



NORGES BANK

4 | 14 DESEMBER

PENGEPOLITISK RAPPORT

MED VURDERING AV
FINANSIELL STABILITET

Norges Bank

Oslo 2014

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

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

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

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

I møtet 26. november 2014 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 vedtok hovedstyret i møtet 10. desember 2014 en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 19. mars 2015. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for 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.

INNHold

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN	7
RAMMER:	
- Forutsetninger om finanspolitikken	13
- Forutsetninger om petroleumsinvesteringer	14
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN	16
Kryssjekker av renteprognosen	22
RAMMER:	
- Kriterier for en god rentebane	24
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/14	26
3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	28
Utvikling i gjeld og eiendomspriser	28
Beslutning om motsyklisk kapitalbuffer	28
Bankenes tilpasning	33
Endringer i det norske kapitaldekningsregelverket	34
RAMMER:	
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	35
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for bufferkravet	36
UTDYPINGER	39
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	40
- Fallet i oljeprisen	44
- Virkningen av lavere oljepris på norsk økonomi	46
- Systemrisiko og makrotilsyn	48
- Kan prisutviklingen i sektorer som endrer prisene sjelden fortelle oss noe om inflasjonsforventningene?	50
VEDLEGG	51
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	52
Tabeller og detaljerte anslag	53

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 5. desember 2014.
Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 10. desember 2014.

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

Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i pengepolitikken i et møte om lag to uker før Pengepolitisk rapport publiseres. Aktuelle temaer til rapporten har vært diskutert i et tidligere møte. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om en pengepolitisk strategi fattes dagen før rapporten offentliggjøres. Strategien gjelder for perioden fram til neste rapport og er gjengitt først i rapporten.

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

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 diskuterte strategien for pengepolitikken på møtene 26. november og 10. desember 2014. Utgangspunktet for diskusjonen var strategien som hovedstyret vedtok i sitt møte 17. september 2014 og analysen i Pengepolitisk rapport 3/14. Analysen i Pengepolitisk rapport 3/14 tilsa en styringsrente på 1,5 prosent ut 2015, og at den deretter ville økes gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville ligge noe under, men nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å kunne avta noe det nærmeste året, men deretter å øke igjen til nær et normalt nivå. På rentemøtet 22. oktober 2014 besluttet hovedstyret å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent. Samtidig pekte hovedstyret på at usikkerheten om utsiktene for norsk økonomi hadde økt siden september.

I sine drøftinger 26. november og 10. desember festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere har vært om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 3/14. Usikkerheten om utviklingen fremover er fortsatt stor, særlig i euroområdet.
- Oljeprisen har falt kraftig. Den siste tiden har oljeprisen ligget rundt 70 dollar per fat. Det er om lag 35 prosent lavere enn gjennomsnittet for første halvår 2014.
- Styringsrentene er nær null hos flere av våre handelspartnere. I Sverige satte Riksbanken ned styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0 prosent i oktober. Markedsaktørens forventninger tilsier at renteoppgangen ute igjen er skjøvet ut i tid.
- Kronen har svekket seg markert. Målt ved den importveide kronekursen (I-44) er kronen nå over 7 prosent svakere enn ved forrige rapport.
- Bankene har satt ned renten på boliglån og utlånsrenten er nå litt lavere enn lagt til grunn i september.
- Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var den sesongjusterte veksten i fastlandsøkonomien 0,4 prosent i tredje kvartal. Bedriftene i vårt regionale nettverk

meldte i oktober om ganske moderat produksjonsvekst og svakere vekstutsikter. I oljeleverandørnæringen ble det rapportert om fallende aktivitet. Privat konsum har vært lavere enn ventet, og husholdningenes tillitsindikatorer har falt.

- Boligprisene har steget noe mer enn lagt til grunn, men husholdningenes gjeldsvekst har vært som anslått.
- Prisveksten har vært på linje med anslagene i forrige rapport. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,5 prosent i oktober.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av pengepolitikken at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon avveies mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken bør være robust. Det er usikkerhet om drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. Ved store forstyrrelser kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Det kan tilsi en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. En robust pengepolitikk tar også hensyn til faren for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp.

Høyere kapitalkrav vil gjøre bankene mer robuste og kan dempe risikoen for at ubalanser utløser eller forsterker tilbakeslag i økonomien. Dersom finansielle ubalanser bygger seg opp, vil det være nærliggende å vurdere kravet til motsyklisk kapitalbuffer i bankene.

Hovedstyret merket seg at analysene i denne rapporten viser at utsiktene for norsk økonomi er svekket siden september. Oljeprisen har falt kraftig, og aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å bli lavere enn tidligere lagt til grunn. Veksten i privat konsum og foretaksinvesteringene ser også ut til å bli lavere enn ventet. Samtidig bidrar en svakere krone til å holde inflasjonen oppe og til å dempe virkningene på norsk økonomi av en lavere oljepris. Prognosen for styringsrenten er klart lavere enn anslagene fra september. Analysen innebærer at styringsrenten reduseres og

blir liggende på 1¼ prosent eller noe lavere fram mot slutten av 2016. Med en slik utvikling i styringsrenten tilsier analysen i rapporten at prisveksten vil ligge noe høyere enn tidligere anslått, og nær 2,5 prosent de neste årene. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vil trolig avta mer enn tidligere anslått, men ventes å øke igjen mot slutten av anslagsperioden.

Hovedstyret drøftet virkningene av den kraftige nedgangen i oljeprisen. Det ble pekt på at fallet i oljeprisen trolig må ses i sammenheng med økt tilbud av olje, samtidig som lavere vekst i verdensøkonomien også har ført til lavere etterspørsel etter råolje. Flere oljeselskaper og underleverandører til petroleumsnæringen har den siste tiden meldt om nedbemannings og kostnadskutt. Det kraftige fallet i oljeprisen vil trolig forsterke denne tendensen. Det ble trukket fram at dette vil gi ringvirkninger for fastlandsøkonomien og at arbeidsledigheten kan øke noe fremover. Økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen kan også bidra til at husholdninger og bedrifter blir mer forsiktige når de tar beslutninger om forbruk og investeringer. Svakere utvikling i globale oljeinvesteringer vil også kunne dempe eksporten fra oljeleverandørindustrien.

Det ble pekt på at norsk økonomi nå blir mer avhengig av vekst i andre næringer enn petroleumsnæringen for å holde veksten i norsk økonomi oppe. En svakere krone bidrar til å øke lønnsomheten for norske eksportbedrifter og for norske importkonkurrerende virksomheter. Etter hvert som veksten ute tar seg opp, kan etterspørselen etter norske varer og tjenester også øke.

Aktiviteten i norsk økonomi har så langt holdt seg oppe, og arbeidsledigheten er fortsatt lav. Inflasjonen er nær 2,5 prosent. I vurderingen av pengepolitikken den nærmeste tiden ble det lagt vekt på at utsiktene for norsk økonomi er klart svakere enn tidligere lagt til grunn. Svekkelsen av kronen vil trolig bidra til at inflasjonen holder seg oppe. Med en prisvekst nær 2,5 prosent tilsier hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting en lavere styringsrente. En lavere rente kan isolert sett bidra til at boligpriser og gjeld fortsetter å vokse raskere enn husholdningenes inntekter. På den andre siden har oljeprisen falt kraftig, og utsiktene for norsk økonomi er svekket. Hovedstyret legger vekt på å motvirke faren for en markert nedgang i norsk økonomi. Etter en samlet vurdering av utsiktene og risikobildet mener hovedstyret at styringsrenten bør settes ned nå.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 10. desember å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,25 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet ¾–1¾ prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 19. mars 2015, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Øystein Olsen
11. desember 2014

1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

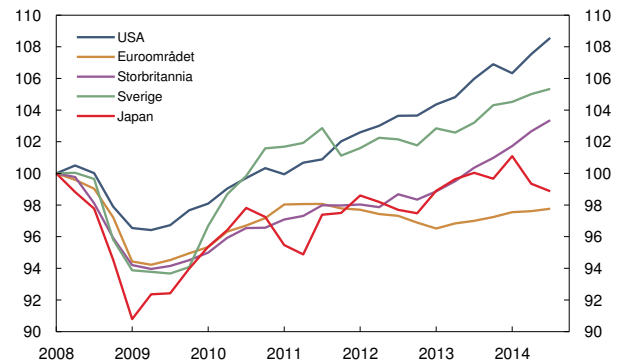
Oppgangen i verdensøkonomien er fortsatt moderat og usikkerheten om utviklingen fremover er stor, særlig i euroområdet. I USA ser det ut til at veksten har fått feste, se figur 1.1. Det er god vekst i privat konsum og investeringer, og bedringen i arbeidsmarkedet fortsetter. Lønnsveksten er fremdeles moderat. Opphenting i euroområdet ser ut til å ta enda lengre tid enn tidligere ventet. Industriproduksjonen utvikler seg svakt, og investeringene avtar som andel av BNP. Veksten i kjernelandene ser ut til å bli lavere enn tidligere lagt til grunn. I Storbritannia ventes fortsatt god vekst, selv om veksttakten vil kunne avta noe fremover. I Sverige holder privat konsum og boliginvesteringer BNP-veksten oppe, mens utviklingen i foretakenes investeringer er svak. For de fleste industriland vil bedre kredittforhold, mindre stram finanspolitikk og fortsatt ekspansiv pengepolitikk kunne bidra til at veksten tar seg opp de nærmeste årene.

