



NORGES BANK

**4 | 15** DESEMBER

# **PENGEPOLITISK RAPPORT**

**MED VURDERING AV  
FINANSIELL STABILITET**

# Norges Bank

Oslo 2015

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

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

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

## Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

I møtet 2. desember 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 16. desember 2015 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

Rapporten er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

# INNHold

---

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN</b>	<b>7</b>
<b>2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>22</b>
<b>3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>34</b>
<b>RAMMER</b>	
- Forutsetninger om finanspolitikken	19
- Anslag på petroleumsinvesteringer	20
- Avveininger i pengepolitikken	30
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/15	32
- Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	41
- Det norske kapitaldekningsregelverket	42
- Forskrift om krav til utlån med pant i bolig	43
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for bufferkravet	44
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	46
<b>UTDYPINGER</b>	<b>47</b>
- Norsk gass eksport og utviklingen i prisen	48
- Høy tilstrømming av asylsøkere	50
- Foreløpige erfaringer med negativ reserverente	52
- Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad	53
- Gjeldsbetjeningsevne og egenkapitalandel i oljerelaterte foretak	55
<b>VEDLEGG</b>	<b>57</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	58
Tabeller og detaljerte anslag	59

---

# Pengepolitikken i Norge

## MÅL

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

## GJENNOMFØRING

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

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

## BESLUTNINGSPROSESS

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 2. og 16. desember 2015. Utgangspunktet for diskusjonen var analysen som ble publisert i Pengepolitisk rapport 3/15. Hovedstyret besluttet i september å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,75 prosent. Analysen i rapporten tilsa en prognose der styringsrenten avtok til i overkant av ½ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden ble styringsrenten anslått å øke til nær 1 prosent. Med en slik bane for styringsrenten var det utsikter til at prisveksten på kort sikt ville bli værende nær 3 prosent før den gradvis ville avta til om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen var ventet å avta fram mot utgangen av 2016, for deretter å øke noe. På rentemøtet 4. november ble styringsrenten holdt uendret.

Veksten i verdensøkonomien er fortsatt moderat. Fremover er det utsikter til at veksten hos Norges handelspartnere tar seg noe opp, om lag i samme takt som lagt til grunn i september. En videre nedgang i energiprisene har bidratt til at prisveksten i de fleste industriland har vært lavere enn anslått. Kjerneinflasjonen har holdt seg oppe.

Styringsrentene er nær null i mange land. Siden september har Den europeiske sentralbanken satt innskuddsrenten ytterligere ned og annonsert at programmet for verdipapirkjøp vil forlenges. Sveriges riksbank har besluttet å øke kjøpene av statspapirer. I USA prises det inn høy sannsynlighet for at renten heves nå i desember. Deretter indikerer markedsprisingen svært gradvise rentehevinger. I Storbritannia ventes nå første renteheving høsten 2016. For handelspartnerne samlet har forventede styringsrenter falt.

Oljeprisen har falt siden forrige rapport og har den siste tiden vært i underkant av 40 dollar per fat. Prisene på leveranser fram i tid har også avtatt.

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

Påslaget i det norske pengemarkedet har økt og vært litt høyere enn anslått. Også risikopåslagene på bankenes obligasjonsfinansiering har steget noe, men hittil er bankenes gjennomsnittlige finansieringskostnader lite endret.

Veksten i norsk økonomi har så langt vært i tråd med anslagene fra september. Samlet sett rapporterer kontaktene i Regionalt nettverk at veksten i produksjonen har avtatt noe, og det er tegn til at virkningene av fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene sprer seg til sektorer der veksten til nå har holdt seg oppe. I de fleste næringene er vekstutsiktene svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Konsumenttilliten har fortsatt å falle, og det er utsikter til litt svakere vekst i det private forbruket. I tillegg kan en lavere oljepris bidra til et noe større fall i oljeinvesteringene i årene som kommer enn tidligere forutsatt.

Veksten i offentlig forbruk og investeringer bidrar til å holde den samlede veksten i økonomien oppe. I statsbudsjettet for neste år legges det opp til et strukturelt, oljekorrigert underskudd som utgjør 7,1 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. Det er en økning på 0,7 prosentenheter fra inneværende år og mer enn lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Økningen i antallet asylsøkere vil påvirke norsk økonomi i årene

som kommer, i første omgang gjennom økte offentlige utgifter. Etter hvert vil asylsøkerne som nå kommer, også kunne bidra til vekst i arbeidsstyrken.

Mens den registrerte arbeidsledigheten har økt i tråd med anslagene fra september, har ledigheten målt ved AKU steget noe mer. Fortsatt øker ledigheten hovedsakelig i regioner med nær tilknytning til oljevirksomheten. Omstillingen i norsk økonomi vil trolig ta tid. Arbeidsledigheten ventes å øke ytterligere noe.

Veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) er rundt 3 prosent. Det er om lag som lagt til grunn i september. Kronesvekkelsen siden forrige rapport vil trolig bidra til noe høyere prisvekst den nærmeste tiden enn tidligere anslått.

Veksten i boligprisene har avtatt litt gjennom høsten, om lag som ventet i september. Det er fortsatt store regionale forskjeller i prisutviklingen, og i områder med nær tilknytning til oljevirksomheten har boligprisene steget lite eller falt. Husholdningenes kredittvekst har vært litt lavere enn ventet, men kreditten vokser fortsatt raskere enn husholdningenes inntekter. Reduksjonen i styringsrenten i september synes å ha fått fullt gjennomslag i bankenes utlånsrenter. Samtidig melder bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse om noe strammere utlånspraksis.

Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten viser litt svakere vekstutsikter for norsk økonomi enn i september. Analysene innebærer en styringsrente som avtar til noe under 1/2 prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til i underkant av 1 prosent. Med en slik bane for styringsrenten tilsier analysene at prisveksten blir værende nær 3 prosent den nærmeste tiden før den gradvis avtar til om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Inflasjonsanslagene bygger på en forutsetning om at kronkursen gradvis vil styrke seg noe og at lønnsveksten etter hvert tar seg opp. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å avta videre fram mot sommeren 2017. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden la hovedstyret vekt på at utviklingen i norsk økonomi så langt har vært om lag som lagt til grunn i september. Virkningene på norsk økonomi av fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene kommer gradvis til syne. Det er utsikter til at veksten fremover blir litt svakere enn ventet, og arbeidsledigheten ventes å stige noe mer enn tidligere lagt til grunn. Det tilsier isolert sett en lavere styringsrente.

Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt fram i rentesettingen. Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingen i norsk økonomi. Kronen har svekket seg, og prisveksten har tatt seg opp. En lavere styringsrente kan øke risikoen for at veksten i eiendomspriser og gjeld tiltar. Etter en samlet vurdering av utsiktene og risikobildet mener hovedstyret at styringsrenten nå bør holdes uendret.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 16. desember å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene, kan styringsrenten bli satt ned i løpet av første halvår 2016.

Øystein Olsen  
16. desember 2015

# 1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

## Gradvis oppgang hos handelspartnerne

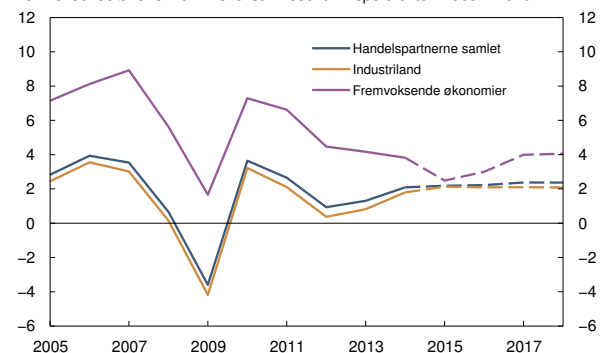
Den moderate veksten hos våre viktigste handelspartnerne fortsetter, se figur 1.1. Vi venter at BNP-veksten hos handelspartnerne samlet vil tilta gradvis fra 2,2 prosent i år til 2,4 prosent mot slutten av prognoseperioden. Anslagene er om lag som lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 3/15, se tabell 3 i vedlegget.

Det er god vekst i innenlandsk etterspørsel i industrialiserte land, men svakere utvikling i fremvoksende økonomier tynger eksportsektoren i mange industriland. Den pågående overgangen til en mer konsumdrevet vekst i Kina bidrar til lavere etterspørsel etter råvarer. Dette rammer både andre fremvoksende økonomier og flere industrialiserte land. Veksten i global handel er nå nær null, se figur 1.2.

Den moderate oppgangen i euroområdet fortsetter. Veksten avtok noe i tredje kvartal som følge av svakere vekst i industrien. Utviklingen i innenlandsk etterspørsel er fortsatt solid, drevet av en bedring i arbeidsmarkedet, økt reallønnsvekst og ekspansiv pengepolitikk. Tiltakene fra Den europeiske sentralbanken (ESB) har bidratt til lettere finansieringsforhold for bankene og bedret kredittilgang for både bedrifter og husholdninger de siste årene, se figur 1.3. Det er stor usikkerhet knyttet til de økonomiske konsekvensene av flyktningstrømmene til Europa. På kort sikt vil offentlige utgifter øke. Vi legger til grunn at dette vil øke BNP med 0,1–0,2 prosent årlig for euroområdet samlet. På lengre sikt vil tilflyttingen kunne føre til økt arbeidstilbud, avhengig av hvor vellykket integrasjonen i arbeidsmarkedene blir. Vi venter at veksten i eurolandene vil tilta gradvis gjennom prognoseperioden. Bedret realinntektsvekst vil gi økt privat konsum. Etter hvert som etterspørselen tiltar innenlands og globalt, venter vi også en moderat bedring i investeringene og eksporten.

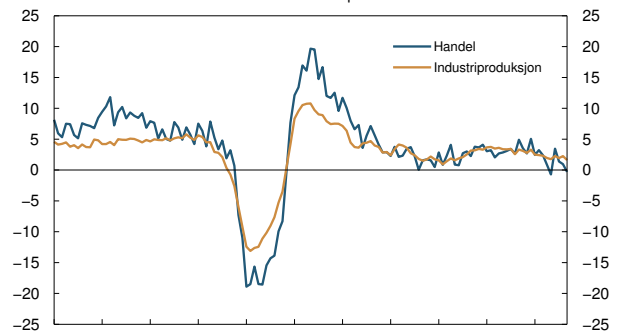
I USA har veksten tiltatt noe etter en avdemping i tredje kvartal. Det har særlig vært en positiv utvikling i arbeidsmarkedet hittil i fjerde kvartal, men også bilsalget og boligmarkedet har vist bedring. Sysselsettingsveksten i oktober var den høyeste på åtte måneder, og arbeidsledigheten er nå tilbake på nivåene fra før finanskrisen. Lønnsveksten har tiltatt noe, men den er likevel moderat sammenlignet med tidligere oppgangsperioder. Det kan indikere at det

Figur 1.1 BNP-vekst hos handelspartnerne. Samlet og fordelt på industriland og fremvoksende økonomier. Årsvekst. Prosent. Eksportvekter. 2005 – 2018<sup>1)</sup>



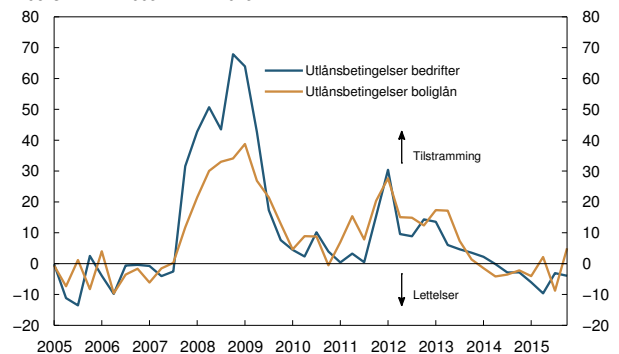
1) Anslag fra 2015 (stiplet)  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 Global handel og industriproduksjon. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – september 2015



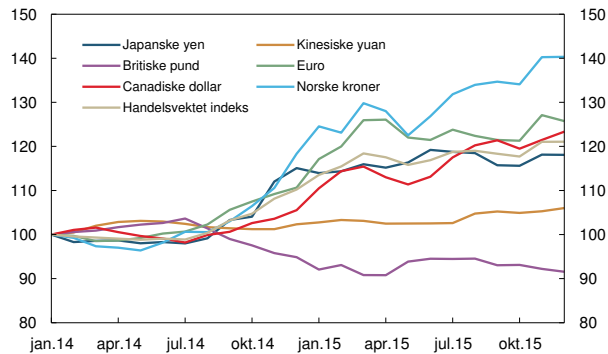
Kilde: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Figur 1.3 Utlånsbetingelser i euroområdet. Indeks.<sup>1)</sup> 1. kv. 2005 – 4. kv. 2015



1) Differansen mellom andelen banker som melder om tilstrømming og andelen banker som melder om lettelser i utlånsbetingelser  
Kilde: Thomson Reuters

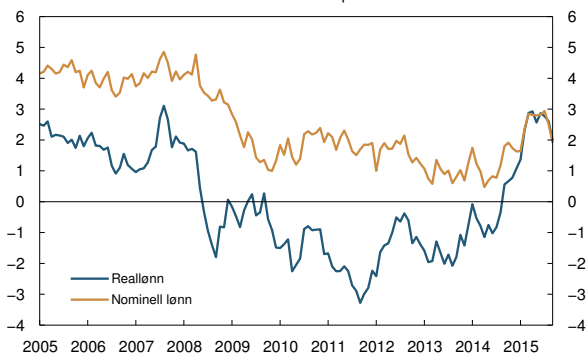
Figur 1.4 Utvikling i kursen på amerikanske dollar mot utvalgte valutaer.<sup>1) 2)</sup>  
Indeks. Januar 2014 = 100. Januar 2014 – desember 2015



1) Stigende kurve indikerer en sterkere dollar  
2) Data for desember 2015 er gjennomsnitt for perioden 1. – 11. desember  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

fortsatt er ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Utviklingen i privat konsum har vært sterk, og vi venter at bedret inntektsvekst og økt boligformue vil bidra til at veksten i innenlandsk etterspørsel holder seg oppe. Pengepolitikken ventes å bli noe mindre ekspansiv, i tråd med signalene fra sentralbanken. Styrkingen av amerikanske dollar, se figur 1.4, vil trolig dempe veksten i nettoeksport i en periode fremover. På den andre siden venter vi at den negative effekten fra oljeprisfallet på investeringene i olje- og gasssektoren etter hvert vil avta slik at samlede investeringer tar seg noe opp.

Figur 1.5 Lønnsvekst i Storbritannia.<sup>1)</sup>  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – september 2015

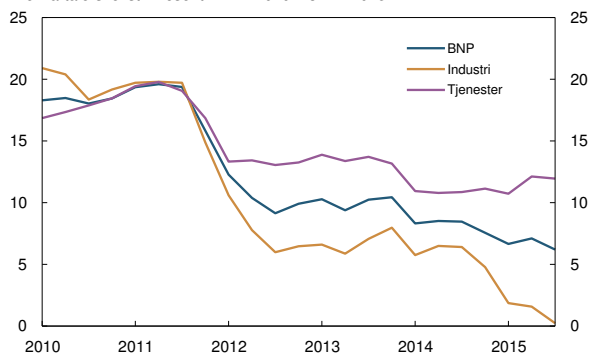


1) Uten bonus  
Kilde: Office for National Statistics

BNP-veksten i Storbritannia avtok litt i tredje kvartal, etter en svak utvikling i industrisektoren. Aktiviteten er fortsatt høy i tjenestesektoren, som har vært den viktigste drivkraften i britisk økonomi de siste årene. Utviklingen i arbeidsmarkedet er god. Lønnsveksten har avtatt noe de siste månedene, men er fortsatt klart høyere enn ved årsskiftet, se figur 1.5. Vi venter at økt kjøpekraft og fortsatt ekspansiv pengepolitikk vil bidra til god vekst i innenlandsk etterspørsel fremover.

Veksten i Sverige er høy, drevet av sterk innenlandsk etterspørsel. Eksporten dempes blant annet av lav etterspørsel etter investeringsvarer globalt. Fremover venter vi fortsatt sterk vekst i privat konsum, som følge av sysselsettingsvekst og ekspansiv pengepolitikk. I tillegg vil den store tilstrømmingen av flyktninger til Sverige gi økt offentlig konsum. Kraftig vekst i boligpriser og husholdningenes gjeld har økt risikoen knyttet til finansiell stabilitet.

Figur 1.6 BNP i Kina fordelt på næring.  
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2015



Kilder: CEIC og Norges Bank

Veksten i Kina har avtatt de siste årene, se figur 1.6. Det er særlig veksten i industriproduksjon og investeringer som har avtatt, blant annet som følge av en kraftig oppbremsing i eiendomssektoren. Utviklingen i tjenestesektoren har vært sterkere, og vekstbidraget fra husholdningenes konsum er hittil høyere i år enn i fjor. Lavere vekst kombinert med endret sammensetning av innenlandsk etterspørsel har ført til et betydelig fall i vareimporten de siste månedene, se figur 1.7, men utviklingen i kinesisk tjenesteimport er fortsatt sterk. Aktiviteten i eiendomssektoren har falt mer enn tidligere lagt til grunn, med betydelige



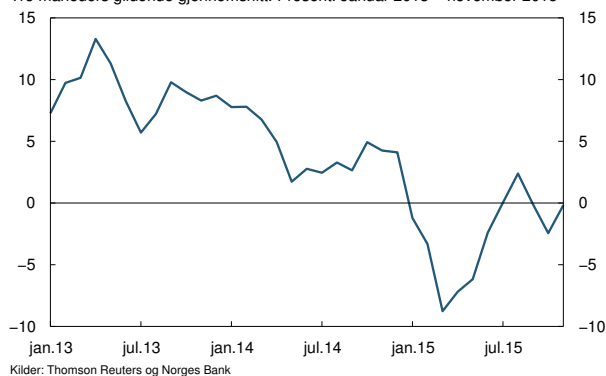
ringvirkninger til økonomien for øvrig.<sup>1</sup> Høy gjeldsbelastning, se figur 1.8, og stor overkapasitet i deler av industrien vil bidra til å dempe veksten fremover. Myndighetene har møtt vekstnedgangen med lettelser i penge- og finanspolitikken og ulike tiltak for å redusere behovet for sparing i husholdningene på lengre sikt. Dette vil bidra positivt til veksten fremover, men er trolig ikke nok til å veie opp for nedgangen i industrien. Samlet sett legger vi til grunn noe lavere BNP-vekst i Kina de neste årene enn i forrige rapport.

Lavere etterspørsel fra Kina har bidratt til et kraftig fall i råvarepriser, noe som særlig rammer de store råvareeksportørene. Samtidig har lavere eksport til Kina en direkte negativ etterspørselseffekt. For flere nettoimportører av råvarer har den negative effekten av sviktende etterspørsel fra Kina vært større enn den positive effekten av lavere energipriser. Det gjelder særlig en del mindre fremvoksende økonomier i Asia. De siste årene har mange land dessuten vært gjennom en periode med sterk, kredittrevet vekst i innenlandsk etterspørsel. Lavere eksport og strammere kredittforhold har nå økt behovet for å redusere gjelden, som også bidrar til å dempe etterspørselen.

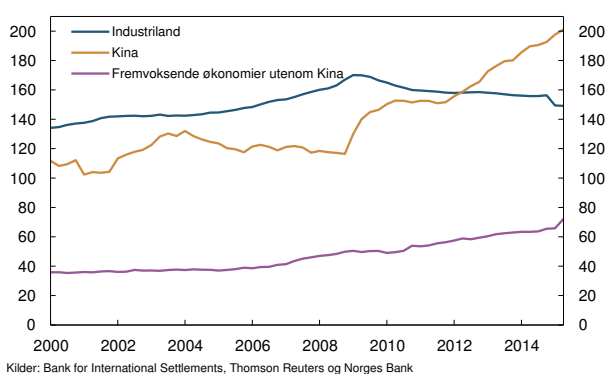
Aktiviteten faller fortsatt i Brasil og Russland. I Russland er det tegn til at falltakten har avtatt, men sanksjonene og oljeprisfallet ventes å bidra til fall i BNP både i år og neste år. I Brasil har lavere oljepris, nedgang i eksporten til Kina og virkninger av den omfattende krisen i det statlige oljeselskapet Petrobras bidratt til det kraftigste tilbakeslaget siden gjeldskrisen i Latin-Amerika på slutten av 1980-tallet.

Lavere vekst i Kina, ettervirkninger fra finanskrisen med usikkerhet om den økonomiske utviklingen og behov for nedbelåning vil fortsatt dempe veksten i flere fremvoksende økonomier. Vi venter at aktiviteten tar seg opp i Brasil og Russland mot slutten av prognoseperioden. I tillegg vil høyere eksport og ekspansiv økonomisk politikk bidra til at veksten i de fleste fremvoksende økonomiene etter hvert øker noe. Samlet er anslagene for de fleste fremvoksende økonomiene likevel lavere enn i forrige rapport, se figur 1.9.

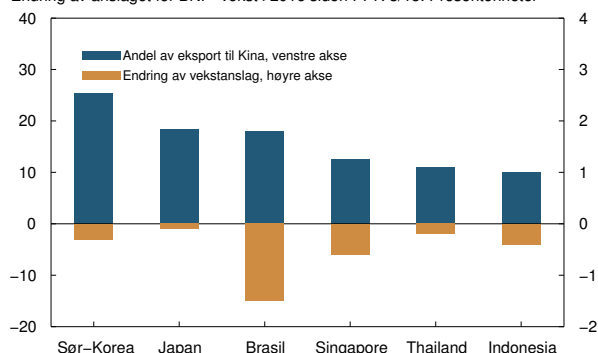
Figur 1.7 Vareimport til Kina. Volum. Tolv månedersvekst. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2013 – november 2015



Figur 1.8 Kreditt til privat sektor som andel av BNP. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2015



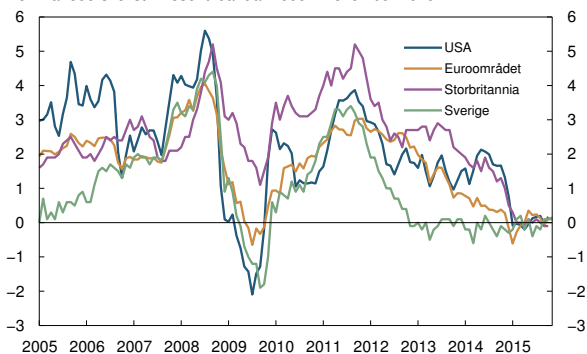
Figur 1.9 Eksport til Kina som andel av total eksport.<sup>1)</sup> Prosent. Endring av anslaget for BNP-vekst i 2016 siden PPR 3/15. Prosentenheter



1) Se Slettvåg (2014), «Konsekvenser av en brå oppbremsing i eiendomsmarkedet i Kina», *Aktuell kommentar 5/2014*, Norges Bank.

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

Figur 1.10 Konsumpriser hos handelspartnerne.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – november 2015<sup>1)</sup>

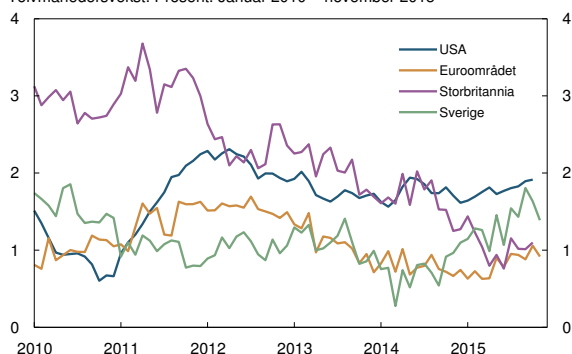


1) Til og med oktober 2015 for USA og Storbritannia  
Kilde: Thomson Reuters

## Lave energipriser demper prisveksten

Prisveksten hos de fleste av våre viktigste handelspartnere har de siste månedene vært nær null, se figur 1.10, noe lavere enn anslått i forrige rapport. Den svake konsumprisveksten skyldes først og fremst fall i energiprisene. I tillegg er det stor overkapasitet i industrien i flere land i Asia, og det innenlandske kostnadspresset i industrilandene er svakt etter flere år med lav lønnsvekst. Kjerneinflasjonen hos våre viktigste handelspartnere er høyere enn samlet konsumprisvekst, og i flere land har kjerneinflasjonen tatt seg noe opp, se figur 1.11. Markedsbaserte mål på langsiktige inflasjonsforventninger i USA, euroområdet og Storbritannia er om lag som i september.

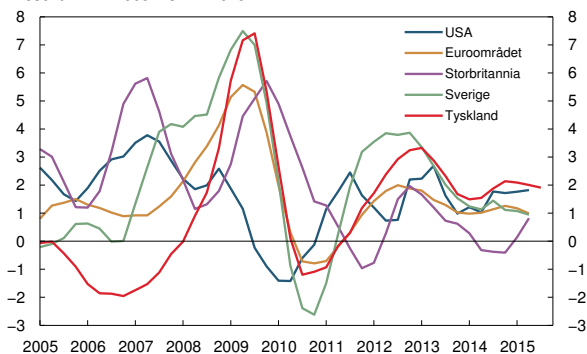
Figur 1.11 Konsumpriser uten mat og energi.<sup>1)</sup>  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – november 2015<sup>2)</sup>



1) For Sverige vises konsumpriser uten energi og til konstant boliglansrente.  
For euroområdet og Storbritannia vises konsumpriser uten mat, energi, alkohol og tobakk  
2) Til og med oktober 2015 for USA og Storbritannia  
Kilde: Thomson Reuters

Det kraftige oljeprisfallet siden i fjor sommer har dempet prisveksten. Dagens terminpriser på olje tilsier at det negative bidraget til konsumprisveksten i industrialiserte land vil begynne å avta mot sommeren. Økt kapasitetsutnyttning og høyere lønnsvekst vil også bidra til oppgang i prisveksten hos våre viktigste handelspartnere, se figur 1.12. Matvareprisene kan øke som følge av værphenomenet El Niño, noe som særlig kan påvirke prisveksten i fremvoksende økonomier. Den samlede konsumprisveksten hos handelspartnerne ventes å tilta fra 0,9 prosent i år til 2,3 prosent i slutten av prognoseperioden. Prisveksten i landene som inngår i aggregatet for handelspartnerne renter, ventes å tilta fra 0 prosent i år til 1,9 prosent i 2018, se tabell 4 i vedlegget.

