynet til robusthet også innebære en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

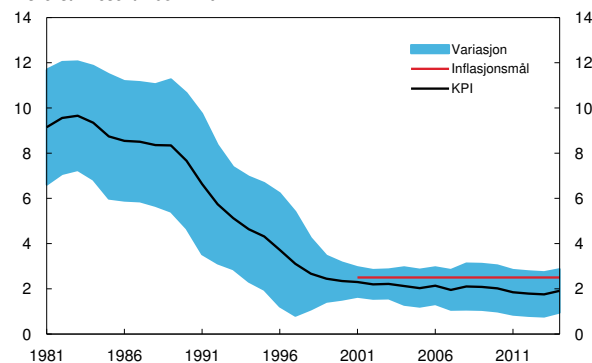
Analysen i forrige rapport

I Pengepolitisk rapport 1/15 ble styrringsrenten anslått å ligge på om lag 1 prosent de neste årene, for deretter å øke gradvis. Med en slik utvikling i styrringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville øke noe de nærmeste kvartalene før den ville avta og bli liggende litt over 2 prosent utover i prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta ytterligere den nærmeste tiden, men tilta mot et normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

Svakere drivkrefter for inflasjon og produksjon

Ny informasjon indikerer at veksten i norsk økonomi har avtatt og at utsiktene fremover er noe svakere enn tidligere antatt. Konsumet holder seg oppe, men private investeringer ser ut til å utvikle seg svakere enn ventet, se figur 2.3. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai om avtakende produksjonsvekst. Bedriftene ventet fortsatt svak vekst fremover, og utsiktene var svakere enn i januar. Forventet produksjonsvekst har særlig avtatt i oljelieferandørnæringen og blant bedrifter som leverer tjenester til næringslivet, se figur 2.4. Virkningene av en lavere oljepris og lavere etterspørsel fra petroleumsnæringen ser ut til å være noe større enn tidligere lagt

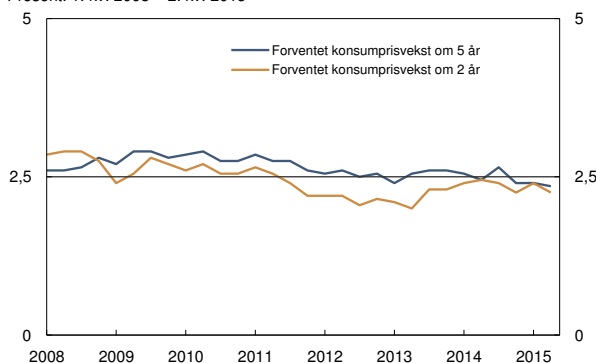
Figur 2.1 Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI. Årsvekst. Prosent. 1981 – 2014



1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

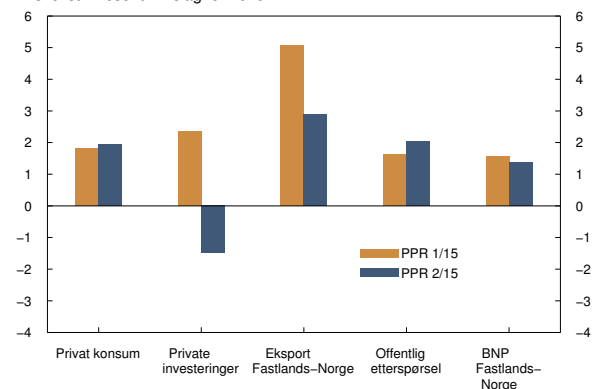
Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2015



1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien

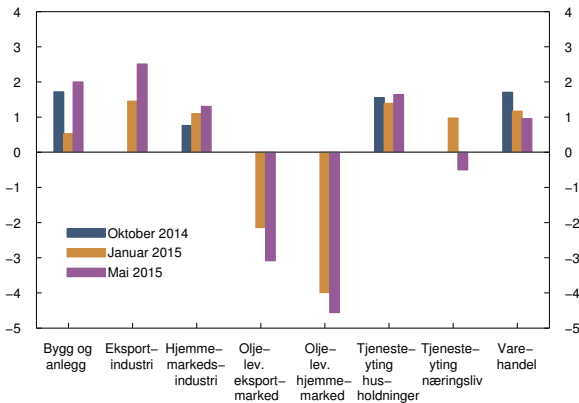
Kilder: Epinion, Opinion, TNS Gallup og Norges Bank

Figur 2.3 BNP for Fastlands-Norge med etterspørselskomponenter. Årsvekst. Prosent. Anslag for 2015



Kilde: Norges Bank

Figur 2.4 Forventet produksjonvekst neste seks måneder i Norges Banks regionale nettverk.¹⁾ Annualisert. Prosent

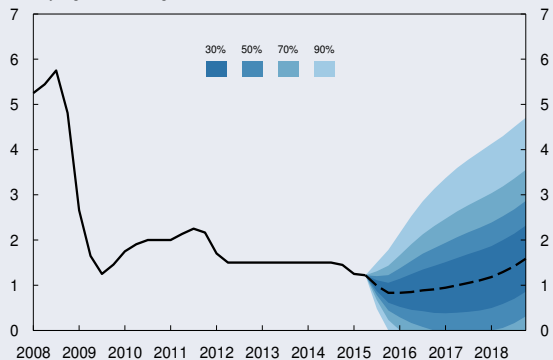


1) Ny næringsinndeling fører til brudd i seriene for eksportindustri, oljeleverandører og tjenesteyting mot næringslivet fra 2015. For mer informasjon, se rammen på side 16
Kilde: Norges Bank

til grunn. På den andre siden ser det nå ut til at petroleumsinvesteringene vil falle mindre i 2016 og 2017 enn anslått i mars. Det kan bidra til å løfte vekstutsiktene på noe sikt. Samlet ventes arbeidsledigheten å øke litt mer og kapasitetsutnyttningen å avta ytterligere en periode sammenlignet med anslagene fra mars.

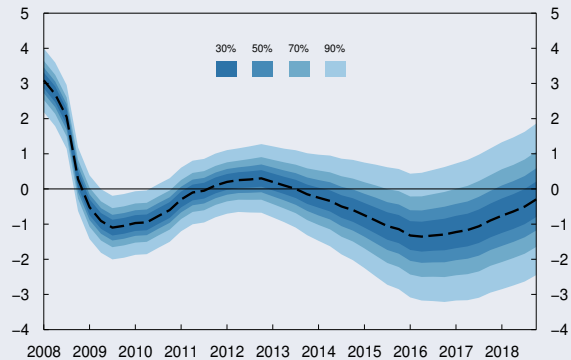
Konsumprisveksten har vært lavere enn anslått i mars. Resultatene fra årets lønnsoppgjør tyder på at lønnsveksten i år blir lavere enn ventet, og det er utsikter til at veksten i lønningene også fremover blir lavere enn tidligere anslått. Det svekker drivkreftene for inflasjonen lenger fram. Samtidig ventes den betydelige

Figur 2.5a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018¹⁾



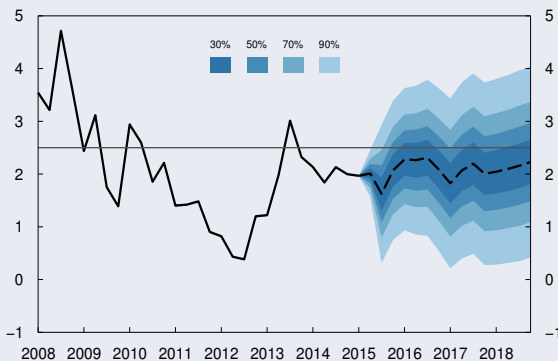
1) Anslag for 2. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



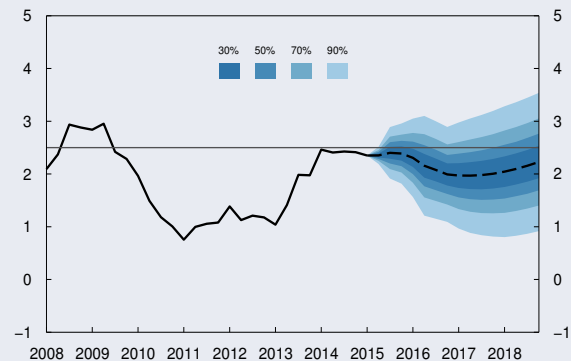
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018¹⁾



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

Figur 2.5d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018²⁾



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

svekkelsen av kronen gjennom 2014 å bidra til at prisveksten holdes oppe den nærmeste tiden.

Litt lavere prognose for styringsrenten de nærmeste årene

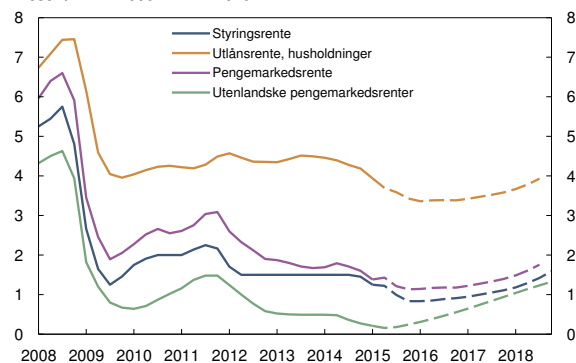
Anslagene i denne rapporten tilsier at styringsrenten blir liggende i overkant av $\frac{3}{4}$ prosent det nærmeste året. Styringsrenten anslås deretter å øke gradvis, se figur 2.5 a-d. Prognosen for styringsrenten er noe lavere enn i Pengepolitisk rapport 1/15 fram til andre halvår 2017. Mot slutten av anslagsperioden ligger prognosen litt høyere enn i mars. Både hensynet til å holde prisveksten nær 2,5 prosent og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene tilsier isolert sett en lavere rentebane. En enda lavere styringsrente kan på den andre siden øke faren for at boligpriser og gjeld skyter ny fart. Prognosen for styringsrenten ligger derfor noe høyere enn den ville gjort dersom robusthetshensynet ikke hadde vært vektlagt, se ramme på side 26 om avveiningene i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane. For en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringene i renteprognosen, se ramme på side 28. Bankenes utlånsrenter anslås å følge utviklingen i pengemarkedsrentene, se figur 2.6.

Med en utvikling i styringsrenten som anslått i denne rapporten, tilsier analysene at prisveksten vil holde seg i underkant av 2,5 prosent i starten av prognoseperioden før den avtar gradvis til rundt 2 prosent i 2017. Lenger fram anslås prisveksten å tilta noe, se figur 2.7. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vurderes å være lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå og anslås å avta ytterligere. Mot slutten av prognoseperioden ventes kapasitetsutnyttningen å tilta mot et mer normalt nivå.

Veksten tar seg gradvis opp fra et lavt nivå

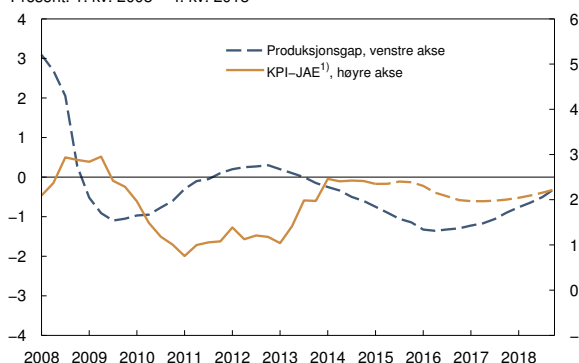
Veksten i norsk økonomi anslås til $1\frac{1}{4}$ prosent i år og $1\frac{1}{2}$ prosent i 2016. Deretter anslås veksten å ta seg gradvis opp til om lag $2\frac{1}{2}$ prosent årlig mot slutten av prognoseperioden, se figur 2.8. I takt med avdempingen av produksjonsveksten ventes også lav vekst i sysselsettingen. Arbeidsinnvandringen har vært høy de siste årene, og historisk har arbeidsstyrken variert med etterspørselen etter arbeidskraft. Den siste tiden har arbeidsinnvandringen avtatt noe. Vi legger til grunn at denne utviklingen vil fortsette og at fleksibiliteten i arbeidstilbudet vil dempe utslagene i

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



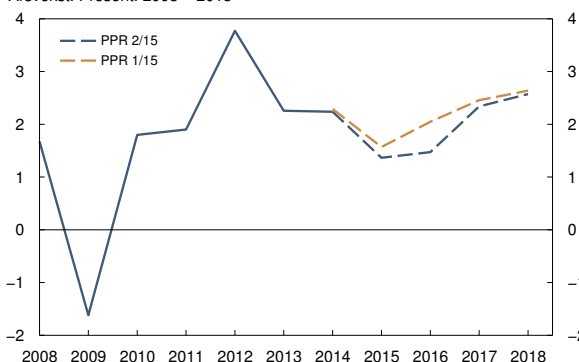
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger
3) Anslag for 2. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: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

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



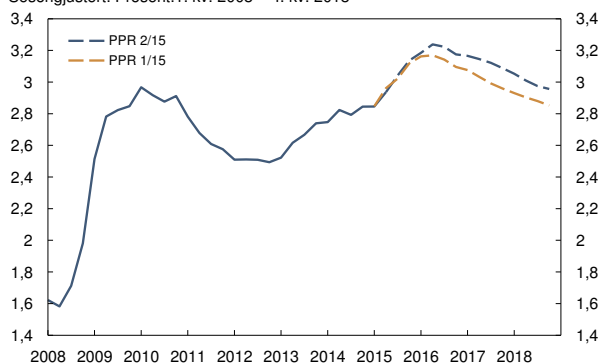
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Anslag for 2. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.8 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018¹⁾



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

Figur 2.9 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. NAV
Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018¹⁾



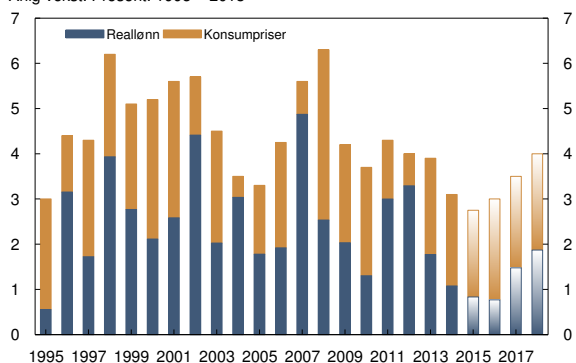
1) Anslag for 2. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

arbeidsledigheten. Den registrerte arbeidsledigheten anslås å øke fra 3 prosent i 2015 til 3¼ prosent i 2016 og 2017, se figur 2.9. Mot slutten av prognoseperioden ventes ledigheten å avta noe etter hvert som veksten i fastlandsøkonomien tar seg opp.

Moderat lønnsvekst

Lavere aktivitet i oljeleverandørnæringen bidrar til å redusere etterspørselen etter arbeidskraft og til å dempe lønnsveksten både i denne næringen og i økonomien for øvrig. 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 3 prosent. Utover i prognoseperioden ventes lønnsveksten å øke etter hvert som kapasitetsutnyttningen og veksten i produktiviteten tiltar.

Figur 2.10 Årslønn.
Årlig vekst. Prosent. 1995 – 2018¹⁾



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

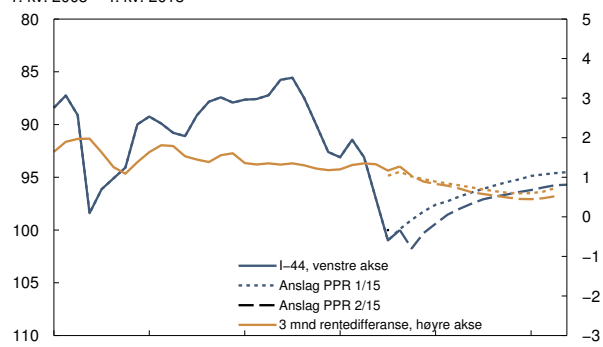
Kronen holder seg svakere enn tidligere lagt til grunn

Kronen svekket seg betydelig gjennom høsten i fjor og holder seg svakere enn gjennomsnittet for de siste årene. Holdt opp mot historiske erfaringer er kronen svakere enn rentedifferanse og oljepris skulle tilsi. Det kan tilsi en viss styrking av kronen fremover. Vi legger likevel til grunn at kronen vil holde seg noe svakere gjennom hele prognoseperioden enn i forrige rapport, se figur 2.11. Det må ses i sammenheng med en mindre rentedifferanse mot utlandet og at risikopremien på norske kroner ser ut til å ha økt.

Konsumprisveksten avtar til rundt 2 prosent

Konsumprisveksten anslås å holde seg i underkant av 2,5 prosent i starten av prognoseperioden. Krone-svekkelsen gjennom høsten 2014 løfter veksten i prisene på importerte konsumvarer. Utover i prognoseperioden vil effekten av kronesvekkelsen avta. Lønnsveksten i 2015 ser ut til å bli lavere enn tidligere lagt til grunn. Sammen med utsikter til svakere lønnsvekst fremover vil det bidra til at prisveksten på norsk-produserte varer og tjenester avtar det neste året. Utover i prognoseperioden vil den innenlandske prisveksten tilta etter hvert som lønnsveksten øker. Vi anslår at den samlede konsumprisveksten etter hvert avtar til rundt 2 prosent i 2017. Lenger fram anslås prisveksten å tilta noe.

Figur 2.11 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne²⁾ og importveid valutakursindeks (I-44).³⁾
1. kv. 2008 – 4. kv. 2018⁴⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prisen inn i pengemarkedet
2) Terminrenter for handelspartnerne per 12. juni 2015
3) Stigende kurve betyr: sterkere kronekurs
4) Anslag fra PPR 2/15 for 2. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Produktivitsveksten øker noe fra et lavt nivå

Produktivitsveksten i fastlandsøkonomien har vært om lag 1 prosent det siste året, en god del lavere enn i årene før finanskrisen. Vi venter at produktivits-

veksten vil øke noe utover i prognoseperioden etter hvert som kapasitetsutnyttningen tar seg opp. Arbeidsinnvandring ventes fortsatt å bidra til vekst i produksjonspotensialet de kommende årene, men svakere utsikter for norsk økonomi vil trolig bremse innvandringen noe.

Fortsatt moderat vekst i konsumet og høy sparing

Vi venter moderat vekst i konsumet også fremover, men noe lavere de neste årene enn anslått i forrige rapport. Utsikter til lavere reallønnsvekst og økt arbeidsledighet vil dempe husholdningenes kjøpekraft. Samtidig vil lavere renter kunne bidra til høyere vekst i konsumet. Veksten i det private forbruket anslås til 2 prosent i år og 1¾ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden venter vi en årlig vekst på 3 prosent, se figur 2.12. Spareraten ventes å holde seg på et høyt nivå, se figur 2.13.

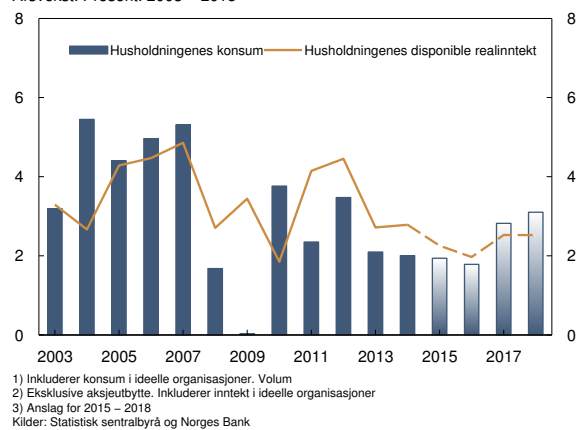
Investeringene tar seg gradvis opp fra lave nivåer

Avdempingen av veksten i norsk økonomi og svake vekstutsikter vil trolig bidra til lav vekst i bedriftenes investeringer det nærmeste året, se figur 2.14. Utover i prognoseperioden vil lave renter og økt etterspørsel trolig føre til at veksten i foretaksinvesteringene tiltar. Også veksten i boliginvesteringene ventes å ta seg opp igjen de nærmeste årene, blant annet som følge av fortsatt befolkningsøkning.