I Kina fortsetter avdempingen i veksten, men veksten ser ut til å bli litt høyere enn anslått i forrige rapport. Veksten i industriproduksjon og investeringer har falt, mens eksportveksten fortsatt er høy. I andre fremvoksende økonomier i Asia er vekstutsiktene om lag som anslått i september.

Oljeprisen har falt markert siden september, og har ligget rundt 70 dollar per fat den siste tiden, se figur 1.2. Det er om lag 35 prosent lavere enn gjennomsnittet for første halvår 2014. Terminprisene har også falt en god del. Oljeprisfallet må ses i sammenheng med økt tilbud av olje både fra land i og utenfor OPEC, samt svakere vekst i global oljeetterspørsel som følge av at utsiktene for verdensøkonomien er blitt gradvis nedjustert. En sterkere dollar har også spilt inn. Utviklingen i oljeprisen er nærmere utdypet på side 44. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, som indikerer en viss oppgang i oljeprisen fremover, se figur 1.2.

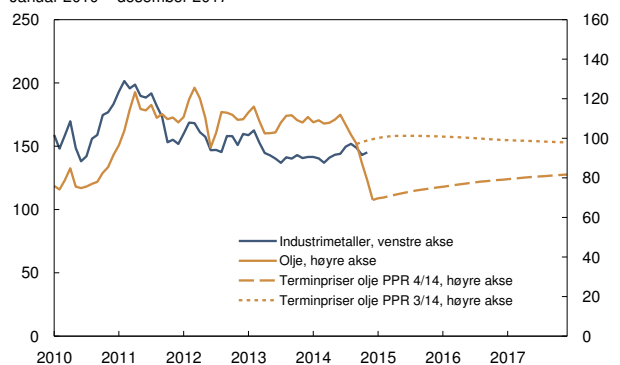
De fleste industriland og mange fremvoksende økonomier er netto importører av olje. For disse landene vil lavere oljepris isolert sett bidra til høyere aktivitet og bedre vekstutsikter gjennom økt kjøpekraft for konsumentene og lavere energikostnader for mange bedrifter. For store olje- og gassseksportører som Russland og Brasil er det derimot utsikter til betydelig lavere vekst enn lagt til grunn i september.

Figur 1.1 BNP. Sesongjustert volumindeks. 1. kv. 2008=100. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2014



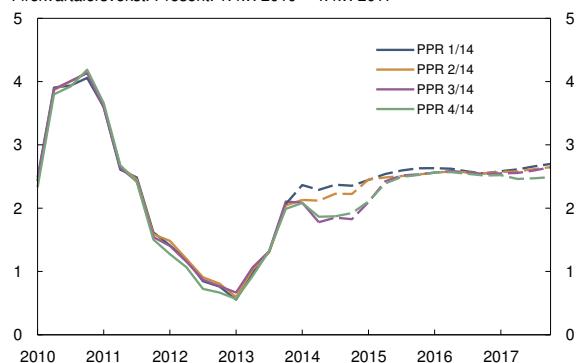
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 Priser på råolje og industrimetaller.¹⁾ Januar 2010 – desember 2017^{2) 3)}



1) USD per fat for olje og indeks for industrimetaller
2) For desember 2014 er siste observasjon 5. desember 2014 brukt for oljepris
3) Terminpris fra 5. desember 2014
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

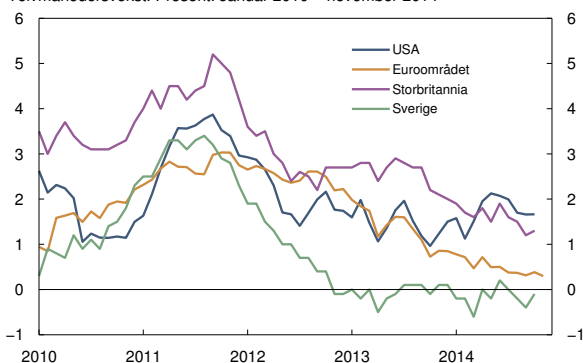
Figur 1.3 BNP hos handelspartnerne. Volum. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017¹⁾



1) Anslag gitt på ulike tidspunkt (stiplet). Anslag fra 4. kv. 2014 for PPR 4/14
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Konsumpriser.

Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – november 2014¹⁾



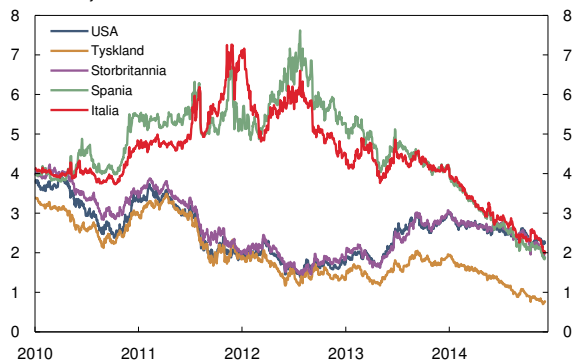
1) Til og med oktober 2014 for USA, Storbritannia og Sverige
Kilder: Eurostat og Bureau of Labour Statistics

Utsiktene for den økonomiske veksten hos Norges handelspartnere er samlet sett om lag uendret fra forrige rapport. BNP-veksten anslås å ta seg opp fra 1,3 prosent i fjor til 2 prosent i år, se figur 1.3 og tabell 3 i vedlegget. Utover i prognoseperioden venter vi en vekst på rundt 2½ prosent årlig. Verdensøkonomien anslås samlet å vokse med 2½ prosent i år, litt under gjennomsnittet for de siste 30 årene. For en nærmere omtale av utviklingen i ulike regioner, se utdypingen på side 40.

Veksten i konsumprisene er lav i de fleste industriland, se figur 1.4. I euroområdet var prisveksten i november 0,3 prosent, mens prisene i Sverige i oktober var 0,1 prosent lavere enn i samme måned i fjor. De markedsbaserte langsiktige inflasjonsforventningene har falt noe både i USA og Europa. Lavere oljepris bidrar til å trekke ned inflasjonsanslagene for i år og neste år. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere samlet sett ventes å tilta fra 1¼ prosent i år til 2 prosent i 2016, se tabell 4 i vedlegget.

Figur 1.5 Renter på 10-års statsobligasjoner.

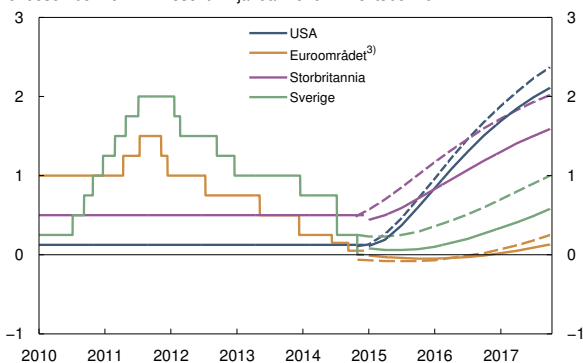
Prosent. 1. januar 2010 – 5. desember 2014



Kilde: Bloomberg

Lange internasjonale renter har falt videre siden Pengepolitisk rapport 3/14, se figur 1.5. Svake vekstutsikter, geopolitisk usikkerhet og mer ekspansiv pengepolitikk i både Japan og euroområdet har bidratt til rentenedgangen. Det har vært nokså store bevegelser i aksjemarkedene siden forrige rapport ble lagt fram. Aksjekurser i Europa er samlet sett om lag uendret siden september, mens amerikanske aksjemarkeder har passert tidligere toppnoteringer.

Figur 1.6 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 11. september 2014 og 5. desember 2014.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 1. oktober 2017²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 11. september 2014. Tynne linjer viser terminrenter per 5. desember 2014. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 1. kvartal 2015
3) Eonia for euroområdet fra 1. kvartal 2015
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land. I oktober satte Riksbanken i Sverige ned styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0 prosent. Markedsprisingen og anslag fra Riksbanken indikerer nå at styringsrenten holdes uendret fram til sommeren 2016, se figur 1.6. Den europeiske sentralbanken (ESB) har siden rentekuttet i begynnelsen av september holdt styringsrenten uendret på 0,05 prosent. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten blir liggende uendret ut prognoseperioden. ESB har startet med kjøp av private obligasjoner. Kjøp av bankobligasjoner med sikkerhet i boliglån startet i oktober, mens kjøp av pantesikrede obligasjoner (ABS) begynte i november. ESB har varslet at de vil iverksette ytterligere ukonvensjonelle pengepolitiske tiltak dersom det blir nødvendig. Markedsprisene indikerer at første renteøkning i USA og Storbritannia kommer henholdsvis

sommeren og høsten 2015. For våre handelspartnere sett under ett er markedsaktørenes forventninger til pengemarkedsrentene ute noe lavere enn ved forrige rapport, se figur 1.7.