Figur 1.12 Lønnskostnader per produsert enhet.  
Firekvartalersvekst. Tre kvartalers glidende gjennomsnitt.  
Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2015<sup>1)</sup>



1) Til og med 2. kv. 2015 for USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige  
Kilde: OECD

## Fortsatt svært lave renter ute

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land, se figur 1.13. For våre handelspartnere sett under ett har forventede pengemarkedsrenter falt siden forrige rapport, se figur 1.14.

I tillegg til å sette innskuddsrenten ytterligere ned, annonserte ESB i desember at de forlenger varigheten av aktivkjøpsprogrammet med minst seks måneder. Dermed har ESB en intensjon om å kjøpe obligasjoner for 60 milliarder euro i måneden minst fram til mars 2017. Tiltakene har bidratt til et fall i forventende europeiske pengemarkedsrenter siden forrige rapport. Sveriges riksbank annonserte i oktober at sentralbanken vil øke kjøpene av statsobligasjoner med 65 milliarder svenske kroner til totalt 200 milliarder kroner. Kjøpene skal etter planen gjennomføres innen

utgangen av første halvår 2016. Riksbanken har kommunisert at ytterligere pengepolitiske tiltak kan bli iverksatt dersom utsiktene for inflasjonen forverres. Også forventede svenske pengemarkedsrenter har falt litt siden september.

Sentralbanken i Storbritannia signaliserte i november at utsikter til lavere inflasjon enn tidligere ventet trolig vil føre til at styringsrenten holdes lav noe lenger enn tidligere kommunisert. Markedet priser inn første renteheving i Storbritannia høsten 2016, noe senere enn hva som var forventet ved forrige rapport.

Sterkere nøkkeltall og redusert bekymring for utsiktene globalt har bidratt til at forventede pengemarkedsrenter i USA har økt siden forrige rapport. Sentralbanken har signalisert at den vil kunne heve styringsrenten i desember dersom den positive økonomiske utviklingen fortsetter og inflasjonen med rimelig sikkerhet vil ta seg opp. Markedet priser inn høy sannsynlighet for at første renteøkning vil finne sted i desember. Deretter er det priset inn svært gradvise renteøkninger.

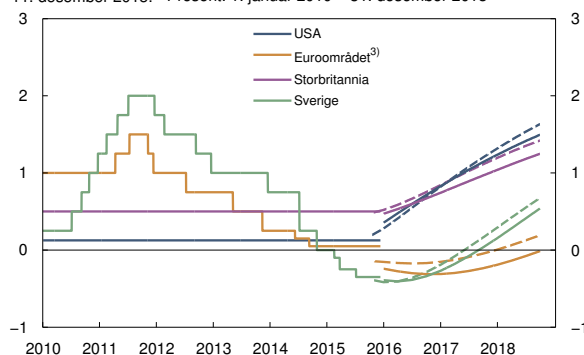
Siden forrige rapport har forventninger om høyere styringsrenter og utsikter til tiltakende vekst i USA, samt mindre bekymring for global vekst og finansmarkedsuro, bidratt til en økning i lange amerikanske renter, se figur 1.15. Lange europeiske renter har falt noe siden forrige rapport. For handelspartnerne samlet er lange renter om lag uendret.

### Prisene på olje og gass har falt videre

Oljeprisen har fortsatt å falle gjennom høsten og har den siste tiden vært i underkant av 40 dollar per fat. Det er om lag ti dollar lavere enn gjennomsnittet for tredje kvartal 2015. Fallet siden første halvår 2014, da prisen i gjennomsnitt var 110 dollar, er nærmere 65 prosent. Terminprisene har også falt, men noe mindre enn spotprisen, se figur 1.16.

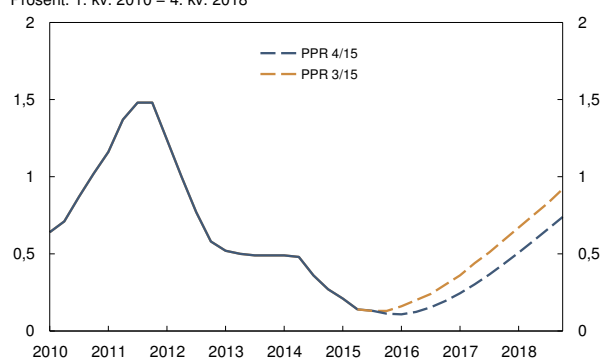
Nedgangen i oljeprisen henger sammen med betydelig tilbudsoverskudd som gjenspeiles i økte oljelagre, se figur 1.17. Veksten i tilbudet fra land utenfor OPEC har bremsset opp, men mindre enn tidligere antatt. Samtidig har OPEC økt produksjonen.

Figur 1.13 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 18. september 2015 og 11. desember 2015.<sup>1)</sup> Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2018<sup>2)</sup>



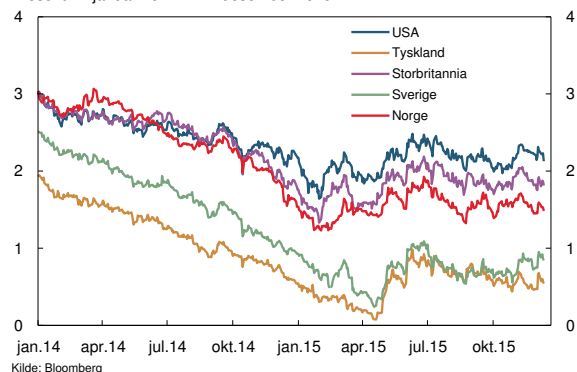
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 18. september 2015. Heltrukne linjer viser terminrenter per 11. desember 2015. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter  
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 4. kv. 2015  
3) Eonia for euroområdet fra 4. kv. 2015  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.14 Pengemarkedsrente hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2018<sup>2)</sup>



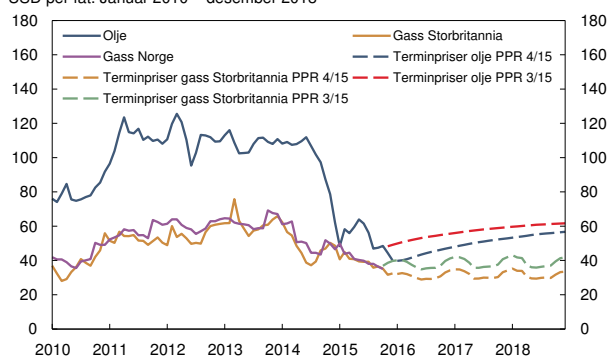
1) For informasjon om aggregatet for handelspartnernes renter, se Norges Bank Memo 2/2015  
2) Stiplede blå og oransje linjer viser terminrenter henholdsvis per 11. desember 2015 og 18. september 2015  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.15 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2014 – 11. desember 2015



Kilde: Bloomberg

Figur 1.16 Priser på råolje og naturgass.  
USD per fat. Januar 2010 – desember 2018<sup>1) 2)</sup>

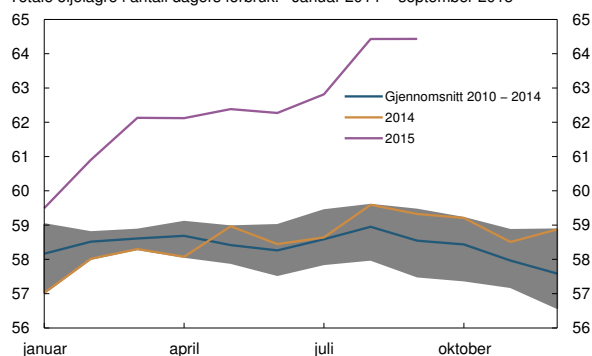


1) For desember 2015 benyttes gjennomsnitt av dagstall fram til og med 11. desember 2015 for oljepris og britisk gasspris  
2) For terminpriser (stiplet) for olje og britisk gass vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 14.–18. september 2015 for PPR 3/15 og 7.–11. desember 2015 for PPR 4/15  
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

OPEC besluttet på møtet 4. desember å holde produksjonskvoten uendret. Dermed synes det som at organisasjonen viderefører strategien med å gjenvinne markedsandeler snarere enn å tilpasse produksjonen for å bringe oljeprisen opp. Det internasjonale energi-byrået (IEA) anslår at tilbudet fra land utenfor OPEC vil falle i 2016, og nedgangen ventes å bli den største på over to tiår.

Veksten i global oljeetterspørsel i 2015 ligger an til å bli den høyeste siden 2010. IEA anslår at oljeetterspørselen vil vokse mindre i 2016, i hovedsak fordi effektene av fallet i oljeprisen på oljeetterspørselen uttømmes. En ytterligere oppbremsing av veksten i fremvoksende økonomier kan bidra til at oljeetterspørselen dempes.

Figur 1.17 Oljelagre i OECD-landene.  
Totale oljelagre i antall dagers forbruk.<sup>1)</sup> Januar 2014 – september 2015

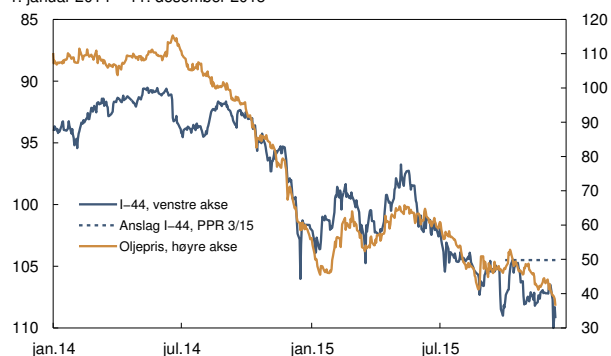


1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig etterspørsel over de neste tre månedene. Grått bånd viser intervall mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2010 – 2014  
Kilder: IEA og Norges Bank

IEA anslår at oljelagrene vil kunne fortsette å stige fram til andre halvår 2016 dersom OPEC opprettholder oljeproduksjonen på nivået fra tredje kvartal 2015. Med en økning i iransk produksjon som ikke motsvares av en nedgang i produksjonen i andre medlemsland i OPEC, kan økningen i oljelagrene bli større og lagrene holde seg høye lenger. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Prisene gjenspeiler forventninger om en viss oppgang de neste årene, men terminprisene er noe lavere enn i september.

Eksportprisen på norsk gass har fortsatt å falle. Prisen er nå nesten halvert siden utgangen av 2013. Nedgangen i spot- og terminprisene for britisk gass kan føre til at den norske prisen forblir på dette nivået også fremover. Se egen utdyping på side 48 for en nærmere omtale av utviklingen i eksporten av norsk gass.

Figur 1.18 Oljepris<sup>1)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>2)</sup>.  
1. januar 2014 – 11. desember 2015



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

### Forventet pengepolitikk preger utviklingen i valutamarkedene

Forventninger til sentralbankenes pengepolitikk har preget valutamarkedet siden forrige rapport. Forventninger om renteøkninger i USA har styrket amerikanske dollar. Siden Pengepolitisk rapport 3/15 har ESB annonsert lettelse i pengepolitikken, og euroen har samlet sett svekket seg.

## Kronen har svekket seg ytterligere

Kronekursen, målt ved den effektive kursindeksen I-44, har svekket seg siden forrige rapport. Hittil i fjerde kvartal har kronekursen i gjennomsnitt vært 2,4 prosent svakere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.18. Svekkelsen av kronen må ses i sammenheng med en lavere oljepris og en mindre rentedifferanse mot utlandet enn tidligere lagt til grunn. En lavere oljepris har svekket vekstutsiktene for norsk økonomi og bidratt til usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Det har trolig økt risikopremien på norske kroner.

## Høyere risikopåslag på bankenes finansiering

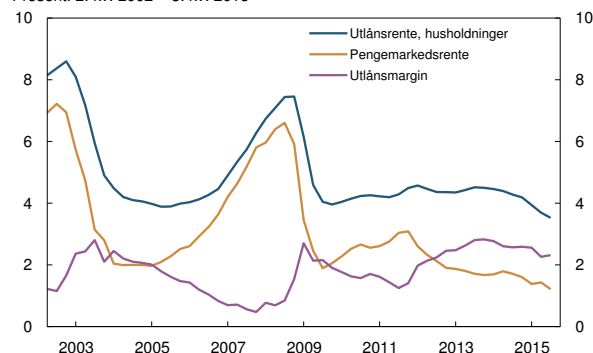
Etter at styringsrenten i Norge ble satt ned i september, har mange banker redusert rentene på boliglån med flytende rente, se figur 1.19. Reduksjonen er som anslått i forrige rapport.

Påslaget i tremåneders pengemarkedsrente (Nibor) har økt med 0,1 prosentenheter siden forrige rapport, og er nå rundt 0,4 prosentenheter. Strammere likviditet i markedet for norske kroner kan antakelig forklare deler av økningen i påslaget. Samtidig har prisen på å bytte til seg amerikanske dollar mot euro i valuta-terminmarkedet økt siden forrige rapport. Det kan ha bidratt til økningen i påslaget fordi Nibor er konstruert som en valutaswaprente.<sup>2</sup>

Vi venter at faktorene som har bidratt til å øke påslaget i Nibor vil avta etter årsskiftet og at påslaget faller ned igjen mot 0,3 prosentenheter i første kvartal 2016, se figur 1.20. Deretter venter vi at påslaget blir liggende på dette nivået til og med første kvartal 2017. Sammenliknet med forrige rapport er anslaget for fjerde kvartal 2016 og første kvartal 2017 oppjustert med fem basispunkter som følge av at ESB har forlenget sitt aktivakjøpsprogram.

Risikopåslagene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og seniorobligasjoner utstedt av norske banker har økt siden forrige rapport, se figur 1.21. Selv om oljeprisfallet har svekket vekstutsiktene for norsk økonomi, har ikke risikopåslagene økt mer for DNB enn for de andre store nordiske bankene. For mindre

Figur 1.19 Utlånsrente til husholdninger<sup>1)</sup>, pengemarkedsrente og utlånsmargin.<sup>2)</sup> Prosent. 2. kv. 2002 – 3. kv. 2015



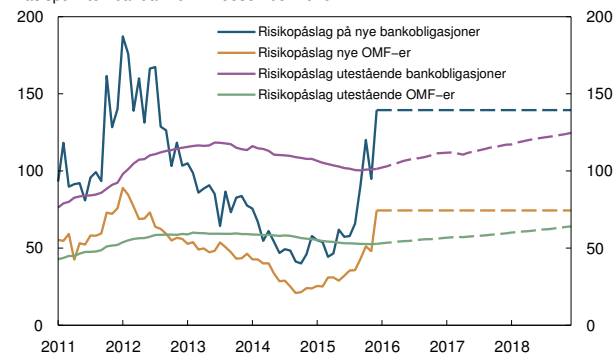
1) Gjennomsnittlig utlånsrente for banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger  
2) Rentene er beregnet ved gjennomsnitt for kvartalet  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.20 Påslag i tremåneders Nibor.<sup>1)</sup> Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. Januar 2010 – juni 2016<sup>2)</sup>



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

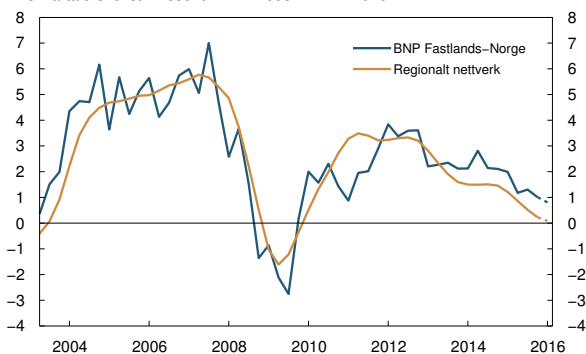
Figur 1.21 Gjennomsnittlig risikopåslag på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Påslag over tremåneders Nibor. Basispunkter. Januar 2011 – desember 2018<sup>1) 2)</sup>



1) For desember 2015 benyttes indikative risikopåslag fram til og med 11. desember 2015. For nye obligasjoner legges dette nivået til grunn til anslagsperioden  
2) Anslag fra januar 2016 (stiplet)  
Kilder: Stamdata, Bloomberg, DNB Markets og Norges Bank

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

Figur 1.22 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 2. kv. 2003 – 1. kv. 2016



1) Anslag for 4. kv. 2015 – 1. kv. 2016 (stiplet)  
2) Konvertert til kvartalstall  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

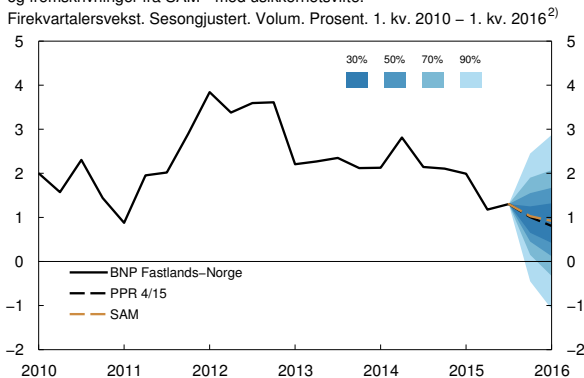
norske banker, samt banker med stor eksponering i regioner med mye petroleumsrelatert virksomhet, har risikopåslagene økt noe mer.

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

### Lav vekst i norsk økonomi

Utviklingen i norsk økonomi har vært om lag som ventet i september. Kvartalsveksten i BNP for Fastlands-Norge var 0,2 prosent i tredje kvartal, som anslått i forrige rapport. Produksjonen til oljeleverandørene falt i tredje kvartal, mens aktiviteten økte i bygg og anlegg og i industrien utenom oljeleverandørene.

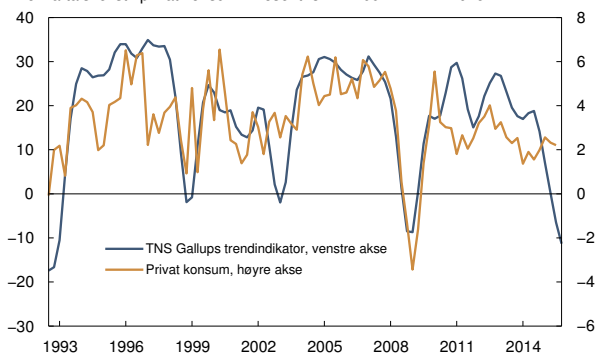
Figur 1.23 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte.



1) System for sammenveiling av korttidsmodeller  
2) Anslag for 4. kv. 2015 – 1. kv. 2016 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kontaktene i Regionalt nettverk forventet i oktober at produksjonen vil holde seg på om lag samme nivå den nærmeste tiden, se figur 1.22. Veksten er ventet å avta innenfor tradisjonell industri, varehandel og tjenesteyting mot husholdningene, og nedgangen i oljeleverandørnæringen er ventet å fortsette. Den nærmeste tiden venter vi at veksten i fastlands-økonomien vil være om lag 0,2 prosent i kvartalet. Anslagene er på linje med anslagene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.23, men noe høyere enn forventningene til produksjonsveksten i Regionalt nettverk. Produksjonen i offentlig sektor, som bidrar til å holde den samlede veksten i økonomien oppe, er ikke representert i produksjonsindeksen i nettverket. Det bidrar til at nettverket anslår en lavere vekst enn SAM.

Figur 1.24 Forbrukertillit og privat konsum. Nettotall for forbrukertillit.<sup>1)</sup> Firekvartalersvekst i privat konsum. Prosent. 3. kv. 1992 – 4. kv. 2015<sup>2)</sup>



1) TNS Forventningsbarometeret, justert trendindikator  
2) Til og med 3. kv. 2015 for privat konsum  
Kilder: TNS Gallup, Opinion og Norges Bank

Husholdningenes konsum økte med 0,1 prosent i tredje kvartal, om lag som anslått i forrige rapport. Varekonsumet falt, mens tjenestekonsumet økte. Svakere forbrukertillit og noe høyere arbeidsledighet har trolig dempet husholdningenes konsum. Forbrukertilliten, som har holdt seg lav siden høsten i fjor, har falt videre den siste tiden, se figur 1.24. Det er særlig svakere tiltro til landets økonomi som trekker forbrukertilliten ned. Husholdningsrettede næringer i Regionalt nettverk venter lavere produksjonsvekst fremover. En videre oppgang i arbeidsledigheten og lav lønns-

vekst vil kunne dempe konsumveksten fremover. På den andre siden bidrar den lave renten til å holde husholdningenes forbruk oppe. Vi anslår en noe lavere vekst i husholdningenes konsum den nærmeste tiden enn lagt til grunn i forrige rapport.

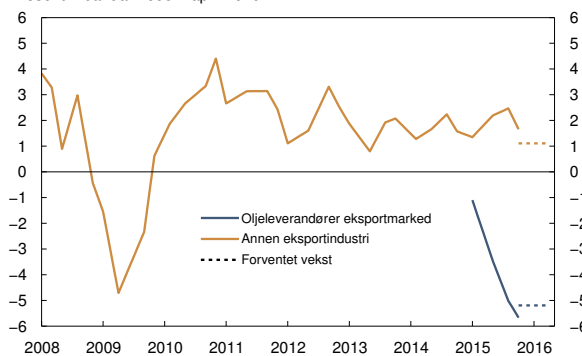
Boliginvesteringene fortsatte å øke i tredje kvartal, om lag som anslått i forrige rapport. Samtidig ble veksten i de to foregående kvartalene revidert opp, slik at veksten hittil i år er høyere enn tidligere ventet. Igangsettingen av nye boliger holder seg oppe, og salget av nye boliger tiltar. Kontaktene i Regionalt nettverk melder om moderat vekst i boligbyggingen. Oljeprisfallet demper aktiviteten i enkelte områder. Vi venter moderat vekst i boliginvesteringene de nærmeste kvartalene.

Foretaksinvesteringene falt med 3,2 prosent i tredje kvartal etter en moderat oppgang i andre kvartal. Lav produksjonsvekst, svake vekstutsikter og usikkerhet om den økonomiske utviklingen vil trolig dempe foretakenes investeringer den nærmeste tiden. Samlet sett planlegger kontaktene i Regionalt nettverk små endringer i investeringene de neste tolv månedene. I Norges Banks utlånsundersøkelse for tredje kvartal varslet flere banker at de planlegger å stramme inn kredittpraksisen overfor foretakene i fjerde kvartal. Dårligere tilgang på lån vil kunne begrense foretakenes investeringer fremover. Vi anslår fortsatt svak utvikling i foretaksinvesteringene den nærmeste tiden.

Vi venter at oljeinvesteringene vil falle med nesten en tredjedel fra 2014 til 2018, litt mer enn anslått i forrige rapport. Se egen ramme på side 20 for en nærmere omtale av oljeinvesteringsanslagene.

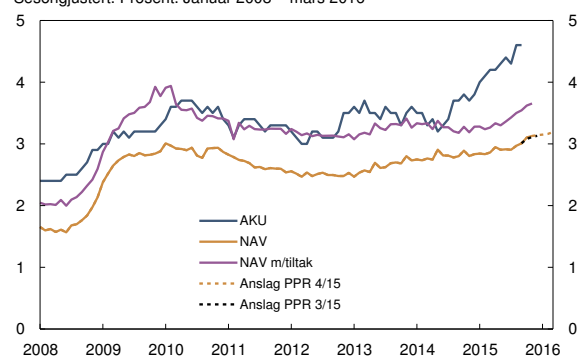
Eksporten fra Fastlands-Norge utenom energivarer har så langt i år vært 6,4 prosent høyere enn på samme tid i fjor. Det er om lag som anslått i forrige rapport. Mye av veksten kan forklares av at eksporten økte sterkt mot slutten av fjoråret, godt hjulpet av kronesvekkelsen og høye ordreserver hos de eksportrettede oljeleverandørene. Nedgangen i den globale petroleumsindustrien har bidratt til at eksporten fra norske oljeleverandører har falt gjennom 2015, se figur 1.25. Vi anslår at denne eksporten vil falle betydelig det neste halvåret, i tråd med informasjon fra vårt regionale nettverk. Den øvrige fastlandsek-

Figur 1.25 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder.<sup>1)</sup> Prosent.<sup>2)</sup> Januar 2008 – april 2016<sup>3)</sup>



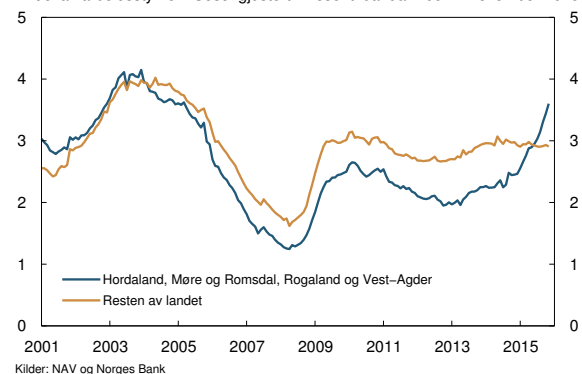
1) Ny næringsinndeling fører til brudd i serien for eksportindustri fra 2015  
 2) I nettverket benyttes en indeks som går fra -5 til +5, der -5 indikerer at produksjonen ventes å falle med 10 prosent eller mer annualisert. Flere oljeleverandører forventer at produksjonen vil falle med mer enn 10 prosent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

Figur 1.26 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – mars 2016<sup>2)</sup> 3)



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

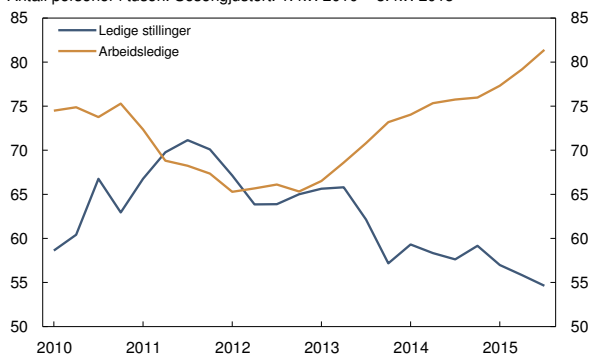
Figur 1.27 Registrert arbeidsledighet etter fylke. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2001 – november 2015



Kilder: NAV og Norges Bank



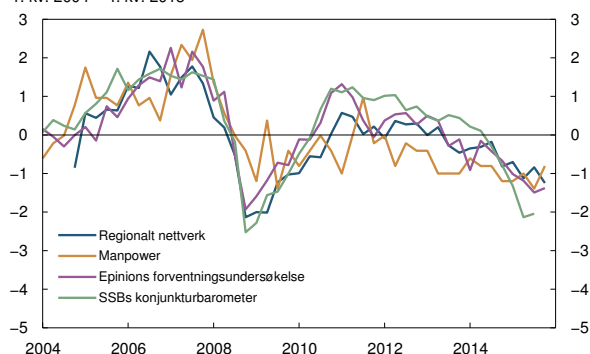
Figur 1.28 Antall ledige stillinger og antall arbeidsledige<sup>1)</sup>.  
Antall personer i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2015



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

sporten har fortsatt å vokse i år, særlig drevet av økt turisme og økt eksport av metaller, energivarer og oppdrettsfisk. Vi anslår at eksporten fra Fastlands-Norge utenom eksport fra oljeleverandører vil fortsette å vokse den nærmest tiden, men noe mindre enn i de foregående kvartalene. Veksten vil trolig dempes av kapasitetsbegrensninger innen fiskeoppdrett og i deler av prosessindustrien. Samlet venter vi at eksporten fra Fastlands-Norge vil være om lag uendret fram til neste sommer.