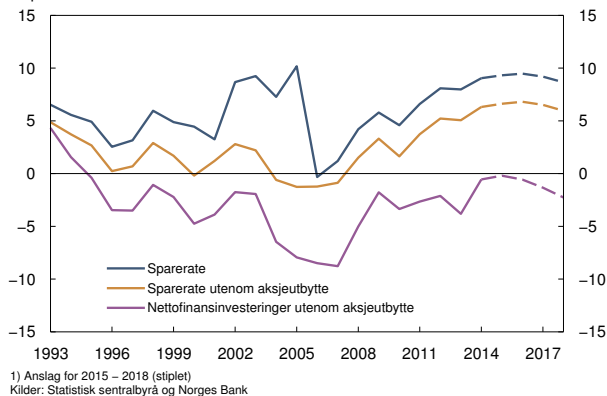
Eksporten holder seg oppe, men den petroleumsrelaterte eksporten faller

Vi anslår at veksten i eksporten fra Fastlands-Norge øker gradvis fra om lag 3 prosent i år til om lag 4 prosent i 2018, se figur 2.15. Bedret konkurransevne de siste to årene som følge av en svakere krone gjør eksportbedriftene bedre i stand til å opprettholde sine markedsandeler, se figur 2.16. Utover i prognoseperioden bidrar økt vekst hos handelspartnerne til at eksportveksten tiltar noe. Den petroleumsrelaterte eksporten, som utgjør om lag en fjerdedel av fastlandseksporten, vil trolig avta som følge av nedgangen i globale petroleumsinvesteringer, se egen utdyping på side 57. Samtidig gjør en svakere krone det lettere for norske oljeleverandører å vinne kontrakter i et fallende marked for leveranser til både norsk og internasjonal petroleumsnæring.

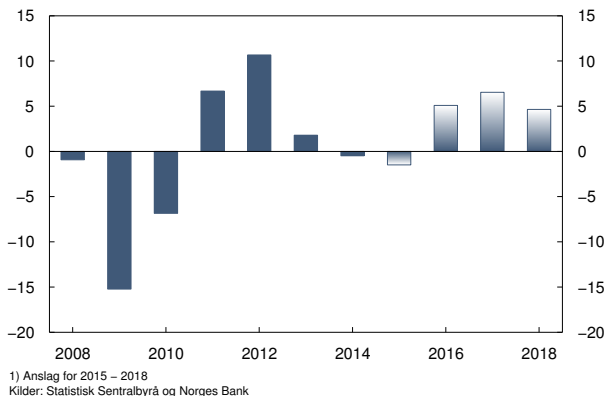
Figur 2.12 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt.²⁾ Årsvekst. Prosent. 2003 – 2018³⁾



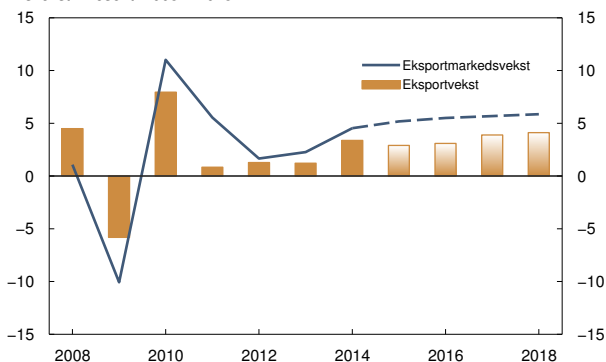
Figur 2.13 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2018¹⁾



Figur 2.14 Private investeringer. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018¹⁾



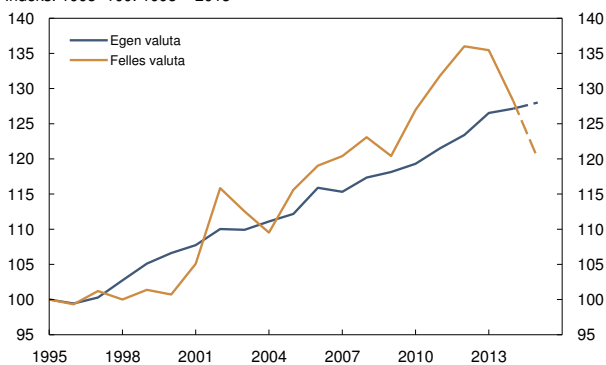
Figur 2.15 Vekst i eksportmarkedene¹⁾ og norsk fastlandseksport.
Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018²⁾



1) Eksportmarkedetsveksten er beregnet som importvekst hos 25 handelspartnere
2) Anslag for 2015 – 2018

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.16 Lønnskostnader¹⁾ relativt til handelspartnerne.
Indeks. 1995=100. 1995 – 2015²⁾

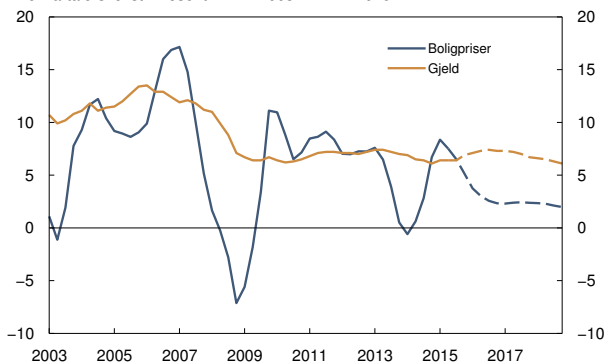


1) Timelønnskostnader i industrien

2) Anslag for 2015 (stiplet)

Kilder: TBU, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 Husholdningenes gjeld¹⁾ og boligpriser.
Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2018²⁾



1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2

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

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

Boligprisveksten avtar gradvis fra et høyt nivå

Boligprisveksten ventes å avta gradvis gjennom 2015 og 2016, se figur 2.17. Lave utlånsrenter bidrar til å holde veksten i boligprisene oppe, mens lavere lønnsvekst og noe høyere arbeidsledighet etter hvert vil virke dempende. I lys av boligprisutviklingen anslås husholdningenes gjeldsvekst å øke litt det neste året for deretter å avta noe. Det er dermed utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning vil fortsette å vokse, se figur 2.18. Husholdningenes rentebelastning anslås å falle litt det nærmeste året, men ventes deretter å øke noe igjen. Tiltakene rettet mot boligmarkedet som regjeringen nylig la fram, vil kunne bidra til å dempe veksten i boligpriser og husholdningenes gjeldsopptak.

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 2.5 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten.

Veksten i norsk økonomi kan bli svakere enn vi nå ser for oss. Det er fortsatt stor usikkerhet om utviklingen i oljemarkedet fremover. Det siste året har vist at prisene kan svinge raskt og vi kan derfor ikke utelukke at oljeprisen faller videre eller stabiliserer seg på dagens nivå. 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 venter. Lavere oljeinvesteringer globalt vil også kunne trekke ned den petroleumsrelaterte eksporten mer enn vi har lagt til grunn. Dersom usikkerheten også øker blant husholdningene, kan det gi markerte utslag på boligprisene og i det private forbruket.

Bevegelsene i valutamarkedet, særlig i markedet for norske kroner, har vært betydelige det siste halve året. Skulle kronen styrke seg mer enn vi nå legger til grunn, kan både veksten i norsk økonomi og inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår. 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.

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.

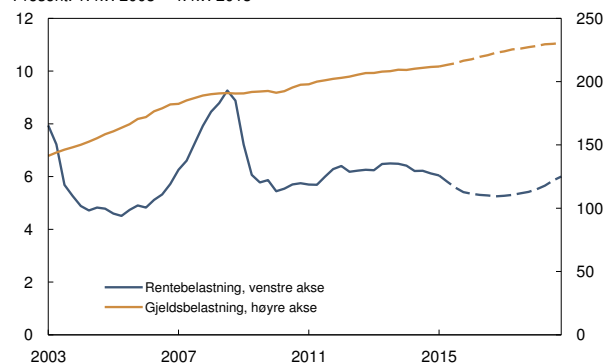
Veksten hos mange av våre handelspartnere er i ferd med å ta seg opp, og vi kan ikke utelukke at veksten blir høyere enn anslått i denne rapporten. Det vil bidra til at etterspørselen etter varer og tjenester fra tradisjonelle eksportrettede næringer i Norge øker mer enn vi nå har lagt til grunn. Skulle veksten i norsk økonomi bli sterkere enn vi nå ser for oss, 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 beregnede terminrentene ligger nær vår prognose for pengemarkedsrenten i denne rapporten gjennom hele prognoseperioden, se figur 2.19.

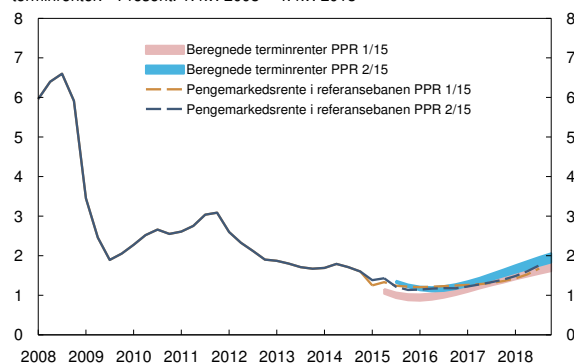
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.20 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i 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 nær midten av intervallet.

Figur 2.18 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning²⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2018³⁾



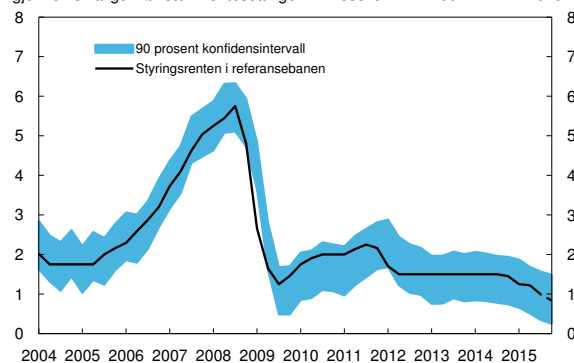
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
 2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012 plus renteutgifter
 3) Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prisen 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 27. februar – 12. mars 2015 og 30. mai – 12. juni 2015
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 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 – 1. kv. 2015. Nærmere utdypping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008
 Kilde: Norges Bank

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 avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien.

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

3. *Pengepolitikken er robust:*

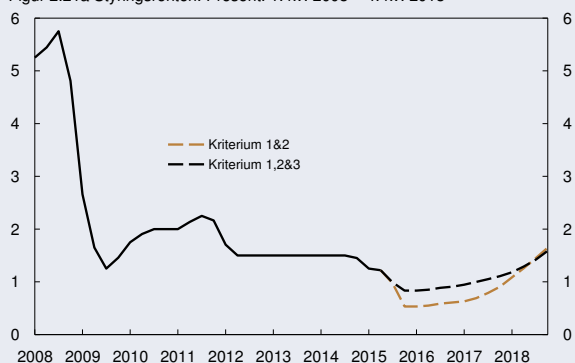
I rentesettingen bør det tas hensyn til forhold som innebærer økt fare for særlige ugunstige utfall for økonomien. Det taler blant annet for at pengepolitikken bør bidra til å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser. Ved store og brå endringer i risikobildet kan hensynet til robusthet også innebære 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.

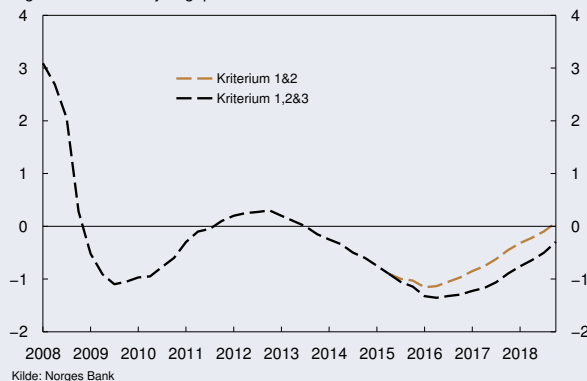
Avveilingen mellom kriteriene er vanskelig å kvantifisere. Hovedstyret redegjør kvalitativt for sin skjønnsette utøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

Figurene 2.21 a-c gir et bilde av hvordan ulike pengepolitiske strategier kan tenkes å påvirke utfallet for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen.

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



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



Banene for styringsrenten som følger av de ulike strategiene, kan illustrere avveiningene mellom de ulike hensynene i pengepolitikken.

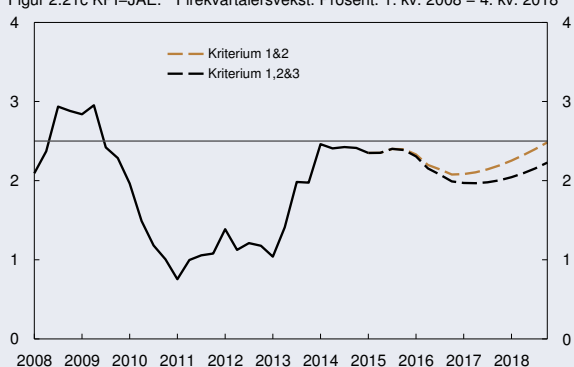
Anslagene i denne rapporten tilsier at styringsrenten blir liggende i overkant av $\frac{3}{4}$ prosent det nærmeste året. Styringsrenten anslås deretter å øke gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten er det utsikter til at konsumprisveksten etter hvert vil avta til rundt 2 prosent i 2017. Mot slutten av anslagsperioden ventes inflasjonen å tilta noe. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien anslås å avta ytterligere og først tilta mot et mer normalt nivå mot utgangen av prognoseperioden.

Både hensynet til å holde inflasjonen nær målet og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene kan tilsa et lavere nivå på styringsrenten enn det referansebanen innebærer. Ved hjelp av en teknisk modellanalyse har vi illustrert en slik rentebane, se den oransje linjen i figur 2.21 a.

Et lavere forløp for styringsrenten vil øke sannsynligheten for at veksten i boligpriser og gjeld tiltar. Boligpriser og gjeld har lenge steget mer enn husholdningenes inntekter, og fortsatt høy vekst kan gjøre husholdningene mer sårbare. Det taler for å bruke noe lengre tid på å få inflasjonen opp til 2,5 prosent og kapasitetsutnyttningen nærmere et normalt nivå. Å reagere noe mindre i pengepolitikken enn hensynet til inflasjon og produksjon på kort sikt tilsier, vil kunne redusere sannsynligheten for at finansielle ubalanser bygger seg opp og utløser eller forsterker tilbakeslag i økonomien lenger fram. Med en robust pengepolitikk er det grunn til å tro at forløpet for inflasjon og produksjon over tid blir mer stabilt.

Ved store og brå endringer i risikobildet kan hensynet til robusthet innebære en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. I desember i fjor ble styringsrenten redusert for å motvirke faren for en brå og markert nedgang i norsk økonomi som følge av oljeprisfallet gjennom høsten. Foreløpig har avdempingen i norsk økonomi vært moderat. Oljeprisen har steget noe fra i vinter og konsumet holder seg oppe. Selv om veksten og vekstutsiktene er noe svekket, har risikoen for en brå og markert nedgang i økonomien avtatt det siste halvåret. Dette robusthetshensynet bidrar ikke lenger i samme grad til å trekke rentebanen ned.

Figur 2.21c KPI-JAE.¹⁾ Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



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

ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 1/15

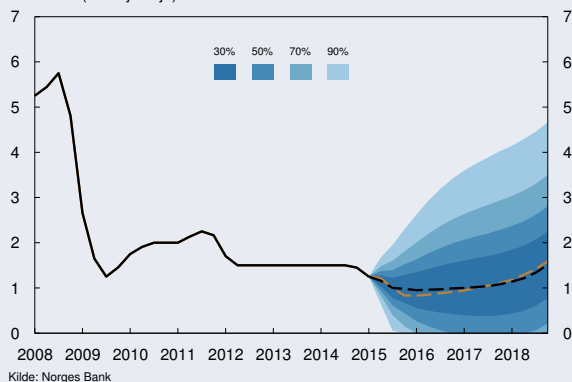
Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er noe lavere enn i Pengepolitisk rapport 1/15 fram til andre halvår 2017, se figur 2.22. Mot slutten av anslagsperioden ligger prognosen litt høyere enn i mars. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se egen ramme om avveieingene i pengepolitikken på side 26, 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.¹ 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 forventes å være lave lenge. Sett under ett er markedsaktørens forventninger til pengemarkedsrentene ute den nærmeste tiden lite endret siden forrige rapport, men renteforventningene lenger fram har steget. Det

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

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

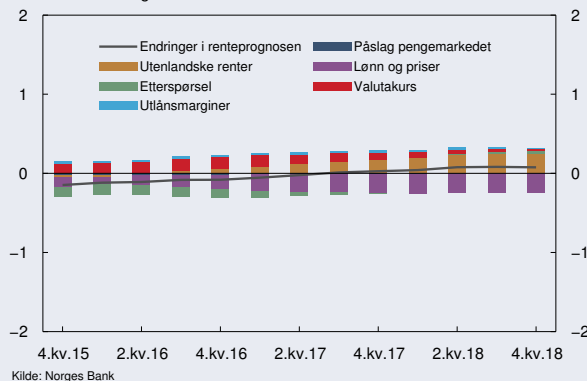


trekker i retning av en noe høyere rente utover i prognoseperioden, se oransje søyler. Sammensetningen av renteaggregatet for handelspartnerne er endret fra og med denne rapporten, se egen omtale i utdypingen på side 47. Denne endringen har også bidratt til å trekke rentebanen noe opp litt ut i tid.

Kronen har svekket seg den siste tiden og er nå svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Kursutviklingen har vært noe svakere enn utviklingen i rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi. Det kan tyde på at risikopremien på norske kroner er noe høyere enn ventet i mars. En svakere krone bidrar isolert sett både til litt høyere prisvekst og litt høyere aktivitet i økonomien. Det bidrar til å trekke rentebanen opp, se røde søyler.

Bankene har satt ned utlånsrentene til publikum litt mer enn lagt til grunn i mars. Det er utsikter til at bankenes utlånsmarginer, forskjellen mellom utlånsrentene og pengemarkedsrentene, vil holde seg noe lavere fremover enn tidligere anslått. Det løfter banen for styringsrenten, se lyseblå søyler. Samtidig har påslagene i det norske pengemarkedet steget og vært noe høyere enn ventet. Det trekker i retning av en

Figur 2.23 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 1/15. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018



lavere styringsrente fordi et høyere påslag, alt annet likt, betyr en høyere pengemarkedsrente, se mørkeblå søyler.

Veksten i norsk økonomi ser ut til å ha vært litt svakere enn ventet og utsiktene fremover er noe svekket siden mars. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai om avtakende produksjonsvekst. Fremover ventet bedriftene fortsatt svak vekst, og utsiktene var svakere enn i januar. Oljeinvesteringene ventes fremdeles å falle betydelig i år, men i 2016 og 2017 anslås nå en mindre nedgang enn i mars. Samlet sett bidrar svakere utsikter for etterspørselen, og dermed for produksjonen og syssel-

settingen i norsk økonomi, til en lavere bane for styringsrenten de nærmeste årene, se grønne søyler.

Årets lønnsoppgjør tyder på at lønnsveksten blir noe lavere enn tidligere antatt. Anslagene for lønnsveksten de neste årene er nedjustert sammenliknet med anslagene i forrige rapport. Veksten i konsumprisene har vært litt lavere enn ventet, og drivkreftene for inflasjonen er svekket. De lilla søylene viser nedjusteringen av rentebanen som følge av lavere pris- og lønnsvekst.

Endringer i anslagene for hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1.

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

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-----------------|----------------|--------------|--------------|
| KPI | 2 (-1/4) | 2 1/4 (0) | 2 (-1/4) | 2 1/4 (1/4) |
| KPI-JAE ¹ | 2 1/4 (-1/4) | 2 1/4 (0) | 2 (-1/4) | 2 1/4 (1/4) |
| Årslønn ² | 2 3/4 (-1/4) | 3 (-1/4) | 3 1/2 (-1/4) | 4 (0) |
| Etterspørsel fra Fastlands-Norge ³ | 1 1/2 (-1/4) | 2 1/2 (-3/4) | 3 1/4 (0) | 3 (1/4) |
| BNP Fastlands-Norge | 1 1/4 (-1/4) | 1 1/2 (-1/2) | 2 1/4 (-1/4) | 2 1/2 (-1/4) |
| Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴ | -1 (0) | -1 1/4 (-1/4) | -1 (-1/4) | -1/2 (-1/4) |
| Sysselsetting, personer (KNR) | 1/4 (-1/4) | 1/4 (-1/4) | 1 (-1/4) | 1 (0) |
| Registrert ledighet (rate, nivå) | 3 (0) | 3 1/4 (0) | 3 1/4 (1/4) | 3 (0) |
| Nivå | | | | |
| Styringsrente ⁵ | 1 (0) | 3/4 (-1/4) | 1 (0) | 1 1/4 (0) |
| Importveid valutakurs (I-44) ⁶ | 100 3/4 (1 1/4) | 98 1/4 (1 1/4) | 96 3/4 (1) | 96 (1 1/4) |
| Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁷ | 1/4 (0) | 1/2 (0) | 3/4 (0) | 1 1/4 (1/4) |

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

7 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 42. 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.