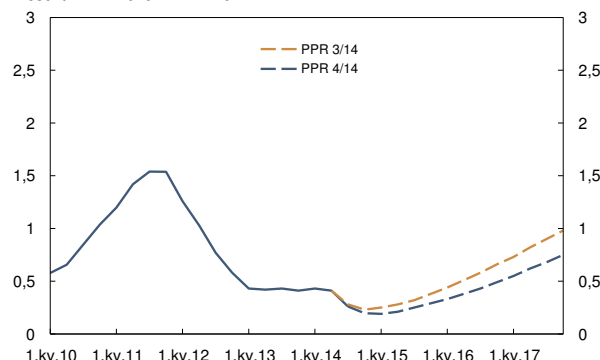
Kronen har svekket seg markert siden september og er nå på det svakeste nivået siden 2009, målt ved den importveide kronkursindeksen (I-44). Utviklingen i kronkursen må ses i sammenheng med fallende oljepris. Det kan se ut til at markedsaktørene er blitt mer usikre på vekstutsiktene for norsk økonomi etter at oljeprisen falt under de nivåene den i hovedsak har beveget seg innenfor de siste årene, se figur 1.8. Hittil i fjerde kvartal er kronen, målt ved den importveide kronkursindeksen I-44, i overkant av 4 prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/14.

Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente ventes å holde seg rundt ¼ prosentenheter fremover. Finansieringskostnaden for boliglån er om lag uendret fra forrige rapport, se figur 1.9. Bankene har satt ned renten på boliglån.

Veksten her hjemme ser så langt ut til å være om lag i tråd med anslagene i Pengepolitisk rapport 3/14. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var den sesongjusterte veksten i BNP for Fastlands-Norge 0,4 prosent i tredje kvartal. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i oktober om ganske moderat produktjonsvekst, litt svakere enn i august. I oljeleverandørnæringen ble det rapportert om fallende aktivitet. Veksten har avtatt litt i eksportindustrien og i virksomheter som leverer tjenester til næringslivet, mens bedriftene innen bygg og anlegg rapporterte om høyere vekst, se figur 1.10.

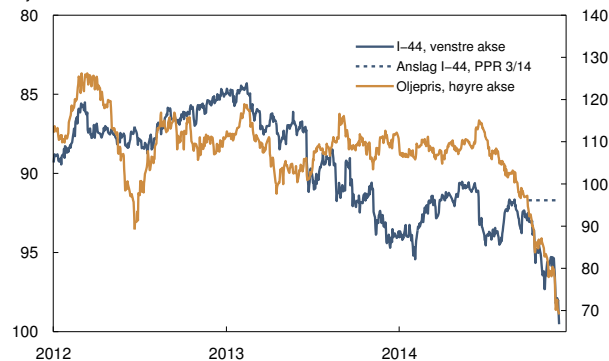
Arbeidsledigheten har utviklet seg om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 3/14. I november var den registrerte arbeidsledigheten 2,8 prosent av arbeidsstyrken, se figur 1.11. Veksten i sysselsettingen har holdt seg oppe. Forventningstallene fra Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer og fra Regionalt nettverk indikerer svakere sysselsettingsvekst fremover. Ifølge vårt regionale nettverk har flere bedrifter innen industri og tjenesteyting rapportert at de har redusert bemanningen gjennom det siste året, og at dette har redusert produktjonskapasiteten. Statistikk over ledige stillinger bekrefter bildet av redusert etterspørsel

Figur 1.7 Pengemarkedsrente hos handelspartnere i PPR 3/14 og PPR 4/14.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017



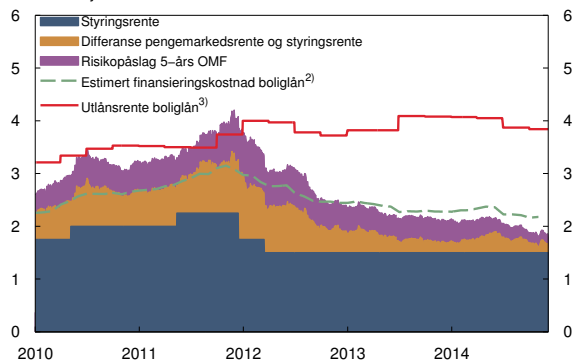
¹⁾ Stiplede blå og gule linjer viser terminrenter henholdsvis per 5. desember 2014 og 11. september 2014
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.8 Oljepris og importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾ 1. januar 2012 – 5. desember 2014



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

Figur 1.9 Uttånsrente boliglån¹⁾ og finansieringskostnader. Prosent. 1. januar 2010 – 5. desember 2014



¹⁾ Uttånsrenten på rammelån med pant i bolig gitt av alle banker og kredittforetak i Norge
²⁾ Estimert ut fra vektet rente på beholdning av OMF-lån og vektet innskuddsrente
³⁾ Rammelån
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

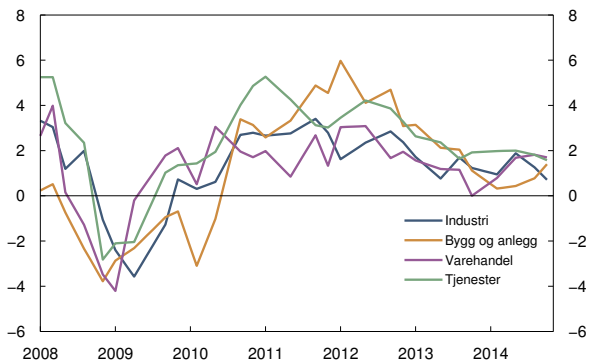
etter arbeidskraft, se figur 1.12. Arbeidsinnvandringen har avtatt litt.

De siste årene har husholdningenes konsum vært moderat og spareraten økende. Det er særlig varekonsumet som har utviklet seg svakt, blant annet drevet av lavere vekst i konsum av varige goder. Etter en noe høyere konsumvekst i første halvår falt konsumet i tredje kvartal og var lavere enn anslått i forrige rapport. Samtidig kan det se ut til at den høye sparingen vil fortsette, se figur 1.13. Etter å ha tatt seg noe opp de siste kvartalene synes husholdningenes tillitsindikatorer nå å peke i retning av en svakere utvik-

ling i tiden fremover, se figur 1.14. Fallende oljepris og økt usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi kan ha bidratt til at husholdningene er blitt mer pessimistiske. Kontaktene i Regionalt nettverk melder fortsatt om moderat vekst i husholdningsrettede næringer.

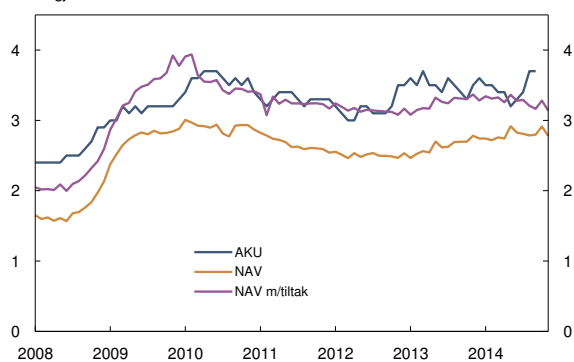
Boligprisene og omsetningen i boligmarkedet har fortsatt å øke siden våren 2014. De siste månedene har boligprisene steget noe mer enn anslått i forrige rapport, og var i november 6,8 prosent høyere enn i samme måned i fjor, se figur 1.15. Husholdningenes gjeldsvekst har vært stabil på om lag 6,5 prosent de

Figur 1.10 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder. Annualisert. Prosent. Januar 2008 – oktober 2014



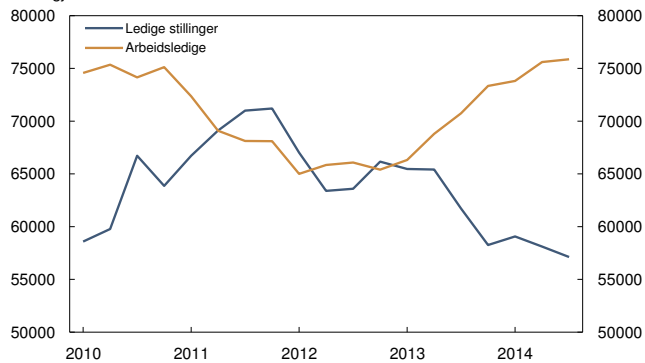
Kilde: Norges Bank

Figur 1.11 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – november 2014



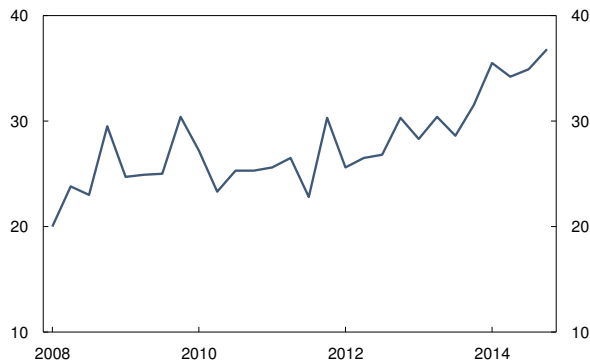
1) Arbeidskraftundersøkelsen
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