Figur 1.29 Fire indikatorer for forventet sysselsetting.<sup>1)</sup>  
1. kv. 2004 – 4. kv. 2015<sup>2)</sup>



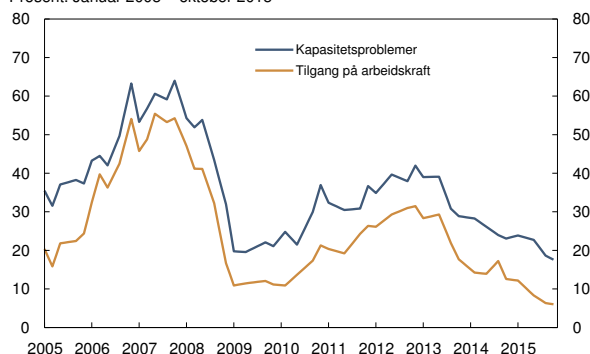
1) Antall standardavvik fra gjennomsnittet for hver indikator  
2) Til og med 3. kv. 2015 for SSBs konjunkturbarometer  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Manpower, Epinion og Norges Bank

Veksten i offentlig forbruk og investeringer bidrar til å holde den samlede veksten i økonomien oppe. Fremover ventes finanspolitikken å være mer ekspansiv enn lagt til grunn i forrige rapport, se egen ramme på side 19 for en nærmere omtale av forutsetningene om finanspolitikken. Økningen i antallet asylsøkere vil bidra til høyere etterspørsel fra det offentlige. I tillegg legges det opp til en tiltakspakke som særlig skal stimulere den økonomiske aktiviteten i de regionene som er mest berørt av nedturen i oljevirksomheten.

### Arbeidsledigheten øker noe og kapasitetsutnyttningen avtar

Den registrerte arbeidsledigheten var 3,1 prosent i november, som anslått i forrige rapport, se figur 1.26. Ledigheten har fortsatt å øke i regioner med nær tilknytning til oljevirksomheten, mens arbeidsledigheten har vært stabil i landet for øvrig, se figur 1.27. Ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU) var arbeidsledigheten 4,6 prosent i september, uendret fra august. AKU-ledigheten har økt mer enn anslått i forrige rapport og har ikke vært høyere siden 2005.

Figur 1.30 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.<sup>1)</sup>  
Prosent. Januar 2005 – oktober 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

Sysselsettingen har vært litt høyere enn anslått i september. Forholdvis god vekst i sysselsettingen i en del tjenestesektorer og i offentlig sektor veier opp for at sysselsettingen har fortsatt å falle i oljerelaterte næringer. Fremover venter vi at veksten i sysselsettingen vil avta. Antall ledige stillinger fortsetter å falle, og flere forventningsindikatorer peker i retning av lavere sysselsetting, se figur 1.28. og 1.29.

Arbeidsinnvandringen har avtatt noe mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Det er likevel fortsatt god vekst i arbeidstilbudet. Vi venter at den registrerte arbeidsledigheten vil øke noe de nærmeste månedene,



og vi legger til grunn at forskjellen mellom den registrerte ledigheten og AKU vil avta.

Kapasitetsutnyttningen har avtatt om lag som anslått i forrige rapport og vurderes å være lavere enn et normalt nivå. I Regionalt nettverk har andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer falt ytterligere siden august og er nå på sitt laveste siden målingens start i 2005, se figur 1.30. Andelen bedrifter som opplyser at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen er fortsatt svært lav og tyder på at det er mye tilgjengelig arbeidskraft. Den registrerte arbeidsledigheten, som er sentral i vår vurdering av kapasitetsutnyttningen, har økt om lag som ventet i forrige rapport og er noe høyere enn gjennomsnittet for de siste 15 årene. Samlet ser det ut til at omfanget av ledige ressurser i økonomien er om lag som anslått i september.

### Moderat lønnsvekst

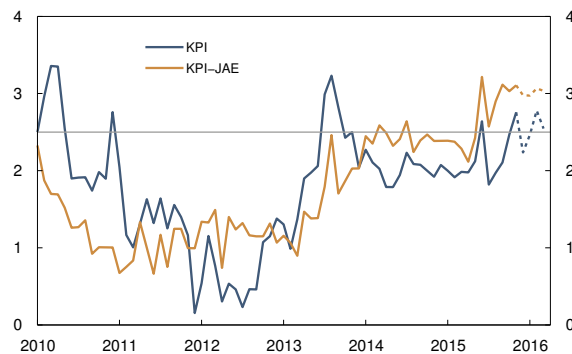
Lønnsveksten for inneværende år anslås til 2,7 prosent, uendret fra forrige rapport. Kontaktene i Regionalt nettverk forventer en lønnsvekst for neste år på 2,4 prosent. Gjennomsnittlig forventet lønnsvekst til partene i arbeidslivet, slik disse kommer til uttrykk i forventningsundersøkelsen fra Epinion, er på 2,5 prosent for neste år. Sammen med inflasjonsforventningene i forventningsundersøkelsen innebærer dette at partene i arbeidslivet legger til grunn en positiv reallønnsvekst til neste år.

### Konsumprisveksten som ventet

Veksten i konsumprisene har de siste månedene vært om lag som anslått i forrige rapport. I november var tolv månedersveksten i KPI 2,8 prosent, se figur 1.31. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 3,1 prosent.

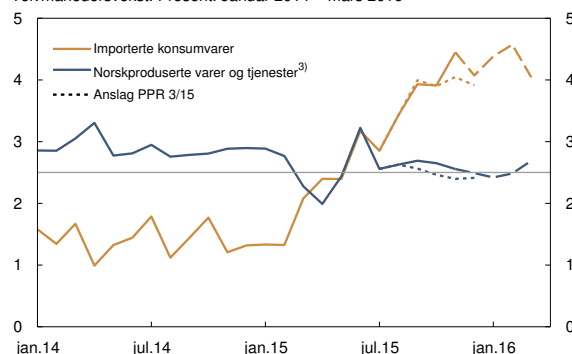
Prisveksten på importerte konsumvarer har vært noe høyere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.32. I november var tolv månedersveksten 4,4 prosent. Indikatoren for internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser anslås å øke i om lag samme takt i år som i fjor, se figur 1.33, på linje med anslaget fra september. En noe svakere krone enn lagt til grunn i september vil trolig bidra til at prisveksten på importerte konsumvarer den nærmeste tiden øker noe mer enn tidligere ventet.

Figur 1.31 KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – mars 2016<sup>2)</sup>



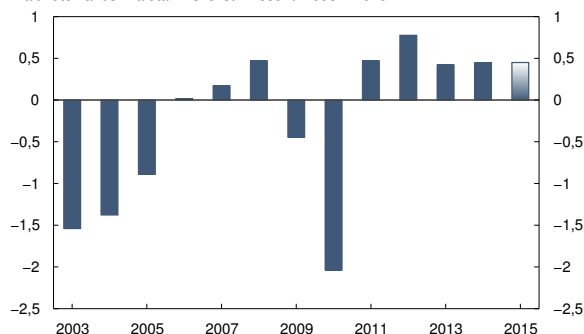
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for desember 2015 – mars 2016 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.32 KPI-JAE<sup>1)</sup> fordelt etter leveringssektorer.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – mars 2016<sup>2)</sup>



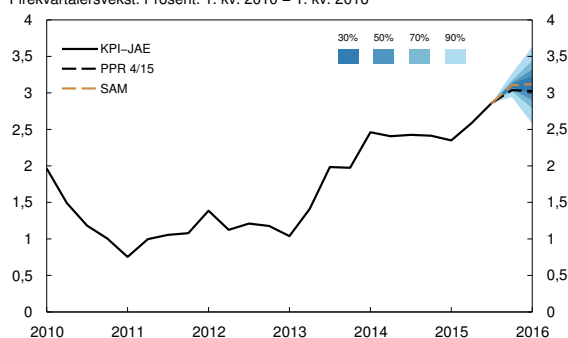
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for desember 2015 – mars 2016 (stiplet)  
3) Norges Banks beregninger  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.33 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2015<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.34 KPI-JAE.<sup>1)</sup> Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2016<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) System for sammenveining av korttidsmodeller  
 3) Anslag for 4. kv. 2015 – 1. kv. 2016 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært om lag som anslått i forrige rapport. I november var tolv månedersveksten 2,6 prosent. Svekkelsen av kronen siden september vil trolig bidra til å holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester oppe fremover, blant annet som følge av høyere prisvekst på importerte innsatsfaktorer. Samtidig vil ledige ressurser i norsk økonomi kunne dempe den innenlandske prisveksten. Den nærmeste tiden anslår vi en litt høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester enn lagt til grunn i forrige rapport.

Samlet venter vi en tolv månedersvekst i konsumprisene (KPI-JAE) på om lag 3 prosent den nærmeste tiden, litt høyere enn anslått i forrige rapport. Anslagene er noe lavere enn anslagene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.34.

### Veksten i husholdningenes gjeld litt lavere enn anslått

Veksten i boligprisene har avtatt litt gjennom høsten, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. I november var tolv månedersveksten 6,0 prosent. Det er fremdeles store regionale forskjeller i prisutviklingen, og i flere områder med nær tilknytning til oljevirksheten har boligprisene steget lite eller falt. Fremover kan svak utvikling i norsk økonomi og stigende arbeidsledighet bidra til lavere vekst i boligprisene. Lave renter kan trekke i motsatt retning.

Husholdningenes kreditt vokser fortsatt raskere enn husholdningenes inntekter. I oktober var tolv månedersveksten 6,2 prosent, litt lavere enn anslått i forrige rapport. Kredittveksten anslås å holde seg på dagens nivå den nærmeste tiden. Strammere kredittpraksis og svakere vekst i norsk økonomi vil isolert sett trekke kredittveksten ned, men sterk vekst i boligprisene gjennom fjoråret og lave utlånsrenter vil bidra til at kredittveksten holder seg oppe. Se kapittel 3 for en nærmere omtale av utviklingen i boligpriser og gjeld.

## FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Forutsetningene om finanspolitikken i denne rapporten bygger på statsbudsjettet for 2016. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, kan anslås til 196 milliarder kroner i 2016,<sup>1</sup> se figur 1.35. Det er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

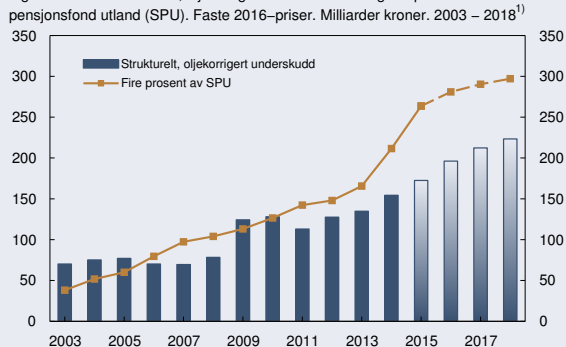
Det strukturelle underskuddet anslås å utgjøre 7,1 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2016, en økning på 0,7 prosentenheter fra 2015. Endringen i denne andelen brukes som et enkelt mål på budsjettets virkning på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. Siden handlingsregelen ble innført i 2001, har den gjennomsnittlige årlige endringen i andelen vært på 0,3 prosentenheter. Økningen fra 2015 til 2016 indikerer at budsjettet vil virke mer ekspansivt enn tidligere lagt til grunn.

Statsbudsjettet for 2016 innebærer en forholdsvis sterk vekst i etterspørselen fra offentlig forvaltning.<sup>2</sup> Årsveksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning kan anslås til 3,4 prosent neste år, som er klart høyere enn gjennomsnittet siden 2001, se figur 1.36. Den høye tilstrømmingen av asylsøkere er en viktig forklaring, se utdypingen på side 50. I tilleggsprosposisjonen ble merutgiftene på budsjettet for 2016 knyttet til tilstrømmingen av asylsøkere anslått til 9,5 milliarder kroner. Mye av dette vil komme i form av økt etterspørsel fra det offentlige.

Fra og med 2017 antar vi at veksten i den offentlige etterspørselen avtar til om lag 2 prosent årlig. Vi har lagt til grunn en gradvis innfasing av de ytterligere skattelettelsene som ble signalisert i skattemeldingen<sup>3</sup>. Det bidrar til at det blir mindre rom for økninger i offentlig konsum og investeringer. Likevel kan bruken av oljepenger øke forholdsvis mye fra 2016 til 2017. Vi legger til grunn at endringen i det strukturelle underskuddet, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, blir på 0,5 prosentenheter. Dette skyldes blant annet at de foreslåtte lettelsene i skatter og avgifter i 2016-budsjettet på i underkant av 6 milliarder kroner i hovedsak først vil bli bokført på budsjettet for 2017. I 2018 antar vi at økningen i oljepengebruken vender tilbake det historiske gjennomsnittet på 0,3 prosentenheter årlig.

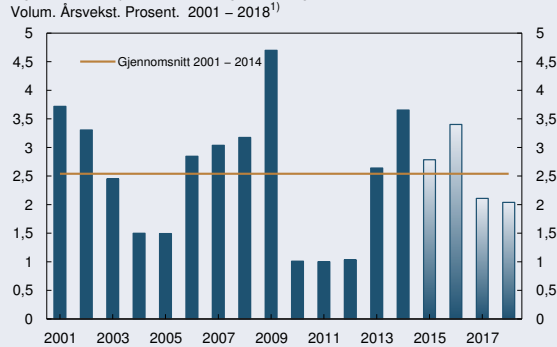
Anslagene innebærer at bruken av oljepenger gradvis vil øke som andel av fondsverdien, fra 2,6 prosent i år til 3,1 prosent i 2018.

Figur 1.35 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018<sup>1)</sup>



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

Figur 1.36 Etterspørsel fra offentlig forvaltning. Volum. Årsvekst. Prosent. 2001 – 2018<sup>1)</sup>



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

1 I tilleggsprosposisjonen ble det strukturelle underskuddet anslått til 195 milliarder kroner i 2016. I prosposisjonen om ny saldering av statsbudsjettet for 2015 ble imidlertid det strukturelle underskuddet i 2015 oppjustert, og det trekkes i retning av et noe høyere underskudd også i 2016.

2 Konsum og bruttoinvesteringer i offentlig forvaltning.

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

## ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

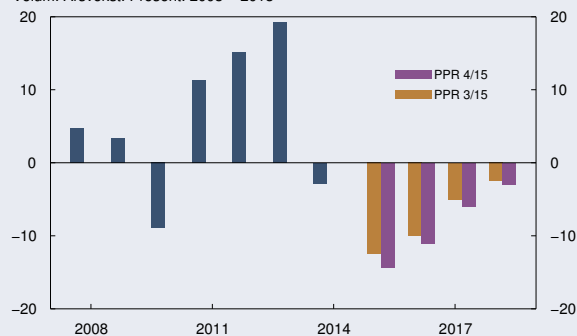
I takt med at petroleumsinvesteringene har tatt seg opp det siste tiåret har kostnadene i petroleumsnæringen økt markert. Sammen med fallet i olje- og gassprisene siden 2013 har kostnadsøkningene ført til en betydelig svekkelse av kontantstrømmen i oljeselskapene og lønnsomheten av investeringer på norsk sokkel. Oljeselskapene har derfor utsatt eller kansellert flere prosjekter og satt i verk en rekke tiltak for å redusere sine kostnader til drift, vedlikehold og investeringer.

Spotprisen på olje har den siste tiden vært i underkant av 40 dollar per fat. Oljeprisen er rundt 70 dollar lavere enn gjennomsnittet for første halvår i fjor og om lag 10 dollar lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Virkningene av nedgangen i oljeprisen vil avhenge av hvor permanent nedgangen forventes å være. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene og at oljeselskapene forventer en tilsvarende utvikling. Prisene i terminmarkedet indikerer at oljeprisen vil ta seg opp til rundt 55 dollar i 2018 og videre opp til om lag 60 dollar i 2020 og 2021. Terminprisene for 2016 til 2018 har i gjennomsnitt falt med rundt 50 dollar siden i fjor sommer og med 7 dollar siden forrige pengepolitiske rapport. Prisene for levering av olje i 2021 har kun falt med 3 dollar siden forrige rapport. Det tilsier at den forventede lønnsomheten av investeringsprosjekter på norsk sokkel ikke er vesentlig redusert siden september. Kontantstrømmen i oljeselskapene ser imidlertid ut til å bli lavere de neste årene enn tidligere anslått. Oljeselskapene søker å finansiere investeringer og aksjeutbytte over driften. Redusert kontantstrøm kombinert med at selskapene prioriterer å holde utbyttet høyt og stabilt, bidrar derfor til lavere investeringer. Lavere kontantstrøm kan særlig påvirke leteaktiviteten og boreaktiviteten på felt i drift.

Investeringsanslagene er nedjustert siden forrige rapport. Vi anslår nå at petroleumsinvesteringene vil falle med litt over 14 prosent i år og med ytterligere 11 prosent til neste år, se figur 1.37. For 2017 og 2018 anslår vi et fall på henholdsvis 6 prosent og 3 prosent.

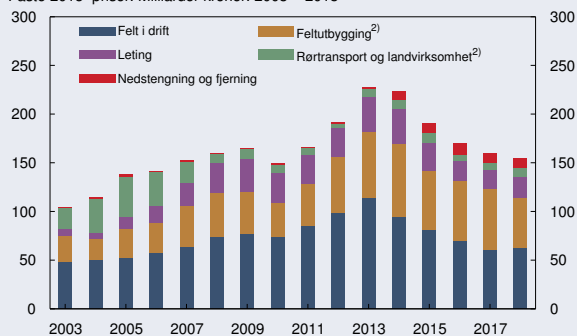
Investeringsstillingen for fjerde kvartal og tall fra nasjonalregnskapet tyder på at petroleumsinvesteringene vil falle noe mer i år enn tidligere anslått. Tellingen indikerer at også investeringsnivået i 2016 vil bli noe

Figur 1.37 Petroleumsinvesteringer.  
Volum. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018<sup>1)</sup>



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

Figur 1.38 Petroleumsinvesteringer.  
Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2003 – 2014 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 4 prosent fra 2014 til 2015 og med 0 prosent fra 2015 til 2016.  
2) Utgiftene til eksportforordninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

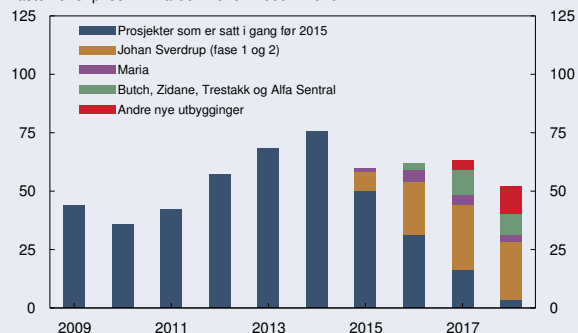
lavere enn anslått i forrige rapport, i hovedsak på grunn av lavere leteinvesteringer. En betydelig del av investeringene i år og neste år er bundet opp av tidligere beslutninger og inngåtte kontrakter. Det meste av effekten av nedgangen i oljeprisen den siste tiden vil derfor komme etter 2016. Fallet i oljeprisen ventes å føre til lavere leteinvesteringer og lavere investeringer på felt i drift i 2017 og 2018 enn anslått i forrige rapport. Vi anslår imidlertid at utgiftene til feltutbygging vil bli høyere enn anslått i september. Ny informasjon fra oljeselskapene tyder på at det vil bli satt i gang flere utbyggingsprosjekter de neste årene enn lagt til grunn i forrige rapport.

Investeringene på felt i drift anslås å falle med 13 milliarder kroner i år og med ytterligere 19 milliarder kroner fra 2015 til 2018, se figur 1.38. Oppgradering av eldre felt har bidratt til høye investeringer på felt i drift de siste årene. Det vil ikke være like stort behov for oppgraderinger fremover. Innsparingstiltakene i oljeselskapene bidrar også til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres i løpet av prognoseperioden.

Utgiftene til feltutbygging har økt markert de siste årene og var på godt 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 bli fullført i perioden 2016 til 2018. Petroleumsinvesteringene vil derfor isolert sett falle betydelig som følge av lavere investeringer i prosjekter som er satt i gang før 2015, se figur 1.39. Nedgangen dempes av at feltene Johan Sverdrup og Maria bygges ut de neste årene. Vi legger også til grunn at utbyggingen av feltene Butch, Zidane, Trestakk og Alfa Sentral vil komme i gang i løpet av 2016. Flere andre utbyggingsprosjekter kan bli satt i gang i 2017–2018, som Vette, Skarfjell, Fogelberg, Snorre 2040 og Johan Castberg. Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil falle med 16 milliarder kroner i år og med ytterligere 8 milliarder fra 2015 til 2018.

Nedgangen i oljeprisen vil bidra til å redusere leteaktiviteten betydelig. Vi anslår nå at leteinvesteringene vil falle med 7 milliarder kroner i år og med ytterligere 10 milliarder fra 2015 til 2017. Lavere etterspørsel etter borerigger har ført til at riggratene har falt markert. Det vil etter hvert gi lavere borekostnader, som igjen kan bidra til at letingen tar seg noe opp igjen mot slutten av prognoseperioden.

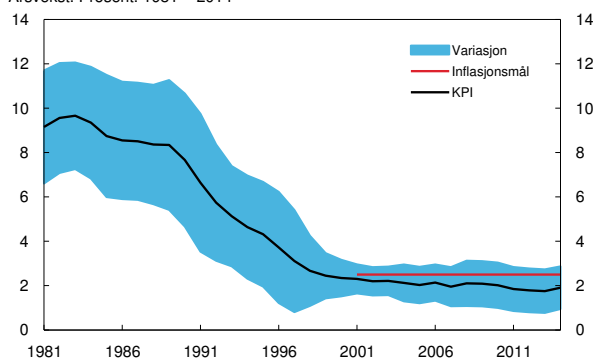
Figur 1.39 Feltutbygging.  
Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2009 – 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2009 – 2014 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på investeringsstillingen for 4. kvartal 2015, prognoser fra Oljedirektoratet, stortingsmeldinger for prosjekter som er satt i gang før 2015, konsekvensutredninger for nye prosjekter og løpende informasjon om utsettelser og antall oppstart av prosjekter. Utgiftene til eksportforledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rårtransport og landanlegg.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

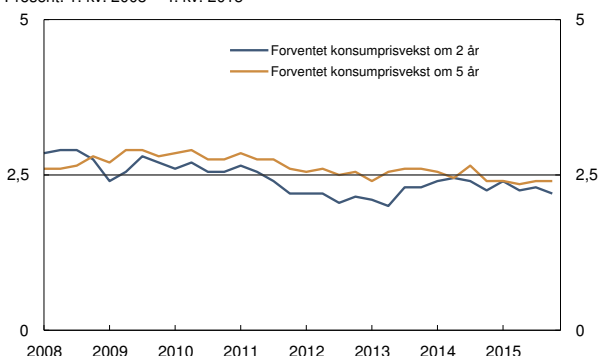
## 2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

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



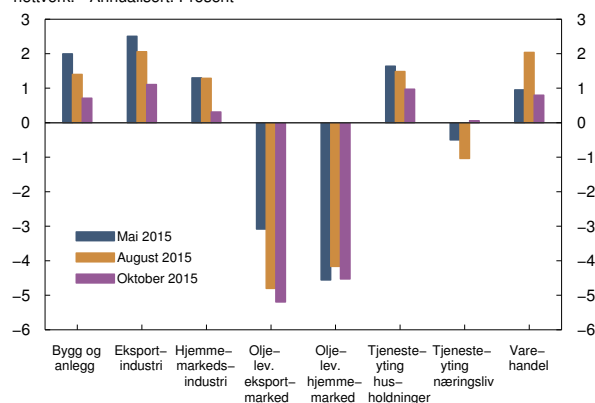
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake  
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. 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 Forventet produksjonsvekst neste seks måneder i Norges Banks regionale nettverk.<sup>1)</sup> Annualisert. Prosent



1) I nettverket benyttes en indeks som går fra -5 til +5, der -5 indikerer at produksjonen ventes å falle med 10 prosent eller mer annualisert. Flere oljeleverandører forventer at produksjonen vil falle med mer enn 10 prosent det neste halvåret. Skalabegrensningen gjør at det ikke reflekteres i figuren  
Kilde: Norges Bank

### Avveiiinger 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.

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

### Analysen i forrige rapport

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

### Utsikter til litt lavere vekst

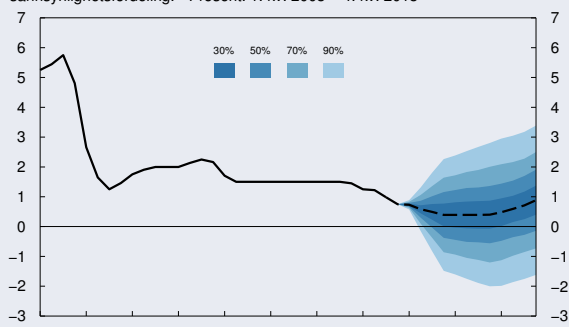
Veksten i norsk økonomi har vært om lag som ventet i september, men vekstutsiktene er noe svakere. Samlet sett rapporterer bedriftene i Regionalt nettverk at veksten i produksjonen har avtatt noe, og det er tegn til at virkningene av fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene sprer seg til sektorer der veksten til nå har holdt seg oppe, se figur 2.3. I de fleste næringene er vekstutsiktene svakere enn lagt til grunn i september. Oljeprisen har fortsatt å falle siden forrige rapport. Det vil trolig bidra til noe lavere

oljeinvesteringer og dempe veksten i fastlands-økonomien for øvrig. Konsumenttilliten har avtatt videre, og det er utsikter til litt svakere vekst i det private forbruket. På den andre siden har kronen utviklet seg svakere enn ventet i forrige rapport. Det bedrer lønnsomheten til eksportbedrifter og importkonkurerende virksomheter. Høyere vekst i offentlig forbruk og investeringer enn tidligere lagt til grunn, blant annet som følge av økningen i antallet asylsøkere, vil også bidra til å holde den samlede aktiviteten oppe. Samlet ser det likevel ut til at veksten fremover vil bli litt lavere enn tidligere ventet.