Husholdningenes gjeld stiger raskere enn inntektene

Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien markert raskere enn verdiskapingen, se figur 3.1 og 3.2. Siden finanskrisen har kredittveksten kommet ned. Kredittindikatoren har økt noe de siste årene.

Gjeldsveksten i husholdningene har samlet sett vært nokså stabil det siste halvåret, se figur 3.3. Bankenes utlånsvekst til husholdningene har tiltatt i det siste. Utlånsveksten fra statlige låneinstitusjoner har samtidig falt noe. Bankene har satt ned rentene på boliglån.

Gjelden i husholdningene har fortsatt å stige raskere enn de disponible inntektene, se figur 3.4. Gjeldsbelastningen har økt i alle aldersgrupper de seneste årene, se figur 3.5. Høy og stigende gjeldsbelastning gjør husholdningene sårbare ved blant annet inntektsbortfall, renteøkninger og fall i boligprisene. Husholdningene har samlet sett stor formue, se figur 3.6. Mesteparten av formuen er knyttet til bolig.

Bankenes kredittrisiko på lån til husholdningene er knyttet til husholdninger med høyt gjeldsnivå, lav betalingsevne og dårlig pantesikkerhet. Andelen gjeld som holdes av husholdninger med gjeld over fem ganger disponibel inntekt har økt de siste årene, mens andelen gjeld som holdes av husholdninger med

BESLUTNING OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

«§ 1

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

§ 2

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

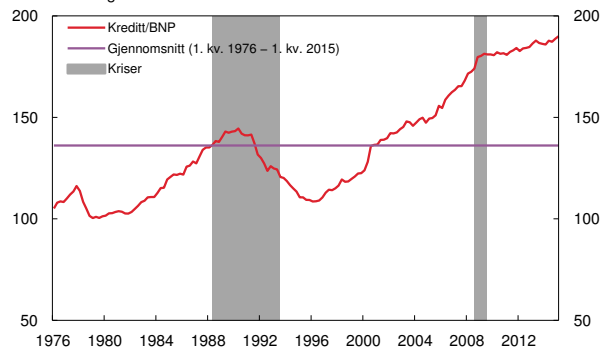
§ 3

Forskriften trer i kraft straks.»

I brev til Finansdepartementet 18. mars 2015 vurderte Norges Bank at beslutningsgrunnlaget ikke talte for en endring i bufferkravet.¹ Finansdepartementet besluttet 27. mars å holde bufferkravet uendret.

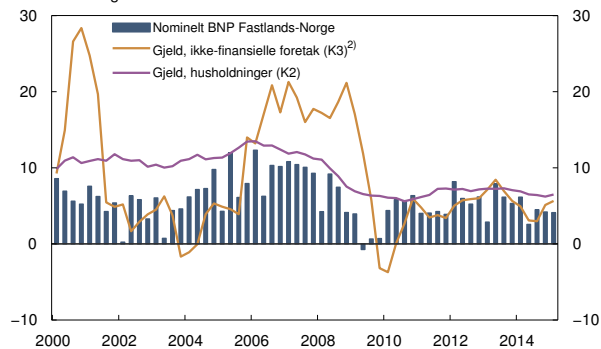
¹ Se *Råd om motsyklisk kapitalbuffer 1. kvartal 2015*, Norges Bank

Figur 3.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 1. kv. 2015



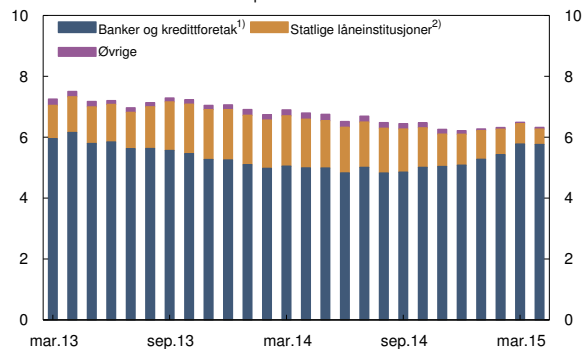
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak for 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2015



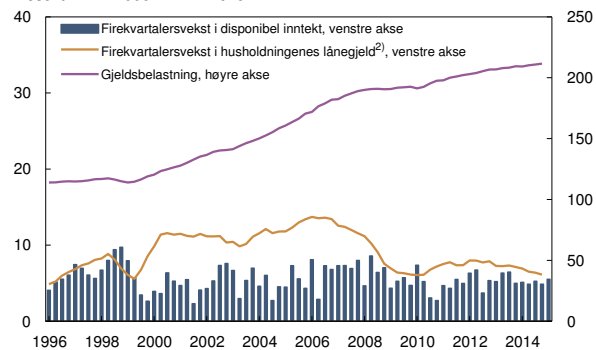
1) Endring i kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Kreditt til husholdninger (K2) dekomponert på kilder. Tolv månedersvekst. Mars 2013 – april 2015



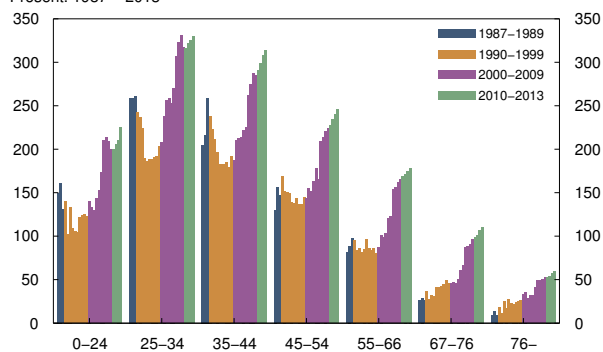
1) Serien er bruddjustert for oppstarten av OBOSbanken AS i desember 2013
2) Inkludert Statens Pensjonskasse
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.4 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ Prosent. 1. kv. 1996 – 1. kv. 2015



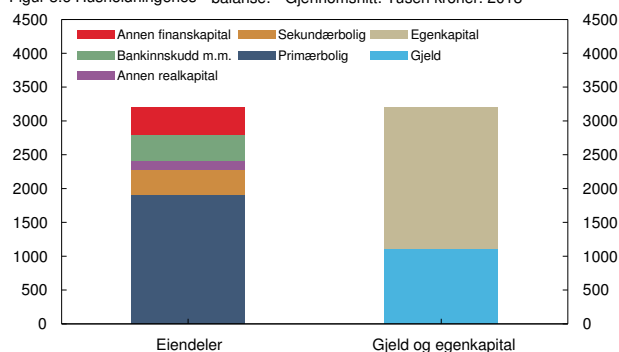
1) Lånegjeld for husholdninger og ideelle organisasjoner i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
2) Endring i beholdning målt ved utgangen av kvartalet. Siste observasjon 4. kv. 2014
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Husholdningenes¹⁾ gjeldsbelastning²⁾ etter alder på hovedinntektstaker.³⁾ Prosent. 1987 – 2013



1) Lønnsinntakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt
2) Gjeld for husholdninger i prosent av disponibel inntekt
3) Inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Husholdningenes¹⁾ balanse.²⁾ Gjennomsnitt. Tusen kroner. 2013



1) Lønnsinntakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt
2) Inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

dårlig betalingsevne har falt, se figur 3.7. Andelen gjeld i husholdninger med nettogjeld som overstiger boligens verdi har falt litt siden 2010. Om lag 1 prosent av husholdningene har både høyt gjeldsnivå, lav betalingsevne og dårlig pantesikkerhet. Disse husholdningene holder om lag 2 prosent av gjelden, se figur 3.8.

Litt lavere vekst i boligprisene

Veksten i boligprisene har avtatt noe siden i fjor høst. I mai i år var boligprisene 7,5 prosent høyere enn på samme tid i fjor, se figur 3.9. Boligprisindikatoren har steget litt de siste kvartalene, men er fortsatt lavere enn den var før boligprisene begynte å falle i 2013, se figur 3.10. Omsetningen av brukte boliger har tatt seg opp det siste året, og tiden det tar å selge en bolig

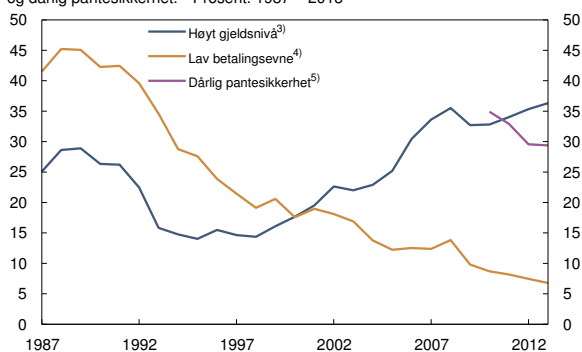
har falt, se figur 3.11. Salget av nye boliger har økt betydelig.

Det er regionale forskjeller i boligmarkedet, se figur 3.12 og figur 3.13. Utviklingen er særlig svak i Stavanger, med lav prisvekst, en forholdsvis stor beholdning av usolgte boliger og lang formidlingstid for boliger som blir solgt. Veksten i boligprisene har vært sterkest i Tromsø. I Oslo og Bergen tok prisveksten seg kraftig opp i løpet av andre halvår 2014 og har holdt seg høy inn i 2015.

Tiltak rettet mot bankenes utlånspraksis

Regjeringen annonserte 15. juni en ny midlertidig forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig. Kravene innebærer at flere av dagens retningslinjer for forsvarlig

Figur 3.7 Andel gjeld i husholdninger¹⁾ med høyt gjeldsnivå, lav betalingsevne, og dårlig pantesikkerhet.²⁾ Prosent. 1987 – 2013



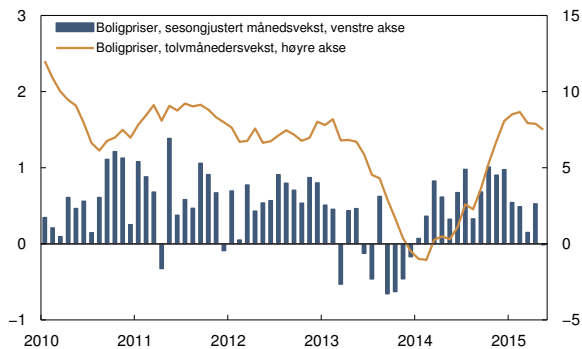
- 1) Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt
 - 2) Inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger
 - 3) Gjeld mer enn fem ganger disponibel inntekt. Prosent
 - 4) Margin mindre enn 1 månedsinntekt etter skatt. Margin er inntekt etter skatt, rentebetalinger og alminnelige forbruksutgifter
 - 5) Gjeld fratrukket bankinnskudd er større enn boligverdi
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Andel gjeld i husholdninger¹⁾ som faller innenfor kombinasjoner av kategorier for risikoutsatt gjeld.²⁾ Prosent. 1987 – 2013



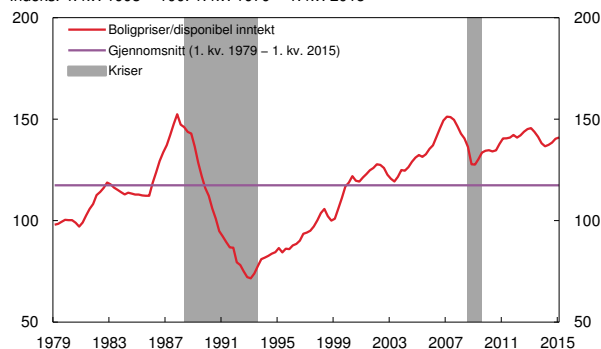
- 1) Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt
 - 2) Inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger
 - 3) Gjeld mer enn fem ganger disponibel inntekt
 - 4) Margin mindre enn 1 månedsinntekt etter skatt. Se figur 3.7
 - 5) Gjeld fratrukket bankinnskudd er større enn boligverdi
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – mai 2015



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.10 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 1. kv. 2015



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

utlånspraksis forskriftsfestes. Låntaker må tåle en renteøkning på fem prosentpoeng, og nedbetalingslån skal ikke overstige 85 prosent av boligens verdi. I tillegg skal det betales et årlig avdrag på 2,5 prosent av innvilget lån ved belåningsgrader over 70 prosent. Kravene kan oppfylles med tilleggssikkerhet i form av pant i annen fast eiendom, selvskyldnerkausjon eller garantier. Bankene kan innvilge lån som ikke oppfyller ett eller flere av vilkårene for inntil 10 prosent av innvilgede lån hvert kvartal. Forskriften trer i kraft 1. juli 2015 og gjelder til 31. desember 2016. Virkningen av de nye kravene er usikker. Finanstilsynets boliglånsundersøkelse og Norges Banks analyser av lignings-

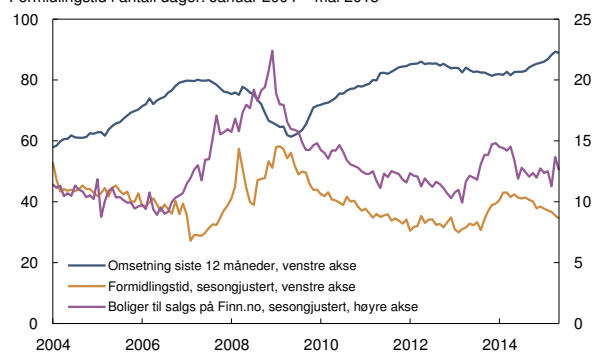
tall for husholdningene¹ kan tyde på at kravene vil begrense gjeldsopptaket for noen husholdninger.

Moderat vekst i foretakenes gjeld

Gjeldsveksten i ikke-finansielle foretak har vært moderat siden finanskrisen, se figur 3.2. Veksten i bankgjelden, som er foretakenes viktigste kilde til finansiering, har vært svak de siste årene, se figur 3.14. De siste månedene har veksten i bankgjelden tatt seg opp, særlig for foretak innen næringsseiendom og bygg- og anleggsektoren, se figur 3.15. En betydelig andel av den totale økningen i bankgjeld er i valuta, se figur 3.16. Økningen i valutagjeld kan i noen grad skyldes verdiendring som følge av kronesvekkelsen.

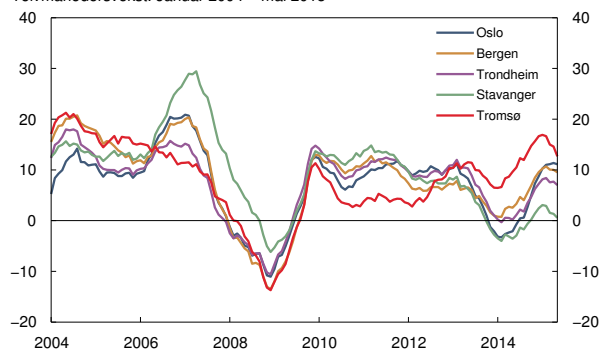
¹ Se Norges Banks brev av 4. mai 2015 til Finansdepartementet, Norges Bank.

Figur 3.11 Antall omsatte brukte boliger og boliger til salgs i tusen boliger. Formidlingstid i antall dager. Januar 2004 – mai 2015



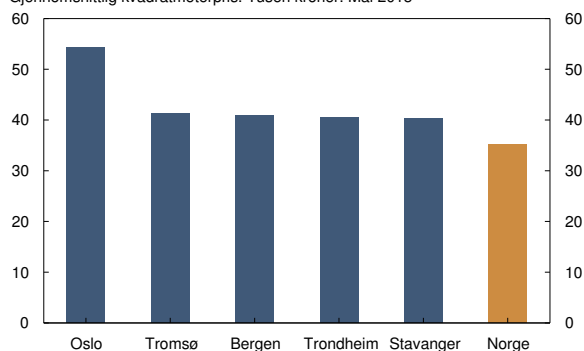
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.12 Boligpriser i utvalgte byer. Tolv månedersvekst. Januar 2004 – mai 2015



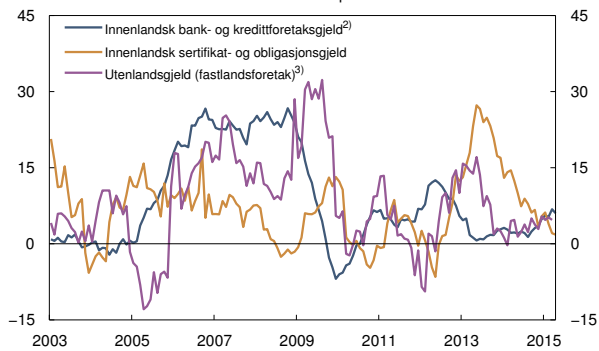
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.13 Boligpriser i utvalgte byer. Gjennomsnittlig kvadratmeterpris. Tusen kroner. Mai 2015¹⁾



¹⁾ Basert på observasjoner de siste seks månedene
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.14 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst.¹⁾ Prosent. Januar 2003 – april 2015



¹⁾ Endring i beholdning
²⁾ I Statistisk sentralbyrås statistikk er Eksportkredit klassifisert som "andre kilder" og Eksportfinans inngår under "kredittforetak". Klassifiseringen i figuren er endret slik at både Eksportfinans og Eksportkredit inngår som kredittforetak
³⁾ Vekst basert på transaksjoner. Til og med mars 2015
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Obligasjons- og sertifikatgjeld utgjør nær 14 prosent av den innenlandske gjelden til norske ikke-finansielle foretak, se figur 3.17. Høy vekst i obligasjonsgjelden bidro til at den samlede kredittveksten til foretakene holdt seg oppe i 2012 og 2013. Veksten i obligasjonsgjelden har avtatt markert det siste året. Emisjonsvolumet fra norske ikke-finansielle foretak var lavt tidligere i år, spesielt for foretak med lav kredittvurdering, se figur 3.18. I det siste har emisjonsaktiviteten tatt seg opp.

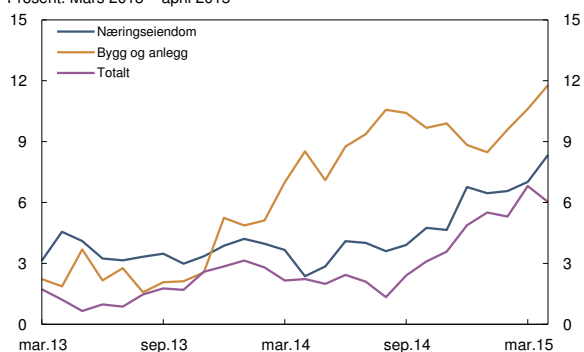
Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter svak investeringsvekst den nærmeste tiden. Det kan bidra til at gjeldsveksten i bedriftene samlet sett blir moderat også fremover.

Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte foretak var høy i årene før finanskrisen og har siden ligget på et lavere nivå, se figur 3.19. Gjennom 2014 falt gjeldsbetjeningsevnen. Svekkelsen av kronkursen mot slutten av året kan ha bidratt til at gjelden målt i norske kroner økte. Foretakenes egenkapitalandel har vært nokså stabil de siste årene, men har falt litt i det siste.