Figur 1.12 Antall ledige stillinger og antall arbeidsledige.¹⁾ Sesongjustert. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2014



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

Figur 1.13 TNS Gallups spareindikator
Andel som vil spare eller nedbetale lån dersom økonomien i husstanden ble bedre. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilde: TNS Gallup

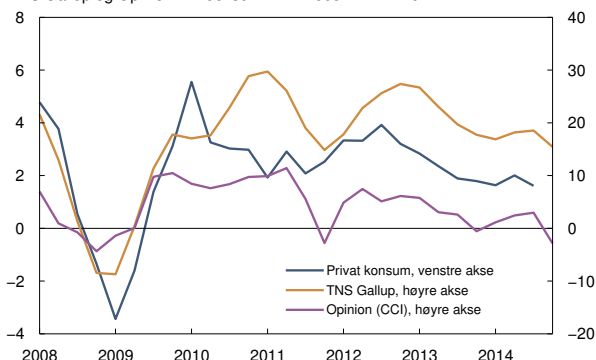
siste månedene, i tråd med anslagene i Pengepolitisk rapport 3/14.

Boliginvesteringene har falt de siste kvartalene, og utviklingen i tredje kvartal var svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/14. Salget av nye boliger har imidlertid tiltatt gjennom året. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i oktober om økende vekst i bygg- og anleggsektoren. Utsiktene fremover er også oppjustert sammenliknet med kontaktenes forventninger i august. Den sterkeste veksten er innen infrastrukturprosjekter.

Investeringene i fastlandsbedriftene økte i tredje kvartal, noe mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Kontaktene i regionalt nettverk melder om små endringer i investeringsaktiviteten de neste 12 månedene, se figur 1.16.

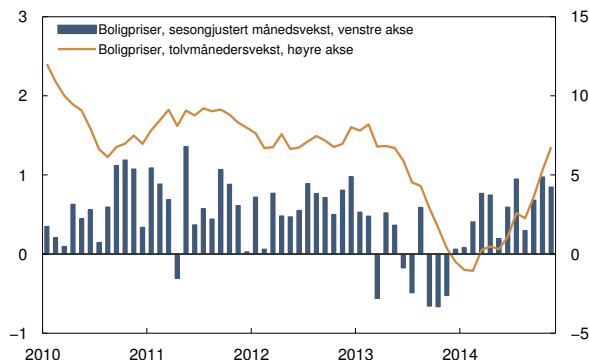
Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har de siste årene utviklet seg nokså svakt, blant annet som følge av lav vekst i norske eksportmarkeder og et høyt norsk kostnadsnivå. Veksten i eksporten har tatt seg opp de siste to kvartalene. Dette kan blant annet ses i lys av at konkurransevnen er bedret som følge av en svakere krone.

Figur 1.14 Privat konsum og konsumentllit
Privat konsum: Firekvartalersvekst. Prosent.
TNS Gallup og Opinion¹⁾: Indekser. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014²⁾



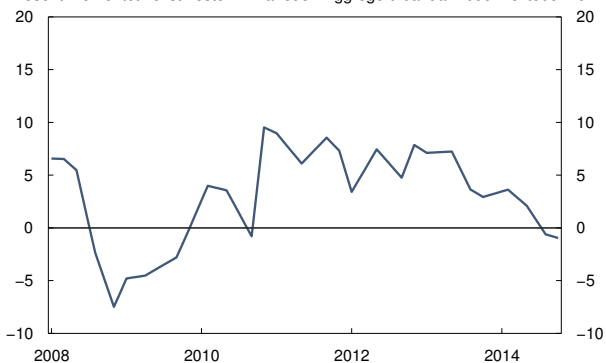
1) TNS Gallups forbrukerbarometer og Opinions CCI. For CCI er gjennomsnitt av månedstall benyttet som kvartalstall
2) Til og med 3. kvartal 2014 for privat konsum og november for CCI
Kilder: TNS Gallup, Opinion og Statistisk sentralbyrå

Figur 1.15 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – november 2014



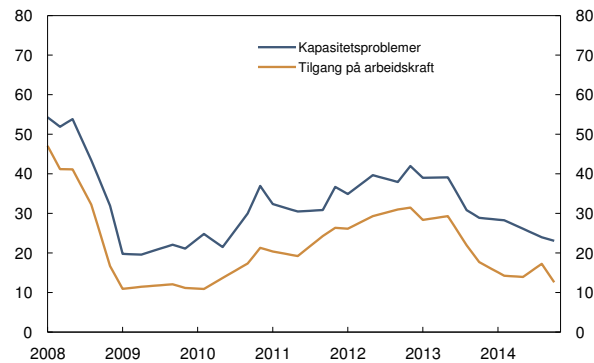
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 1.16 Investeringer i Norges Banks regionale nettverk
Prosent. Forventet vekst neste 12 måneder. Aggregert. Januar 2008 – oktober 2014



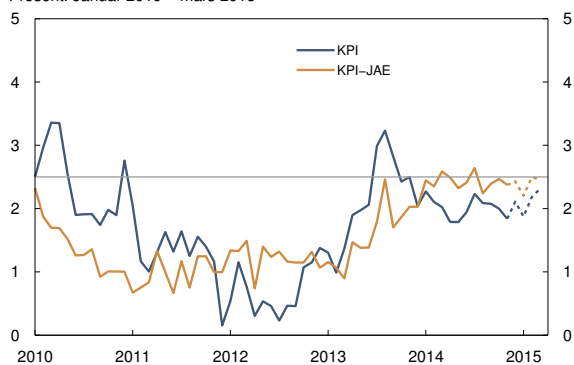
Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾ i Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2008 – oktober 2014



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

Figur 1.18 KPI og KPI-JAE.¹⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – mars 2015²⁾

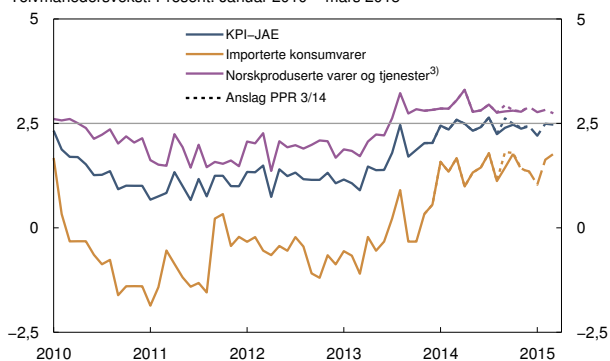


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for november 2014 – mars 2015 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien har avtatt litt det siste året. Ifølge vårt regionale nettverk har andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer avtatt noe. Bedriftene melder også at det har blitt lettere å få tak i kvalifisert arbeidskraft, se figur 1.17. Den registrerte arbeidsledigheten har holdt seg nokså stabil, og er fortsatt nær gjennomsnittet for de siste 15 årene. Samlet ser det ut til at kapasitetsutnyttningen har avtatt om lag som anslått i forrige rapport.

Lønnsveksten i 2014 anslås til 3½ prosent, uendret fra Pengepolitisk rapport 3/14. Anslaget er på linje med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk. For 2015 venter kontaktene en lønnsvekst på mellom 3 og 3¼ prosent. Det er små forskjeller mellom forventningene i de ulike næringene.

Figur 1.19 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – mars 2015²⁾

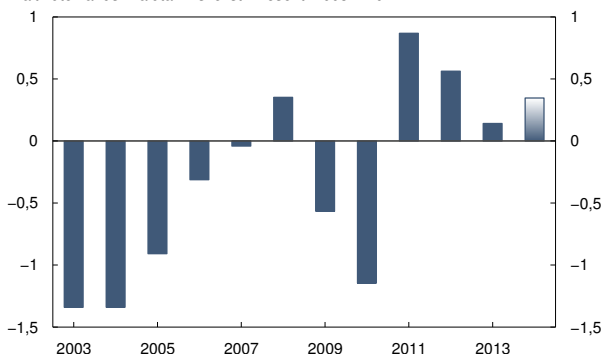


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for november 2014 – mars 2015 (stiplet)
3) Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten har vært på linje med anslagene i forrige rapport. I oktober var årsveksten i konsumprisene (KPI) 2,0 prosent, ned fra 2,1 prosent i september, se figur 1.18. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var veksten 2,5 prosent i oktober, opp fra 2,4 prosent i september.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har vært i underkant av 3 prosent de siste månedene, i tråd med anslagene i forrige rapport, se figur 1.19. I oktober var tolv månedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester 2,8 prosent, uendret fra september. Vi har lagt til grunn at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil være på om lag samme nivå de neste månedene.