### En svakere krone holder prisveksten oppe, men innenlandske drivkrefter er svake

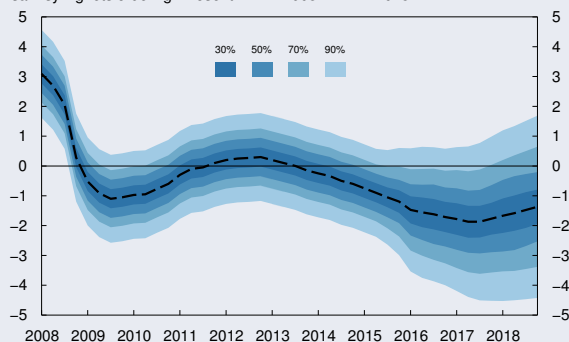
Prisveksten har vært om lag som anslått i forrige rapport. Veksten i konsumprisene justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) har steget til rundt 3 prosent. Oppgangen må ses i lys av den betydelige kronesvekkelsen de siste par årene. Siden forrige rapport har kronen svekket seg ytterligere. Det vil trolig bidra til å holde prisveksten oppe den nærmeste tiden. Etter hvert som virkningen av en svakere krone fases ut, vil prisveksten avta. Samtidig bidrar lav lønnsvekst til å dempe prisveksten på norskprodu- serte varer og tjenester.

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



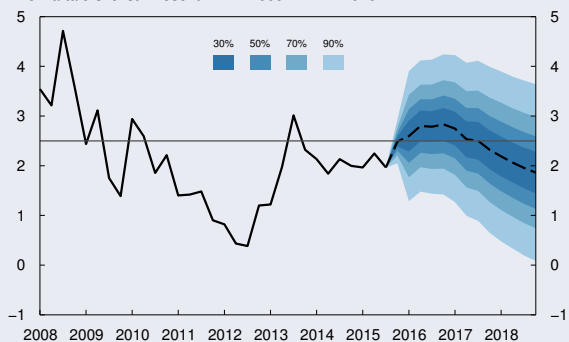
1) Usikkerhetsvitene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsvitene tar ikke hensyn til at det kan eksistere en nedre grense for renten  
2) Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilde: Norges Bank

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



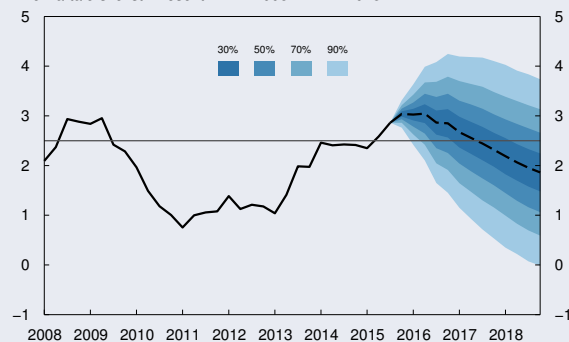
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

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



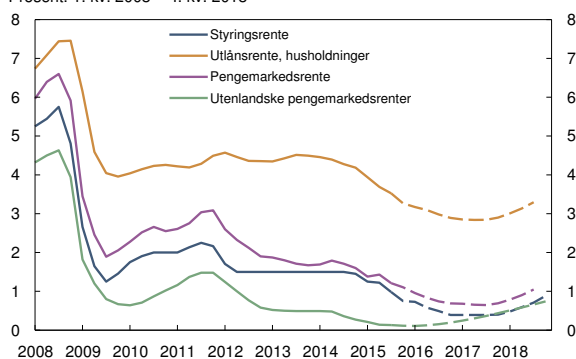
1) Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.4d Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>2)</sup>



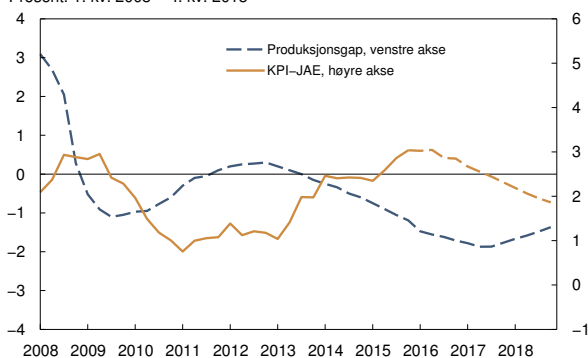
1) KPI justert for avgifts- endringer og uten energivarer  
2) Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.5 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, utlånsrente til husholdninger<sup>2)</sup> og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>3)</sup>



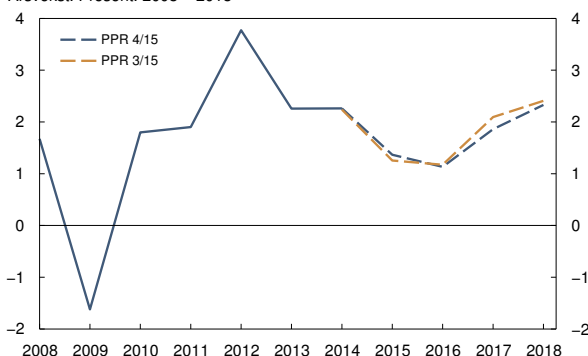
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prisen inn i pengemarkedet  
 2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger  
 3) Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)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

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



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

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



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

## Prognosen for styringsrenten er nedjustert

Det er tegn til at veksten fremover blir litt svakere enn ventet og at arbeidsledigheten vil stige noe mer enn tidligere lagt til grunn. Det tilsier isolert sett en lavere styringsrente. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt fram i rentesettingen. Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingen i norsk økonomi. Kronen har svekket seg, og prisveksten har tatt seg opp. En lavere styringsrente kan øke risikoen for at veksten i eiendomspriser og gjeld tiltar.

Analysene i denne rapporten innebærer en prognose der styringsrenten avtar til noe under 1/2 prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til i underkant av 1 prosent, se figur 2.4 a–d. Prognosen for styringsrenten er lavere enn i Pengepolitisk rapport 3/15. For en nærmere beskrivelse av avveiningene i pengepolitikken og faktorer bak endringene i renteprognosen, se rammer på side 30 og 32. Utsikter til noe høyere finansieringskostnader for bankene vil kunne føre til at utlånsrentene øker litt mer enn pengemarkedsrentene utover i prognoseperioden, se figur 2.5

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med referansebanen tilsier analysene at prisveksten blir værende nær 3 prosent den nærmeste tiden før den gradvis avtar til om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden, se figur 2.6. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å avta videre fram mot sommeren 2017. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe.

## Litt lavere vekst og noe høyere arbeidsledighet

Veksten i norsk økonomi anslås å avta fra 1,4 prosent i år til 1,1 prosent i 2016, se figur 2.7. I 2017 og 2018 venter vi at veksten vil ta seg opp til henholdsvis 1,9 prosent og 2,3 prosent. Med lav vekst i produksjonen anslår vi også svak vekst i sysselsettingen. Arbeidsinnvandringen har avtatt de siste årene. Vi legger til grunn at nedgangen vil fortsette. Med svakere vekst i etterspørselen etter arbeidskraft, venter vi at yrkesfrekvensen vil falle noe. Også i tidligere konjunktur nedganger har vi sett nedgang i yrkesdeltakelsen. Vi legger til grunn at en slik fleksibilitet i arbeidstilbudet demper oppgangen i arbeidsledigheten. Økningen i



asyltilstrømmingen vil etter hvert kunne bidra til vekst i arbeidsstyrken, men trolig først mot slutten av prognoseperioden, se utdypingen på side 50 om konsekvenser av asyltilstrømmingen. Den registrerte arbeidsledigheten anslås å øke gradvis fra 3 prosent i år til 3,3 prosent i 2017, noe mer enn tidligere lagt til grunn, se figur 2.8. Ledigheten ventes å avta litt mot slutten av prognoseperioden.

### Fortsatt moderat lønnsvekst

Nedgangen i oljeprisen siden i fjor sommer har ført til at bytteforholdet har falt markert, se figur 2.9. Lavere aktivitet og lønnsomhet i petroleums- og oljeleverandørnæringen bidrar til å redusere etterspørselen etter arbeidskraft og til å dempe lønnsveksten både i disse næringene og i økonomien for øvrig. Økt arbeidsledighet kan også bidra til å dempe lønnsveksten. Som i september venter vi en lønnsvekst for i år og neste år på henholdsvis 2,7 prosent og 2,8 prosent. Anslagene innebærer at lønnsveksten for inneværende år blir den laveste på mer enn 20 år og at reallønnsveksten blir nær null neste år, se figur 2.10. Utover i prognoseperioden venter vi at lønnsveksten vil ta seg noe opp i takt med en gradvis normalisering av konjunktursituasjonen, en viss oppgang i oljeprisen og noe høyere produktivitetsvekst.

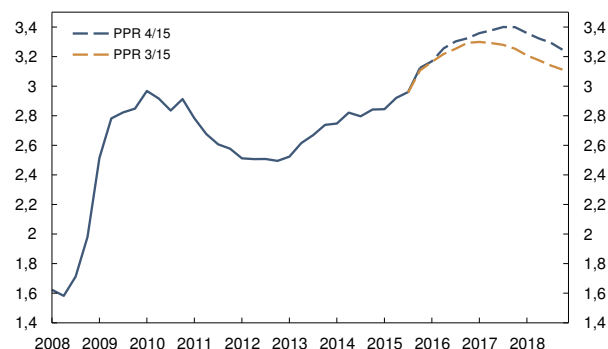
### Svakere krone enn tidligere lagt til grunn

Kronen har svekket seg siden september og er nå svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Fremover venter vi en gradvis styrking av kronen i takt med at oljeprisen tar seg litt opp og usikkerheten om den økonomiske utviklingen avtar. Kronen ventes likevel å holde seg svakere gjennom hele prognoseperioden enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 2.11. Det må blant annet ses i lys av utsikter til en noe lavere oljepris enn tidligere lagt til grunn.

### Gradvis avtakende konsumprisvekst

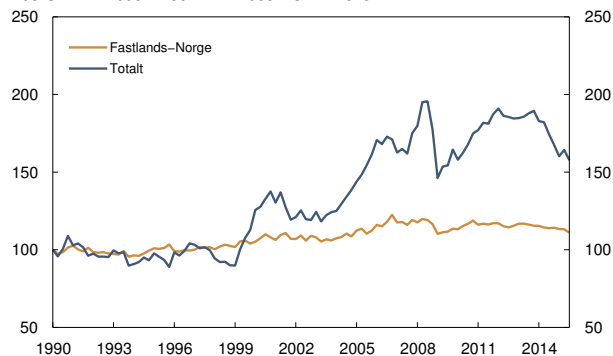
Vi venter at konsumprisveksten vil holde seg rundt 3 prosent den nærmeste tiden. Den videre svekkelsen av kronen siden forrige rapport vil trolig bidra til at prisveksten på importerte konsumvarer fortsetter å øke noe. En svakere kronekurs gjennom hele prognoseperioden bidrar til å holde den importerte prisveksten oppe lenger enn lagt til grunn i forrige rapport. Etter hvert vil den innenlandske prisveksten kunne dempes mer enn tidligere anslått som følge

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



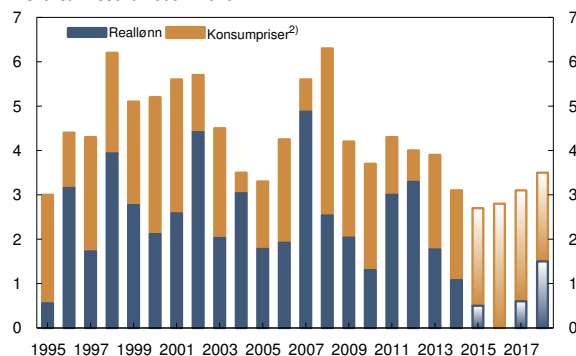
1) Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Bytteforhold overfor utlandet. Indeks. 1. kv. 1990 = 100. 1. kv. 1990 – 3. kv. 2015



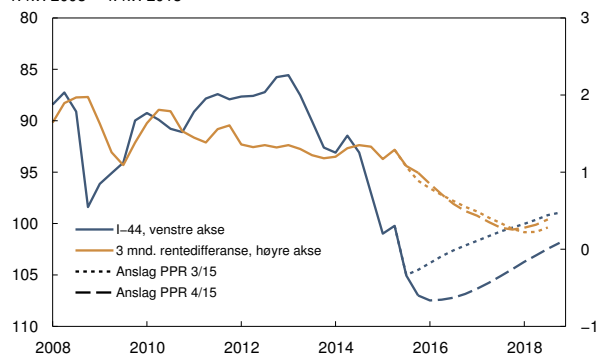
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

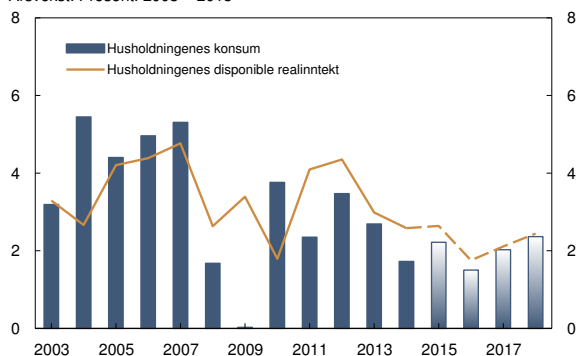
Figur 2.11 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere<sup>2)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>3)</sup>. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>4)</sup>



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer per 11. desember 2015  
2) Terminrenter for handelspartnere per 11. desember 2015  
3) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs  
4) Anslag fra PPR 4/15 for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

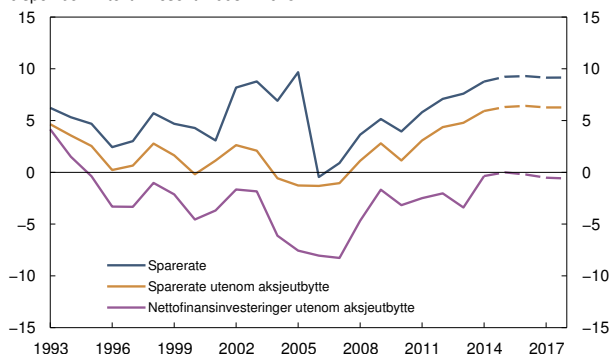
Figur 2.12 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2018<sup>3)</sup>



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI  
3) Anslag for 2015 – 2018

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



1) Anslag for 2015 – 2018 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

av utsikter til lavere kapasitetsutnytting. Etter noe tid vil også virkningen av kronesvekkelsen fases ut og den importerte prisveksten dempes. Vi anslår at den samlede konsumprisveksten avtar til om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

## Produktivitetsveksten øker noe fra et lavt nivå

Produktivitetsveksten er fortsatt lav og anslås i år til om lag 0,7 prosent. Fallende produktivitetsvekst i nedgangstider kan gjenspeile at bedrifter holder på arbeidskraften selv om produksjonsveksten avtar. I Regionalt nettverk melder kontaktene om lav kapasitetsutnytting og god tilgang på arbeidskraft. Bedriftene vil dermed kunne ha gode muligheter til å øke produksjonen når etterspørselen etter hvert tar seg noe opp. I takt med at kapasitetsutnyttingen øker, venter vi at produktivitetsveksten vil ta seg opp til i overkant av 1 prosent i slutten av prognoseperioden. Vi legger til grunn at arbeidsinnvandringen vil bli noe lavere enn tidligere, blant annet som følge av en svakere økonomisk utvikling her hjemme. Dermed venter vi at bidraget fra arbeidsinnvandringen til veksten i produksjonspotensialet vil avta noe. Den betydelige økningen i antallet asylkomster vil trolig bidra til at befolkningsveksten blir høyere enn vi tidligere har lagt til grunn. Samtidig vil det trolig ta flere år før denne gruppen vil bidra til vekst i arbeidsstyrken i særlig grad.

## Forsiktig vekst i konsumet og fortsatt høy sparing

Veksten i privat konsum har avtatt gjennom året, og konsumenttilliten har fortsatt å falle. Anslagene for konsumveksten er lavere gjennom hele prognoseperioden enn i september. For i år og neste år anslår vi at det private forbruket vil øke med henholdsvis 2,2 prosent og 1,5 prosent, se figur 2.12. Nedgangen fra 2015 til 2016 må ses i lys av lavere sysselsettingsvekst, dempet kjøpekraft som følge av økt prisvekst og usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at veksten i det private forbruket vil ta seg opp, understøttet av høyere inntektsvekst, lave renter og en bedring i arbeidsmarkedet. Anslagene innebærer at spareraten holder seg på et høyt nivå, se figur 2.13.

## Investeringene tar seg opp utover i prognoseperioden

Som følge av svakere vekstutsikter, usikkerhet om den økonomiske utviklingen og utsikter til noe strammere utlånspraksis i bankene, venter vi at foretaksinvesteringene vil falle både i år og til neste år. Etter hvert som etterspørselen tar seg opp og usikkerheten avtar, anslår vi at veksten i foretaksinvesteringene vil ta seg opp, se figur 2.14. Lave renter og lavere selskapsskatt vil bidra i samme retning. Vi venter at veksten i boliginvesteringene vil ta seg opp de nærmeste årene, blant annet som følge av litt høyere befolkningsvekst og fortsatt vekst i boligprisene. Lave renter vil også bidra til å understøtte boliginvesteringene.

## Moderat eksportvekst

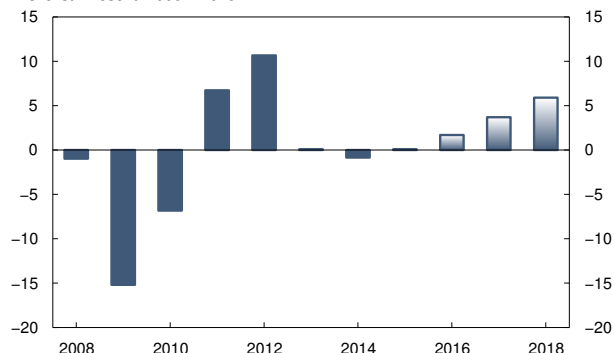
Svekkelsen av kronekursen de siste årene har bidratt til å bedre den kostnadmessige konkurransevnen til norske bedrifter, se figur 2.15. Det har igjen bidratt til å øke norsk eksport. Vi anslår at eksporten fra Fastlands-Norge vokser med 5,9 prosent i 2015, som er klart mer enn importveksten hos Norges handelspartnere. For 2016 anslår vi at fastlandseksporten utenom eksport fra oljeleverandører vil fortsette å vokse sterkt og mer enn importen hos handelspartnerne, se figur 2.16. En styrking av kronekursen vil dempe eksportveksten de påfølgende årene. Nedgang i den globale petroleumsindustrien har bidratt til å redusere eksporten fra oljeleverandørene den siste tiden. Vi anslår at denne eksporten vil falle markert i 2016 og fortsette å avta i 2017. Deretter venter vi at den petroleumsrelaterte eksporten vil ta seg noe opp igjen. Samlet anslår vi at eksporten fra Fastlands-Norge vil øke med 2,3 prosent i 2016 og med 4 prosent i 2017 og 2018.

## Gradvis avtakende boligprisvekst

Boligprisveksten anslås å avta gradvis gjennom prognoseperioden, se figur 2.17. En svakere utvikling i norsk økonomi med noe høyere arbeidsledighet vil trolig virke dempende på boligprisveksten, mens lave renter virker i motsatt retning. Vi venter litt lavere vekst i husholdningenes kreditt enn lagt til grunn i forrige rapport, men kredittveksten anslås fortsatt å holde seg noe høyere enn veksten i husholdningenes inntekter. Husholdningenes gjeldsbelastning vil trolig fortsette å øke, men utsikter til fortsatt lav rente tilsier

Figur 2.14 Private investeringer.<sup>1)</sup>

Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018<sup>2)</sup>



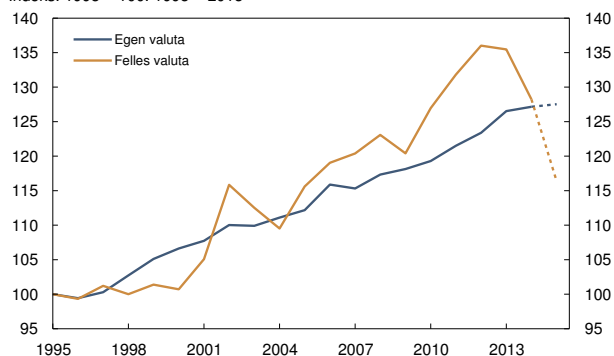
1) Bolig- og foretaksinvesteringer

2) Anslag for 2015 – 2018

Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 Lønnskostnader<sup>1)</sup> relativt til handelspartnerne.

Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2015<sup>2)</sup>



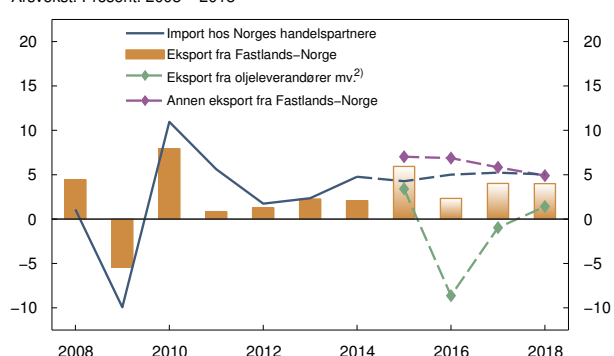
1) Timelønnskostnader i industrien

2) Anslag for 2015 (stiplet)

Kilder: TBU, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.16 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere.

Årsvekst. Prosent. 2008 – 2018<sup>1)</sup>

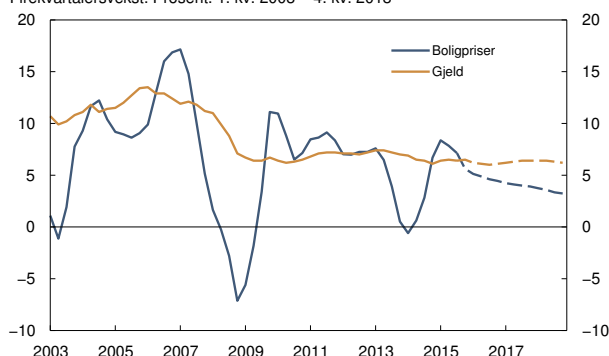


1) Anslag for 2015 – 2018

2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten

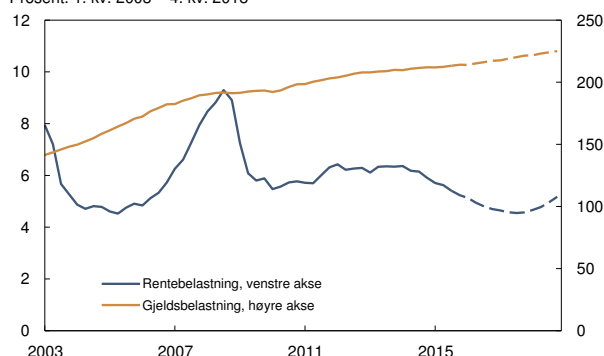
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



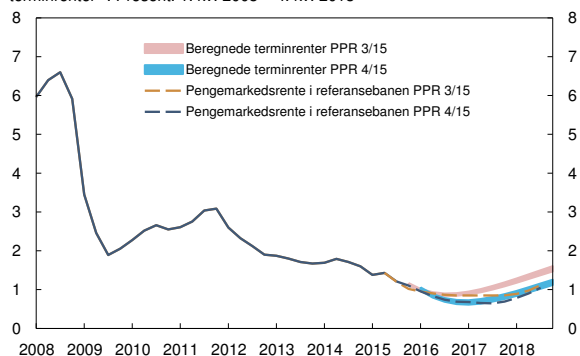
1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2  
2) Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

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



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

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



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet  
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det rosa og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 7. september – 18. september 2015 og 30. november – 11. desember 2015  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

at rentebelastningen likevel vil holde seg lav, se figur 2.18.

## Prognosene er usikre

Anslagene i denne rapporten 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. Bli utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Rentebanen er en betinget prognose. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene og dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg å være annerledes enn vi har lagt til grunn. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 2.4 a-d.