Økte salgspriser på næringsseiendom

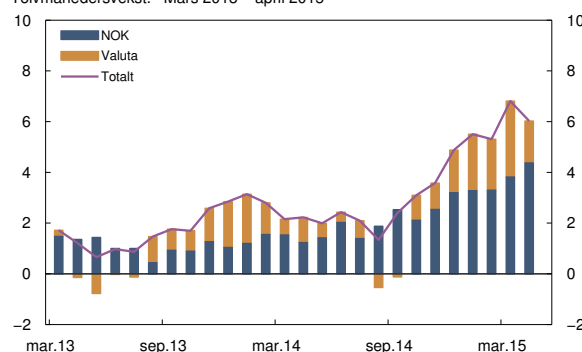
Verdien på næringsseiendom avhenger blant annet av netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Indikatoren for prisene på næringsseiendom tar utgangspunkt i OPAKs beregnede salgspriser på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo, se figur 3.20. Den beregnede salgsprisen på

Figur 3.15 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak i utvalgte næringer fra banker og kredittforetak¹⁾. Tolv månedersvekst²⁾ Prosent. Mars 2013 – april 2015



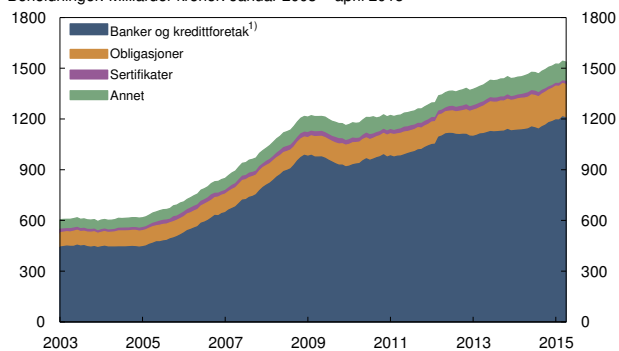
1) Klassifiseringen i figuren er endret slik at både Eksportfinans og Eksportkreditt inngår som kredittforetak. Se figur 3.14
2) Endring i beholdning
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak fra banker og kredittforetak¹⁾ dekomponert i norske kroner og annen valuta. Tolv månedersvekst²⁾ Mars 2013 – april 2015



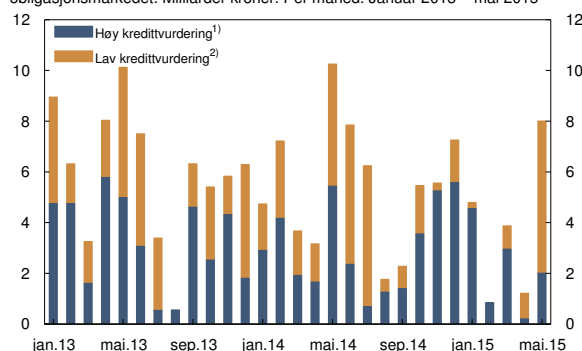
1) Klassifiseringen i figuren er endret slik at både Eksportfinans og Eksportkreditt inngår som kredittforetak. Se figur 3.14
2) Endring i beholdning
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.17 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak. Beholdninger. Milliarder kroner. Januar 2003 – april 2015



1) Klassifiseringen i figuren er endret slik at både Eksportfinans og Eksportkreditt inngår som kredittforetak. Se figur 3.14
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.18 Emisjonsvolum fra norskregistrerte ikke-finansielle foretak i det norske obligasjonsmarkedet. Milliarder kroner. Per måned. Januar 2013 – mai 2015



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

slike kontorlokaler steg betydelig gjennom 2014. Leieprisene i Oslo var stabile i fjor, men har falt litt i enkelte segmenter i første halvår 2015, se figur 3.21. I samme periode har det anslåtte avkastningskravet for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo falt, se figur 3.22. Lavere finansieringskostnader kan ha bidratt til lavere avkastningskrav.

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 3.23. Økende arealledighet kan føre til lav vekst eller ytterligere nedgang i leieprisene.

Kontorleieprisene holdt seg stabile i Stavanger sentrum, Bergen og Trondheim i første halvår 2015,

se figur 3.24. Leieprisene fortsatte å falle i områder utenfor Stavanger hvor det er mye oljerelatert virksomhet. Det er tegn til at kontorledigheten har økt litt i de fleste regioner.

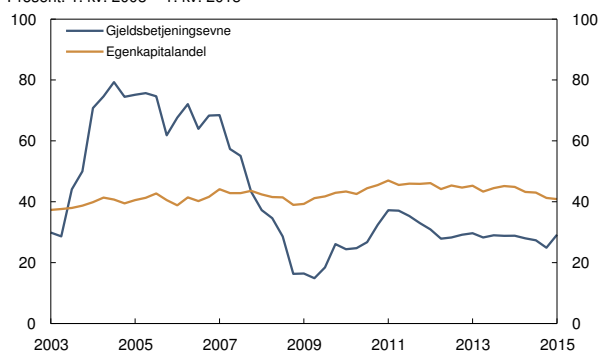
Ifølge flere markedsaktører var transaksjonsvolumet av næringsseiendom rekordhøyt i 2014. Utenlandske investorer sto for en stor andel av kjøpene og en liten andel av salgene.

God lønnsomhet og økt ren kjernekapitaldekning i bankene

De største norske bankene² hadde god lønnsomhet i første kvartal 2015. Egenkapitalavkastningen var 15,1

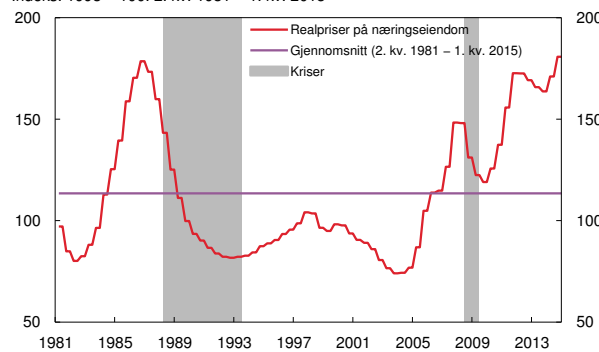
2 De syv største norske bankkonsernene: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge.

Figur 3.19 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ og egenkapitalandel²⁾ i børsnoterte foretak. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2015



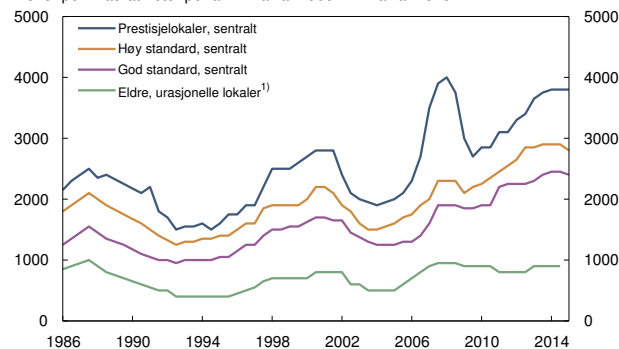
1) Resultat for skatt pluss av- og nedskrivinger siste fire kvartaler i prosent av rentebærende gjeld for norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, eksklusive Statoil. Tallet for 1. kv. 2015 er foreløpig
2) Egenkapital i prosent av eiendeler for norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, eksklusive Statoil
Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.20 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 1. kv. 2015



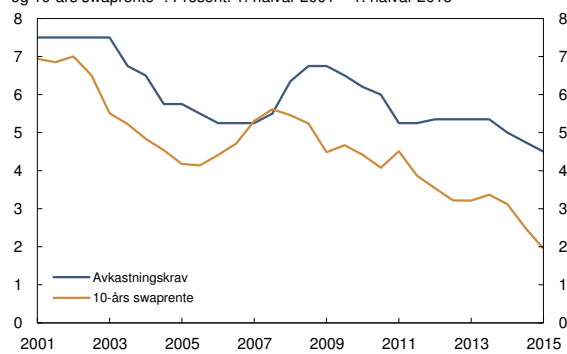
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflateret med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.21 Leiepriser for kontorlokaler i Oslo. Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 1986 – 1. halvår 2015



1) Siste observasjon 2. halvår 2014
Kilder: OPAK og Dagens Næringsliv

Figur 3.22 Avkastningskrav¹⁾ for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo og 10-års swapprente²⁾. Prosent. 1. halvår 2001 – 1. halvår 2015



1) Avkastningskravet er basert på vurderinger gjort av Dagens Næringslivs ekspertpanel på næringsseiendom
2) Halvårlig swapprente er beregnet som et gjennomsnitt av daglige renter. Swapprenten for 1. halvår 2015 er gjennomsnittet av daglige renter for 1. januar – 12. juni 2015
Kilder: Dagens Næringsliv og Thomson Reuters

prosent. Avkastningen har i gjennomsnitt de siste tyve årene vært om lag 13 prosent.³ Basisswapper⁴, høye netto renteinntekter og lave tap bidro til den gode lønnsomheten i første kvartal.

Bankene har styrket sin kapitaldekning det siste året, se figur 3.25. De største norske bankene har ved utgangen av første kvartal i gjennomsnitt en ren kjernekapitaldekning på 12,8 prosent dersom hele resultatet fra første kvartal legges til den rene kjernekapitalen. Svekkelsen av kronen bidro isolert sett til å trekke ren kjernekapitaldekning noe ned i første kvartal gjennom

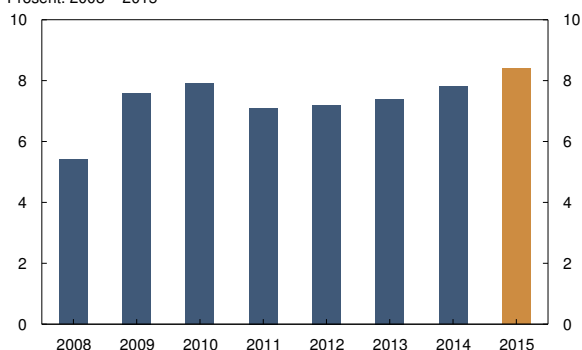
- 3 Se *Norwegian banks' adjustment to stricter capital and liquidity regulation*, Norges Bank Staff Memo 18/2014.
 4 Basisswapper er kombinerte rente- og valutabytteavtaler. Verdien av basisswapper svinger mye og kan være både positiv og negativ, men over swappens levetid er verdien null.

økt beregningsgrunnlag. Kapitaldekningen er også påvirket av at flere banker nylig fikk godkjent avansert IRB-metode⁵ for beregning av risikovekter på foretakslån, samt økte risikovekter for boliglån, se boks side 38. Samlet sett bidro endringene i risikomodelene til økt kapitaldekning for de største bankene.

Fra 1. juli 2014 var kravet til ren kjernekapitaldekning i norske finansinstitusjoner 10 prosent. Bankene må også holde en motsyklisk kapitalbuffer på 1 prosent fra 1. juli 2015. De systemviktige bankene må i tillegg holde 1 prosentenhets ekstra ren kjernekapital fra 1. juli 2015 og ytterligere 1 prosentenhets fra 1. juli 2016.

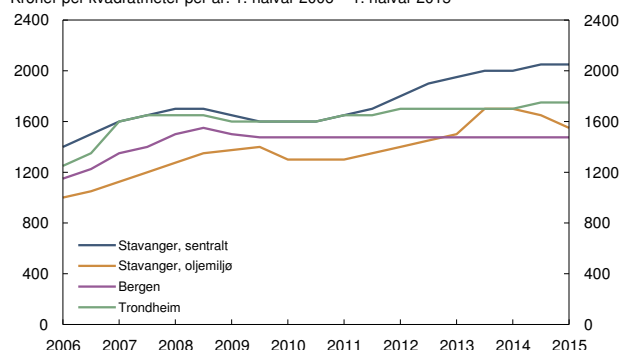
- 5 IRB-modeller (internal ratings-based) er interne modeller som bankene kan benytte for å beregne kapitalbehov for kredittrisiko etter Basel-regelverket.

Figur 3.23 Kontorledighet i Oslo og Bærum ved utgangen av året.¹⁾ Prosent. 2008 – 2015²⁾



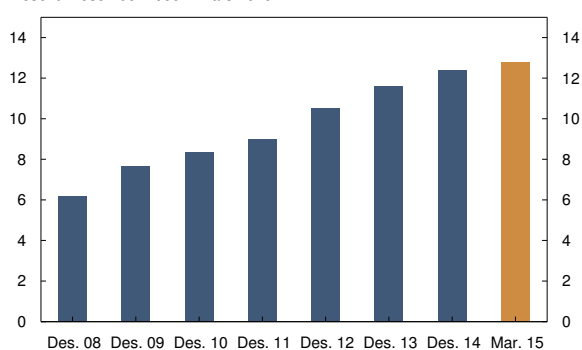
1) Beregnet som gjennomsnitt av anslag fra ulike analysemiljøer
 2) Foreløpige tall for 2014. Prognoser for 2015
 Kilde: Entris Konsensusrapport

Figur 3.24 Leiepriser for kontorlokaler i utvalgte byer. Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 2006 – 1. halvår 2015¹⁾



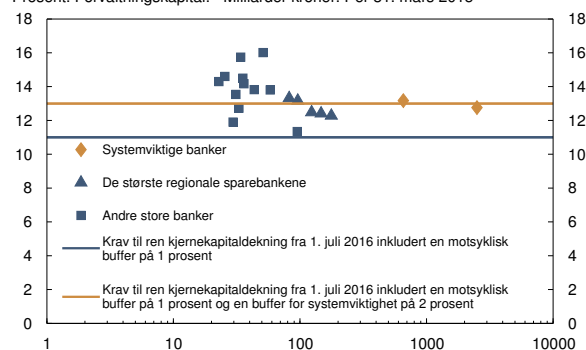
1) Tidligere besto statistikken av ett leieprissegment per område. 2. halvår 2013 ble prisene inndelt i segmentene "god standard" og "høy standard" per område. For seriene "Stavanger, sentralt" og "Stavanger, oljemiljø" ble "høy standard" videreført, mens for "Bergen" og "Trondheim" ble "god standard" videreført
 Kilder: OPAK og Dagens Næringsliv

Figur 3.25 Ren kjernekapitaldekning i bankene.¹⁾ Prosent. Desember 2008 – mars 2015



1) Vektet snitt for de syv største bankene i Norge (eksklusive Sparebank Sør fram til og med desember 2013)
 Kilder: Bankkonsernens års- og kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 3.26 Bankkonsernernes¹⁾ rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital²⁾ Milliarder kroner. Per 31. mars 2015³⁾



1) Bankkonsern med forvaltningskapital over 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
 2) Logaritmisk skala
 3) Det er antatt at hele resultatet for 1. kv. 2015 legges til ren kjernekapital
 Kilder: Bankkonsernens kvartalsrapporter og Norges Bank

De fleste elementene i det nye kapitaldekningsregelverket er nå på plass, se boks side 38. Ved utgangen av første kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin, se figur 3.26.

Andelen markedsfinansiering i bankene økte markert i årene før finanskrisen da det var høy vekst i bankenes utlån, se figur 3.27. 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. I det siste har markedsfinansieringsandelen steget noe som følge av økte innskudd fra kredittinstitusjoner i valuta, se figur 3.28.

Risikopåslaget på bankenes langsiktige markedsfinansiering har falt de siste årene, men har økt noe i 2015, se figur 3.29. Norges Banks likviditetsundersøkelse tyder på at bankene har god tilgang på markedsfinansiering.

Finansielle ubalanser

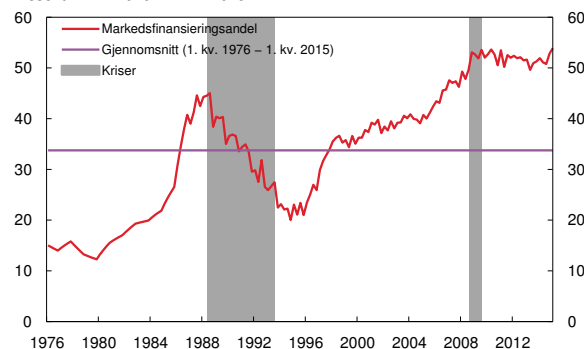
De fire indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser har steget til høye nivåer, se figur 3.1, 3.10, 3.20 og 3.27. De er også høyere enn flere av de beregnede langsiktige trendene, se ramme side 40. Det tyder på at finansielle ubalanser har bygd seg opp.

Kredittindikatoren fortsatte å stige i første kvartal. Den vedvarende oppgangen i husholdningenes gjeld tyder på at de finansielle ubalansene i husholdningssektoren øker. Gjeldsveksten i foretakene samlet er fortsatt moderat, men bankenes utlånsvækst til næringseiendom og bygg- og anleggssektoren har tiltatt.

Målt som avvik fra beregnede trender har kredittindikatoren vært nokså stabil de siste kvartalene. Den tekniske referanseverdien for den motsykliske kapitalbufferen var 1 prosent i første kvartal 2015 når trenden beregnes ved Norges Banks foretrukne metode, se ramme side 40.

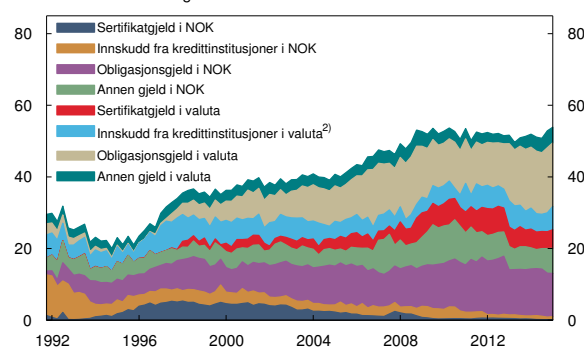
Indikatorene for eiendomspriser og markedsfinansieringsandelen har steget de siste kvartalene, også målt som avvik fra ulike trender.

Figur 3.27 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1976 – 1. kv. 2015



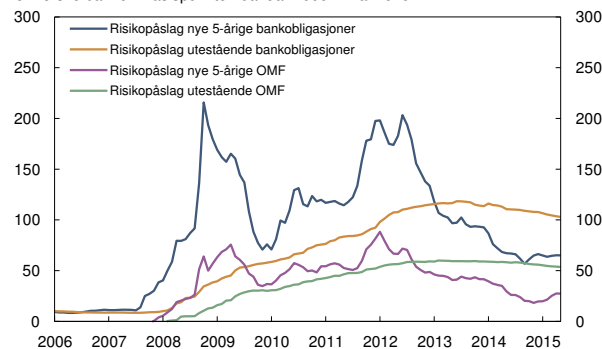
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker
Kilde: Norges Bank

Figur 3.28 Dekomponering av bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Andel av total finansiering. Prosent. 4. kv. 1991 – 1. 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 3.29 Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Basispunkter. Januar 2006 – mai 2015



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

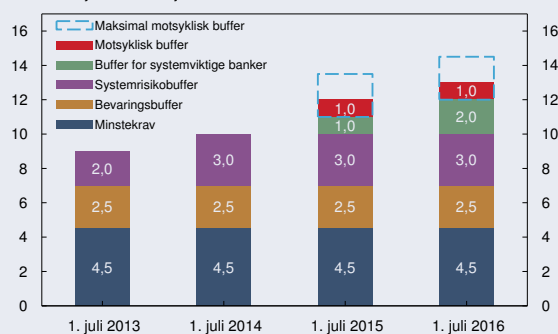
ENDRINGER I DET NORSKE KAPITALDEKNINGSREGELVERKET

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 3.30. Det har i ettertid kommet flere avklaringer rundt kapitaldekningsregelverket.

Finansdepartementet utpekte 12. mai 2014 DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS¹ som systemviktige. Systemviktige finansinstitusjoner får et tilleggskrav til ren kjernekapitaldekning på 1 prosentenheter fra 1. juli 2015 og 2 prosentenheter fra 1. juli 2016. Finanstilsynet skal hvert år innen utgangen av første kvartal gi råd til Finansdepartementet om hvilke banker som bør anses som systemviktige. Finansinstitusjoner med en forvaltningskapital på minst 10 prosent av BNP Fastlands-Norge og/ eller en markedsandel for utlån til publikum i Norge på minst 5 prosent skal som hovedregel utpekes som systemviktige.² 25. mars 2015 ga Finanstilsynet råd om at de samme institusjonene som tidligere har vært utpekt fortsatt bør anses som systemviktige.

I 2014 kom det nye regler for beregninger av risikovekter på boliglån. IRB-bankene måtte fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad gitt mislighold (LGD) på minst 20 prosent. Det ga en økning i boliglånsvektene for alle norske IRB-banker. Nye krav til beregningen av misligholdsansynlighet (PD) for boliglån trådte i kraft første kvartal 2015.³ IRB-bankene rapporterer gjennomsnittlig boliglånsvekt fra 20 til 30 prosent. Til sammenlikning var risikovektene 10–15 prosent ved utgangen av 2013. Virkningen på bankenes kapital-

Figur 3.30 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

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

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

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

dekning avhenger av i hvilken grad bankene er bundet av overgangsregelen⁴. 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.