Figur 1.20 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2014¹⁾

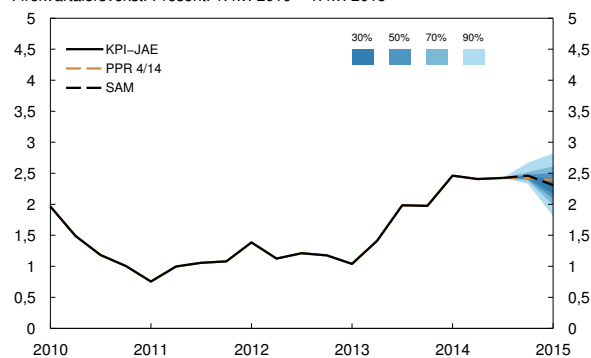


1) Anslag for 2014
Kilde: Norges Bank

Prisveksten på importerte konsumvarer steg markert i fjor høst og har holdt seg oppe så langt i år. Høyere prisvekst må ses i lys av kronesvekkelsen gjennom 2013. Tolvmånedersveksten i prisene på importerte konsumvarer var 1,4 prosent i september. I oktober steg prisveksten til 1,8 prosent, i tråd med anslagene i forrige rapport, se figur 1.19. Internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser anslås å være litt sterkere enn i fjor, se figur 1.20, og anslaget er noe høyere enn i forrige rapport. Gjennom sommeren og høsten har kronen igjen svekket seg. Vi venter derfor at prisveksten på importerte konsumvarer vil holde seg oppe noe lenger enn tidligere anslått.

Tolv månedersveksten i KPI-JAE anslås å ligge noe høyere enn tidligere antatt den nærmeste tiden. Anslagene for KPI-JAE er i tråd med fremskrivingene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.21.

Figur 1.21 KPI-JAE.¹⁾ Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvitte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 1. kv. 2015³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) System for sammenveining av korttidsmodeller
 3) Anslag for 4. kv. 2014 – 1. kv. 2015 (stiplet)
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

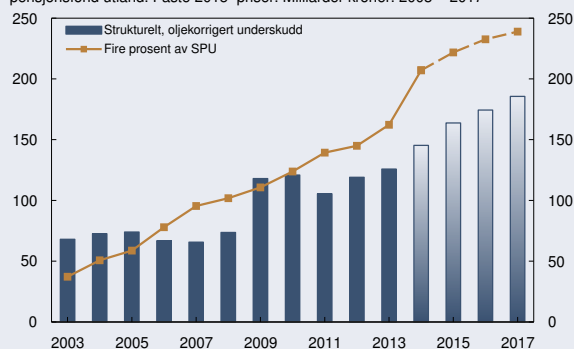
FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Forutsetningene om finanspolitikken bygger på Nasjonalbudsjettet 2015, budsjettforliket i Stortinget og tall fra nysalderingen av statsbudsjettet for 2014. Den underliggende bruken av oljeinntekter måles ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet. For 2014 anslås dette underskuddet til 141 milliarder kroner. Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslås å øke til 164 milliarder kroner i 2015. Veksten i statsbudsjettets utgifter i 2015 er nær gjennomsnittet for de siste 15 årene. Samtidig er det foreslått enkelte skattelettelser som får virkning fra 2015.

Endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge brukes som et enkelt mål for virkningen av statsbudsjettet på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. Målt på denne måten anslås det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet å øke med 0,6 prosentenheter fra 2013 til 2014. Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i 2015 anslås til 6,4 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. Det er 0,6 prosentenheter høyere enn i 2014. Det strukturelle underskuddet, som mål på bruken av midler fra Statens pensjonsfond utland i 2015, anslås å tilsvare 3,0 prosent av kapitalen i fondet ved inngangen til året.

Vi legger til grunn at bruken av oljepenger trappes videre opp i de kommende årene, se figur 1.22. For 2016 og 2017 legger vi til grunn at oljepengebruken vil øke om lag i samme takt som den har gjort siden handlingsregelen ble innført i 2001. Det tilsvarer en årlig økning i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet på om lag 0,3 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Figur 1.22 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2014 – 2017
 Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

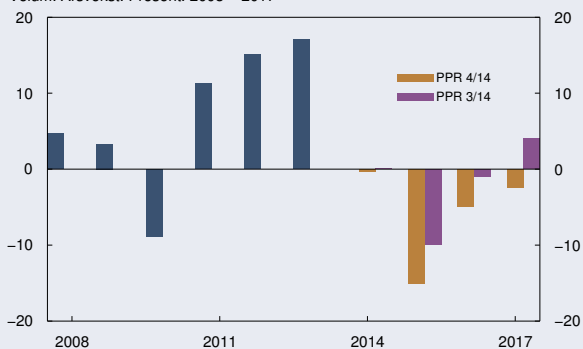
FORUTSETNINGER OM PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene på norsk sokkel har økt sterkt de siste ti årene, drevet av en kraftig økning i oljeprisen, en god funnportefølje og et behov for oppgraderinger på felt i drift. Oppgangen har bidratt til at kostnadsnivået på norsk sokkel har økt markert. Den svekkede lønnsomheten har ført til at oljeselskapene har utsatt en del prosjekter og satt i verk tiltak for å redusere sine kostnader. Nedgangen i oljeprisen fra over 100 dollar i sommer til under 70 dollar vil trolig forsterke denne utviklingen.

Virkningene av fallet i oljeprisen på petroleumsinvesteringene vil avhenge av nivået på oljeprisen og hvor permanent nedgangen forventes å være. Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene. Det tilsier at oljeprisen vil ta seg opp til om lag 80 dollar i 2017, som er klart lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.2. Lavere oljepris innebærer at kontantstrømmen i oljeselskapene og lønnsomheten av investeringsprosjekter på norsk sokkel svekkes. Dette kan slå ut relativt raskt i lavere leteaktivitet og lavere boreaktivitet på felt i drift. De pågående feltutbyggingene vil trolig kun i begrenset grad bli påvirket av fallet i oljeprisen, men enkelte nye utbygginger kan bli utsatt eller kansellert.

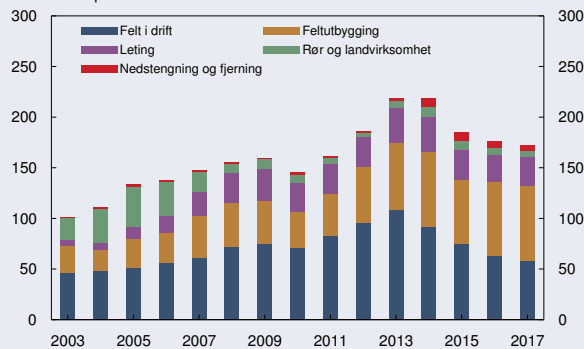
Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil flate ut i år etter å ha økt med over ti prosent per år i de tre foregående årene, se figur 1.23. Investeringene anslås å falle med 15 prosent i 2015. For 2016 og 2017 anslår vi et fall på henholdsvis 5 og 2½ prosent. Investeringsanslagene for 2015–2017 er nedjustert siden forrige rapport som følge av fallet i spot- og terminprisene på olje de siste månedene. Nedgangen i oljeprisen vil trolig føre til lavere leteaktivitet og lavere investeringer på felt i drift i 2015–2017 enn anslått i forrige rapport. Vi legger også til grunn at enkelte utbyggingsprosjekter, som vi ventet skulle starte opp i løpet av prognoseperioden, blir utsatt som følge av nedgangen i oljeprisen.

Figur 1.23 Petroleumsinvesteringer.
Volum. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2014 – 2017
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.24 Petroleumsinvesteringer.
Faste 2014-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2014 – 2017. Verdital fra investeringstillingen er deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Investeringsanslaget for 2015 er lavere enn det som følger av investeringstillingen for fjerde kvartal og informasjon om prosjekter som ikke er inkludert i tellingen. Anslaget for 2015 i tellingen er i hovedsak basert på budsjettforslag fra begynnelsen av oktober. Mulige endringer i investeringsplanene som følge av oljeprisfallet den siste tiden er dermed ikke fanget opp av investeringstillingen.

Utgiftene til feltutbygginger blir først inkludert i investeringstillingen når plan for utbygging og drift (PUD) er levert til myndighetene. Anslagene i denne rapporten bygger på at det blir levert PUD for Johan Sverdrup i første kvartal neste år og at investeringsutgiftene på Johan Sverdrup for årene 2015–2017 blir som anslått i konsekvensutredningen. Det innebærer investeringer på 8 milliarder kroner i 2015, økende til 22 milliarder kroner i 2016 og 28 milliarder kroner i 2017. Vi legger også til grunn at utbyggingen av Maria-feltet kommer i gang til neste år, med investeringer på 2 milliarder kroner i 2015.