Veksten i norsk økonomi kan bli svakere enn vi nå ser for oss. Det er betydelig usikkerhet om hvordan petroleumssektoren og fastlandsøkonomien vil påvirkes av en lavere oljepris. Oljeinvesteringene og etterspørselen fra petroleumssektoren kan komme til å avta mer enn det vi nå ser for oss. Globale oljeinvesteringer kan også bli lavere enn forutsatt og dempe eksporten fra oljeleverandørene ytterligere. Dersom oljeprisen utvikler seg svakere enn terminprisene indikerer, vil det trolig dempe oljeinvesteringene, etterspørselen fra petroleumssektoren og eksporten fra oljeleverandørene mer enn anslagene nå tilsier. Høyere arbeidsledighet og fortsatt usikkerhet om den økonomiske utviklingen vil kunne dempe husholdningenes forbruk og bedriftenes investeringer mer enn vi nå legger til grunn. Lavere lønnsvekst enn det vi nå venter, vil kunne føre til at prisveksten avtar mer og raskere enn vi nå anslår. Dersom prisveksten blir lavere enn anslått, eller dersom produksjonen og sysselsettingen utvikler seg svakere enn vi nå ser for oss, kan styringsrenten bli satt mer ned enn det referansebanen indikerer.

Aktiviteten i norsk økonomi kan også ta seg opp mer og raskere enn det vi nå ser for oss. Oljeprisen kan øke mer enn dagens terminpriser indikerer og bidra til at nedgangen i oljeinvesteringene dempes. Redusert usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi vil kunne føre til høyere vekst i konsum og investeringer. Skulle tilstrømmingen av asylsøkere bli høyere enn

antatt, vil det medføre høyere utgifter for det offentlige. Det vil kunne føre til en mer ekspansiv finanspolitikk og dermed høyere vekst enn vi nå legger til grunn. Dersom veksten hos viktige handelspartnere øker mer enn lagt til grunn, vil eksporten fra norske bedrifter kunne øke mer enn vi nå anslår. Det kan også tenkes at vekstbidraget fra den svake kronen blir større enn ventet.

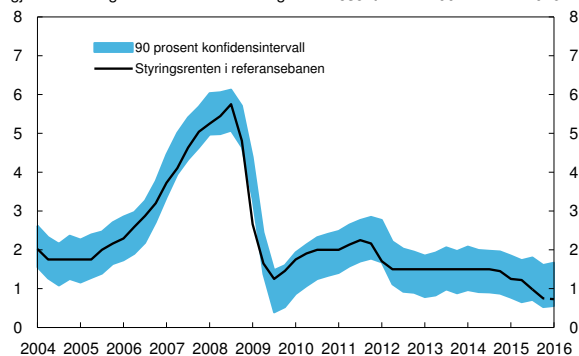
Dersom kapasitetsutnyttningen tiltar raskere og mer enn vi nå legger til grunn, vil prisveksten kunne øke mer enn vi nå anslår. Skulle veksten i norsk økonomi bli sterkere enn vi nå ser for oss eller prisveksten bli høyere enn anslått, kan renten settes raskere opp enn det referansebanen tilsier.

### Kryssjekker på renteprognozen

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på renteprognozen. 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 er også en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.20 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i denne modellen er estimert på historiske sammenhenger. I fremskrivningene er anslagene for de aktuelle størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger i nedre del av intervallet. Oppgangen i intervallet mot slutten av perioden har sammenheng med økningen i inflasjonen den siste tiden. Denne økningen er trolig midlertidig.

Figur 2.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2016



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og fire måneders pengemarkedsrente hos handelspartnere, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1998 – 3. kv. 2015. Nærmere utdyping 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 kapasitetsutnyttningen i økonomien.

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

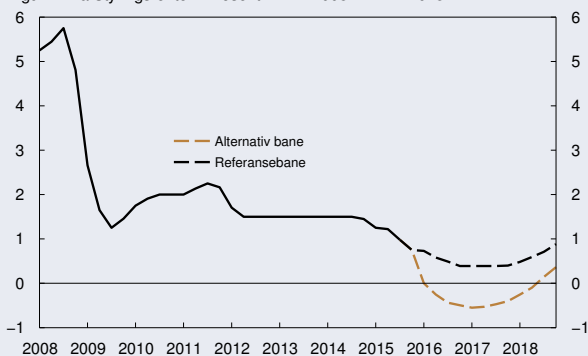
## 3. *Pengepolitikken er robust:*

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

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 skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

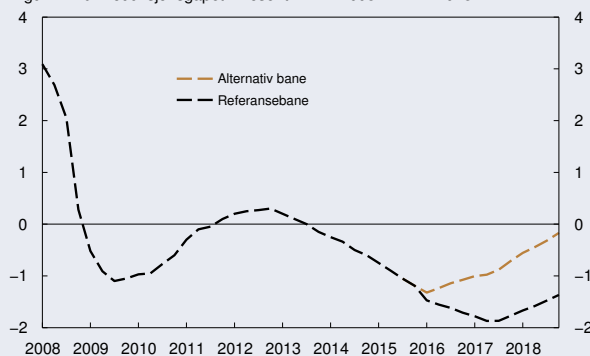
Analysene i denne rapporten innebærer en prognose der styringsrenten avtar til noe under ½ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å øke til i underkant av 1 prosent. Med en slik bane for styringsrenten tilsier analysene at

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



Kilde: Norges Bank

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



Kilde: Norges Bank

prisveksten blir værende nær 3 prosent den nærmeste tiden før den gradvis avtar til om lag 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ventes å avta videre fram mot sommeren 2017. Deretter anslås kapasitetsutnyttningen å øke noe.

Ved hjelp av en teknisk modellanalyse har vi illustrert en mulig rentebane der vi bare legger vekt på å nå inflasjonsmålet og å lukke produksjonsgapet ved utgangen av prognoseperioden, se den oransje linjen i figur 2.21 a-c. Den alternative banen indikerer en styringsrente som raskt settes betydelig ned, og ved utgangen av 2016 er den  $-\frac{1}{2}$  prosent. Deretter økes renten i 2017 og 2018. Ifølge modellanalysen vil det bidra til at kapasitetsutnyttningen kommer opp mot et normalt nivå og at inflasjonen nærmer seg 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

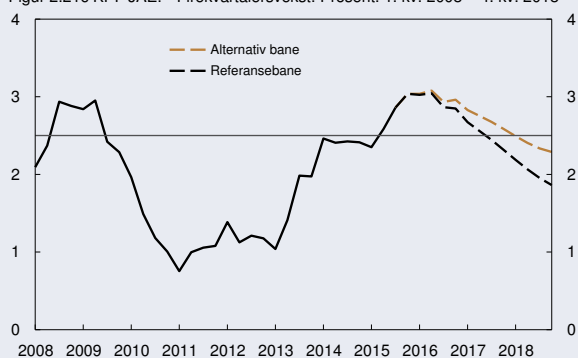
Beregningsteknisk har vi lagt til grunn at kronkursen blir svakere enn i referansebanen som følge av endringen i rentedifferansen mot utlandet, i tråd med teorien om udekket renteparitet, se figur 2.21 d. Det

kan tenkes at valutamarkedet ville reagert kraftigere på en slik alternativ rentebane enn udekket renteparitet isolert sett tilsier. På kort sikt er det en risiko for at en rentebane på linje med det den alternative banen indikerer ville ha svekket kronkursen så mye at inflasjonen kunne økt en del fra dagens nivå.

Boligpriser og gjeld har steget mye de siste årene og har kommet opp på høye nivåer. Gjennom høsten har veksten i boligprisene avtatt litt, om lag som ventet i forrige rapport. Husholdningenes kredittvekst har vært noe lavere enn ventet, men kreditten vokser fortsatt raskere enn husholdningenes inntekter. En lavere styringsrente kan øke risikoen for at veksten i eiendomspriser og gjeld tiltar.

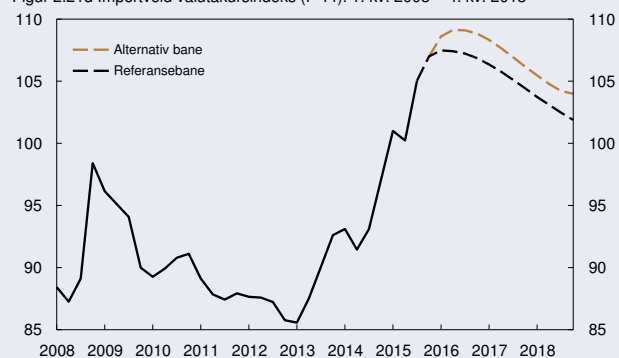
I den alternative rentebanen tar vi ikke hensyn til at det kan eksistere en nedre grense for styringsrenten. Vi har heller ikke tatt hensyn til at pengepolitikken transmisjonsmekanisme kan endres når rentene blir svært lave. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt fram i rentesettingen.

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



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

Figur 2.21d Importveid valutakursindeks (I-44). 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



Kilde: Norges Bank

# ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 3/15

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er noe nedjustert fra Pengepolitisk rapport 3/15, se figur 2.22. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se egen ramme om avveiningene i pengepolitikken på side 30, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

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

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land. For handelspartnerne samlet har forventede styringsrenter falt siden forrige rapport. Det bidrar isolert sett til en sterkere krone og dermed til lavere prisvekst og aktivitet her hjemme. Lavere styringsrenter ute tilsier derfor

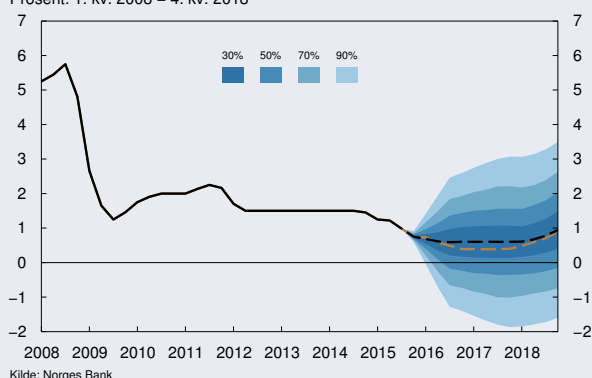
at også renten her hjemme blir holdt nede i en lengre periode, se lilla søyler.

Veksten i norsk økonomi har vært om lag som ventet, men utsiktene er litt svakere enn lagt til grunn i september. Bedriftene i Regionalt nettverk rapporterte i oktober at veksten i produksjonen har avtatt noe, og det er tegn til at virkningene av fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene sprer seg til sektorer der veksten til nå har holdt seg oppe. Oljeprisen har fortsatt å falle og oljeinvesteringene anslås å utvikle seg noe svakere enn tidligere anslått. Forbrukertilliten har avtatt videre, og det er utsikter til litt svakere vekst i det private forbruket. Noe svakere utsikter for etterspørselen, og dermed for produksjonen, sysselsettingen og lønnsveksten i norsk økonomi, trekker samlet sett i retning av en lavere bane for styringsrenten, se oransje søyler.

Kronen har svekket seg siden forrige rapport og er nå svakere enn lagt til grunn i september. Svekkelsen er større enn det rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi. En lavere oljepris har svekket vekstutsiktene for norsk økonomi og bidratt til usikkerhet

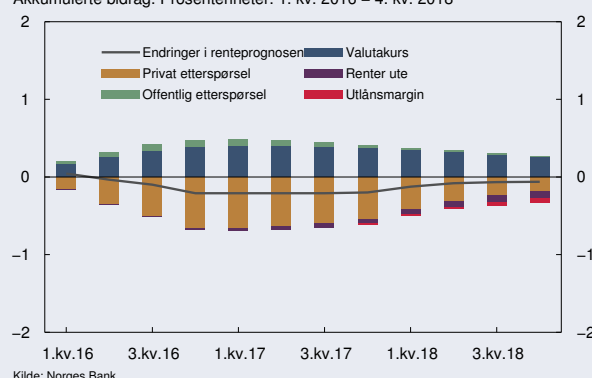
<sup>1</sup> Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO, og basert på kriteriene for en god rentebane.

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



Kilde: Norges Bank

Figur 2.23 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 3/15. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2016 – 4. kv. 2018



Kilde: Norges Bank



om den økonomiske utviklingen. Det har trolig økt risikopremien på norske kroner. En svakere krone bidrar isolert sett til høyere prisvekst og økt aktivitet i norsk økonomi. Det bidrar til å trekke rentebanen opp, se mørkeblå søyler.

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

Påslagene på bankenes markedsfinansiering har økt de siste månedene. Dersom påslagene blir værende på dagens nivå, vil bankenes gjennomsnittlige finansieringskostnader øke. Da vil trolig også bankenes utlånsmarginer, forskjellen mellom utlånsrentene og pengemarkedsrentene, stige og bli noe større utover i prognoseperioden enn tidligere anslått. Det senker banen for styringsrenten, se røde søyler.

**TABELL 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 4/15. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/15 i parentes

	2015	2016	2017	2018
KPI	2,2 (-0,1)	2,8 (0,1)	2,5 (0,2)	2 (0)
KPI-JAE <sup>1</sup>	2,7 (0)	2,9 (0,2)	2,5 (0,2)	2 (0)
Årslønn <sup>2</sup>	2,7 (0)	2,8 (0)	3,1 (-0,1)	3,5 (-0,2)
BNP Fastlands-Norge	1,4 (0,1)	1,1 (-0,1)	1,9 (-0,2)	2,3 (-0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>	-1 (0)	-1,6 (-0,1)	-1,8 (-0,3)	-1,5 (-0,4)
Sysselsetting, personer (KNR)	0,7 (0,1)	0,3 (0,1)	0,6 (-0,1)	1,1 (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)	3 (0)	3,3 (0,1)	3,4 (0,1)	3,3 (0,1)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>4</sup>	1,1 (0)	0,5 (-0,1)	0,4 (-0,2)	0,7 (-0,1)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>5</sup>	103,3 (0,6)	107,2 (4,3)	105,4 (4,4)	102,8 (3,4)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>6</sup>	0,1 (-0,1)	0,1 (-0,1)	0,3 (-0,2)	0,6 (-0,2)

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

4 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

6 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

# 3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 46. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene, særlig når nye krav innføres. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan

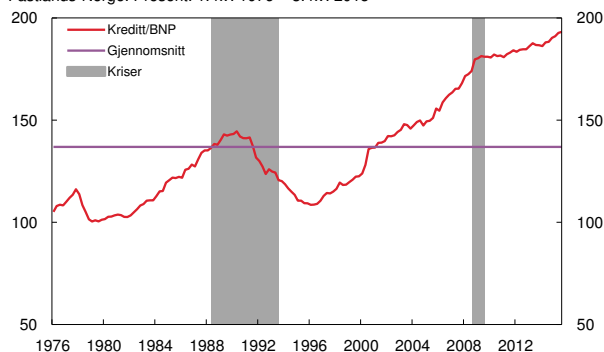
bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP og hvordan dette avviker fra en langsiktig trend. Den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien har fortsatt å stige litt raskere enn verdiskapingen i årene etter finanskrisen, se figur 3.1. Sammenliknet med fjoråret har litt høyere kredittvekst i foretakene og lavere vekst i norsk økonomi bidratt til oppgang i kredittindikatoren, se figur 3.2.

## Litt lavere gjeldsvekst i husholdningene

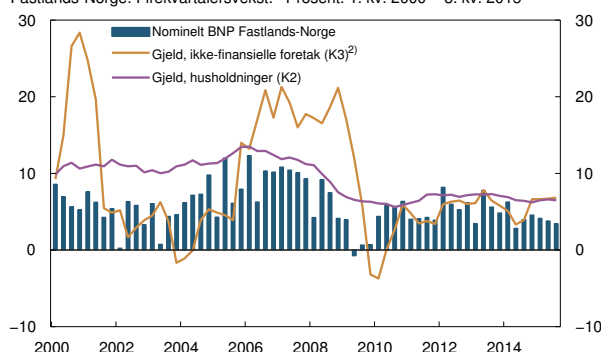
Husholdningenes gjeldsvekst har falt litt de siste månedene, se figur 3.3. I Norges Banks utlånsunder-

Figur 3.1 Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2015



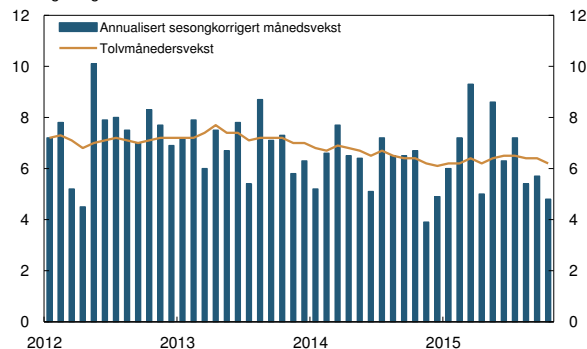
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvarterersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2015



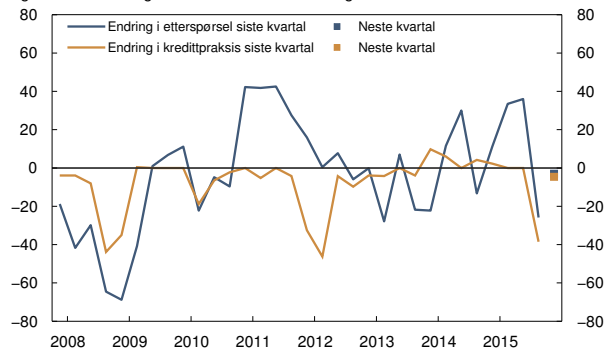
1) Beregnet basert på kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet  
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Kreditt til husholdninger (K2). Tolv månedersvekst og annualisert sesongkorrigert månedsvest. Prosent. Januar 2012 – oktober 2015



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.4 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Husholdninger. 4. kv. 2007 – 3. kv. 2015



1) Negative tall innebærer strammere kredittpraksis  
Kilde: Norges Bank

søkelse for tredje kvartal rapporterte bankene om litt lavere etterspørsel etter lån fra husholdningene og litt strammere kredittpraksis, se figur 3.4. Bankene rapporterte om strammere lånebetingelser knyttet til maksimal belåningsgrad, maksimal gjeldsgrad og avdragsfrihet. Enkelte banker oppga at innstramningen hadde sammenheng med forskriften om krav til nye utlån med pant i bolig som ble innført i juli i år, se boks om forskriften på side 43. Finanstilsynets boliglånsundersøkelse viste at det ble gitt færre lån med høy belåningsgrad, negativ likviditet og avdragsfrihet i år sammenliknet med fjoråret.

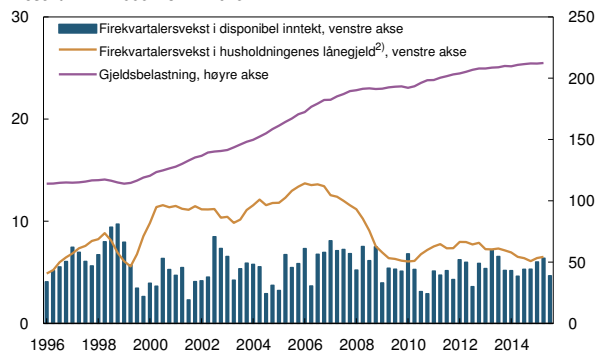
Husholdningenes gjeldsbelastning har fortsatt å stige, se figur 3.5. Nedgangen i utlånsrentene det siste året har ført til at rentebelastningen har falt. Andelen av

husholdningenes inntekter som er bundet opp til å betale både renter og avdrag, gjeldsbetjeningsgraden, har ikke falt like mye ettersom stigende gjeldsbelastning øker avdragene, se utdyping på side 53. Høy og stigende gjeldsbelastning gjør husholdningene sårbare ved blant annet inntektsbortfall, renteøkninger og fall i boligprisene.

### Litt lavere vekst i boligprisene

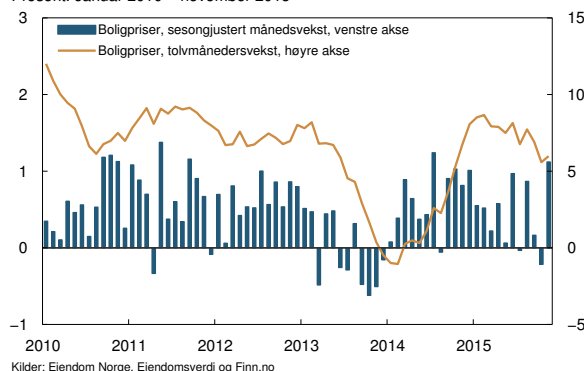
Veksttakten i boligprisene har avtatt gjennom 2015, se figur 3.6. Samlet sett har boligprisene steget omtrent i samme takt som husholdningenes disponible inntekter det siste året. Boligprisindikatoren var om lag uendret i tredje kvartal og er fortsatt på et lavere nivå enn før boligprisene begynte å falle i 2013, se figur 3.7. En alternativ indikator som måler

Figur 3.5 Husholdningenes gjeldsbelastning.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1996 – 3. kv. 2015



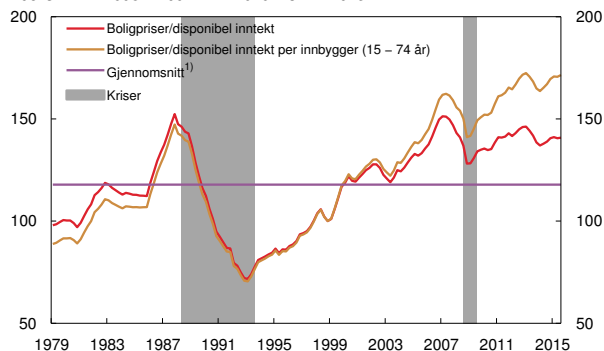
1) Lånegjeld for husholdninger og ideelle organisasjoner i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012  
2) Endring i beholdning målt ved utgangen av kvartalet. Siste observasjon 2. kv. 2015  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst. Prosent. Januar 2010 – november 2015



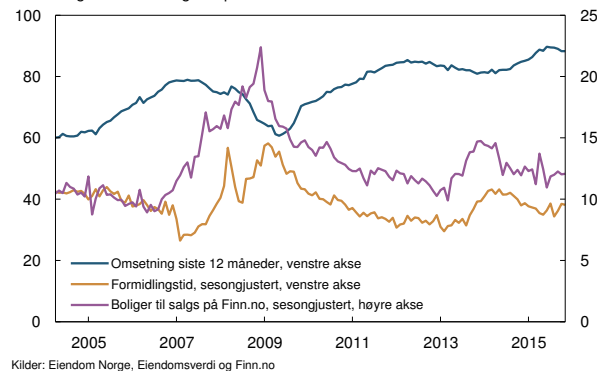
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 3.7 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 3. kv. 2015



1) Gjennomsnitt boligpriser/disponibel inntekt  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF) og Norges Bank

Figur 3.8 Antall omsatte brukte boliger og boliger til salgs i tusen boliger. Formidlingstid i antall dager. April 2004 – november 2015



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

boligpriser i forhold til inntekt per innbygger, har de siste ti årene steget mer enn indikatoren som tar utgangspunkt i samlede inntekter.

Omsetningen av brukte boliger har vært høy i 2015, men har avtatt litt de siste månedene, se figur 3.8. Beholdningen av usolgte boliger har vært stabil, mens formidlingstiden har økt litt i det siste. Det er fremdeles høy aktivitet i nyboligmarkedet. Leieprisene på bolig har falt noe, se figur 3.9.

Det er store regionale forskjeller i boligmarkedet. Tolv månedersveksten i boligprisene er høyest i Oslo, mens prisene har falt i Stavanger, se figur 3.10. Det er også svak prisvekst i Finnmark, Agder og Telemark. I Stavanger er omsetningen av brukte boliger lav og

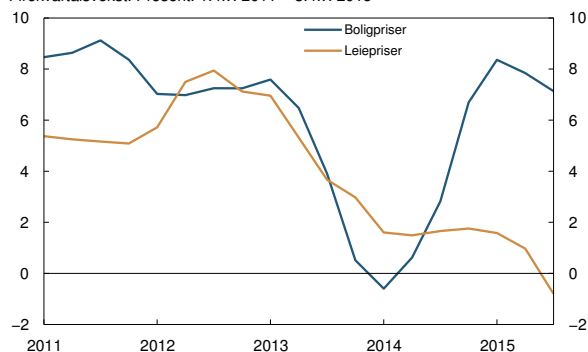
beholdningen av usolgte boliger høy. Samtidig faller nyboligsalget.