Finanstilsynet har oversendt forslag til forskrift om minstekrav til likviditetsreserve til Finansdepartementet. Forskriften forventes å komme på høring snart.

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

MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR BUFFERKRAVET¹

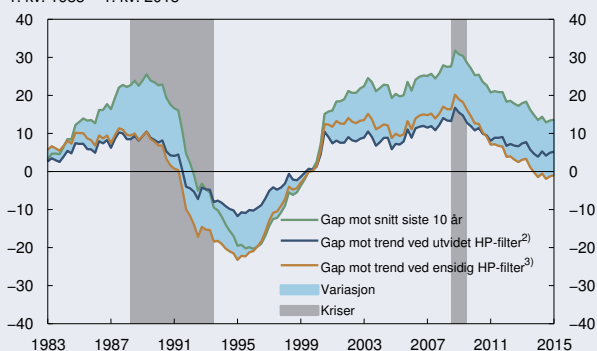
Norges Bank analyserer utviklingen i fire nøkkelindikatorer og sammenlikner nåsituasjonen med lang-siktige trender. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene og dermed til målingen av finansielle ubalanser. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder.

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

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

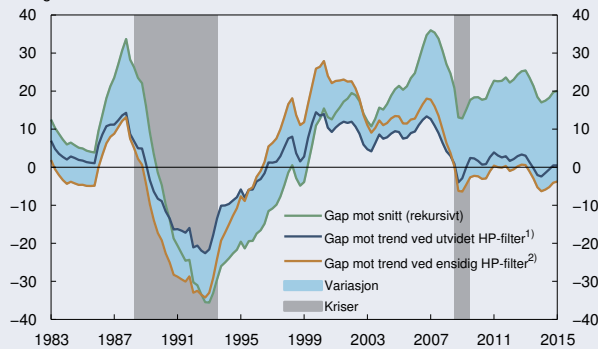
2 For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser på side 30 i Pengepolitisk rapport 2/13.

Figur 3.31a Kredittgap. Samlet kreditt¹ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2015



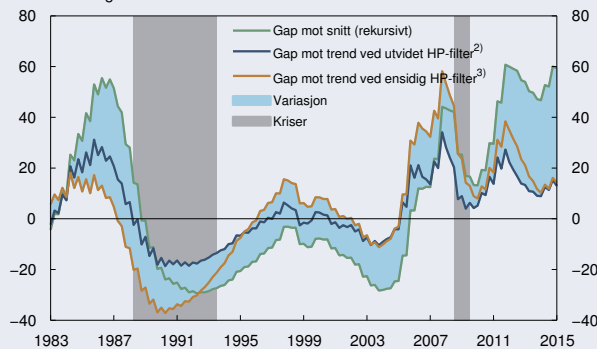
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose.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

Figur 3.31b Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2015



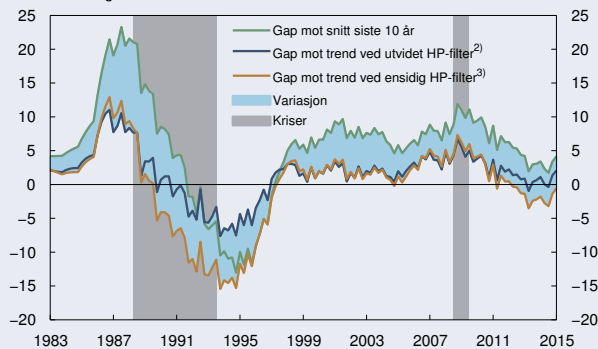
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.31c Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom¹ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2015



1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert 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 3.31d Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. 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

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

Figur 3.31 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapet mellom indikatoren og trendene er blitt mindre de siste årene, men indikatoren ligger fremdeles høyere enn to av tre trender. Kredittindikatoren har steget svakt i årene etter finanskrisen, mens trenden beregnet med det ensidige HP-filteret har fortsatt å stige raskt. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Kredittgapet er erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser når trenden er basert på et utvidet HP-filter. Figur 3.31 b–d viser utviklingen i de tre andre nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapene har økt litt den siste tiden.

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

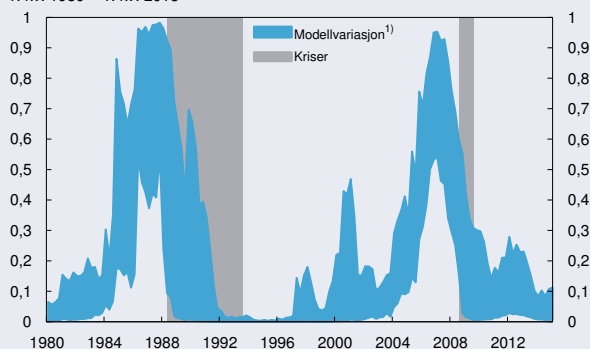
figur 3.32 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte krisesannsynlighetene har kommet ned siden finanskrisen, men at det er en viss spredning mellom anslagene fra de ulike modellene.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.⁴ Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil referanseverdien for bufferkravet variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil referanseverdien være 2,5 prosent. Referanseverdien for bufferkravet blir 0 prosent i første kvartal 2015 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien 1 prosent, se figur 3.33.

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

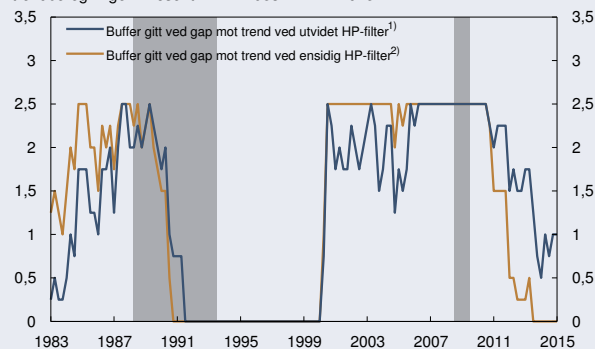
⁴ Se *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*, Baselkomiteen for banktilsyn 2010, Bank for International Settlements.

Figur 3.32 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1980 – 1. kv. 2015



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

Figur 3.33 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. 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 KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 40. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

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

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

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

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

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

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

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

UTDYPINGER

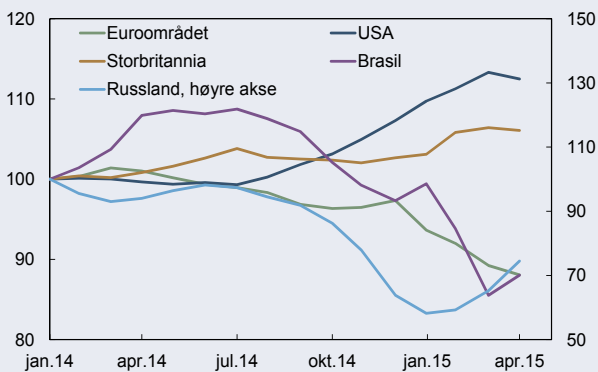
Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land
Nytt vektsett for handelspartneres renter
Store svingninger i lange renter
Utsiktene for oljeprisen
Hva forklarer økningen i pengemarkedspåslaget?
Hva forklarer utviklingen i foretaksinvesteringene?
Lavere vekst og arbeidsinnvandring
Lavere eksport fra oljeleverandørene fremover
Motsyklisk kapitalbuffer i andre land

INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

Den økonomiske utviklingen i USA svekket seg markert i første kvartal og var svakere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/15. BNP falt med 0,2 prosent fra fjerde kvartal, etter en ny vinter med ekstremvær og en forholdsvis rask nedgang i oljeinvesteringene etter oljeprisfallet fra sommeren 2014. Konsumveksten var lavere enn i andre halvår i fjor, og den positive effekten av oljeprisfallet har foreløpig vært svakere enn ventet. Nettoeksporten ble trukket ned av styrkingen av amerikanske dollar siden juli 2014, se figur 1. Data fra første kvartal ble også preget av arbeidskonflikter ved flere viktige havner. Mens flere av disse faktorene var midlertidige, peker de siste tallene mot fortsatt fall i olje- og gassrelaterte investeringer i andre kvartal, se figur 2. Etter hvert som effektene av midlertidige forhold ebber ut, og handelen kommer i gang etter arbeidskonfliktene, ventes veksten å ta seg noe opp igjen. Arbeidsmarkedet har strammet seg ytterligere til, og bedringen i boligmarkedet fortsetter. Valutakursstyrkingen vil imidlertid bidra til at veksten fremover blir noe lavere enn tidligere anslått, se tabell 3 i vedlegget.

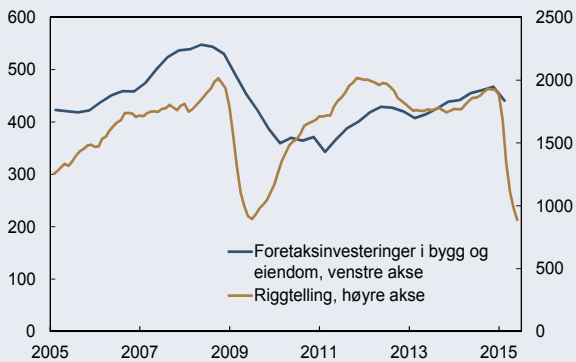
Den forsiktige oppgangen i euroområdet fortsetter, se figur 3. Veksttakten i første kvartal var som lagt til grunn i forrige rapport, med en økning i BNP på 0,4 prosent fra kvartalet før. Veksten i Frankrike, Italia og Spania var noe høyere enn ventet, mens veksten i Tyskland var noe lavere enn ventet. Ny informasjon siden forrige rapport taler samlet sett for å holde vekstanslagene for euroområdet for 2015 og 2016 uendrede på henholdsvis 1¼ og 1½ prosent. Tillitsindikatorer for bedrifter og husholdninger falt noe fra mars til mai, men ligger fremdeles på et høyere nivå enn gjennomsnittet fra første kvartal. Uroen rundt forlengelsen av det greske låneprogrammet har tiltatt og blant annet medført tiltakende innskuddsflukt fra greske banker. Omfanget av ekstraordinære lån (ELA) fra sentralbanken til de greske bankene har følgelig også økt. Det største vekstbidraget i euroområdet i år er ventet å komme fra husholdningenes konsum, støttet av økt sysselsetting og høyere reallønnsvekst. Det positive vekstbidraget fra oljeprisnedgangen er i ferd med å reduseres, men innenlandsk etterspørsel støttes fremdeles av at finanspolitikken er blitt mindre stram og av den ekspansive pengepolitikken. Foretaksinvesteringene er ventet å ta seg opp med høyere

Figur 1 Nominelle effektive valutakurser¹⁾. Indeks. Januar 2014 = 100. Januar 2014 – april 2015



1) Stigende kurve betyr sterkere kurs
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 USA. Foretaksinvesteringer i bygg og eiendom (inkludert rigger). Milliarder USD. Annualisert rate. Sesongjustert. Antall aktive olje- og gassrigger. Januar 2005 – mai 2015



Kilde: Thomson Reuters

etterspørselsvekst i og utenfor euroområdet, samt bedring i bedriftenes tillit og profittmarginer. Økt etterspørsel etter lån fra husholdningene peker i tillegg mot en mulig bedring i boliginvesteringene. Nettoeksporten er ventet å gi et nøytralt vekstbidrag både i år og neste år.

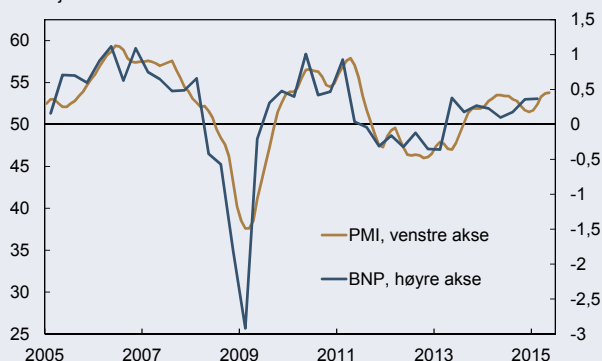
I Storbritannia var det en svak start på året, delvis knyttet til lavere aktivitet i olje- og gasssektoren og i bygg og anlegg, men også i deler av tjenestesektoren. Tidligere valutakursstyrking kan også ha bidratt til den lave veksten. Avdempingen er ventet å være forbigående, og høy sysselsetting og bedre eksportutsikter til euroområdet vil bidra til noe høyere veksttakt fremover. På lengre sikt er vekstanslagene noe nedjustert etter nye vurderinger av vekstpotensialet.

I Sverige var det en klar avdemping i første kvartal med uventet svak vekst i innenlandsk etterspørsel. Samtidig vedvarer den svært lave prisveksten, se figur 4. Riksbanken har annonsert ytterligere kjøp av statsobligasjoner med mål om å få opp inflasjonen og inflasjonsforventningene. På bakgrunn av den svake utviklingen rundt årsskiftet, er vekstanslaget for 2015

nedjustert til 2¾ prosent, mens anslaget for 2016 oppjusteres til 3¼ prosent som følge av en mer ekspansiv pengepolitikk og noe høyere vekst i offentlig konsum. Oppgangen blir fortsatt i hovedsak drevet av god vekst i privat konsum og boliginvesteringer, mens vedvarende lav vekst hos Sveriges viktigste handelspartnere har bidratt til svak utvikling i industriproduksjonen og foretaksinvesteringene. For de neste årene legger vi til grunn at svakere kronkurs og økt eksportetterspørsel vil føre til et oppsving i bedriftsinvesteringene. Nettoeksporten er likevel ventet å gi et svakt negativt bidrag til veksten både i år og neste år.

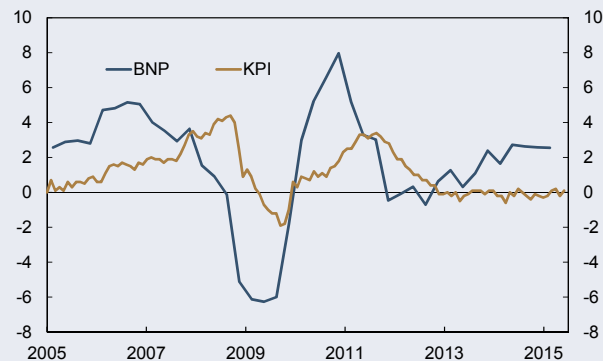
I Kina avtok firekvartalsveksten i BNP til 7 prosent i første kvartal, litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Nedgangen i boligmarkedet fortsetter, med fall i priser og igangsetting av nye boliger, noe som har ringvirkninger til både industrien og husholdningene. Lavere vekst i detaljhandelen indikerer at konsumveksten er i ferd med å avta noe, se figur 5. Infrastrukturinvesteringene øker derimot raskt og veier i noen grad opp for lavere investeringsvekst i eiendom og i industrien. Sentralbanken har senket

Figur 3 Euroområdet. Kvartalsvis BNP-vekst. Prosent. 1. kvartal 2005 – 1. kvartal 2015. PMI for produksjon. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Diffusjonsindeks rundt 50. Januar 2005 – mai 2015



Kilde: Thomson Reuters

Figur 4 Sverige. BNP. Firekvartalsvekst. Prosent. 1. kvartal 2005 – 1. kvartal 2015. KPI. Tolvånedersvekst. Prosent. Januar 2005 – mai 2015



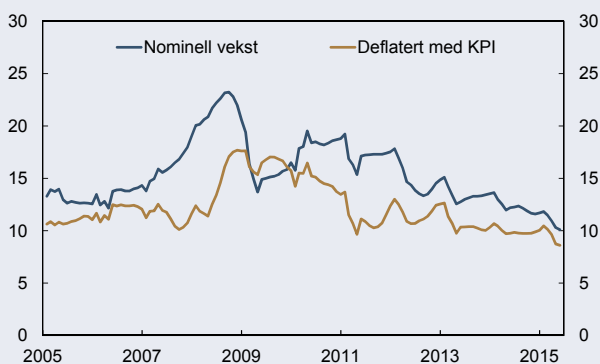
Kilde: Thomson Reuters

renten tre ganger siden november, og har kuttet reservekravet til bankene med 150 basispunkter. Lettelserne i pengepolitikken har bidratt til at utlånsveksten fra bankene har holdt seg oppe. Utviklingen i aksjemarkedet i Kina har vært klart sterkere enn i andre fremvoksende økonomier. Ekspansiv pengepolitikk og økte infrastrukturinvesteringer ventes å bidra til at veksttakten tiltar de neste kvartalene. Anslaget for årsveksten i 2015 er nedjustert med $\frac{1}{4}$ prosentenheter til $6\frac{3}{4}$ prosent. På lengre sikt er vekstanslagene justert ned med $\frac{1}{4}$ prosentenheter årlig som følge av nye vurderinger av vekstpotensialet. Vekstbidraget fra kapital og sysselsettingsvekst ventes å avta fremover, mens produktivitsveksten er anslått å tilta som følge av markedsvennlige reformer og deregulering.

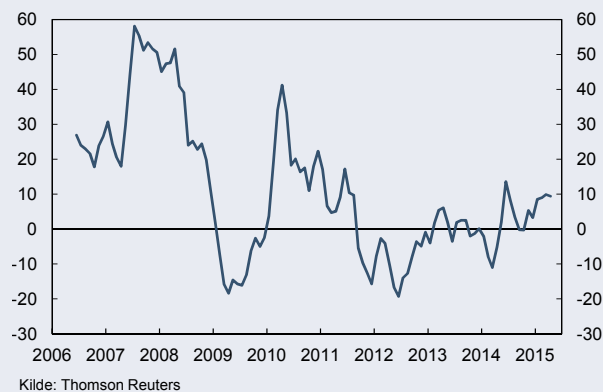
Vekstbildet for andre fremvoksende økonomier preges av svak utvikling i store råvareprodusenter som Brasil og Russland. Brasil rammes av lavere etterspørsel fra Kina, og negativ utvikling i bytteforholdet de siste årene på grunn av lavere råvarepriser. Veksten har avtatt, mens inflasjonen er høy som et resultat av tidligere ekspansiv penge- og finanspolitikk. Sentralbanken har økt renten med 6,5 prosentenheter siden

inngangen til 2013 i et forsøk på å forankre inflasjonsforventningene. Samtidig strammes det nå inn i finanspolitikken. I India er vekstutsiktene noe bedret. Det er utsikter til økt investeringsvekst både i privat og offentlig sektor, og produksjonen av kapitalvarer tiltar, se figur 6. Vi venter at veksten i fremvoksende økonomier utenom Kina vil tilta fra $1\frac{3}{4}$ prosent i år til $3\frac{1}{4}$ prosent i 2016. Dette skyldes tiltakende vekst i India, samtidig som vi venter at en stabilisering av råvarepriser, valutakurser og inflasjon vil bedre vekstbildet i Russland og Brasil. I tillegg vil en gradvis økning i etterspørselen fra industriland gi økt eksportvekst fra fremvoksende økonomier. Kapitalinngangen til mange fremvoksende økonomier har igjen økt etter signaler om at renteoppgangen i USA skyves frem i tid. En brå reversering av kapitalinngangen utgjør en risiko for vekstbildet i fremvoksende økonomier fremover.

Figur 5 Kina. Detaljomsetning. Tolvmånedersvekst. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2005 – mai 2015



Figur 6 India. Produksjon av kapitalvarer. Tolvmånedersvekst. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Juni 2006 – april 2015



NYTT VEKTSETT FOR HANDELSPARTNERNES RENTER

Rentene i utlandet påvirker rentene i Norge, blant annet gjennom effekten rentedifferansen har på utviklingen i kronekursen. I den pengepolitiske analysen i Norges Bank benyttes et aggregat for handelspartnerens renter som en representasjon av utlandets renter. Vektingen av de ulike landenes renter tar utgangspunkt i vektene som benyttes for den importveide kronekursindeksen, I-44. For å gjenspeile sammensetningen og den relative vekten mellom de viktigste landene/valutaområdene i I-44 bedre, blir vektsettet for renteaggregatet noe endret fra og med denne rapporten.¹

Handelspartnerens renter ble tidligere beregnet som et vektet gjennomsnitt av rentene i euroområdet, Sverige, Storbritannia, USA og Japan, hvor de ulike landenes/valutaområdenes vekt var de respektive I-44-vektene skalert opp proporsjonalt.² Med denne beregningsmetoden utgjorde rentene i euroområdet og Sverige til sammen om lag 80 prosent av aggregatet, se tabell 1.