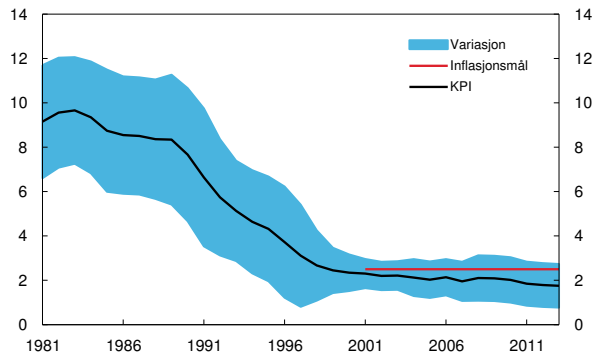
Det anslåtte fallet i investeringene fra 2014 til 2017 gjenspeiler i hovedsak at investeringene på felt i drift går ned, se figur 1.24. Oppgradering av eldre felt har bidratt til høye investeringer på felt i drift de siste årene. Det vil ikke være like stort behov for oppgraderinger fremover. Innsparingstiltak i oljeselskapene bidrar også til lavere investeringsutgifter på felt i drift i år og de neste årene. Vi anslår at investeringene på felt i drift faller med 17 milliarder både i år og nest år, med ytterligere 11 milliarder kroner i 2016 og med 5 milliarder i 2017.

Utgiftene til feltutbygging har økt markert de siste årene, og anslås å øke med 10 milliarder kroner fra 2013 og 2014. Det høye investeringsnivået gjenspeiler at det pågår en rekke store feltutbygginger på norsk sokkel. Feltene som bygges ut har planlagt produksjonsstart i løpet av de neste tre årene, og vi anslår at utgiftene i de pågående utbyggingsprosjektene vil falle med 21 milliarder kroner neste år og med 10-15 milliarder kroner per år i 2016 og 2017. Igangsetting av nye utbyggingsprosjekter anslås å øke investeringene med 10 milliarder kroner i 2015, slik at de samlede utgiftene til feltutbygging faller med 11 milliarder kroner. Investeringsutgiftene på de nye prosjektene vil øke markert fra 2015 til 2016. Enkelte nye prosjekter som Butch og Alfa sentral vil trolig bli satt i gang i 2016. Utbyggingen av Johan Castberg i Barentshavet har blitt utsatt på grunn av svak lønnsomhet og usikkerhet om ressursgrunnlaget. Nedgangen i oljeprisen den siste tiden har svekket lønnsomheten i prosjektet ytterligere. Oljefunnet i Alta-prospektet sør for Johan Castberg i høst kan bidra til å øke lønnsomheten i Johan Castberg-prosjektet, men det må trolig finnes mer olje i området for at utbygging av Johan Castberg med plattform og ilandføring av oljen skal bli lønnsom. En enklere utbyggingsløsning med produksjonsskip er imidlertid trolig lønnsom dersom oljeprisen utvikler seg som anslått i denne rapporten. Vi legger til grunn at utbyggingen av Johan Castberg kommer i gang i 2017. Samlet anslår vi at investeringene innen feltutbygging vil øke med 9 milliarder i 2016 og med ytterligere 1 milliard i 2017.

Utgiftene til leting ser ut til å falle noe i år, etter å ha økt sterkt i 2013. Innsparingstiltakene i oljeselskapene vil bidra til å redusere leteutgiftene de neste årene. Nye løsninger har trolig bidratt til mer effektiv leting samtidig som rigger har blitt lagt i opplag. Lavere etterspørsel etter borerigger har ført til at markedsprisene for borerigger har falt markert. Dette vil etter hvert føre til lavere priser i borekontraktene, som igjen kan bidra til at letingen tar seg opp igjen mot slutten av prognoseperioden.

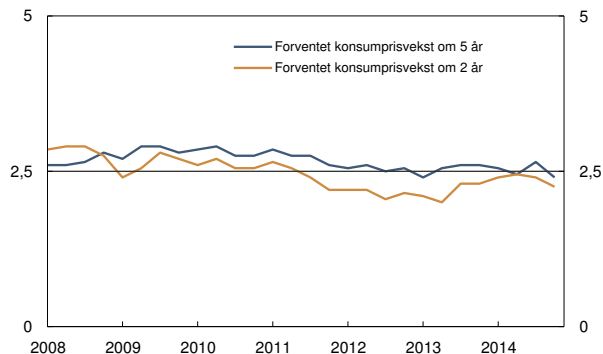
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

Figur 2.1 Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI. Årsvekst. Prosent. 1981 – 2013



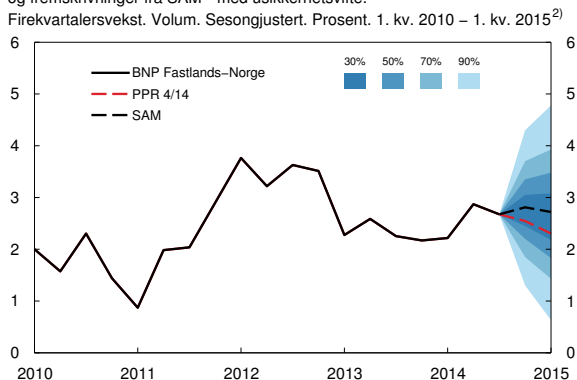
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien
Kilder: TNS Gallup og Opinion

Figur 2.3 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte.



1) System for sammenvæiing av korttidsmodeller
2) Anslag for 4. kv. 2014 – 1. kv. 2015 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 ti 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 nær inflasjonsmålet, se figur 2.2 og egen utdyping på side 50.

Styrringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker å være robust, blant annet ved å ta hensyn til at det er usikkerhet om nåsituasjonen, drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. Ved store forstyrrelser kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Det kan tilsi en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. En robust pengepolitikk tar også hensyn til faren for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp, se ramme om kriterier for en god rentebane side 24.

I Pengepolitisk rapport 3/14 ble styrringsrenten anslått å ligge på 1,5 prosent ut neste år, for deretter å økes gradvis. Med en slik prognose for styrringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville ligge noe under, men nær 2,5 prosent de neste årene. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å avta litt det nærmeste året, men deretter å øke noe igjen til nær et normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

En styrringsrente på 1,5 prosent er lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå. Styrringsrenten er lav blant annet fordi rentene ute er svært lave. Samtidig er det større forskjell enn normalt mellom styrringsrenten og de rentene publikum står overfor. Utlånsrenten på boliglån ligger for de fleste husholdninger på om lag 3¾ prosent, mens mange bedrifter betaler en rente på rundt 4½ prosent på sine banklån.

Fastlandsøkonomien anslås nå å vokse med mellom ¼ og ½ prosent per kvartal den nærmeste tiden. Anslagene er litt lavere enn prognosene fra vårt system for sammenvæiing av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.3. SAM indikerer om lag uendret vekst fremover, men fanger i liten grad opp effektene på norsk økonomi av en lavere oljepris. Vi har lagt vekt på at

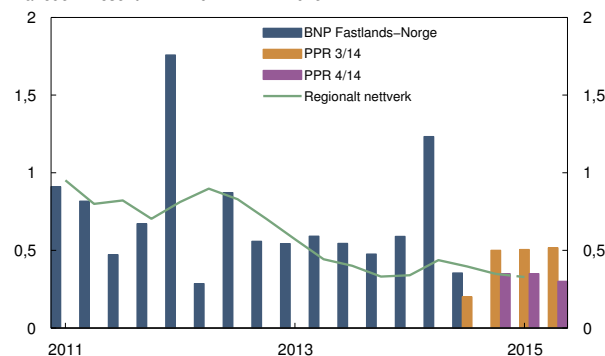
bedriftene i vårt regionale nettverk har svakere forventninger til veksten fremover, se figur 2.4.

Veksten i norsk økonomi har de siste to årene vært moderat og lavere enn et gjennomsnitt for de siste 20 årene. Husholdningenes sparing har økt, og veksten i det private forbruket har vært lavere enn i årene før finanskrisen. Svak vekst hos våre handelspartnere og et høyt norsk kostnadsnivå har bidratt til at veksten i fastlandseksporten har vært moderat. Veksten i økonomien har blitt holdt oppe av sterk vekst i petroleumsinvesteringene, men denne drivkraften for oppgangen i fastlandsøkonomien er blitt betydelig svekket.

Oljeprisen har falt markert, og aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å bli lavere enn tidligere ventet. Lavere etterspørsel etter varer og tjenester fra petroleumsnæringen påvirker aktiviteten og lønnsomheten til bedrifter som har leveranser til denne næringen. Flere oljeselskap og underleverandører til petroleumsnæringen har den siste tiden meldt om nedbemanning og kostnadsreduksjoner. Det kraftige fallet i oljeprisen vil trolig forsterke denne utviklingen. Ifølge vårt regionale nettverk har forventningene til produksjonsveksten fremover falt i de fleste næringer, se figur 2.5. Forventningene har særlig avtatt i oljeleverandørnæringen og blant bedrifter som leverer tjenester til næringslivet. Lavere etterspørselsvekst vil trolig føre til svakere inntjening i bedriftene og redusert etterspørsel etter arbeidskraft. Det kan bidra til å dempe lønnsveksten fremover.