### Foretakenes bankgjeld vokser, mens obligasjonsgjelden utvikler seg svakt

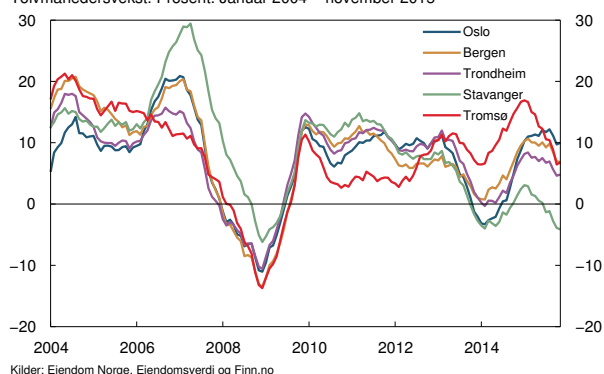
Gjeldsveksten i ikke-finansielle foretak har samlet sett vært nokså stabil det siste året, se figur 3.2. Veksten i foretakenes bankgjeld har tatt seg opp, se figur 3.11. Bankene har hatt høyest utlånsvekst til foretak innen næringseiendom og bygge- og anleggsektoren, se figur 3.12. Foretakenes valutagjeld målt i norske kroner har økt. Noe av økningen har trolig sammenheng med svekkelsen av kronen det siste året.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse venter strammere kredittpraksis overfor foretak i fjerde

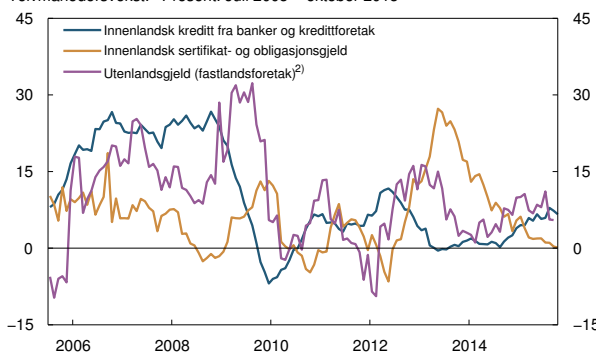
Figur 3.9 Utvikling i boligpriser og leiepriser. Firekvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 3. kv. 2015



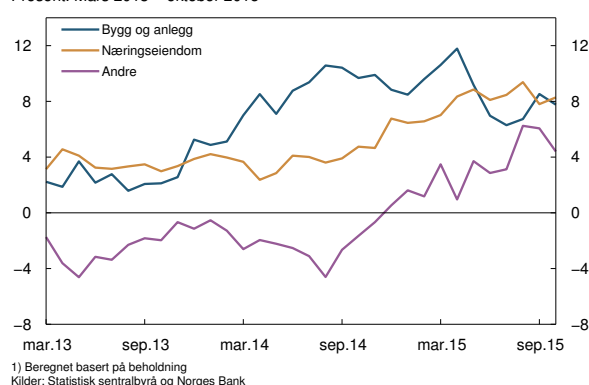
Figur 3.10 Boligpriser i utvalgte byer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – november 2015



Figur 3.11 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Juli 2005 – oktober 2015



Figur 3.12 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak i utvalgte næringer fra banker og kredittforetak. Tolv månedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Mars 2013 – oktober 2015



kvartal, se figur 3.13. Bankene begrunner den varslede innstramningen med svake makroøkonomiske utsikter og hensyn til kapitaldekning. Bankene forventer også litt lavere låneetterspørsel fra foretakene i fjerde kvartal.

Foretakenes obligasjonsgjeld har vært uendret det siste året, se figur 3.11. Risikopåslaget på ny obligasjonsfinansiering har steget det siste halvåret, både for foretak med høy og lav kredittvurdering. Påslagene er særlig høye for foretak med lav kredittvurdering innen oljerelaterte næringer. I praksis er obligasjonsmarkedet stengt for mange slike foretak. Fallende lønnsomhet i oljerelaterte næringer kan bidra til at enkelte foretak får problemer med å innfri forpliktel-

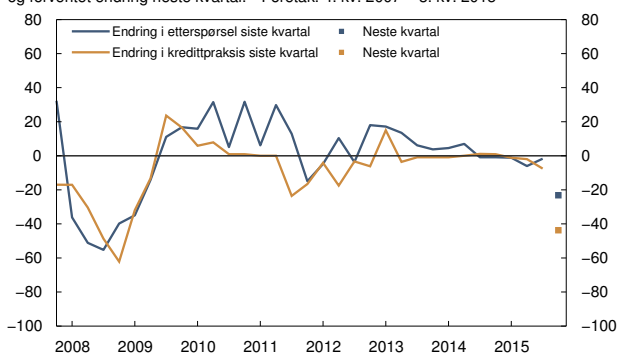
sene sine, og at obligasjonsgjeld må restruktureres i løpet av 2016.

Foretakenes inntjening må over tid minst være tilstrekkelig til å betjene gjeldsforpliktelser. Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte foretak falt under finanskrisen, men tok seg raskt opp igjen, se figur 3.14. De siste årene har gjeldsbetjeningsevnen avtatt noe. Egenkapitalandelen for børsnoterte foretak har vært fallende siden inngangen av 2014. Se nærmere omtale av gjeldsbetjeningsevne og egenkapitalandel i oljerelaterte foretak i egen utdyping på side 55.

### Svakere leiemarked for næringseiendom

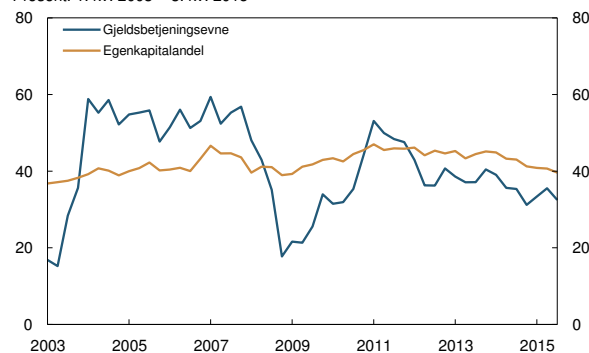
Salgsprisen for næringseiendom er beregnet med utgangspunkt i observerte leiepriser og estimerte

Figur 3.13 Endring i etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Foretak. 4. kv. 2007 – 3. kv. 2015



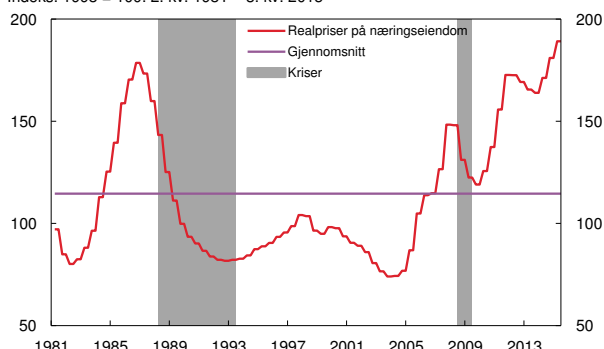
1) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.14 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> og egenkapitalandel<sup>2)</sup> i børsnoterte foretak<sup>3)</sup>. Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2015



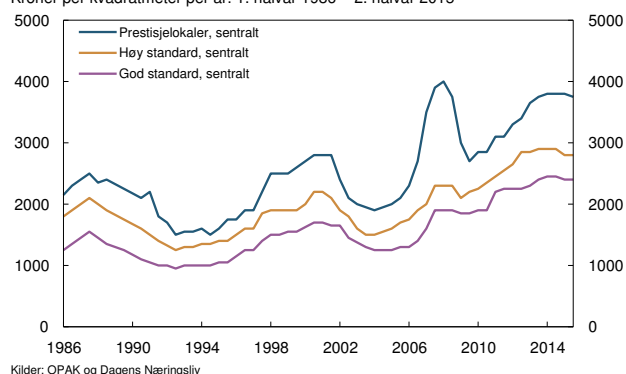
1) Resultat før skatt pluss driftsmessige av- og nedskrivninger siste fire kvartaler i prosent av rentebærende gjeld fratrukket kontanter og kontantekvivalenter (netto rentebærende gjeld)  
2) Bokført egenkapital i prosent av totale eiendeler  
3) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs. Norsk Hydro er ekskludert t.o.m. 3. kv. 2007. Statoil er ekskludert hele perioden  
Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Realpriser på næringseiendom.<sup>1)</sup> Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 3. kv. 2015



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

Figur 3.16 Leiepriser for kontorlokaler i Oslo. Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 1986 – 2. halvår 2015



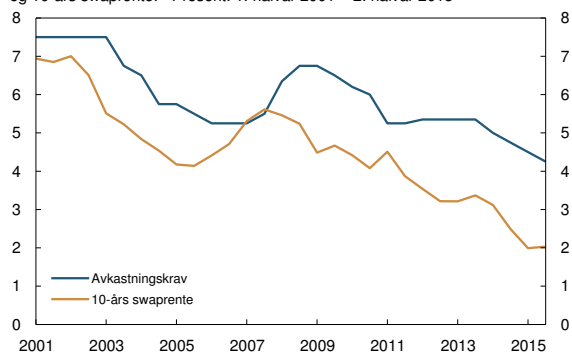
Kilder: OPAK og Dagens Næringsliv

avkastningskrav på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo. Den anslåtte salgspriksen steg betydelig gjennom 2014 og har fortsatt å stige i første halvår i år, se figur 3.15. Leieprisene i Oslo har falt litt i de fleste segmentene i 2015, se figur 3.16. Det anslåtte avkastningskravet for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo har fortsatt å falle, se figur 3.17.

Leiepriser og salgspriiser på kontoreiendom påvirkes av hvor stor andel av arealene som er ledige. Flere markedsaktører anslår økt kontorledighet i Oslo og Bærum i 2015. Økende arealledighet kan føre til lav vekst eller ytterligere nedgang i leieprisene.

Kontorledigheten har økt og leieprisene har falt i Stavanger, Bergen og Trondheim, se figur 3.18 og figur

Figur 3.17 Avkastningskrav<sup>1)</sup> for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo og 10-års swaprente.<sup>2)</sup> Prosent. 1. halvår 2001 – 2. halvår 2015



1) Avkastningskravet er basert på vurderinger gjort av Dagens Næringslivs ekspertpanel på næringseiendom  
2) Halvårlig swaprente er beregnet som et gjennomsnitt av daglige renter. Swaprenten for 2. halvår 2015 er gjennomsnittet av daglige renter for 1. juli – 11. desember  
Kilder: Dagens Næringsliv og Thomson Reuters

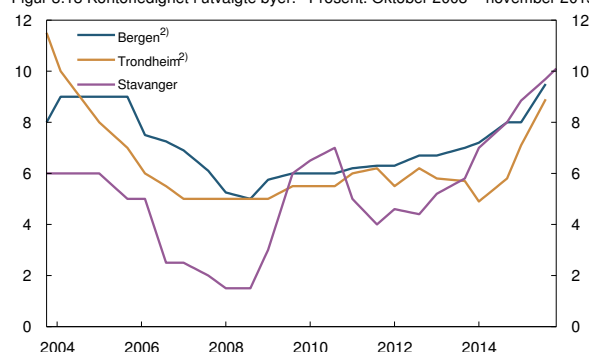
3.19. Økningen i kontorledigheten skyldes både lavere etterspørsel etter kontorlokaler og høy nybyggingsaktivitet. Prisfallet har vært størst i områder utenfor Stavanger hvor det er mye oljerelatert virksomhet.

### Fortsatt lave utlånstap i bankene

De store norske bankene<sup>1</sup> hadde god lønnsomhet i de tre første kvartalene av 2015. Egenkapitalavkastningen er på linje med gjennomsnittet de siste tyve årene<sup>2</sup>, se figur 3.20.

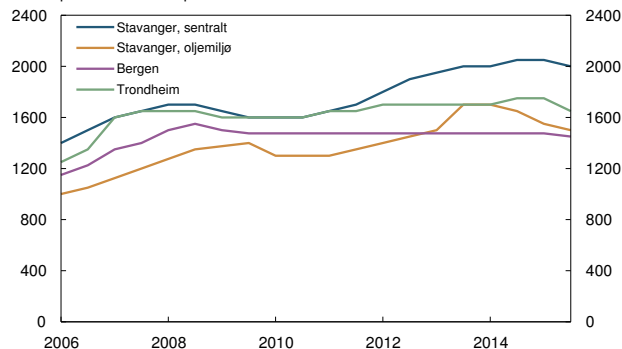
- 1 De syv store norske bankkonsernene: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge.
- 2 Se Aronsen, P. A. mfl. (2014), «Norwegian banks' adjustment to stricter capital and liquidity regulation», Norges Bank Staff Memo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

Figur 3.18 Kontorledighet i utvalgte byer.<sup>1)</sup> Prosent. Oktober 2003 – november 2015



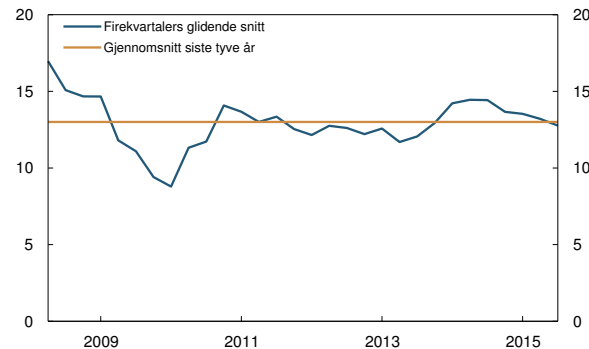
1) Tallene publiseres normalt to ganger i året. Månedstall er beregnet ved lineær interpolering  
2) Tall til og med august 2015  
Kilder: Eiendomsmeidler 1 Midt-Norge, Eiendomsmeidler 1 Rogaland, Kytte Næringsmegling og Akerhus Eiendom

Figur 3.19 Leiepriser for kontorlokaler i utvalgte byer. Kroner per kvadratmeter per år. 1. halvår 2006 – 2. halvår 2015<sup>1)</sup>



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 3.20 Egenkapitalavkastning i norske banker<sup>1)</sup>. Prosent. 2. kv. 2008 – 3. kv. 2015



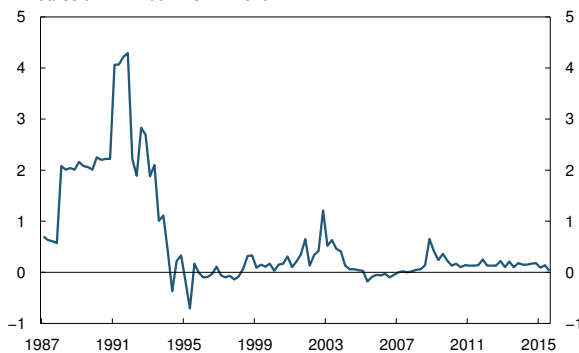
1) Vektet snitt for syv store banker i Norge: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge (eksklusive Sparebanken Sør fram til og med desember 2013)  
Kilder: Bankkonsernernes års- og kvartalsrapporter og Norges Bank

Norske banker har lave utlånstap, se figur 3.21. Norske bankers utlån til oljenæringen og oljerelaterte foretak utgjør en begrenset andel av bankenes samlede utlån til foretakssektoren, men eksponeringene varierer mellom bankene. Fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene kan bidra til at bankenes tap på utlån til oljerelaterte foretak vil øke fremover.

Bankene har styrket sin kapitaldekning det siste året. De store norske bankene hadde ved utgangen av tredje kvartal i gjennomsnitt en ren kjernekapitaldekning på 13,9 prosent dersom hele resultatet fra årets tre første kvartaler legges til den rene kjernekapitalen, se figur 3.22.

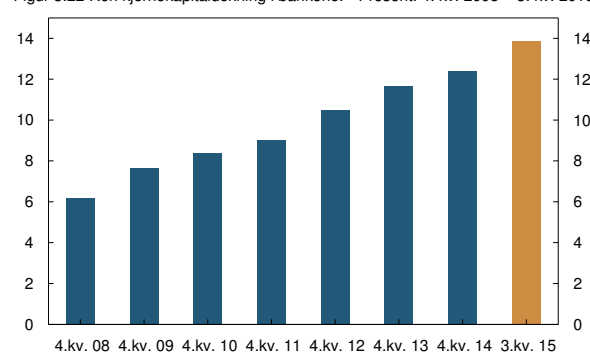
Ved utgangen av tredje kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin, se figur 3.23. De fleste bankene må fortsette å bygge kapital for å nå annonserte kapitalmål. DNB har annonsert at de har et mål om minst 15 prosent ren kjernekapitaldekning innen utgangen av 2016. Målet tar høyde for et krav om 1,5 prosent under pilar 2. Flere av de store regionale sparebankene har opplyst at de sikter mot en ren kjernekapitaldekning på 14–14,5 prosent ved utgangen av 2016. Nordea Bank Norge og Sparebanken Vest gjennomførte egenkapitalemisjoner i henholdsvis april og desember 2015. Andre banker har varslet reduserte utbyttensivåer og strengere balansestyring for å nå kapitalmålene.

Figur 3.21 Bankenes<sup>1)</sup> utlånstap i prosent av brutto utlån til kunder.<sup>2)</sup> Annualisert. 1. kv. 1987 – 3. kv. 2015



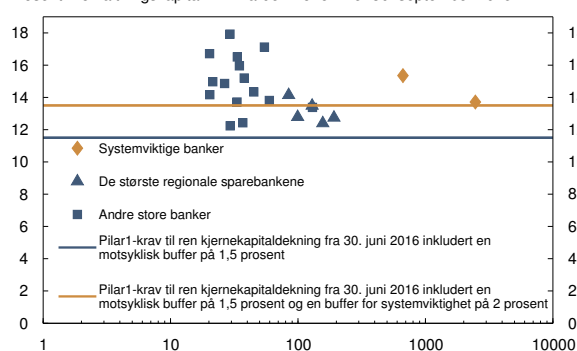
1) Alle banker og kredittforetak i Norge  
2) Utlånstap i 3. kv. 2015 er påvirket av reverseringen av utlånstap i DNB grunnet salg av tidligere nedskrevne utlån. Uten denne effekten ville utlånstapsprosenten for alle norske banker ligget på om lag samme nivå som i 2. kv. 2015  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.22 Ren kjernekapitaldekning i bankene.<sup>1)</sup> Prosent. 4. kv. 2008 – 3. kv. 2015



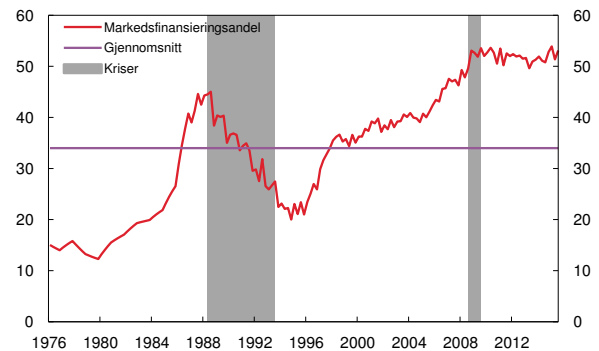
1) Vektet snitt for syv store banker i Norge: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Sør og SpareBank 1 Nord-Norge (eksklusive Sparebanken Sør fram til og med desember 2013)  
Kilder: Bankkonsernernes års- og kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 3.23 Bankkonsernernes<sup>1)</sup> rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital.<sup>2)</sup> Milliarder kroner. Per 30. september 2015<sup>3)</sup>



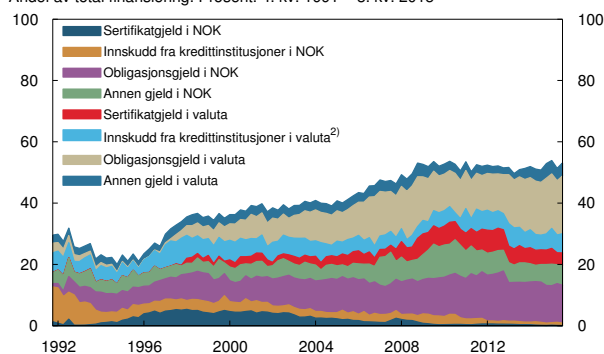
1) Bankkonsern med forvaltningskapital over 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge  
2) Logaritmisk skala  
3) Det er antatt at hele resultatet for 1. – 3. kv. 2015 legges til den rene kjernekapitalen  
Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 3.24 Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2015



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

Figur 3.25 Dekomponering av bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel. Andel av total finansiering. Prosent. 4. kv. 1991 – 3. 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

Andelen markedsfinansiering i bankene økte markert i årene før finanskrisen da det var høy vekst i bankenes utlån, se figur 3.24. De siste årene har markedsfinansieringsandelen vært nokså stabil. Obligasjonsgjeld, i hovedsak i form av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har stått for en stadig større andel av markedsfinansieringen, se figur 3.25.

Risikopåslaget på bankenes langsiktige markedsfinansiering har økt markert det siste halvåret, se figur 1.21. Risikopåslagene i det norske markedet er nå like høye som de var høsten 2012. De økte påslagene har trolig sammenheng med oppgang i påslagene internasjonalt og dårlig likviditet i det norske markedet. Norske banker har fortsatt god tilgang på markedsfinansiering til tross for at påslagene har økt.

### Finansielle ubalanser lite endret siden september

Kredittindikatoren og boligprisindikatoren var omtrent uendret i tredje kvartal, se figur 3.1 og 3.7. Markedsfinansieringsandelen økte noe, se figur 3.24. Det har ikke kommet nye tall for den beregnede salgsprisen på næringseiendom siden andre kvartal 2015, se figur 3.15.

Den vedvarende oppgangen i husholdningenes gjeldsbelastning og høy prisvekst på eiendom de siste årene er tegn på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. De finansielle ubalansene er lite endret siden september. Svak vekst i norsk økonomi og signaler om noe strammere kredittpraksis i bankene, kan bidra til å dempe kredittveksten fremover. På den annen side innebærer nedgangen i utlånsrentene det siste året en risiko for at veksten i eiendomspriser og gjeld igjen tiltar.



## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal adressere systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Banker som har virksomhet i flere land blir regulert av myndighetene i det landet de har sitt hovedsete. For å sikre at bufferkravet blir likt for ulike bankers eksponering i samme land, legger EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) opp til at land anerkjenner hverandres bufferkrav, såkalt resiprositet.<sup>1</sup>

Finansdepartementet legger opp til at motsykliske kapitalbufferkrav fastsatt i andre EU/EØS-land i utgangspunktet skal gjelde for norske bankers engasjementer i de aktuelle landene parallelt med at EU-systemet trer i kraft. Alle land i EU skal ifølge kapitaldekningsregelverket ha fastsatt krav til motsyklisk kapitalbuffer innen 2016. Så langt har ti EU/EØS-land etablert et institusjonelt rammeverk og fastsatt krav til den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se tabell 1.<sup>2</sup>

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

Land	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
Litauen	23. juni 2015	0 prosent	30. juni 2015
Norge	12. desember 2013	1,5 prosent*	30. juni 2016
Slovakia	7. oktober 2014	0 prosent	1. november 2014
Storbritannia	26. juni 2014	0 prosent	26. juni 2014
Sverige	10. september 2014	1,5 prosent**	27. juni 2016
Tsjekkia	28. august 2014	0 prosent	1. oktober 2015

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

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

Kilde: Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), *Macro-prudential policy actions. Overview of measures* per 26. november 2015

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

2 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.

## DET NORSKE KAPITALDEKNINGSREGELVERKET

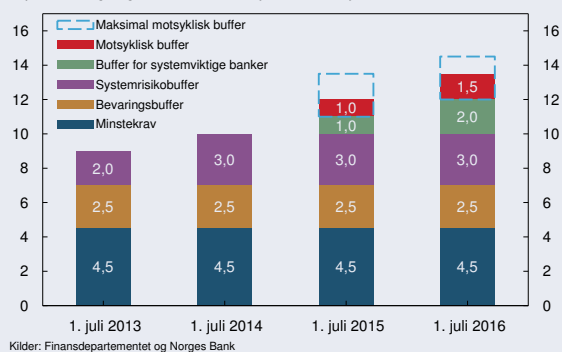
EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) ble iverksatt 1. januar 2014. Kapital- og bufferkravene i regelverket trådte i kraft i Norge 1. juli 2013<sup>1</sup>, se opptrapping av pilar 1-krav i figur 3.26. Pilar 1-krav omfatter kredittrisiko, operasjonell risiko, markedsrisiko i handelsporteføljen og valutarisiko i samlet portefølje. Kredittrisiko utgjør den klart største delen av samlet pilar 1-krav for norske banker.

Kravet til ren kjernekapitaldekning i norske finansinstitusjoner under pilar 1 er 11 prosent, inkludert en motsyklisk kapitalbuffer på 1 prosent. Finansdepartementet besluttet 18. juni å heve bufferkravet til 1,5 prosentenheter med virkning fra 30. juni 2016. Systemviktige finansinstitusjoner har et tilleggskrav til ren kjernekapitaldekning på 1,0 prosentenheter, som øker til 2,0 prosentenheter 1. juli 2016. I Norge er DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS utpekt som systemviktige.

Pilar 2-krav skal dekke risikoer som ikke dekkes av pilar 1-krav. Det gjelder blant annet markedsrisiko i bankporteføljen, likviditets-/finansieringsrisiko, risiko knyttet til egne pensjonsforpliktelser, risiko som følge av mangelfull styring og kontroll og eierrisiko, som eie av forsikringsselskap. Dessuten skal pilar 2-krav dekke risikoer som bare delvis er dekket av pilar 1-krav, som konsentrasjonsrisiko og modellrisiko.

Pilar 2-kravene vil variere fra bank til bank avhengig av Finanstilsynets vurdering av risikoene i den aktuelle banken. Finanstilsynet offentliggjør ikke pilar 2-vurderinger, men bankene kan selv velge å offentliggjøre dem. Finanstilsynet publiserte 14. august 2015 metoden som ligger til grunn for vurderingen av bankenes samlede risikonivå og tilhørende kapitalbehov.<sup>2</sup> Metodene bygger blant annet på retningslinjer fra den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA).

Figur 3.26 Opptrapping av pilar 1-krav til ren kjernekapitaldekning i norsk kapitaldekningsregelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



1 Hele EU-regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i Norge gjennom EØS-avtalen.

2 Se Finanstilsynet (2015), «Finanstilsynets praksis for vurdering av risiko og kapitalbehov», Rundskriv 9/2015.

## FORSKRIFT OM KRAV TIL UTLÅN MED PANT I BOLIG

Finansdepartementet fastsatte 15. juni i år forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig. Forskriften trådte i kraft 1. juli og gjelder til 31. desember 2016. Forskriften bygger på Finanstilsynes reningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål. Kravene innebærer blant annet at nedbetalingslån ikke skal overstige 85 prosent av boligens verdi, mens rammelån ikke skal overstige 70 prosent av boligens verdi. Disse kravene kan oppfylles med tilleggssikkerheter i form av pant i annen fast eiendom eller selvskyldnerkausjon eller -garanti. Ved lån som overstiger 70 prosent av boligens verdi, skal banken kreve årlig nedbetaling som minst skal være 2,5 prosent av innvilget lån eller det avdragsbetalingen ville vært på et annuitetslån med 30 års nedbetalingstid hvis dette er lavere. I tillegg må låntaker tåle en renteøkning på fem prosentpoeng. Bankene kan innvilge lån som bryter med ett eller flere av vilkårene for inntil 10 prosent av verdien av innvilgede lån hvert kvartal.