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

2 I tillegg ble Danmarks I-44-vekt lagt til euroområdets vekt.

I det nye aggregatet inkluderer vi rentene for ytterligere to land – Polen og Canada. I tillegg blir utelatte lands renter nå representert ved amerikanske og euroområdets renter, etter en 50/50-fordeling.³ Endringen gir høyere vektandel for amerikanske renter i aggregatet, på bekostning av vektandelene til svenske og euroområdets renter.

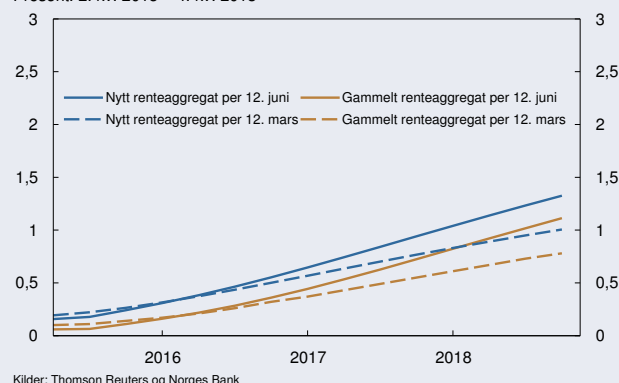
Det nye vektsettet gir et noe høyere nivå på handelspartnerens beregnede terminrenter enn det gamle, men forskjellen er ikke stor. For de nærmeste kvartalene er differansen i underkant av 0,15 prosentenheter, mens den er i overkant av 0,20 prosentenheter tre år frem i tid, se figur 1.

3 Danmarks I-44-vekt blir som tidligere lagt til euroområdets vekt.

TABELL 1 Vekter i Norges Banks gamle og nye aggregat for handelspartnerens renter. Prosentenheter

| Land/ valutaområder | Gammelt renteaggregat | Nytt rente- aggregat |
|------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Euroområdet | 0,59 | 0,53 |
| Sverige | 0,20 | 0,14 |
| Storbritannia | 0,10 | 0,07 |
| USA | 0,08 | 0,18 |
| Polen | - | 0,03 |
| Canada | - | 0,02 |
| Japan | 0,03 | 0,02 |

Figur 1.1 Beregnede terminrenter hos handelspartnerne. Gammelt og nytt renteaggregat. Prosent. 2. kv. 2015 – 4. kv. 2018



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

STORE SVINGNINGER I LANGE RENTER

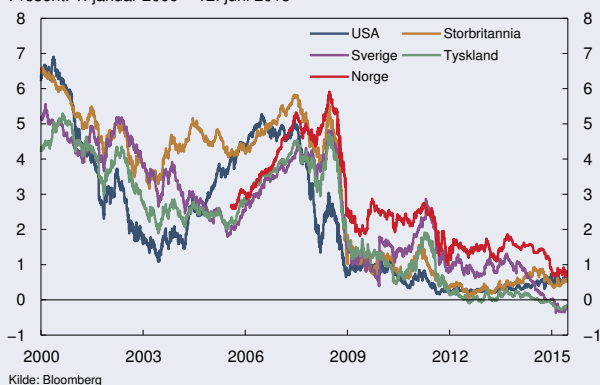
Norske og utenlandske renter er svært lave i et historisk perspektiv, se figur 1 og 2. Rentene har særlig falt siden finanskrisen i 2008, da mange sentralbanker reduserte sine styringsrenter markert. Den første tiden etter krisen priset markedet inn at rentene skulle forholdsvis raskt opp igjen. Det gjorde at lange renter falt mindre enn de korte. Styringsrentene har imidlertid holdt seg lave vesentlig lenger enn markedsaktørene så for seg. I flere land har de også blitt redusert videre, til nivåer nær null. I tillegg har Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan, Sveriges Riksbank og Den europeiske sentralbanken (ESB) kjøpt obligasjoner for å få de lengre rentene ned. Kjøpene virker dels gjennom å underbygge signalene om lave styringsrenter lenge. I tillegg kan sentralbankenes etterspørsel etter statsobligasjoner presse lange renter lenger ned enn det forventet utvikling i korte renter skulle tilsi. Avviket mellom lange renter og gjennomsnittlig forventede korte renter i samme periode kalles terminpremien. En investor vil normalt kreve en positiv terminpremie for å investere i en lang obligasjon fremfor en serie med korte obligasjoner som dekker samme periode. Når lange renter er lavere enn gjennomsnittet av forventede korte renter over samme horisont, omtales det som at terminpremien i lange renter er negativ.

ESB kunngjorde sitt program for kjøp av statsobligasjoner i januar i år og begynte å kjøpe obligasjoner i mars. De lange rentene i euroområdet falt mye fram til midten av april. Det er grunn til å tro at rentened-

gangen i betydelig grad kan tilskrives fallende terminpremier. Tysk 10-års statsrente ble på det laveste handlet til 0,05 prosent. Utviklingen i euroområdet smittet over på norske renter. Her hjemme var 10-års statsrente på det laveste nær styringsrenten på 1,25 prosent. Det virker lite trolig at disse nivåene ga uttrykk for forventet gjennomsnittlig styringsrente de neste ti årene. Dette tilsier i så fall at terminpremien i lange renter var negativ også i Norge.

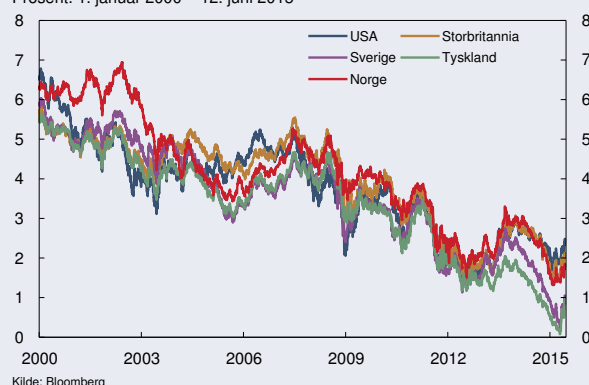
Siden midten av april har lange renter ute og hjemme steget markert igjen. De daglige bevegelsene har til tider vært store. I Tyskland har 10-årig statsobligasjonsrente steget med om lag 0,8 prosentenheter siden midten av april. Også renter med kortere løpetid har økt. Det er få signaler fra ESB siden midten av april som skulle tilsi en vesentlig revurdering av styringsrenteforventningene i euroområdet. De brå utslagene i rentemarkedet må trolig ses i lys av at terminpremiene og rentene i utgangspunktet var svært lave. Med stadig lavere renter kan sjansen for videre rentefall og kursgevinst på obligasjonene etter hvert synes liten sammenliknet med risikoen for renteøkning og kurstap. Det kan motivere investorer til å selge seg ut og oppnå gevinst, selv om det ikke kommer vesentlige nyheter. Hvis rentene først begynner å stige, kan flere selgere melde seg i markedet for å begrense sine tap eller sikre gevinst. Utslagene kan bli store før noen ønsker å kjøpe. Selv om rentene har kommet noe opp siden bunnpunktet i april, er det grunn til å tro at terminpremiene fortsatt er lave.

Figur 1 Renter på 2-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2000 – 12. juni 2015



Kilde: Bloomberg

Figur 2 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2000 – 12. juni 2015



Kilde: Bloomberg

UTSIKTENE FOR OLJEPRISEN

Oljeprisen har økt fra i overkant av 45 dollar i andre halvdel av januar til 60–65 dollar i begynnelsen av juni. En viss økning var ventet, som følge av at tilbud av og etterspørsel etter olje typisk justeres etter brå skift i oljeprisen, slik som fjorårets betydelige fall. Økningen har likevel kommet raskere enn terminprisene antydte i januar. Prisen er også høyere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/15. Terminprisene med forfall lenger ut i tid er lite endret.

Fjorårets fall i prisen ser ut til å ha slått relativt raskt ut i oljeproduksjonen i en del land utenfor OPEC. Det amerikanske energibyrået (EIA) anslår at skiferoljeproduksjonen i USA – som har vært den dominerende drivkraften bak veksten i tilbudet av olje de senere årene – begynte å falle allerede i mai i år. Den kraftige nedgangen i antall aktive rigger ventes å gi ytterligere produksjonsfall i tiden som kommer, se figur 1. Det internasjonale energibyrået (IEA) anslår at årsveksten i produksjonen i land utenfor OPEC vil bremse mye opp de neste kvartalene, med et klart fall i fjerde kvartal i år, se figur 2.

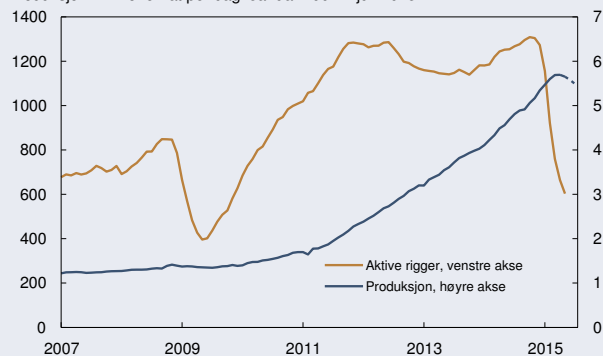
Veksten i tilbudet av olje fra land utenfor OPEC kan bli lav også lenger fram i tid. Energikonsulentfirmaet Wood Mackenzie anslår at internasjonale oljeselskaper kan kutte oljeinvesteringene med 25 prosent fra 2014 til 2015. Konsulentselskapet Rystad Energy antyder

et fall i investeringene i intervallet 25–30 prosent. Nedgangen i investeringene kan dermed bli dobbel så stor som ved oljeprisfallet i 2009, selv om forløpet for prisfallet stort sett er det samme. Et ønske om å redusere kostnader og hensynet til den løpende kontantinntjeningen synes nå i større grad å prege investeringsbeslutningene.

Utsiktene for produksjonen i eksisterende oljefelt er viktig for fremtidig oljetilbud. Anslag for årlig fall i produksjonen i slike felt varierer mellom 2 og 6 prosent av samlet global oljeproduksjon. Anslagene avhenger av hva som legges til grunn for investeringer på felt i drift, blant annet boring av nye brønner for å opprettholde produksjonen. Hvis disse investeringene reduseres betydelig, kan det ha stor betydning for balansen mellom tilbud og etterspørsel.

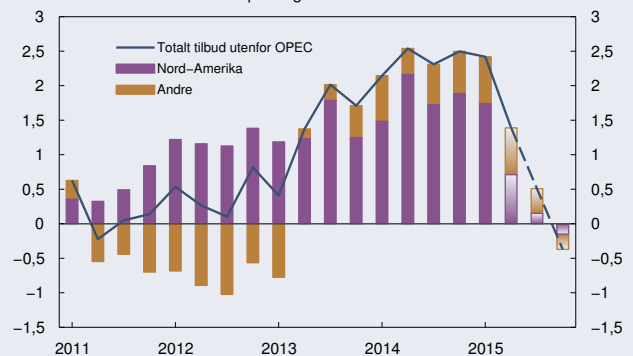
Det internasjonale valutaforbundet (IMF) anslår i en ny analyse at reduserte oljeinvesteringer kan føre til et fall i global oljeproduksjon på nesten 4½ prosent over en treårs periode og mer enn 10 prosent over en femårs periode sammenlignet med en situasjon der oljeprisen ikke hadde falt.¹ Produksjonen kan imidlertid

Figur 1 Aktive rigger og oljeproduksjon i USA¹⁾.
Produksjon i millioner fat per dag. Januar 2007 – juli 2015²⁾



1) Gjelder for de syv feltene som utgjorde 95 % av veksten i olje- og gassproduksjon 2011 – 2013
2) Månedlig oljeproduksjon fra og med juni 2015 er anslag
Kilde: EIA

Figur 2 Tilbud av olje fra land utenfor OPEC.
Firekvarterersvekst i millioner fat per dag. 1. kv. 2011 – 4. kv. 2015¹⁾



1) Anslag for 2. kv. 2015 – 4. kv. 2015.
Kilde: IEA

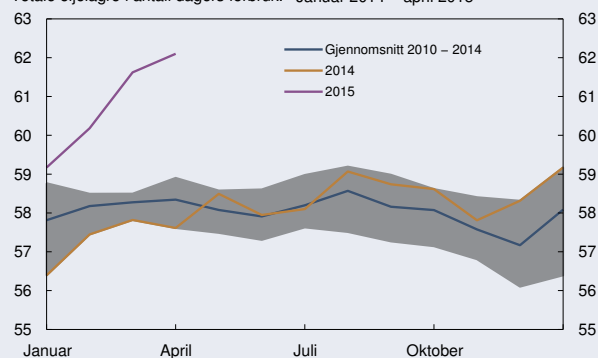
falle raskere og mer enn disse beregningene antyder. Investeringene i skiferoljeproduksjonen i USA ser ut til å reduseres forholdvis mye og denne produksjonen utgjør nå en større del av global produksjon enn tidligere.

Lavere oljepris enn i de foregående årene og tiltakende vekst i verdensøkonomien kan samtidig bidra til økt oljeetterspørsel. Veksten i etterspørselen kan over tid likevel bli moderat som følge av reduserte energisubsidier og nedjusterte vekstutsikter i flere fremvoksende økonomier. Dessuten kan økt produksjon av fornybar energi, videre substitusjon bort fra olje og fortsatt energieffektivisering føre til at oljeetterspørselen utvikler seg svakt fremover. IEA anslår veksten i global oljeetterspørsel til om lag 1,2 prosent årlig på mellomlang sikt, som er litt lavere enn gjennomsnittet for perioden 2000 til 2014.²

Økningen i oljeprisen de siste månedene kan også henge sammen med ny uro i viktige oljeproduiserende land i Midtøsten og Nord-Afrika. Bortfall av oljeproduksjon i flere av disse landene var en av grunnene til at oljeprisen holdt seg høy fram til i fjor sommer.

2 Se IEAs *Medium-Term Oil Market Outlook 2015*. Veksten i global oljeetterspørsel var 1,3 prosent i gjennomsnitt i perioden 2000–2014.

Figur 3 OECD oljelagre. Totale oljelagre i antall dagers forbruk.¹⁾ Januar 2014 – april 2015



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig etterspørsel over de neste 3 mnd. Grått bånd viser intervallet mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2010 – 2014
Kilde: IEA

Samtidig har oppgangen trolig blitt dempet av sterkere dollar og økte renter siden midten av mai.³

Terminprisene indikerer en viss videre økning i oljeprisen. Det kan tyde på forventninger om at den pågående rebalanseringen mellom tilbud og etterspørsel vil fortsette. Rebalanseringen så langt har likevel ikke forhindret en fortsatt markant økning i oljelagre i OECD-landene, som ventes å nå nye rekordnivåer i månedene som kommer. Det skulle – alt annet likt – tilsa at oljeprisen kan forbli lav lenger.

Oljeprisen kan falle igjen, for eksempel hvis oljeeksporten fra Iran øker som følge av en atomavtale med de fem faste medlemmene i sikkerhetsrådet og Tyskland. EIA anslår at en slik avtale kan gi et fall i oljeprisen på mellom 5 og 15 dollar i 2016.⁴

I tillegg har OPEC økt produksjonen de siste månedene og besluttet å ikke kutte produksjonskvoten på møtet 5. juni, noe kartellet tidligere vanligvis ville ha gjort med tilsvarende utsikter for lagerutviklingen.

Terminprisene for olje med forfall fra 2020 og utover er nå rundt 75 dollar per fat, om lag 20 dollar lavere enn de var i fjor sommer. Denne nedgangen kan ses i sammenheng med at internasjonale oljeselskaper søker å kutte kostnader over et bredt spekter, slik at det «marginale fatet olje» i fremtiden blir mindre kostbart å produsere enn hva det var vanlig å anslå for ett år siden. Spesielt synes det som kostnadene har kommet mye ned blant skiferoljeprodusentene i USA. Ny vekst i amerikansk skiferoljeproduksjon kan derfor bremse en videre oppgang i oljeprisen.

3 Økte renter gjør det bl.a. dyrere å holde oljelagre og mer lønnsomt å plassere i finansielle aktiva. Sterkere dollar fører til høyere pris målt i valutaene til oljeeksporterende og oljeimporterende land utenfor USA. Dette fører til høyere tilbud og/eller lavere etterspørsel av olje på verdensmarkedet. Se bl.a. Akram (2009): «Commodity prices, interest rates and the dollar», *Energy Economics*, 2009, vol. 31, issue 6, pages 838–851

4 Se IEAs *Short-Term Energy and Summer Fuels Outlook, April 2015*. Det er likevel usikkert om en endelig avtale vil undertegnes 30. juni, og hvor raskt de gjeldende sanksjonene som begrenser oljeeksporten vil kunne avvikles.

HVA FORKLARER ØKNINGEN I PENGEMARKEDSPÅSLAGET?

Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente (Nibor) og forventet styringsrente, også kalt pengemarkedsråslaget, har økt noe siden Pengepolitisk rapport 1/15. Påslaget, som har vært om lag 0,25 prosentenheter i gjennomsnitt de siste årene, økte i april til over 0,40 prosentenheter. Den siste tiden har deler av økningen blitt reversert, se figur 1.¹

Økt tilførsel av euro som følge av Den europeiske sentralbankens (ESB) verdipapirkjøp kan trolig langt på vei forklare økningen vi har sett i pengemarkedsråslaget i 2015. Slike internasjonale forhold kan påvirke Nibor gjennom måten den norske pengemarkedsrenten er konstruert på.

I de daglige kvoteringene av Nibor tar bankene i Nibor-panelet² utgangspunkt i en dollarrente som skal reflektere bankenes kostnad ved å låne dollar i det usikrede interbankmarkedet. Denne dollarrenten

korrigeres for termintillegget mellom dollar og norske kroner. Nibor kan dermed uttrykkes som

$$(1 + i_{Nibor}) = \frac{F}{S} (1 + i_{USD})$$

der S er spotkursen og F er tremåneders terminkurs, begge i antall kroner per dollar. i_{USD} er den dollarrenten som Nibor-bankene legger til grunn i sine kvoteringer.

Bankene i Nibor-panelet har siden 2008 valgt å legge til grunn en dollarrente nær den som publiseres av meglerhuset Carl Kliem. Kliem-renten skal uttrykke europeiske bankers kostnad ved å låne dollar i det usikrede interbankmarkedet. Den er i praksis lik den europeiske interbankrenten Euribor, valutaswappet fra euro til dollar.³ Forhold som påvirker Kliem-renten vil også påvirke Nibor, med mindre slike forhold

- 1 Mangel på instrumenter i det norske pengemarkedet gjør at påslaget ikke kan observeres direkte fra markedspriser. Dette må derfor betraktes som anslag.
- 2 Nibor-panelet består i dag av DNB, Nordea, Skandinaviska Enskilda Banken, Danske Bank, Swedbank og Handelsbanken.

- 3 Analogt til konstruksjonen av Nibor har vi derfor at $(1 + i_{Kliem}) = F^*/S^* (1 + i_{Euribor})$, der S^* og F^* er henholdsvis spotkursen og terminkursen, begge i antall dollar per euro.

Figur 1 Påslag i tremåneders Nibor.¹⁾
5-dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. Januar 2010–desember 2018²⁾



1) Norges Banks anslag
2) Anslag for 3. kv. 2015–4. kv. 2018
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

nøytraliseres av en tilsvarende endring i termintillegget mellom kroner og dollar.⁴

ESBs tilførsel av euro påvirker prisene i valutaterminmarkedet, som er et marked hvor man kan bytte til seg reserver i én valuta mot en annen, i en avtalt periode. Euro blir relativt sett billigere enn andre valutaer på grunn av økt tilbud, og det oppstår en relativ "knapphetspremie" på andre valutaer i forhold til euro. Dermed blir det dyrere å bytte til seg for eksempel dollar mot euro i valutaterminmarkedet enn det rentedifferansen mellom USA og euroområdet skulle tilsi. Dette bidrar, alt annet likt, til en høyere Kliem-rente. Når Kliem-renten ligger til grunn for panelbankenes kvoteringer av Nibor, fører det til at også den norske pengemarkedsrenten blir høyere.