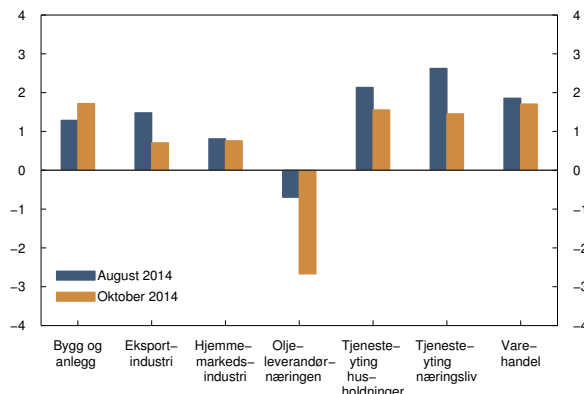
Lavere oljepris og økt usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi har trolig ført til at husholdningene er blitt mer tilbakeholdne. Privat konsum har vært lavere enn ventet, og husholdningenes tillitsindikatorer har falt den siste tiden. Sammen med utsikter til svakere reallønnsvekst, kan dette tilsa at veksten i privat konsum blir lavere enn tidligere anslått. Svakere vekstutsikter og økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen kan også gjøre bedriftene mer forsiktige i sine investeringsbeslutninger. Foretaksinvesteringene vil dermed kunne utvikle seg svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det vises til utdypingen på side 46 for en nærmere omtale av virkningen av lavere oljepris på norsk økonomi.

Figur 2.4 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjonen siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2011 – 2. kv. 2015²⁾



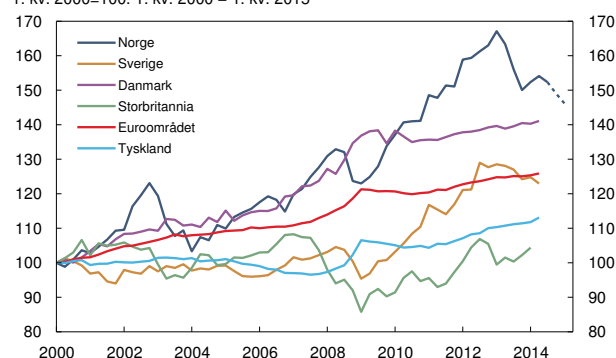
1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er oktober 2014. Siste observasjon for BNP-vekst er 3. kvartal 2014.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.5 Forventet produksjonsvekst neste seks måneder i Norges Banks regionale nettverk Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Lønnskostnader per produsert enhet i felles valuta¹⁾ 1. kv. 2000=100. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2015²⁾



1) Euro benyttes som felles valuta i beregningene
2) Anslag 4. kv 2014 – 1. kv 2015 (stiplet). Det er lagt til grunn en utvikling i eurokursen i tråd med forutsetningene om 1–44 i PPR 4/14
Kilder: OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

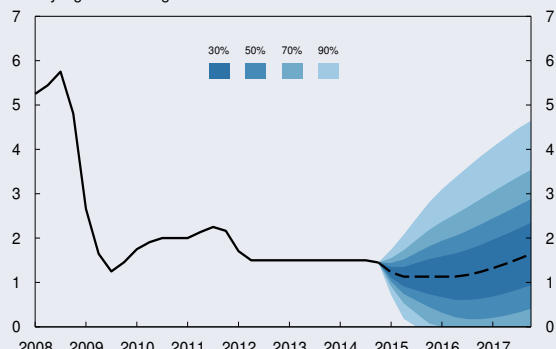
Kronen har svekket seg markert siden september. Det må ses i sammenheng med lavere oljepris og svekkede utsikter for norsk økonomi. En svakere krone bidrar til å øke lønnsomheten for norske eksportbedrifter og for norske importkonkurrerende virksomheter. Samtidig er kostnadsnivået fremdeles høyt, selv om den kostnadsmessige konkurranseevnen har bedret seg de siste to årene, se figur 2.6 Eksporten fra petroleumsrettet industri vil også kunne dempes av svakere utvikling i globale offshoreinvesteringer.

Samlet er utsiktene for norsk økonomi svakere enn tidligere lagt til grunn. Arbeidsledigheten kan øke noe

fremover og kapasitetsutnyttningen vil trolig avta mer enn tidligere anslått. Svekkelsen av kronen vil trolig bidra til at inflasjonen holder seg oppe. Med en prisvekst nær 2,5 prosent tilsier hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting en lavere styringsrente. En lavere rente kan isolert sett bidra til at boligpriser og gjeld fortsetter å vokse raskere enn husholdningenes inntekter. På den andre siden har oljeprisen falt kraftig, og utsiktene for norsk økonomi er svekket.

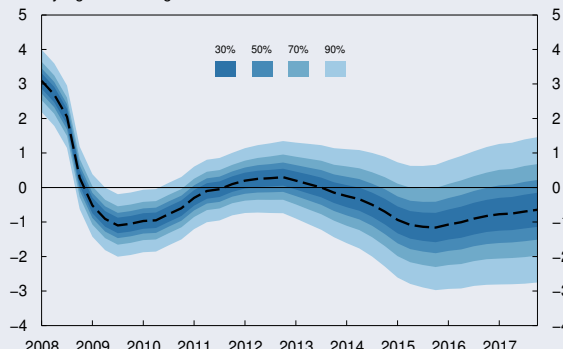
Anslagene i denne rapporten tilsier at styringsrenten blir liggende på 1¼ prosent eller noe lavere fram mot

Figur 2.7a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017¹⁾



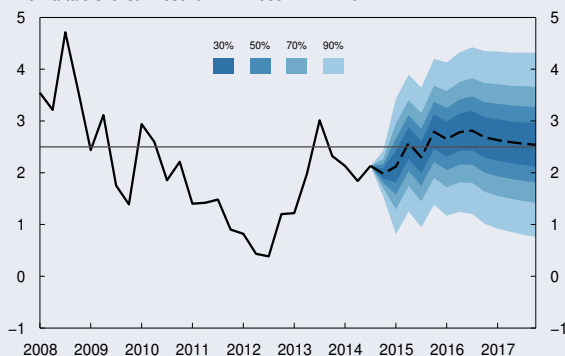
1) Anslag for 4. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilde: Norges Bank

Figur 2.7b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



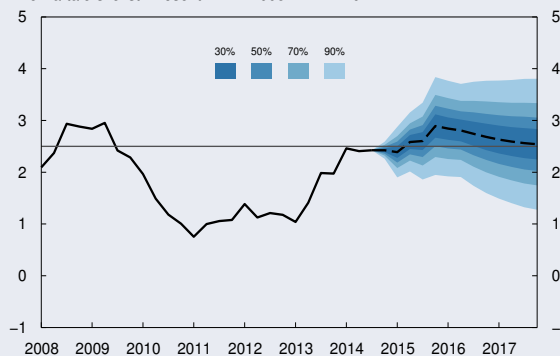
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 2.7c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017¹⁾



1) Anslag for 4. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for 4. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

slutten av 2016. Styringsrenten anslås deretter å øke noe gjennom 2017, se figur 2.7 a–d. Prognosen for styringsrenten er lavere enn i Pengepolitisk rapport 3/14 gjennom hele anslagsperioden, se figur 2.8. Det vises til en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringen i renteprognoesen i rammen på side 26. Bankenes utlånsrenter anslås å følge utviklingen i styringsrenten den nærmeste tiden, men kan øke noe mindre lenger ut i prognoseperioden, se figur 2.9.

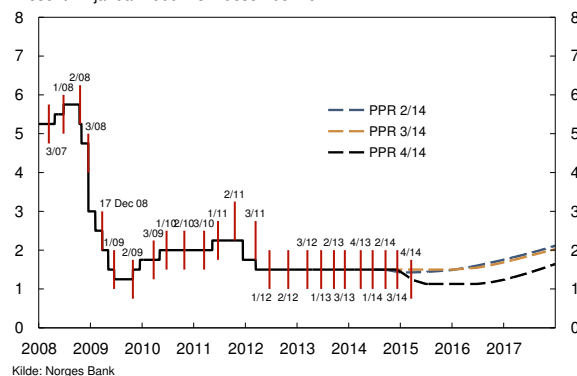
Med en slik prognose for styringsrenten er det utsikter til at prisveksten vil ligge nær 2½ prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen vil trolig avta mer enn tidligere anslått, men ventes å øke igjen mot slutten av prognoseperioden, se figur 2.10.

Veksten i norsk økonomi ventes å avta fra 2½ prosent i år til 1½ prosent i 2015. Deretter anslås veksten å ta seg gradvis opp til om lag 2½ prosent mot slutten av prognoseperioden. I takt med avdempingen av veksten i produksjonen ventes også lavere vekst i sysselsettingen. Vi legger samtidig til grunn at et fleksibelt arbeidstilbud vil dempe utslagene i arbeidsledigheten. Den registrerte arbeidsledigheten anslås å øke fra 2¾ prosent i 2014 til 3¼ prosent i 2016. Vi anslår at ledigheten avtar noe etter hvert som aktiviteten gradvis tiltar lenger ut i prognoseperioden.