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

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

Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene<sup>2</sup>: et ensidig Hodrick Prescott-filter (HP) som anvendt av Baselkomiteen, et ensidig HP-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose, samt historiske gjennomsnitt. For boligprisene i forhold til disponibel inntekt og realprisene på næringseiendom er gjennomsnittet beregnet rekursivt over hele historien. For kreditt i forhold til BNP og markedsfinansieringsandelen i bankene benyttes et 10-års rullerende gjennomsnitt.

Figur 3.27 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapene mellom indikatoren og trendene avtok i årene etter finanskrisen, men har vært nokså stabile de siste kvartalene. Indikatoren ligger høyere enn to av tre trender. Kredittindikatoren har fortsatt å øke i årene etter finanskrisen, men ikke like raskt som før krisen. Trenden beregnet med det ensidige HP-filteret har fortsatt å stige kraftig også i årene etter krisen. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Kredittgapet er erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser når trenden er basert på et utvidet HP-filter. Figur 3.27 b–d viser utviklingen i de tre andre nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Boligprisgapet og markedsfinansieringsgapet har vært omtrent uendret de siste kvartalene. Avviket mellom prisindikatoren for næringseiendom og de beregnede trendene har økt det siste året.

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

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

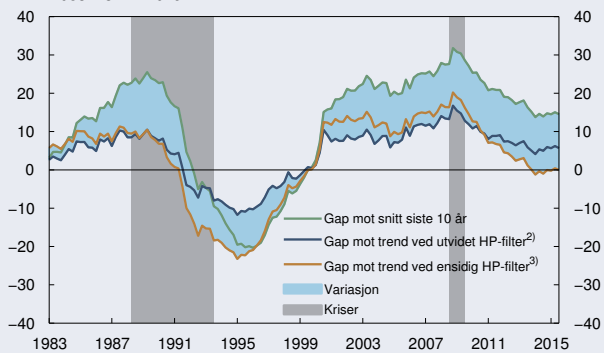
Norges Bank har utviklet modeller for tidlig varsling av finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.<sup>3</sup> Det blå feltet i figur 3.28 viser estimerte kritesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte kritesannsynlighetene har kommet ned siden finanskrisen, men at det er en viss spredning mellom anslagene fra de ulike modellene.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.<sup>4</sup> Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil referanseverdien for bufferkravet variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil referanseverdien være 2,5 prosent. Referanseverdien for bufferkravet blir 0 prosent i tredje kvartal 2015 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien 1¼ prosent, se figur 3.29.

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

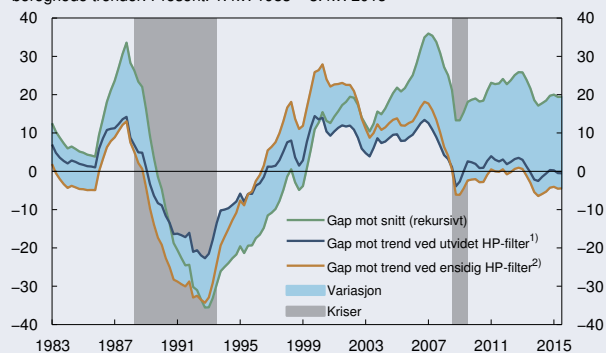
4 Se Bank for International Settlements (2010), «*Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*», *Baselkomiteen for banktilsyn*.

Figur 3.27a Kredittgap. Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2015



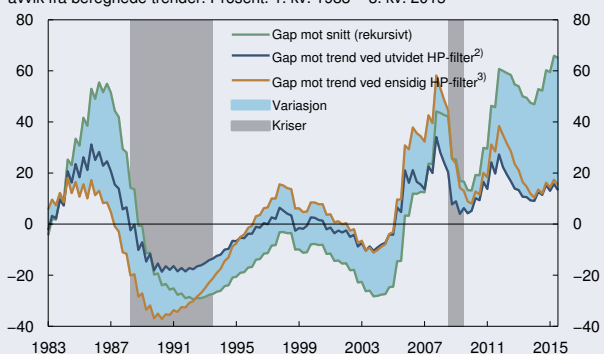
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak for 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose.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

Figur 3.27b Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2015



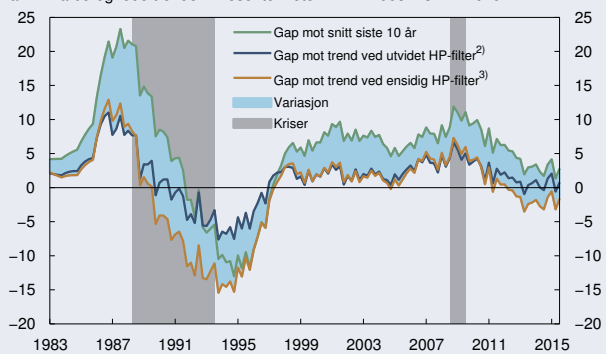
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.27c Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2015



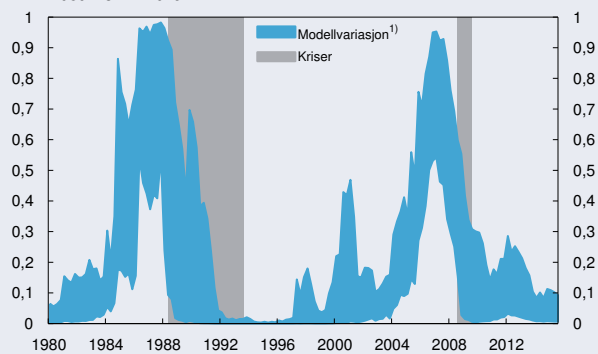
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000  
Kilder: Dagens Næringsliv,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

Figur 3.27d Markedsfinansieringsgap. Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2015



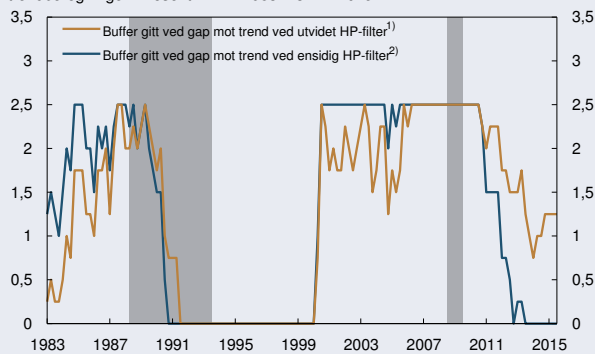
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.28 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1980 – 3. kv. 2015



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

Figur 3.29 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2015



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

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

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 44. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra ESRB<sup>3</sup> og Norges Banks råd om den motsykliske bufferen. Rådet vil bygge på bankens faglige skjønn, hvor også andre forhold vil trekkes inn i vurderingen. Øvrige krav til bankene vil være en del av vurderingen, særlig når nye krav introduseres.

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

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

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

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

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

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

# UTDYPINGER

---

Norsk gass eksport og utviklingen i prisen

Høy tilstrømming av asylsøkere

Foreløpige erfaringer med negativ reserverente

Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad

Gjeldsbetjeningsevne og egenkapitalandel i oljerelaterte foretak

---

# NORSK GASSEKSPORT OG UTVIKLINGEN I PRISEN

Gasseksporten har økt betydelig de senere årene. Verdien av gasseksporten utgjør nå om lag halvparten av petroleumseksporten, se figur 1. Dette gjenspeiler dels at gassproduksjonen har økt mens oljeproduksjonen har falt, se figur 2, og dels at oljeprisen har falt mer enn gassprisen, se figur 1.16 i kapittel 1.

Oljedirektoratet anslår at gassproduksjonen fremover skal øke noe mer enn oljeproduksjonen. Kun en tredjedel av de anslåtte, utvinnbare norske gassressursene er produsert. Norge har derfor mulighet til å være en storeksportør av gass i lang tid fremover, så fremt prisene over tid gjør det lønnsomt å utvikle ressursene, herunder investeringer i nødvendig infrastruktur.

Det aller meste av norsk gass eksporteres i rør til Europa.<sup>1</sup> Tyskland og Storbritannia er de største importørene, etterfulgt av Frankrike, Nederland og Belgia. Norge er den nest største gasseksportøren til Europa, med en andel på 30 prosent av importen,

1 Bare en andel på 5 prosent eksporteres som LNG (*liquefied natural gas*) fra Snøhvitfeltet i Barentshavet, dels til enkelte land i Europa og dels til andre steder i verden. LNG er naturgass som er kondensert til væske gjennom å senke temperaturen og øke trykket slik at gassen går over til væskeform. Flytende gass blir fraktet på spesialkonstruerte skip.

mens Russland er den største, med en andel i overkant av 40 prosent.<sup>2</sup>

Tidligere var eksportprisen for norsk gass i stor grad knyttet til oljeprisen i langsiktige salgskontrakter, der prisen i et kvartal var direkte knyttet til utviklingen i oljeprisen i de foregående kvartalene, normalt 2–3 kvartaler tidligere.<sup>3</sup> Derfor fulgte den oljeprisen med et visst tidsetterslep. Nå synes eksportprisen å samvariere tettere med spotprisene for gass i Europa, se figur 1.16 i kapittel 1.<sup>4</sup> Det henger sammen med at andelen av norsk gass som selges til spotpriser, enten gjennom langsiktige gassindekserte salgskontrakter eller direkte i spotmarkedet, nå er langt høyere enn tidligere.<sup>5</sup> Det britiske spotmarkedet for gass er det største i Europa. Spotprisen i Storbritannia og ellers

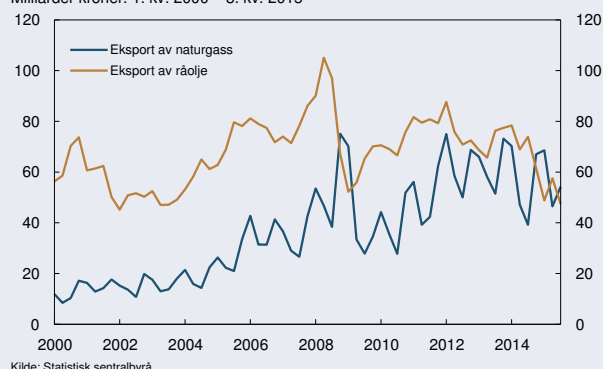
2 Se BP (2015), *BP Statistical Review of World Energy 2015*.

3 Dette er nærmere omtalt i Winje, Naug og Stavsen (2011), «Økt gasseksport, men hva med prisen?», *Aktuell kommentar 4/2011*, Norges Bank.

4 Om lag 60 prosent av europeisk gass selges til spotpriser. I nord-vest Europa er andelen nær 90 prosent. Se Oxford Institute for Energy Studies (2015), *Oxford Energy Forum-Issue*, 101.

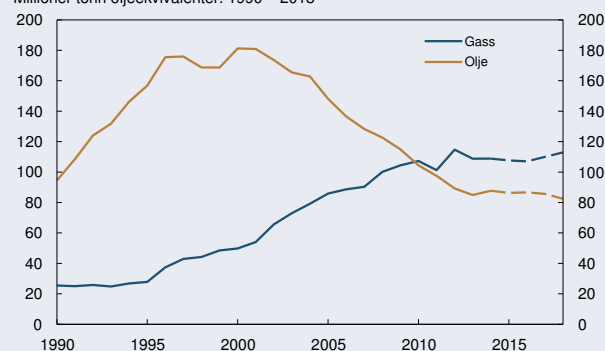
5 Ifølge Statoil som står for en betydelig andel av norsk gasseksport, var omtrent 70 prosent av gasskontraktene indeksert til oljeprisen i 2010, se Statoil (2015), *Capital Markets Update*. I 2014 var andelen 10 prosent. Andelen som er indeksert til gasspriser er nå rundt 80 prosent. De resterende 10 prosentene er knyttet til kull- eller andre energipriser.

Figur 1 Eksport av råolje og naturgass. Milliarder kroner. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2015



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Produksjon av olje og gass. Millioner tonn oljeequivalenter. 1990 – 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag fra 2015 (stiplet)  
Kilde: Oljedirektoratet



på kontinentet vil være relativt lik så lenge det er tilstrekkelig transportkapasitet mellom markedene.<sup>6</sup>

Europeiske gasspriser har falt siden slutten av 2014. Det må ses i sammenheng med svak utvikling i gassetterspørselen i Europa som følge av lav økonomisk vekst og mild vinter. Lave priser på både kull og klimakvoter samt sterk vekst i subsidiert fornybar sol- og vindenergi har også dempet etterspørselen etter gass. Dessuten blir gassprisen fremdeles påvirket av oljeprisen, men mer indirekte. Det skyldes at russisk gass og global LNG fortsatt i stor grad selges i oljeindekserte kontrakter. LNG-prisene har også falt, blant annet på grunn av lavere gassetterspørsel i Asia og økt tilbud av LNG fra Qatar, Australia og Papua Ny-Guinea.

Utsiktene for norsk gasseksport er usikre. Veksten i EUs gassetterspørsel kan understøttes av økte priser på klimakvoter og redusert bruk av kull. Mindre kjernekraftproduksjon trekker i samme retning. Veksten i etterspørselen kan dempes av fortsatt vekst i forny-

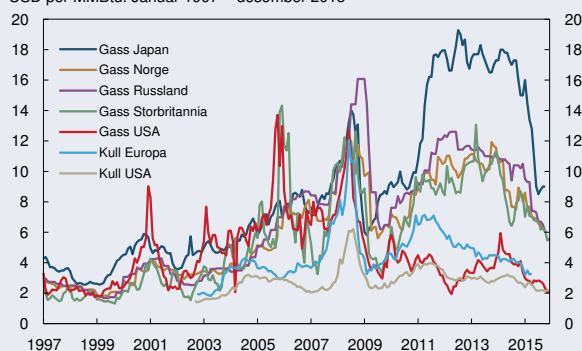
bare energibærere som sol og vind. På den annen side ventes EUs import av gass å øke, fordi egenproduksjon vil falle. Norsk gasseksport vil konkurrere med russisk gass og LNG. I tillegg til mer LNG fra Asia og Midtøsten, kan også USA komme til å bli en betydelig gasseksportør. Lave gasspriser i USA kan dermed gi lave gasspriser i Europa.

Terminprisene for britiske gass er nå lave. Det skyldes trolig en kombinasjon av god forsyning av gass, herunder høye lagre, utsikter til svak gassetterspørsel i Europa og forventninger om betydelig vekst i globalt LNG-tilbud de neste årene.

Ses terminprisene for olje og britisk gass (som en tilnærming for eksportprisen på norsk gass) samlet, indikerer det at «den norske petroleumsprisen» kan bli lav de nærmeste årene. Dette kan holde petroleumaktiviteten på sokkelen nede samtidig som norske petroleumsinntekter kan bli mindre enn tidligere.

<sup>6</sup> Se Oxford Institute for Energy Studies (2015), *Oxford Energy Forum-Issue*, 101.

Figur 3 Priser gass og kull.  
USD per MMBtu. Januar 1997 – desember 2015<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> For desember 2015 benyttes gjennomsnitt av dagstall fram til og med 11. desember 2015  
Kilder: Thomson Reuters, SSB, IMF og CME Group

# HØY TILSTRØMMING AV ASYLSØKERE

I likhet med flere andre europeiske land har Norge opplevd en høy tilstrømming av asylsøkere de siste månedene, se figur 1. I perioden fra august til og med november i år søkte 24 000 personer om asyl i Norge. Det var om lag like mange asylsøknader som Norge mottok til sammen gjennom hele 2013 og 2014. Tilstrømmingen er likevel beskjeden sammenliknet med hva for eksempel Sverige har opplevd. Fra august til og med november i år mottok Sverige 112 000 asylsøknader.

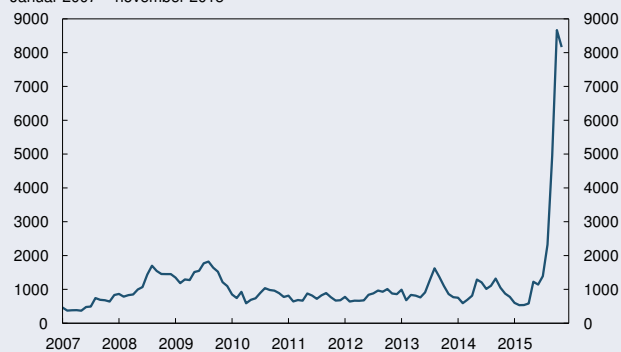
De siste ukene har antall asylkomster avtatt betydelig. I løpet av de to første ukene i desember søkte 650 personer om asyl i Norge. Til sammenlikning mottok Norge nesten 5 000 asylsøknader de to første ukene i november.

I denne rapporten bygger vi på at antall asylkomster vil bli som lagt til grunn i tilleggsproposisjonen til statsbudsjettet. Der ble det forutsatt at 33 000 personer vil søke om asyl i Norge både i 2015 og i 2016. Tilstrømmingen av asylsøkere trekker i retning av at befolkningsveksten vil bli høyere enn vi tidligere har

lagt til grunn. Samtidig vil det ta noe tid før de som nå søker om asyl, kommer til syne i befolkningsstatistikken. Først må søknaden behandles, og etter at den eventuelt er innvilget, vil det normalt ta noe tid før søkeren bosettes i en kommune. I tråd med forutsetningene i tilleggsproposisjonen legger vi til grunn at denne prosessen tar om lag et år. De asylsøkerne som kommer hit i år og neste år og innvilges oppholdstillatelse, vil i så fall bli bosatt i løpet av 2016 og 2017. I tråd med forutsetningene i tilleggsproposisjonen antar vi at om lag 60 prosent av asylsøknadene innvilges.

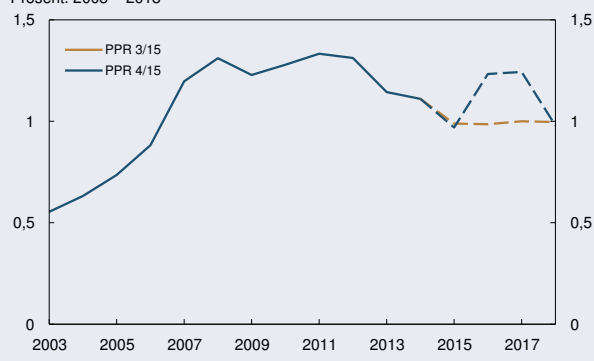
Det er likevel ikke utsikter til at den samlede befolkningsveksten vil bli høyere enn den var i gjennomsnitt i årene fra 2008 til 2012, se figur 2. Det skyldes at innvandringen fra europeiske land, som i hovedsak er arbeidsmotivert, har avtatt klart siden den gang. Svakere vekst i etterspørselen etter arbeidskraft her hjemme er en viktig forklaringsfaktor, men det har også betydning at den økonomiske situasjonen har

Figur 1 Antall mottatte asylsøknader per måned. Januar 2007 – november 2015



Kilde: Utlendingsdirektoratet

Figur 2 Befolkningsvekst. Prosent. 2003 – 2018<sup>1)</sup>



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

bedret seg i flere viktige fraflyttingsland.<sup>1</sup> Innvandringen på grunn av flukt ligger imidlertid an til å bli langt høyere enn ved de tidligere toppene knyttet til konfliktene i Bosnia og Kosovo på 1990-tallet, se figur 3.

De som har flyttet hit fra andre europeiske land de siste årene, har i stor grad gått rett ut i arbeid. Tilstrømmingen av utenlandske arbeidere har også økt etterspørselen etter varer og tjenester, men på kort sikt er det likevel grunn til å tro at bidraget til produksjonspotensialet har vært dominerende. Asylsøkerne kan ikke gis arbeidstillatelse før de har vært på asylintervju, og erfaringene viser at få er i jobb de første årene etter bosetting, se figur 4. Det må ses i lys av at de søkerne som gis oppholdstillatelse, har rett og plikt til å delta i et introduksjonsprogram på heltid, der det blant annet undervises i norsk og samfunnskunnskap. Programmet skal tilpasses den enkelte, men varer i utgangspunktet i to år. På kort sikt er det derfor grunn til å tro at asylsøkerne i hovedsak vil bidra til høyere etterspørsel etter varer og tjenester. Mye

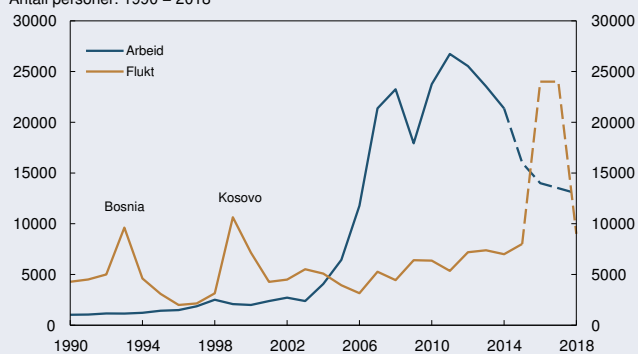
av dette vil komme i form av høyere etterspørsel fra det offentlige.<sup>2</sup> I dagens situasjon med svak vekst i norsk økonomi kan følgelig den høye tilstrømmingen av asylsøkere medvirke til å dempe nedgangen i kapasitetsutnyttningen.

Hvis dagens ordninger videreføres, vil de asylsøkerne som nå ankommer, trolig ikke bidra vesentlig til arbeidsstyrken før mot slutten av prognoseperioden. Regjeringen har varslet at den vil komme med en egen stortingsmelding om integreringspolitikken våren 2016. Det skal også settes ned et ekspertutvalg som skal se på de langsiktige konsekvensene for norsk økonomi i en situasjon med høy tilstrømming av flyktninger. Det indikerer at de eksisterende ordningene kan bli endret, men det er vanskelig å si noe om mulige konsekvenser av dette før konkrete forslag foreligger. Selv om anslagene for befolkningsveksten i 2016 og 2017 er oppjustert i denne rapporten, ventes ikke arbeidsstyrken å vokse raskere i disse årene.

1 Dette ble drøftet nærmere i Norges Bank (2015), «Lavere vekst og arbeidsinnvandring», s. 55–56, *Pengepolitisk rapport 2/15*.

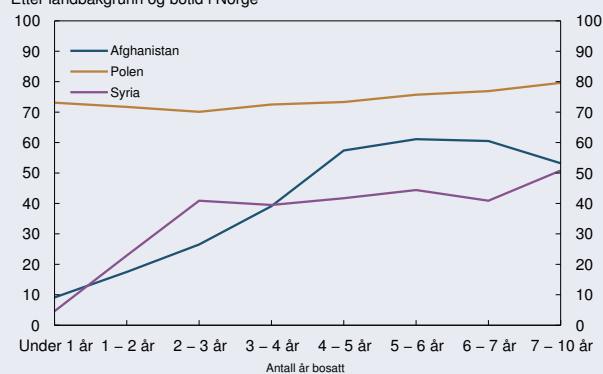
2 De finanspolitiske forutsetningene er beskrevet i en ramme på side 19 i denne rapporten.

Figur 3 Ikke-nordiske innvandrere etter innvandringsgrunn. Antall personer, 1990 – 2018<sup>1)</sup>



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

Figur 4 Sysselsatte i prosent av befolkningen fra 15 til 74 år i 2014. Etter landbakgrunn og botid i Norge



Kilde: Statistisk sentralbyrå

# FORELØPIGE ERFARINGER MED NEGATIV RESERVERENTE

Reserverenten er renten bankene får på innskudd utover kvoten for folioinnskudd i Norges Bank. Reserve-  
renten ble innført i oktober 2011 og er én prosent-  
enhet lavere enn foliorenten. Markedsrenten på usik-  
rede lån mellom norske banker over natten, NOWA-  
renten, har ligget tett på foliorenten siden innføringen  
av reserverenten, se figur 1.

Reserverenten har til hensikt å begrense bankenes  
etterspørsel etter reserver og å stimulere til økt  
omfordeling av reserver mellom banker. En bank vil  
normalt velge å låne ut reserver til en annen bank  
som har plass på kvoten, til en rente nær foliorenten,  
fremfor å plassere reservene i Norges Bank til en rente  
som er én prosentenheter lavere enn foliorenten.  
Norges Bank sørger med sine markedsoperasjoner  
for at totale reserver i banksystemet ikke overstiger  
summen av bankenes kvoter. Derfor har en bank med  
reserver over kvoten alltid mulighet til å plassere  
reserver hos en bank med plass på kvoten. Ingen bank  
trenger å sitte med reserveinnskudd.

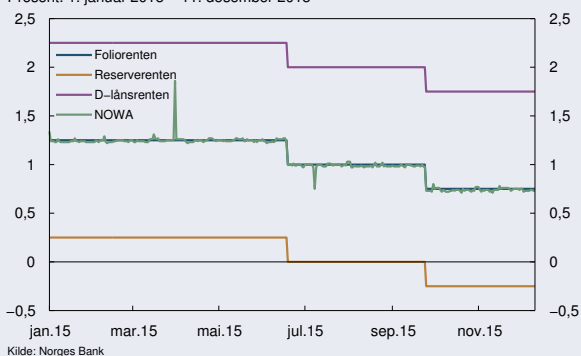
Da Norges Bank satt ned styringsrenten på rentemø-  
tet i september ble reserverenten samtidig satt ned  
fra null prosent til minus 0,25 prosent. Hensikten med  
reserverenten er den samme som før, å motivere  
banker til å låne ut reserver til andre banker fremfor  
å plassere dem i Norges Bank. Overnattenrenten i  
interbankmarkedet, NOWA-renten, ligger fortsatt nær

foliorenten, se figur 1. Dermed er også kostnaden ved  
å holde reserveinnskudd fremfor å låne reservene ut  
til en annen bank den samme som da reserverenten  
var positiv.