Lav strukturell likviditet i det norske banksystemet kan også ha bidratt til noe av økningen vi har sett i det norske pengemarkedspåslaget. Lav strukturell likviditet kan gjøre bankene mer usikre på egen likvi-

ditetssituasjon i norske kroner og påvirke det relative tilbudet av dollar og norske kroner i valutaterminmarkedet. Dette kan påvirke Nibor gjennom termintillegget mellom dollar og norske kroner. Denne effekten har avtatt noe den siste tiden, i takt med at nivået på strukturell likviditet har steget. Det har trolig bidratt til at påslaget i Nibor nå er noe lavere enn det var i april.

ESB skal etter planen fortsette med sine verdipapirkjøp til og med september 2016. Som forklart ovenfor trekker dette, alt annet likt, i retning av et høyere påslag i den norske pengemarkedsrenten. Med bakgrunn i dette legges det i denne rapporten til grunn at påslaget i tremåneders Nibor vil være om lag 0,30 prosentenheter fram til høsten 2016. I forrige rapport ble påslaget antatt å holde seg på 0,25 prosentenheter i denne perioden.

For en mer utfyllende beskrivelse av konstruksjonen av Nibor og sammenhengene beskrevet ovenfor, se Aktuell Kommentar 3/2015.

⁴ For eksempel vil en endring i styringsrenten i USA slå ut i Kliem-renten, men normalt ikke i Nibor. Årsaken er at termintillegget mellom dollar og norske kroner justeres tilsvarende.

HVA FORKLARER UTVIKLINGEN I FORETAKSINVESTERINGENE?

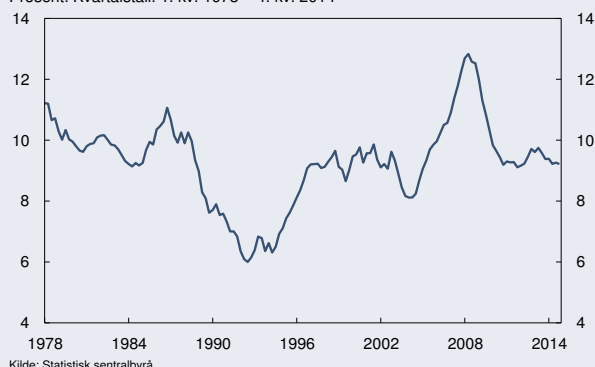
Foretaksinvesteringene betyr mye for konjunktur-utviklingen i norsk økonomi. Historisk har det vært store svingninger i investeringene, og foretaksinvesteringene står ofte for en stor del av konjunkturutslagene. Investeringene i norske fastlandsbedrifter har utviklet seg relativt svakt siden finanskrisen brøt ut høsten 2008, selv om styringsrenten er blitt redusert til et historisk lavt nivå. Den svake utviklingen i foretaksinvesteringene har bidratt til å trekke ned veksten i norsk økonomi og til å svekke vekstevnen fremover. I denne rammen analyserer vi utviklingen i foretaksinvesteringene ved hjelp av en empirisk modell og vurderer hvilke faktorer som har bidratt til å holde foretaksinvesteringene nede etter finanskrisen.

I løpet av de siste tiårene har det vært store og langvarige svingninger i foretaksinvesteringene i Norge, se figur 1. Foretaksinvesteringene målt som andel av BNP Fastlands-Norge falt fra over 12 prosent i 2008 til rundt 9 prosent i 2014. Siden 2008 har utviklingen i investeringene til de norske fastlandsforetakene også vært svak sammenliknet med andre land, se figur 2. Mens investeringsandelen har tatt seg opp i flere land, var den norske investeringsandelen fremdeles over 3 prosentenheter lavere i 2014 enn i 2008. I årene før finanskrisen økte investeringsandelen mer i Norge enn i andre land. Det kan ha gitt et mindre investeringsbehov i Norge enn i andre land etter finanskrisen. En annen forklaring på den relativt svake utviklingen i Norge kan være at høye oljeinvesteringer har fortrenget foretaksinvesteringene.

Utviklingen i foretaksinvesteringene bestemmes av hvor lønnsomt foretakene venter at det vil være å investere og hvor usikre de er på utviklingen fremover. Et lavere rentenivå øker isolert sett investeringene fordi det bedrer lønnsomheten til foretakene og reduserer avkastningskravet på fremtidige investeringer. Behovet for å investere påvirkes også av hvor mye varer og tjenester foretakene skal produsere og hvor raskt kapitalen forringes. I tillegg vil mindre tilgang på finansiering redusere investeringene, særlig i foretak som i liten grad finansierer seg med egenkapital. Rentenivå, produksjonsvolum, de økonomiske utsiktene og utviklingen i finansmarkedene har derfor betydning for foretakenes investeringer.

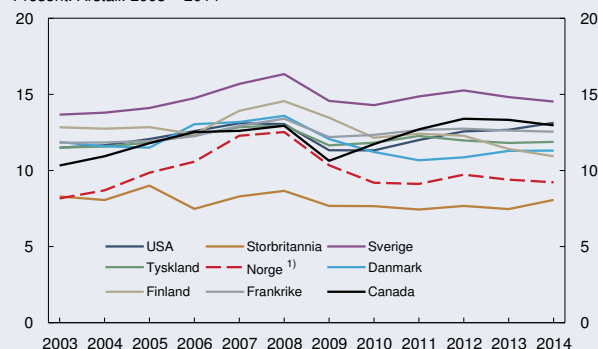
I den empiriske litteraturen blir foretakenes investeringsbehov gjerne målt med historisk produksjonsvekst og kapitalslit.¹ Den historiske produksjonsveksten kan også påvirke foretakenes forventninger til fremtidig lønnsomhet, men i litteraturen brukes også andre mål på å forklare endringer i fremtidsutsikter. I en analyse fra BIS² benyttes foretakenes aksjekurser som mål på lønnsomheten til fremtidige investeringer. Resultatene av analysen viser en sterk, positiv sammenheng mellom aksjekurser og foretaksinvesteringer i G7-landene.³ I løpet av de siste årene har dessuten flere studier vist at økt usikkerhet rundt

Figur 1 Foretaksinvesteringer som andel av BNP Fastlands-Norge. Prosent. Kvartaletall. 1. kv. 1978 – 4. kv. 2014



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Foretaksinvesteringer som andel av BNP. Prosent. Årstall. 2003 – 2014



1) BNP for Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og OECD

den økonomiske utviklingen og den økonomiske politikken kan dempe foretakenes investeringer.⁴

For å undersøke betydningen av disse forholdene har vi estimert en modell for foretaksinvesteringene med kvartalsdata for perioden 2003–2014.⁵ Modelleringen tyder på at de viktigste driverne bak utviklingen i de norske foretaksinvesteringene er fremtidsutsiktene, rentenivået og tilgangen på finansiering. Fremtidsutsiktene er målt med aksjekursene til norske foretak sammenliknet med deres bokførte verdier (pris/bok), mens tilgangen på finansiering er tilnærmet med marginen på foretakslån.

Modellen forklarer utviklingen i foretaksinvesteringene godt, se figur 3. Modelleringen viser at nedgangen i rentenivået isolert sett har bidratt til å holde investeringene oppe etter finanskrisen, se figur 4.

Ifølge modellen har svake fremtidsutsikter holdt investeringene nede. I den grad marginen på foretakslån fanger opp endringer i tilgangen på finansiering, er investeringsveksten også blitt dempet av noe svakere tilgang på finansiering fra bankene etter finanskrisen. Siden finanskrisen har aksjekursene til norske foretak utviklet seg svakt sammenliknet med foretakenes bokførte verdier (pris/bok), noe som kan indikere svake fremtidsutsikter. I tillegg har moderat BNP-vekst og fallende lønnsomhet i norske foretak, målt ved egen-

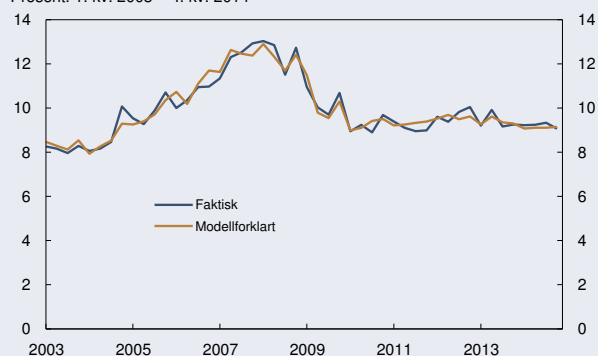
kapitalavkastningen, trukket investeringene ned. Både moderat BNP-vekst og lav lønnsomhet kan svekke foretakenes forventninger til fremtiden. Lav lønnsomhet kan også gjøre foretak mer avhengige av god tilgang på ekstern finansiering. Etter finanskrisen har marginen på foretakslån vært høyere enn gjennomsnittsnivået siden 2003, noe som kan indikere en mer moderat tilgang på ekstern finansiering.

Fremover anslår modellen at foretaksinvesteringene skal øke svakt i gjennom 2015. Det lave rentenivået trekker anslagene for 2015 opp, mens moderat BNP-vekst og fallende egenkapitalavkastning gjennom 2014 trekker i motsatt retning. I tillegg er marginen på foretakslån fremdeles over sitt gjennomsnittsnivå, selv om den har falt noe gjennom 2014. Et pris/bokforhold under gjennomsnittsnivået, bidrar også til å trekke modellanslagene for 2015 ned.

Når fremtidsutsiktene bedrer seg, vil investeringene kunne vokse betydelig mer enn BNP Fastlands-Norge. Den bedrede lønnsomheten til norske eksportbedrifter som følge av en svakere krone, vil kunne bidra til vekst i foretaksinvesteringene. I modellen går investeringsandelen mot et langsiktig likevektsnivå på rundt 10 prosent når forklaringsvariablene settes lik sine gjennomsnittsverdier. Andre beregninger som bygger på teoretiske sammenhenger og historiske gjennomsnitt, indikerer at det langsiktige likevektsnivået på investeringsandelen kan være høyere enn 10 prosent. Samlet tyder dette på at investeringsandelen kan øke med om lag en prosentenheter fra dagens nivå når de fundamentale faktorene normaliserer seg.

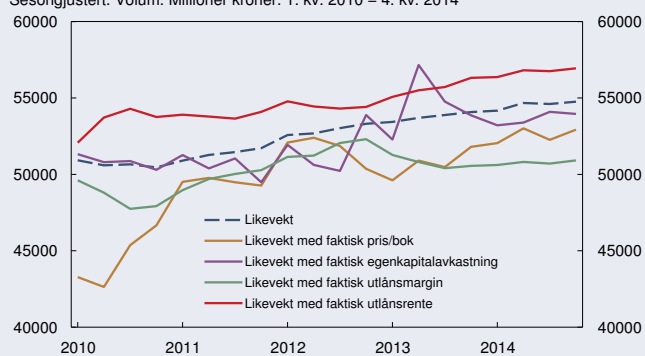
4 Baker, S., N. Bloom and S. Davis (2013), "Measuring Economic Policy Uncertainty", Chicago Booth Research Paper, No 13-02.
5 For en nærmere beskrivelse av analysen, se Andersen og Aagaard Walle (2015): "Hva forklarer utviklingen i foretaksinvesteringene?" Staff memo, 2/2015. Norges Bank.

Figur 3 Faktisk og modellforklart utvikling i investeringsandel. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2014



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 Likevektsbaner for foretaksinvesteringer. Sesongjustert. Volum. Millioner kroner. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

LAVERE VEKST OG ARBEIDSINNVANDRING

De siste ti årene har den økonomiske utviklingen i Norge vært preget av høy arbeidsinnvandring. EU-utvidelsen i 2004 åpnet det norske arbeidsmarkedet for arbeidere fra en rekke nye land. I kombinasjon med høy etterspørsel etter arbeidskraft og god lønnsvekst bidro det til at innvandringen økte markert.

Den økte tilgangen på utenlandsk arbeidskraft har trukket opp det potensielle produksjonsnivået i norsk økonomi. Til tross for klart lavere produktivetsvekst har den økonomiske aktiviteten i fastlandsøkonomien de siste ti årene økt i nesten like høyt tempo som i det foregående tiåret, se figur 1. Ifølge den registerbaserte statistikken fra Statistisk sentralbyrå økte sysselsettingen i Norge med 400 000 personer fra fjerde kvartal 2004 til fjerde kvartal 2013.¹ Om lag to tredjedeler av disse hadde utenlandsk bakgrunn.

Arbeidsinnvandringen har trukket opp befolkningsveksten i alderen fra 20 til 66 år, de som i hovedsak utgjør arbeidsstyrken, se figur 2. Uten tilstrømmingen fra andre land ville veksten i denne aldersgruppen nå vært så vidt negativ. Befolkningsveksten i denne aldersgruppen gir en god pekepinn på hvor raskt

arbeidsstyrken kan ventes å øke over tid. I år ligger veksten i denne aldersgruppen an til å bli på om lag 1 prosent. Veksten har avtatt de senere årene, og lavere innvandring er en viktig forklaring.

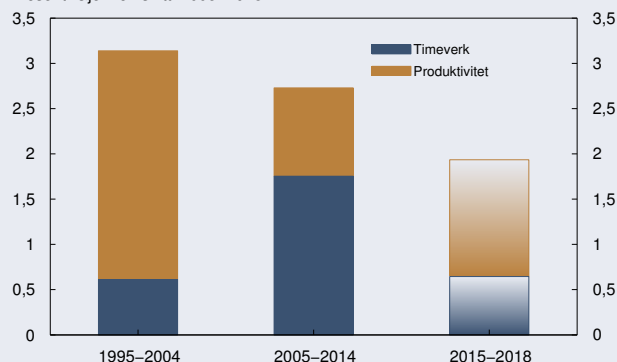
I fjor var nettoinnvandringen til Norge på 38 000 personer, en nedgang fra 47 000 personer i 2011 og 2012. Tall for første kvartal i år tyder på at nettoinnvandringen vil avta videre i 2015 og bli lavere enn lagt til grunn i hovedalternativet i Statistisk sentralbyrås befolkningsprognoser fra i fjor sommer. Vi legger til grunn at nettoinnvandringen vil avta til 33 500 personer i år og gradvis videre ned til 30 000 personer i 2018. Det er flyttestrømmene fra land i EU som har gått ned de siste årene, og denne tendensen ventes å fortsette, se figur 3.²

Anslagene er basert på en oppdatert versjon av den empiriske innvandringsmodellen i Grangård og Nordbø (2012).³ I modellen forklarer konjunkturutviklingen her hjemme og konjunkturutviklingen i

1 Disse tallene omfatter også sysselsatte som ikke er registrert som bosatte i folkeregisteret, og følgelig ikke fanges opp i befolkningsstatistikken.

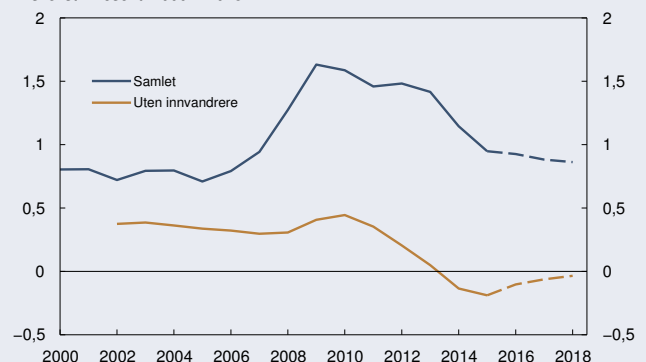
2 Nettoinnvandringen fra land utenfor EU er antatt å holde seg rundt gjennomsnittet fra de siste fem årene.
3 Grangård, H. og E. Nordbø (2012): Høy innvandring til Norge: Hvem kommer, og hvorfor kommer de? Staff Memo 25/2012, Norges Bank.

Figur 1.1 Årlig vekst i BNP for Fastlands-Norge etter kilde. Prosent. Gjennomsnitt, 1995–2018¹⁾



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

Figur 1.2 Befolkningen fra 20 til 66 år. Årsvekst. Prosent. 2000 – 2018¹⁾



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

fraflyttingslandet mye av variasjonen i flyttestrømmene til Norge fra europeiske land.⁴

Nedgangen i innvandringen de senere årene må ses i lys av at den økonomiske situasjonen har bedret seg i flere land rundt oss. Dette gjelder ikke minst de baltiske landene. Nettoinnvandringen til Norge fra disse landene er mer enn halvert siden 2011, se figur 4.

Utslagene i arbeidsledigheten her hjemme har vært langt mindre, se figur 4, men ifølge de estimerte effektene i modellen er innvandringen relativt sett mer følsom overfor endringer i arbeidsledigheten i Norge enn i fraflyttingslandet. Den noe svakere utviklingen her hjemme har dermed også vært av betydning.

Om utviklingen i norsk økonomi skulle bli vesentlig svakere enn det vi nå ser for oss, er det grunn til å tro

4 Den estimerte modellen er som følger:

$$\ln \left(\frac{\text{innv}_{i,t}}{\text{bef}_{i,t}} \right) = -9,57 - 0,44u_{No,t} + 0,09u_{i,t} + 1,27 \frac{\text{innv_bef}_{i,t} * 100}{\text{bef}_{i,t}}$$

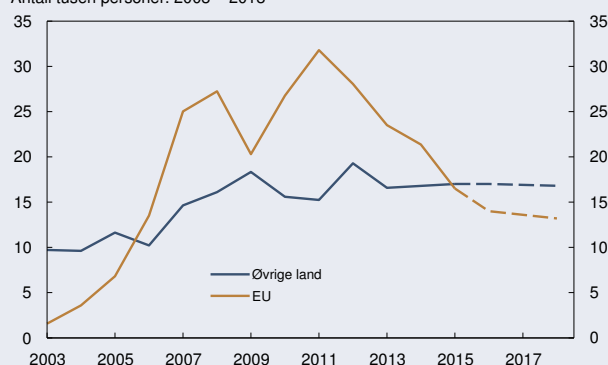
(0,13) (0,04) (0,01) (0,21)

Tallene i parentes er estimatenes standardfeil. Modellen er estimert på data for 30 europeiske land i perioden fra 2004 til 2014. I estimeringen har vi korrigert for faste landeffekter. $\text{innv}_{i,t}$ er innvandringen til Norge fra land i i år t , $\text{bef}_{i,t}$ er befolkningen i det samme landet ved inngangen til året, $u_{No,t}$ er arbeidsledighetsraten (prosent) i Norge i år t , $u_{i,t}$ er ledighetsraten (prosent) i land i i år t og $\text{innv_bef}_{i,t}$ er den bosatte innvandrerbefolkningen i Norge fra land i ved inngangen til år t .

at også innvandringen vil bli lavere. I en situasjon hvor den registrerte arbeidsledigheten øker til rundt 4 prosent, noe som i norsk sammenheng må kunne karakteriseres som et markert tilbakeslag, indikerer den empiriske modellen at nettoinnvandringen fra EU-landene kan stoppe helt opp. Dette illustrerer at det er betydelig usikkerhet om nettoinnvandringen fremover. Fordi det i hovedsak er innvandrene som har stått bak veksten i arbeidsstyrken de senere årene, bidrar dette til at også det potensielle produksjonsnivået blir mer usikkert.

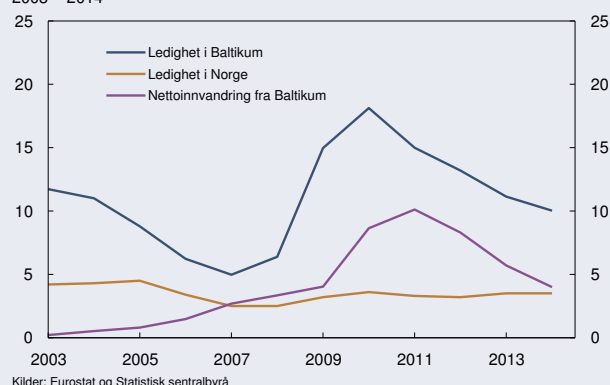
Over tid vil lavere tilstrømning av arbeidskraft fra utlandet redusere økonomiens vekstpotensial. I en nedgangskonjunktur kan lavere arbeidsinnvandring også bidra til å dempe oppgangen i arbeidsledigheten og fallet i kapasitetsutnyttningen. På den andre siden reduseres også etterspørselen etter varer og tjenester hvis færre flytter hit fra andre land. På sikt blir det mindre behov for å investere i boliger og i annen infrastruktur. Den samlede virkningen på arbeidsledigheten og kapasitetsutnyttningen av lavere innvandring er derfor ikke entydig. På kort sikt er det likevel grunn til å tro at lavere arbeidsinnvandring vil redusere det samlede tilbudet mer enn etterspørselen og dermed dempe nedgangen i kapasitetsutnyttningen.

Figur 1.3 Nettoinnvandring etter statsborgerskap. Antall tusen personer. 2003 – 2018¹⁾



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

Figur 1.4 Nettoinnvandring til Norge (tusen personer) og arbeidsledighet (prosent). 2003 – 2014



Kilder: Eurostat og Statistisk sentralbyrå

LAVERE EKSPORT FRA OLJELEVERANDØRENE FREMMER

Norsk petroleumsvirksomhet har lagt grunnlaget for utviklingen av en internasjonalt konkurransedyktig leverandørindustri. Samtidig som norske leverandører har dekket en stor del av etterspørselen fra norsk sokkel, har leverandørindustrien vokst fram som en viktig eksportnæring. Norske oljeleverandører har betydelige globale markedsandeler innen seismikk, boreteknologi, maritime tjenester og undervannsproduksjonssystemer. Om lag 40 prosent av omsetningen i næringen kommer fra internasjonale markeder.¹ En del av denne omsetningen foregår gjennom salg fra datterselskaper i utlandet, men størstedelen leveres i form av eksport fra Norge.² Oljeleverandørene står for 20–25 prosent av norsk eksport utenom olje, gass og utenriks sjøfart.³

Økende kostnader og lavere oljepris har ført til at oljeselskaper verden rundt har kuttet i sine investeringsbudsjetter, skjøvet aktivitet ut i tid og satt i verk tiltak for å redusere sine kostnader. De globale offshore-investeringene ventes derfor å falle markert i år og neste år.

Nedgangen i den globale oljeindustrien vil føre til færre oppdrag for norske oljeleverandører. Eksporten fra Fastlands-Norge vil derfor utvikle seg svakere

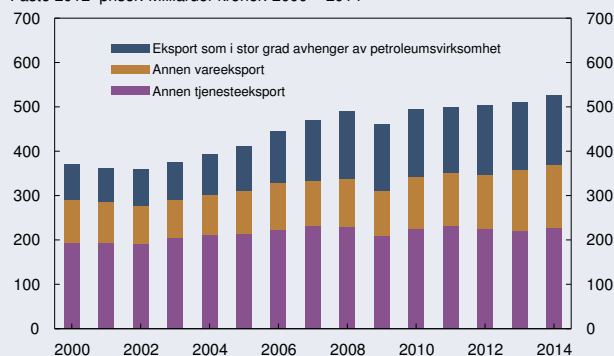
- 1 Rystad Energy (2014): *Internasjonal omsetning fra norske oljeservice-selskaper*
- 2 Menon Business Economics (2012): *Internasjonalisering av norsk offshore-leverandørindustri 2011 – øker omsetning og blir mer global*. Ifølge denne rapporten utgjorde eksporten fra Norge 65 prosent av utenlandsomsetningen i 2011.
- 3 Anslaget er basert på Rystad Energy (2014) og Menon Business Economics (2012).

fremover enn det en kunne vente på bakgrunn av utviklingen i kronekursen og markedsveksten hos Norges handelspartnere.

Eksporten fra oljeleverandørene er i nasjonalregnskapet fordelt på flere vare- og tjenestegrupper som også inneholder annen eksport. I figur 1 har vi forsøkt å skille ut de vare- og tjenestegruppene som i stor grad er knyttet til petroleumsvirksomhet. Figuren viser at eksporten fra oljeleverandørene økte markert i perioden 2000–2008 for deretter å flate ut. Utviklingen de siste årene kan indikere at norske ressurser i økende grad er blitt brukt til å dekke den sterke veksten i etterspørsel fra norsk sokkel og at den internasjonale omsetningen i økende grad har kommet fra datterselskaper i utlandet.

Eksporten fra norske oljeleverandører økte gjennom fjoråret og holdt seg godt oppe i første kvartal i år. Vi ventet at eksporten fra oljeleverandørene vil falle de neste kvartalene og gjennom 2016, etter hvert som investeringene ute reduseres. Samtidig vil en svakere krone trolig gjøre det lettere for norske oljeleverandører å vinne kontrakter i et fallende marked for leveranser til internasjonal petroleumsnæring. Eksportrettede oljeleverandører i vårt regionale nettverk meldte i mai om nedgang i produksjonen og at denne utviklingen er ventet å fortsette, se figur 2.4. Samtidig meldte bedriftene at fallet i aktiviteten rettet mot eksportmarkedet er mindre enn nedgangen i oljeleverandørenes leveranser til norsk sokkel.

Figur 1 Eksport fra Fastlands-Norge
Faste 2012-priser. Milliarder kroner. 2000 – 2014



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å dempe systemrisiko knyttet til høy kredittvekst og belåning gjennom å gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur.¹ 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. Det samlede kravet til motsyklisk kapitalbuffer for en enkelt bank blir dermed et veid gjennomsnitt av bufferkravene i de landene bankene har eksponeringer. Resiprositet var et viktig prinsipp i anbefalingen til regelverk fra Baselkomiteen for banktilsyn i 2010.

Ifølge kapitaldekningsregelverket skal bufferkrav opp til 2,5 prosent automatisk anerkjennes mellom land i EU.² Regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i

Norge gjennom EØS-avtalen.³ Bufferkravet i Norge er allerede anerkjent av Danmark, Finland, Storbritannia og Sverige. Det innebærer at banker med hovedsete i disse landene vil måtte holde en motsyklisk kapitalbuffer for den delen av virksomheten som drives i Norge. Ifølge kapitaldekningsregelverket kan EU-land velge å anerkjenne bufferkrav i tredjeland, det vil si land utenfor EU/EØS, eller sette egne bufferkrav for sine bankers eksponeringer i tredjeland. Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) kan gi anbefaling om bufferkrav for eksponeringer i tredjeland.

Alle land i EU skal ifølge kapitaldekningsregelverket ha fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer innen 2016. Så langt har ni EU/EØS-land etablert et institusjonelt rammeverk og fastsatt krav til den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se tabell 1.⁴ De fleste land har satt kravet til null. Norge og Sverige har satt bufferkravet til 1 prosent med virkning fra henholdsvis 1. juli og 13. september 2015. I Sverige har Finansinspektionen hatt forslag om å øke bufferkravet til 1,5 prosent fra 27. juni 2016 på høring.

1 Se også utdyping om systemrisiko og makrotilsyn på side 48–49 i *Pengepolitisk rapport 4/14*.

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

3 I gjeldende forskrift om nivå på motsyklisk kapitalbuffer fastsatt av Finansdepartementet 12. desember 2013 er beregningsgrunnlaget for bufferkravet satt til det samme som beregningsgrunnlaget for minstekravet til ansvarlig kapitaldekning.

4 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.

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

| Land | Annonsert 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 |
| Norge | 12. desember 2013 | 1 prosent | 1. juli 2015 |
| Slovakia | 7. oktober 2014 | 0 prosent | 1. november 2014 |
| Storbritannia | 26. juni 2014 | 0 prosent | 26. juni 2014 |
| Sverige | 10. september 2014 | 1 prosent | 13. september 2015 |
| Tsjekkia | 28. august 2014 | 0 prosent | 1. oktober 2015 |

Kilde: *Macro-prudential policy actions. Overview of measures*, Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), per 12. mai 2015

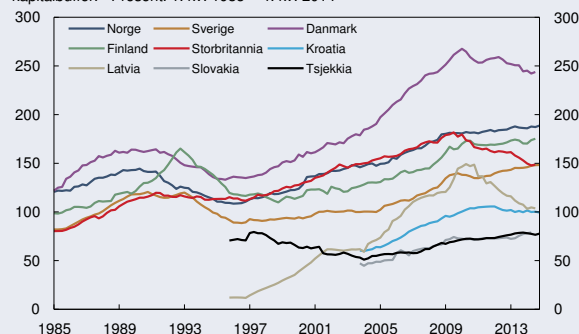
Det er stor variasjon i nivået på kreditten i de forskjellige landene, se figur 1. I 2014 var samlet kreditt omtrent 80 prosent av verdiskapingen (BNP) i Slovakia og Tsjekkia, mens den var rundt 240 prosent av BNP i Danmark. I alle land vokste kreditten raskere enn verdiskapingen før finanskrisen. Etter dette har utviklingen vært ulik. Danmark, Latvia, Kroatia og Storbritannia, som ble hardt rammet av finanskrisen, har hatt en nedgang i kredittnivået. Sverige, Slovakia og Tsjekkia, som i mindre grad ble rammet av krisen, har hatt den største økningen i kredittnivået de senere årene. Finland og Norge har hatt en mindre økning i kredittnivået.

Ifølge EUs kapitaldekningsregelverk skal kravet til den motsykliske kapitalbufferen vurderes med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP og hvordan dette avviker fra en langsiktig trend (kredittgap). Den langsiktige trenden i forholdet mellom kreditt og BNP kan beregnes på ulike måter. Baselkomiteen har foreslått en metode som ligger til grunn for gapene i figur 2.⁵

Det følger av kapitaldekningsregelverket at det skal beregnes tekniske referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i kredittgapet. Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av referanseverdier, se figur 3 og ramme på side 40. ESRB presiserer at det ikke skal være en mekanisk sammenheng mellom referanseverdien og nivået på bufferkravet, men at kravet skal baseres på et bredere beslutningsgrunnlag.

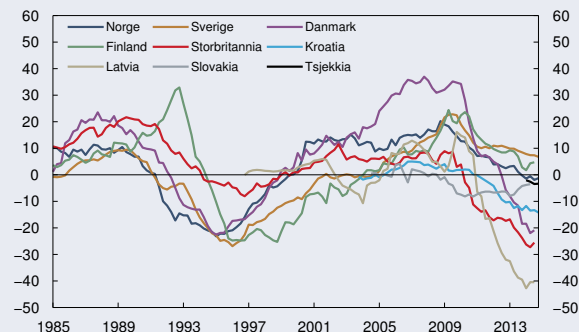
Det er store forskjeller i kredittgapet i landene som har innført en motsyklisk kapitalbuffer, se figur 2. Finland og Sverige har hatt positive kredittgap og referanseverdier siden midten av 2000-tallet, se figur 3. Referanseverdien i Sverige var 1,5 prosent for fjerde kvartal 2014, som er samme nivå som forslaget til bufferkrav fra Finansinspektionen. Finland har satt bufferkravet til null ettersom andre indikatorer tilsier at finansielle ubalanser ikke bygger seg opp. De øvrige EU-landene har hatt et negativt kredittgap de siste årene, som gir en referanseverdi på null. Disse landene har satt bufferkravet til null.

Figur 1 Kreditt som andel av BNP for EU/EØS-land som har fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1985 – 4. kv. 2014



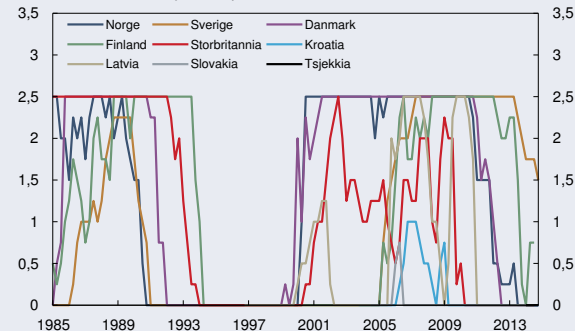
1) Definisjonene kan variere mellom land. Figuren viser tall benyttet i beregningen av kredittgap. En del land har kun publisert data fram til og med 2. og 3. kv. 2014
Kilder: Bank of England, Czech National Bank, Croatian National Bank, Det Systemiske Risikoråd (Danmark), Financial and Capital Market Commission (Latvia), Finlands Bank, National Bank of Slovakia, Finansinspektionen (Sverige) og Norges Bank

Figur 2 Kredittgap for EU/EØS-land som har fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer. Kreditt som andel av BNP.¹⁾ Avvik fra beregnet trend.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1985 – 4. kv. 2014



1) Definisjonene kan variere mellom land. En del land har kun publisert data fram til og med 2. og 3. kv. 2014
2) Trendberegningen er basert på metode anbefalt av Baselkomiteen. For Tsjekkia er kun tall for 2014 tilgjengelige
Kilder: Bank of England, Czech National Bank, Croatian National Bank, Det Systemiske Risikoråd (Danmark), Financial and Capital Market Commission (Latvia), Finlands Bank, National Bank of Slovakia, Finansinspektionen (Sverige) og Norges Bank

Figur 3 Referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen i EU/EØS-land som har fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer. Prosent. 1. kv. 1985 – 4. kv. 2014



Kilder: Bank of England, Czech National Bank, Croatian National Bank, Det Systemiske Risikoråd (Danmark), Financial and Capital Market Commission (Latvia), Finlands Bank, National Bank of Slovakia, Finansinspektionen (Sverige) og Norges Bank

5 Norges Bank beregner også alternative trender, se ramme på side 40.

VEDLEGG

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

OVERSIKT OVER RENTEMØTER I NORGES BANK MED ENDRINGER I STYRINGSRENTEN

| Dato | Styringsrente ¹ | Endring |
|----------------------|----------------------------|--------------|
| 16. desember 2015 | | |
| 4. november 2015 | | |
| 23. september 2015 | | |
| 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 |

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

TABELL 1 MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

| Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før | | BNP | BNP F-Norge | Privat konsum | Offentlig konsum | Brutto- investeringer F-Norge | Petroleums- investeringer ¹ | Eksport F-Norge ² | Import |
|---|-------|-------|----------------|------------------|---------------------|-------------------------------------|---|---------------------------------|--------|
| 2008 | | 0,4 | 1,7 | 1,7 | 2,4 | 0,9 | 4,7 | 4,5 | 3,2 |
| 2009 | | -1,6 | -1,6 | 0,0 | 4,1 | -10,4 | 3,3 | -5,8 | -10,0 |
| 2010 | | 0,6 | 1,8 | 3,8 | 2,2 | -6,4 | -8,9 | 7,9 | 8,3 |
| 2011 | | 1,0 | 1,9 | 2,3 | 1,0 | 5,0 | 11,3 | 0,8 | 4,0 |
| 2012 | | 2,7 | 3,8 | 3,5 | 1,6 | 7,4 | 15,1 | 1,3 | 3,1 |
| 2013 | | 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 ³ | 2. kv | 1,0 | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 2,9 | -0,2 | 5,4 | 3,6 |
| | 3. kv | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | -0,7 | -3,0 | 1,2 | 3,4 |
| | 4. kv | 0,9 | 0,4 | 0,8 | 0,7 | -2,5 | -7,0 | 2,5 | -3,6 |
| 2015 | 1. kv | 0,2 | 0,5 | 0,6 | 0,3 | -1,1 | 0,8 | -1,9 | 2,8 |
| Nivå 2014, mrd. kroner | | 3 150 | 2 527 | 1 289 | 690 | 523 | 216 | 560 | 932 |

1 Utvinning og rørtransport

2 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleumstjenester og andre tjenester

3 Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2 KONSUMPRISER

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

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

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

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

| Endring i anslag fra PPR 1/15 i parentes | Andel av verdens BNP | | Prosentvis vekst fra foregående år | | | | |
|--|----------------------|----------------------------|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | PPP | Markedskurser ¹ | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| USA | 16 | 22 | 2,4 | 2¼ (-1) | 2¾ (-½) | 2¾ (0) | 2¼ (-¼) |
| Euroområdet | 12 | 19 | 0,9 | 1¼ (0) | 1½ (0) | 1¾ (0) | 1¾ (0) |
| Storbritannia | 2 | 4 | 2,8 | 2½ (-¼) | 2½ (-¼) | 2½ (0) | 2¼ (0) |
| Sverige | ½ | ¾ | 2,4 | 2¾ (-¼) | 3¼ (¼) | 2¾ (0) | 2¼ (-¼) |
| Kina | 16 | 10 | 7,4 | 6¾ (-¼) | 6½ (-¼) | 6¼ (-¼) | 6 (-¼) |
| Fremvoksende økonomier ² | 19 | 12 | 2,7 | 1¾ (-¼) | 3¼ (0) | 3¾ (-¼) | 4 (0) |
| Norges handelspartnere ³ | 72 | 78 | 2 | 2 (-¼) | 2½ (0) | 2½ (0) | 2½ (0) |
| Verden (PPP) ⁴ | 100 | 100 | 3,4 | 3¼ (-½) | 3¾ (-¼) | 4 (0) | 4 (0) |
| Verden (markedskurser) ⁴ | 100 | 100 | 2,6 | 2¾ (-¼) | 3¼ (-¼) | 3¼ (-¼) | 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 1/15 i parentes | Prosentvis vekst fra foregående år | | | | |
|--|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| USA | 1,6 | ¼ (0) | 1½ (-¼) | 2 (0) | 2¼ (0) |
| Euroområdet | 0,4 | 0 (0) | 1 (0) | 1¼ (0) | 1½ (0) |
| Storbritannia | 1,5 | ¼ (0) | 1½ (-¼) | 2 (0) | 2 (0) |
| Sverige | -0,2 | ¼ (0) | 1¾ (0) | 3 (0) | 2¾ (0) |
| Kina | 2,0 | 1½ (-¼) | 1¾ (-½) | 2½ (-¼) | 2¾ (0) |
| Fremvoksende økonomier ¹ | 7,0 | 7¼ (0) | 5½ (0) | 5 (-¼) | 4¾ (-¼) |
| Norges handelspartnere ² | 1,1 | 1 (0) | 1¾ (0) | 2¼ (0) | 2¼ (0) |
| Oljepris Brent Blend. USD per fat ³ | 99 | 62 | 69 | 71 | 73 |

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

2 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 5 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

| | Milliarder kroner | Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) | | | | |
|--|-------------------|---|------|------|------|------|
| | | Anslag | | | | |
| | 2014 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Priser og lønninger | | | | | | |
| KPI | | 2,0 | 2 | 2¼ | 2 | 2¼ |
| KPI-JAE ¹ | | 2,4 | 2¼ | 2¼ | 2 | 2¼ |
| Årslønn ² | | 3,1 | 2¾ | 3 | 3½ | 4 |
| Realøkonomi | | | | | | |
| BNP | 3150 | 2,2 | 1¼ | 1¼ | 2 | 2 |
| BNP for Fastlands-Norge | 2527 | 2,2 | 1¼ | 1½ | 2¼ | 2½ |
| Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³ | | -0,4 | -1 | -1¼ | -1 | -½ |
| Sysselsetting, personer, KNR | | 1,1 | ¼ | ¼ | 1 | 1 |
| Arbeidsstyrke, AKU | | 1,1 | 1 | ¼ | ¾ | 1 |
| AKU-ledighet (rate, nivå) | | 3,5 | 4¼ | 4¼ | 4 | 3¾ |
| Registrert ledighet (rate, nivå) | | 2,8 | 3 | 3¼ | 3¼ | 3 |
| Etterspørsel | | | | | | |
| Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴ | 2503 | 2,1 | 1½ | 2½ | 3¼ | 3 |
| - Privat konsum | 1289 | 2,0 | 2 | 1¾ | 2¾ | 3 |
| - Private investeringer ⁵ | 380 | -0,5 | -1½ | 5 | 6½ | 4¾ |
| - Offentlig etterspørsel ⁶ | 834 | 3,6 | 2 | 2½ | 2¼ | 2¼ |
| Petroleumsinvesteringer ⁷ | 216 | -1,7 | -15 | -5 | -2½ | 0 |
| Eksport fra Fastlands-Norge ⁸ | 560 | 3,4 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| Import | 932 | 1,9 | 2¼ | 2¼ | 3¾ | 4¼ |
| Rente og valutakurs | | | | | | |
| Styrringsrente (nivå) ⁹ | | 1,5 | 1 | ¾ | 1 | 1¼ |
| Importveid valutakurs (I-44) ¹⁰ | | 93,7 | 100¾ | 98¼ | 96¾ | 96 |

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 røtransport

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

Pengepolitisk rapport 2|15 – juni