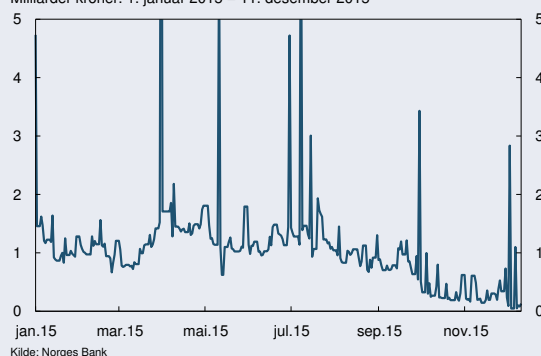
I utgangspunktet er det ingen grunn til at bankene  
skulle endre sin atferd med en negativ reserverente.  
Likevel har reserveinnskuddene vært markert lavere  
siden reserverenten ble negativ. Reserveinnskuddene  
har i gjennomsnitt vært 0,41 milliarder kroner per dag  
i perioden mellom 25. september og 11. desember.  
Gjennomsnittet for perioden fra 1. januar til 24.  
september i år er 1,27 milliarder kroner, se figur 2.

Noen av bankene opplyser at de i større grad enn  
tidligere forsøker å unngå å sitte med innskudd til  
reserverenten. Ifølge disse bankene oppleves kost-  
naden ved å holde reserveinnskudd som større nå  
som reserverenten er negativ. Disse bankene mener  
at reserveinnskuddene vil forbli lavere enn før så lenge  
reserverenten er negativ. I stedet for å holde reser-  
veinnskudd har noen av bankene valgt å kjøpe korte  
statspapirer, låne ut reservene til andre banker eller  
å plassere reservene som F-innskudd i Norges Bank.<sup>1</sup>

Figur 1 Norges Banks renter og NOWA-renten.  
Prosent. 1. januar 2015 – 11. desember 2015



Figur 2 Reserveinnskudd i Norges Bank.  
Milliarder kroner. 1. januar 2015 – 11. desember 2015



<sup>1</sup> For mer informasjon om reserverenten og Norges Banks likviditetsstyring, se Norges Bank (2015), «Reserverenten i Norge», s. 53–54, *Pengepolitisk rapport 3/15*.

# HUSHOLDNINGENES GJELDSBETJENINGSGRAD

Lave utlånsrenter har ført til at husholdningenes renteutgifter er lave i forhold til deres inntekter, se figur 1. Økt gjeld innebærer økte avdragsbetalinger. Sterkere vekst i gjelden enn inntektene over en lengre periode har ført til at en større andel av inntektene er bundet opp til å betjene gjelden. Det gjør husholdningene mer sårbare overfor økt rente eller fall i inntektene, og kan bidra til økt etterspørselsrisiko.

For å illustrere utviklingen i husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad, målt som renteutgifter og avdragsbetalinger i forhold til inntekt etter skatt, har vi tatt utgangspunkt i en beregningsmetode fra Drehmann, Illes, Juselius og Santos (2015).<sup>1</sup> I beregningen legger vi til grunn en enkel forutsetning om at summen av rentekostnader og nedbetalinger i hver periode er konstant over hele låneperioden (annuitetslån). Gjeldsbetjeningsgraden er da gitt ved

$$\text{Gjeldsbetjeningsgrad} = \left( \frac{i}{1-(1+i)^{-s}} - \tau i \right) \frac{D}{Y},$$

der  $i$  er renten,  $s$  er gjennomsnittlig nedbetalingstid,  $\tau$  er skattesatsen på rentefradrag,  $D$  er gjeldsbeholdningen og  $Y$  er inntekt etter skatt utenom rentefradrag.

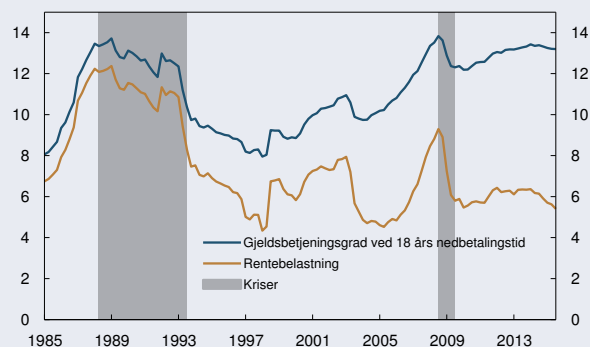
Nedbetalingstiden kan variere mellom husholdninger og over tid.<sup>2</sup> Vi følger Drehmann mfl. (2015) og antar en gjennomsnittlig nedbetalingstid på 18 år. Under forutsetning om at lånevolumet vokser med 5 prosent i året, og alle nye lån har en nedbetalingstid på 25 år, vil gjennomsnittlig nedbetalingstid på den samlede gjelden være om lag 18 år.<sup>3</sup>

Gjeldsbetjeningsgraden er høyere enn rentebelastningen siden den også tar hensyn til at husholdningene betaler avdrag, se figur 1. Gjeldsbelastningen

1 Beregningsmetoden er basert på Drehmann, Illes, Juselius og Santos (2015), «How much income is used for debt payments? A new database for debt service ratios», *BIS Quarterly Review*, September 2015. Se også Dynan, Johnson og Pence (2003), «Recent changes to a measure of US household Debt Service», *Federal Reserve Bulletin*, vol 89(10), pp 417-26.

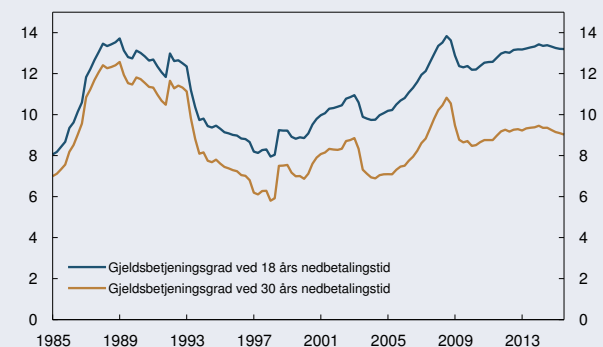
2 Ifølge Finanstilsynets boliglånsundersøkelse økte gjennomsnittlig nedbetalingstid på nye nedbetalingslån (inkludert refinansiering) fra 15 år i 2000 til 22 år i 2007 og har ligget stabilt etter det.  
3 I tillegg refinansierer mange lånene sine og mange har avdragsfrihet. 64 prosent av nye nedbetalingslån var i 2014 refinansiering av eksisterende lån eller lån for andre formål enn kjøp av bolig, ifølge Finanstilsynets boliglånsundersøkelse. Samme år hadde 13,6 prosent av nye lån avdragsfrihet.

Figur 1 Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad<sup>1</sup> og rentebelastning<sup>2</sup>. Prosent. 1. kv. 1985 – 3. kv. 2015



1) Renteutgifter og anslått avdrag på lånet i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/hedssettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012 pluss renteutgifter  
2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/hedssettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012 pluss renteutgifter  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad<sup>1</sup>. Prosent. 1. kv. 1985 – 3. kv. 2015



1) Renteutgifter og anslått avdrag på lånet i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/hedssettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012 pluss renteutgifter  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

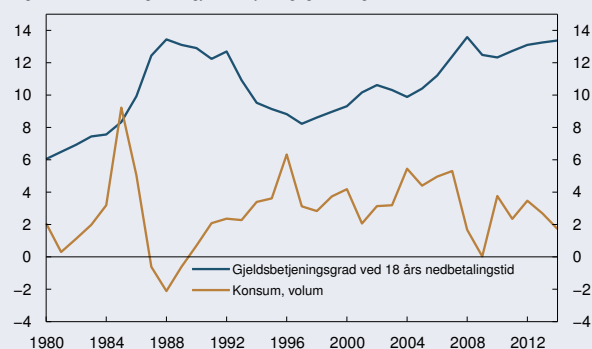
økte på 2000-tallet, se figur 3.5, og forskjellen mellom rentebelastningen og gjeldsbetjeningsgraden har derfor økt, se figur 1. Ved en lengre nedbetalingstid reduseres gjeldsbetjeningsgraden og den blir mindre følsom for en økning i lånegjelden, se figur 2.

Gjeldsbetjeningsgraden påvirker hvor mye husholdningene har av disponible midler til forbruk. Når gjeldsbetjeningsgraden øker, må husholdningene redusere sine forbruksutgifter, redusere annen sparing eller ta opp nye lån. Husholdningene kan også reforhandle låneavtalen med banken for å redusere avdragsbetalingene. Den nye forskriften for utlån til bolig begrenser muligheten for reduserte avdragsbetalinger fremover.

I Norge har gjeldsbetjeningsgraden og veksten i konsumet historisk vært nært knyttet sammen. Husholdningene har strammet brått inn på konsumet i perioder med rask økning i gjeldsbetjeningsgraden, se figur 3. Etter finanskrisen har gjeldsbetjeningsgraden fortsatt å stige og veksten i husholdningenes konsum har avtatt.

Finansielle kriser har ofte inntruffet i kjølvannet av perioder med rask vekst i kreditt, og høy belåning kan forsterke et tilbakeslag. Empiriske studier har vist at en sterk økning i husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad har vært et godt tidligvarslingsignal for finansielle kriser i flere land.<sup>4</sup>

Figur 3 Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad<sup>1)</sup> og konsum<sup>2)</sup>. Prosent. 1980 – 2014



1) Renteutgifter og anslått avdrag på lånet i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/medsettelse av egenkapital i 1. kv. 2008 – 3. kv. 2012 pluss renteutgifter  
2) Årlig vekst i prosent. Volum  
Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

4 Se Drehman og Juselius (2014), «Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements», *International Journal of Forecasting*, vol 30(3), pp 759–80.

# GJELDSBETJENINGSEVNE OG EGENKAPITALANDEL I OLJERELATERTE FORETAK

Fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene påvirker foretak som leverer varer og tjenester til oljeprodusentene. Med utgangspunkt i regnskapstall for et utvalg børsnoterte foretak analyseres sårbarheten i oljeleverandørnæringen<sup>1</sup>.

Oljeleverandører er her definert som selskaper innen segmentene seismikk, boring, feltutvikling/drift og supply, se figur 1. *Seismikksekskapene* samler og analyserer data som danner grunnlag for oljeprodusentenes leteboring. *Boreselskapene* leies blant annet inn for leteboring på potensielle felt. Selskaper innen *feltutvikling, drift, vedlikehold og modifikasjon* leverer blant annet undervannsinstallasjoner, flytende produksjonsheter og mannskapsbrakker, ingeniørtjenester og moduler til oljeinstallasjoner. *Supply-segmentet* består av støttfartøy for rigger og plattformen.

Utvalget som analyseres består av 27 oljeleverandører notert på Oslo Børs.<sup>2</sup> Utvalget omfatter både norske og utenlandske foretak, og de hadde en samlet rente-

bærende gjeld på om lag 280 milliarder kroner i tredje kvartal i år.<sup>3</sup> Om lag 80 prosent av samlet rentebærende gjeld i utvalget er i segmentene boring og supply.

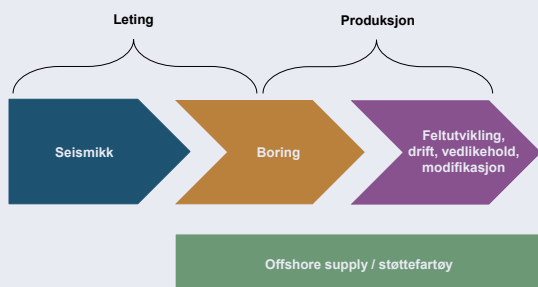
Egenkapitalandel og gjeldsbetjeningsevne<sup>4</sup> er sentrale mål på kredittrisiko i foretak. Gjeldsbetjeningsevnen er nokså lav i segmentene boring og supply, se figur 2. I seismikk og feltutvikling/drift er gjeldsbetjeningsevnen høyere, men har avtatt de siste kvartalene. Lav ordretliggang, fallende dagrater og økende antall fartøy i opplag kan bidra til at gjeldsbetjeningsevnen svekkes også for boring og supply fremover.

Foretak innen supply har samlet sett lavest egenkapitalandel, og den har avtatt noe i det siste, se figur 3. Egenkapitalandelen har også falt i foretak innen seismikk, men dette segmentet har en liten andel av den totale gjelden i utvalget.

- 1 Med oljeleverandørnæringen menes foretak som leverer varer og tjenester direkte til oljeprodusentene.
- 2 Både deler av et konsern og det øverste nivået i konsernet kan være børsnoterte. I slike tilfeller er en av partene ekskludert fra utvalget for å unngå dobbelttelling. Foretak med rentebærende gjeld mindre enn 50 millioner kroner er også ekskludert, samt foretak uten tilgjengelige data fra og med 1. kvartal 2014 til og med 3. kvartal 2015.

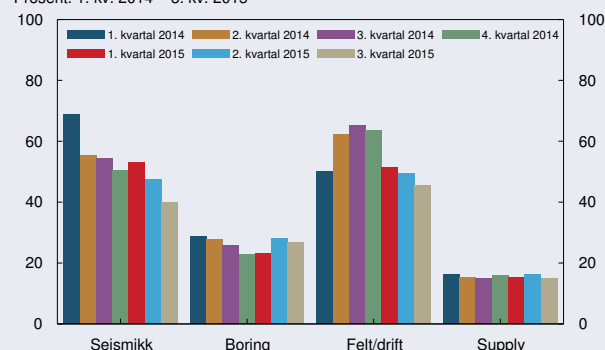
- 3 Gjelden består i hovedsak av lån fra banker og andre finansinstitusjoner i Norge og utlandet, samt obligasjonsgjeld.
- 4 Gjeldsbetjeningsevne er definert som kontantinntjening i prosent av netto rentebærende gjeld. På grunn av at utvalget er lite er kontantinntjening her definert som driftsresultat før driftsmessige av- og nedskrivninger (EBITDA). Det avviker noe fra definisjonen av kontantinntjening i figur 3.14 på side 37.

Figur 1 Oljeleverandørernes plassering i verdikjeden



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> i oljeleverandørnæringen. Prosent. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2015



1) Driftsresultat før driftsmessige av- og nedskrivninger (EBITDA) siste fire kvartaler i prosent av netto rentebærende gjeld. Målet på EBITDA er standardisert av Bloomberg. Det er foretatt en justering for nedskrivning av goodwill for foretak hvor dette ikke var inkludert i Bloombergs mål på EBITDA. Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Endringer i forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og bokførte verdi (pris/bok-raten) kan gjenspeile endrede utsikter og usikkerhet om eiendelenes verdi. Dersom pris/bok-raten er 1, betyr det at markedet priser egenkapitalen lik bokført verdi. Pris/bok-raten har avtatt markert for alle segmenter det siste året, se figur 4. I tredje kvartal i år var egenkapitalens markedsverdi priset til under halvparten av bokført verdi for alle segmenter.

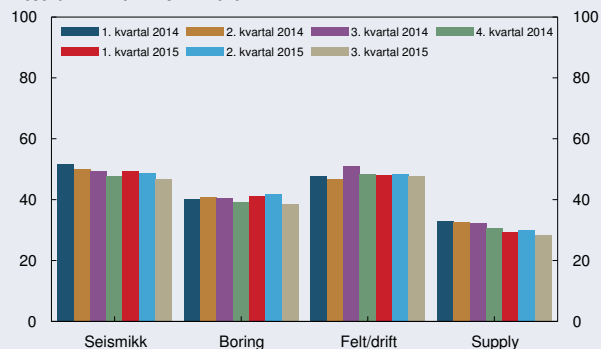
Flere av de børsnoterte foretakene innen oljeleverandørnæringen har en betydelig andel obligasjonsfinansiering. Risikopåslaget på ny obligasjonsfinansiering har økt betydelig for oljerelaterte foretak med lav kredittvurdering. De høye risikopåslagene skaper utfordringer for foretak som må refinansiere sin gjeld.

Svake markedsutsikter og vanskelige finansieringsvilkår kan føre til at flere selskaper etter hvert får problemer med å betjene gjelden. Det kan føre til mislighold og økte tap i banksektoren. Ifølge Finanstilsynet utgjør norske bankers samlede eksponeringer mot oljenæringen og oljerelaterte foretak en begrenset del av bankenes samlede utlån.<sup>5</sup> Syv av de største

norske bankene har eksponeringer mot oljenæringen og oljerelaterte foretak på mellom 5 og 25 prosent av den enkelte banks totale bedriftsmarkedsporfølje. Norske banker har gode resultater og har økt sin kapitaldekning de siste årene. Bankene kan trolig tåle nokså høye tap på utlån til oljerelaterte foretak, dersom tapene avgrenses til denne næringen.

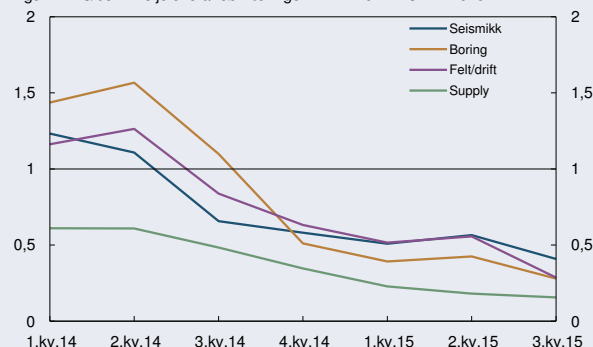
5 Se Finanstilsynet (2015), «Betydningen av norsk økonomis oljeavhengighet for finansiell stabilitet», Finansielle utviklingstrekk 2015.

Figur 3 Egenkapitalandel<sup>1)</sup> i oljeleverandørnæringen. Prosent. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2015



1) Bokført egenkapital i prosent av totale eiendeler  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 4 Pris/bok<sup>1)</sup> i oljeleverandørnæringen. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2015



1) Aksjepris som andel av bokført verdi per aksje  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank



# VEDLEGG

---

Oversikt over rentemøter i Norges Bank  
Tabeller og detaljerte anslag

---

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

Dato	Styringsrente <sup>1</sup>	Endring
11. mai 2016		
16. mars 2016		
<b>16. desember 2015</b>	<b>0,75</b>	<b>0</b>
4. november 2015	0,75	0
23. september 2015	0,75	-0,25
17. juni 2015	1,00	-0,25
6. mai 2015	1,25	0
18. mars 2015	1,25	0
10. desember 2014	1,25	-0,25
22. oktober 2014	1,50	0
17. september 2014	1,50	0
18. juni 2014	1,50	0
7. mai 2014	1,50	0
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	1,50	0
31. oktober 2012	1,50	0
29. august 2012	1,50	0
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 2012	1,50	0
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50
19. oktober 2011	2,25	0
21. september 2011	2,25	0
10. august 2011	2,25	0
22. juni 2011	2,25	0
12. mai 2011	2,25	+0,25
16. mars 2011	2,00	0
26. januar 2011	2,00	0
15. desember 2010	2,00	0
27. oktober 2010	2,00	0
22. september 2010	2,00	0
11. august 2010	2,00	0
23. juni 2010	2,00	0

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

**TABELL 1 MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER**

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto-investeringer F-Norge	Petroleums-investeringer <sup>1</sup>	Eksport F-Norge <sup>2</sup>	Import
2008	0,4	1,7	1,7	2,4	0,9	4,7	4,4	3,2
2009	-1,6	-1,6	0,0	4,1	-10,4	3,3	-5,4	-10,0
2010	0,6	1,8	3,8	2,2	-6,4	-8,9	7,9	8,3
2011	1,0	1,9	2,3	1,0	5,0	11,3	0,8	4,0
2012	2,7	3,8	3,5	1,6	7,4	15,1	1,3	3,1
2013	1,0	2,3	2,7	1,0	2,9	19,3	2,3	4,9
2014	2,2	2,3	1,7	2,9	1,3	-2,9	2,1	1,5
2014 <sup>3</sup> 4. kv	1,1	0,4	0,7	0,6	-0,9	-7,2	2,6	-1,4
2015 1. kv	0,2	0,3	0,7	0,2	-1,4	-0,3	0,0	2,8
2. kv	0,0	0,3	0,6	0,7	2,0	-4,5	0,9	-2,8
3. kv	1,8	0,2	0,1	0,6	3,1	-7,6	2,8	-2,3
Nivå 2014, mrd. kroner	3 154	2 525	1 280	692	519	215	557	930

1 Utvinning og rørtransport

2 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleums tjenester og andre tjenester

3 Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**TABELL 2 KONSUMPRISER**

Årlig vekst/ tolv månedersvekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1</sup>	KPIXE <sup>2</sup>	KPI-JA <sup>3</sup>	KPI-JE <sup>4</sup>	HKPI <sup>5</sup>
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010	2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,3
2011	1,2	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2
2012	0,8	1,2	1,0	0,6	1,4	0,4
2013	2,1	1,6	1,4	2,1	1,6	2,0
2014	2,0	2,4	2,3	2,1	2,3	1,9
2015 jan	2,0	2,4	2,4	2,0	2,4	1,9
feb	1,9	2,4	2,3	1,9	2,3	1,8
mar	2,0	2,3	2,3	1,9	2,2	1,7
apr	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	1,8
mai	2,1	2,4	2,4	2,1	2,4	2,0
jun	2,6	3,2	3,1	2,7	3,1	2,6
jul	1,8	2,6	2,5	1,8	2,7	1,5
aug	2,0	2,9	2,7	1,9	2,9	1,8
sep	2,1	3,1	2,9	2,0	3,1	1,9
okt	2,5	3,0	2,8	2,4	3,0	2,4
nov	2,8	3,1	2,8	2,7	3,1	2,7

1 KPI-JAE: KPI justert for avgifts endringer og uten energivarer

2 KPIXE: KPI justert for avgifts endringer 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 avgifts endringer

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 3/15 i parentes	Andel av verdens BNP			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markedskurser <sup>1</sup>	Handelspartnere <sup>4</sup>	2014	2015	2016	2017	2018
USA	16	22	10	2,4	2,5 (0,1)	2,5 (-0,2)	2,5 (-0,2)	2,3 (0)
Euroområdet	12	18	38	0,9	1,5 (0)	1,6 (0)	1,7 (0)	1,7 (0)
Storbritannia	2	4	9	2,9	2,4 (-0,1)	2,4 (-0,1)	2,4 (0)	2,2 (0)
Sverige	0,4	0,8	12	2,4	3,3 (0,2)	3 (0)	2,8 (0)	2,5 (0,2)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	7	11	16	1,8	1,6 (0)	1,8 (-0,2)	2 (-0,3)	2,2 (-0,3)
Kina	16	11	5	7,3	6,8 (0,1)	6,2 (-0,2)	6 (-0,2)	5,8 (-0,2)
Fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	19	12	10	2,7	0,7 (-0,3)	1,8 (-0,5)	3,6 (-0,2)	3,9 (0)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	72	77	100	2,1	2,2 (0)	2,2 (-0,1)	2,4 (-0,1)	2,4 (0)
Verden (PPP) <sup>5</sup>	100	100		3,4	3,1 (-0,1)	3,4 (-0,3)	3,7 (-0,2)	3,8 (-0,1)
Verden (markedskurser) <sup>5</sup>	100	100		2,7	2,4 (-0,2)	2,8 (-0,3)	3,1 (-0,2)	3,2 (0)

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

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

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

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

## TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 3/15 i parentes	Handelspartnere <sup>3</sup>	Handelspartnere i renteaggregatet <sup>4</sup>	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2014	2015	2016	2017	2018
USA	6	19	1,6	0,1 (-0,1)	1,4 (0)	2 (0)	2,3 (0)
Euroområdet	35	53	0,4	0 (-0,1)	0,8 (-0,2)	1,4 (0,1)	1,5 (0)
Storbritannia	7	7	1,5	0 (-0,1)	1,2 (-0,2)	1,9 (0)	2 (0)
Sverige	16	13	-0,2	-0,1 (-0,1)	1,1 (-0,4)	2,6 (-0,4)	2,8 (0,2)
Øvrige industriland <sup>1</sup>	15		1	0,4 (0)	1 (-0,1)	2 (-0,1)	1,9 (-0,1)
Kina	11		2,0	1,5 (0)	1,7 (0)	2,4 (0)	2,7 (0)
Fremvoksende økonomier <sup>2</sup>	10		6,5	8,3 (0,2)	6,2 (0,6)	5,4 (0,3)	4,9 (0,1)
Norges handelspartnere <sup>3</sup>	100		1,3	0,9 (-0,1)	1,5 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,3 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet <sup>4</sup>			0,7	0	1,0	1,8	1,9
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>5</sup>			99	52	44	51	55

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

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

3 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

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

5 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. 2015 er gjennomsnitt av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

## TABELL 5 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2014	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,0	2,2	2,8	2,5	2
KPI-JAE <sup>1</sup>		2,4	2,7	2,9	2,5	2
Årslønn <sup>2</sup>		3,1	2,7	2,8	3,1	3,5
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	3154,1	2,2	1,8	0,9	1,5	1,9
BNP for Fastlands-Norge	2524,9	2,3	1,4	1,1	1,9	2,3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		-0,4	-1	-1,6	-1,8	-1,5
Sysselsetting, personer, KNR		1,1	0,7	0,3	0,6	1,1
Arbeidsstyrke, AKU		1,1	1,4	0,4	0,4	0,8
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,5	4,4	4,6	4,4	4,1
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,8	3	3,3	3,4	3,3
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4</sup>	2490,7	2,0	2,1	2,2	2,3	2,8
- Privat konsum	1280,5	1,7	2,2	1,5	2	2,4
- Private investeringer <sup>5</sup>	375,0	-0,9	0,1	1,7	3,7	5,9
- Offentlig etterspørsel <sup>6</sup>	835,2	3,7	2,8	3,4	2,1	2
Petroleumsinvesteringer <sup>7</sup>	214,6	-2,9	-14,3	-11	-6	-3
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>8</sup>	557,2	2,1	5,9	2,3	4	4
Import	929,6	1,5	0,4	-0,8	2,8	3,8
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>9</sup>		1,5	1,1	0,5	0,4	0,7
Importveid valutakurs (I-44) <sup>10</sup>		93,7	103,3	107,2	105,4	102,8

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 rørrtransport

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

9 Styringsrenten 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 inntektsoppkjørene (TBU), NAV og Norges Bank

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

Pengepolitisk rapport 4|15 – desember