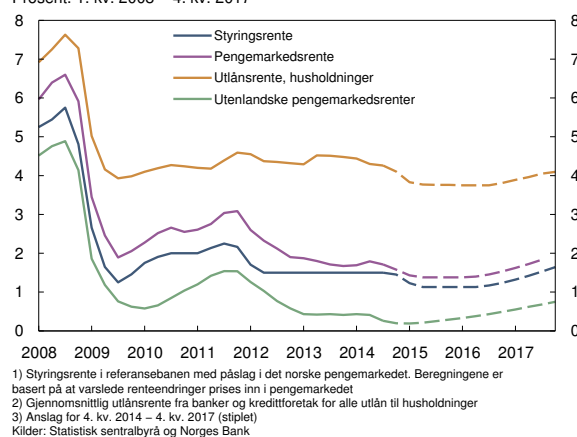
Produktivitetsveksten i fastlandsøkonomien er lav, og anslås å ligge rundt 1¼ prosent gjennom prognoseperioden. Anslaget for produktivitetsveksten er noe lavere enn i forrige rapport. Vi legger fortsatt til grunn forholdsvis høy arbeidsinnvandring, slik at befolkningsveksten også fremover vil bidra til økning i produksjonspotensialet.

I lys av at oljeleverandørnæringen inngår som en del av frontfaget i lønnsoppgjørene, vil lavere lønnsomhet og redusert etterspørsel etter arbeidskraft i denne næringen trolig bidra til å dempe lønnsveksten i resten av økonomien. Lavere aktivitet i petroleumssektoren kan gjøre det lettere for andre næringer å få tak i kvalifisert arbeidskraft. Vi venter at lønnsveksten vil avta fra 3½ prosent i 2014 til 3¼ prosent i 2015. Anslaget er på linje med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk. Lenger ut i prognoseperioden kan økt kapasitetsutnyttning bidra til at lønnsveksten tar seg noe opp igjen.

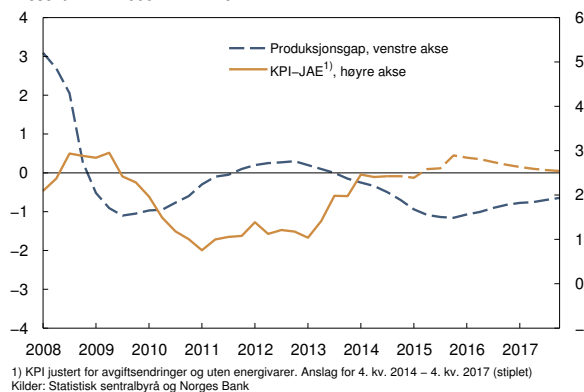
Figur 2.8 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2017



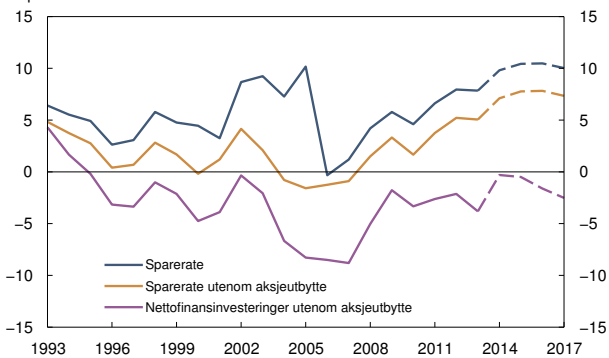
Figur 2.9 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente¹⁾, utlånsrente til husholdninger²⁾ og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017³⁾



Figur 2.10 Inflasjon og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



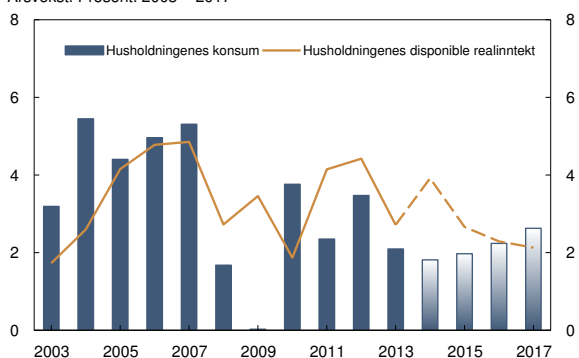
Figur 2.11 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2014 – 2017 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lavere reallønnsvekst, høyere arbeidsledighet og økt usikkerhet om utviklingen fremover vil trolig bidra til å dempe veksten i det private konsumet. Lavere rente vil kunne stimulere konsumveksten, men vi legger til grunn at husholdningenes sparing vil holde seg nokså stabil de neste årene, se figur 2.11. Veksten i det private konsumet anslås å øke fra 1¾ prosent i 2014 til 2 prosent i 2015. I 2016 og 2017 venter vi en vekst på henholdsvis 2¼ prosent og 2¾ prosent, se figur 2.12. Det nærmeste året ventes bedriftene å investere mindre enn tidligere anslått. Det må ses i lys av lavere kapasitetsutnyttning og økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Oljeinvesteringene anslås å falle med 15 prosent neste år, 5 prosent i 2016 og 2½ prosent i 2017. Boliginvesteringene ventes derimot å ta seg opp igjen de neste årene som følge av fortsatt vekst i boligprisene og høy befolkningsvekst.

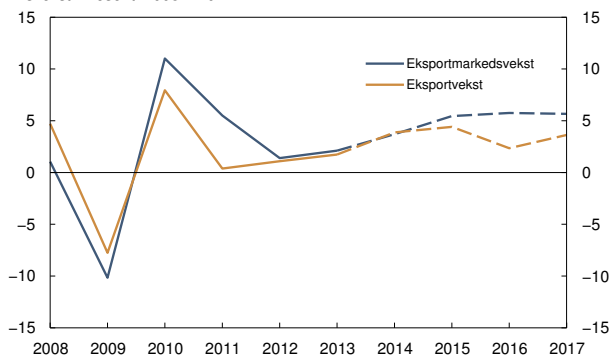
Figur 2.12 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2017³⁾



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner
3) Anslag for 2014 – 2017
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i eksporten fra Fastlands-Norge anslås å øke fra 3¾ prosent i år til 4½ prosent i 2015. Det må ses i lys av kronesvekkelsen den siste tiden og noe høyere vekst ute. Lengre ut i prognoseperioden legger vi til grunn at eksporten i gjennomsnitt vil øke med om lag 3 prosent årlig, se figur 2.13. Etter hvert som kronesvekkelsen fases ut og globale offshoreinvesteringer avtar, kan eksportveksten bli noe lavere enn eksportmarkedsveksten. Fastlandseksporten blir liggende på høyere nivåer enn anslått i forrige rapport gjennom hele perioden.

Figur 2.13 Vekst i eksportmarkedene¹⁾ og norsk fastlandseksport. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2017²⁾



1) Eksportmarkedsveksten er beregnet som importvekst hos 25 handelspartnere
2) Anslag for 2014 – 2017 (stiplet)
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Boligprisveksten ventes å avta gradvis utover i prognoseperioden, se figur 2.14. Det må ses i sammenheng med utsikter til lavere inntektsvekst og noe høyere arbeidsledighet. Vi legger til grunn at gjeldsveksten vil holde seg nokså stabil de neste årene. Det er dermed utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning øker noe fremover, se figur 2.15. Husholdningenes rentebelastning anslås å falle litt det nærmeste året, men ventes deretter å øke noe igjen.

Rentedifferansen mot utlandet anslås å avta litt det nærmeste året, men ventes å øke noe mot slutten av prognoseperioden. I anslagene har vi lagt til grunn at kronen etter hvert styrker seg noe, se figur 2.16.

Konsumprisveksten anslås å holde seg nær 2½ prosent gjennom hele prognoseperioden. Kronesvekkelsen gjennom høsten i år vil kunne bidra til å holde prisveksten på importerte konsumvarer oppe den nær-

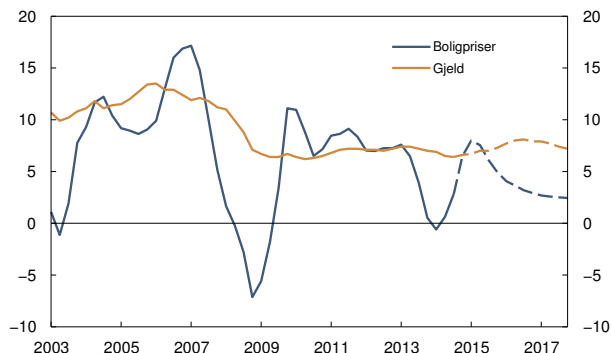
meste tiden. Lenger fram vil fortsatt lav inflasjon ute og en moderat styrking av kronen kunne bidra til å dempe prisveksten på importerte konsumvarer. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ventes å avta litt det nærmeste året for deretter å øke noe igjen etter hvert som lønnsveksten tar seg noe opp.

Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Det er usikkerhet knyttet til anslagene. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene og dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg annerledes enn vi har lagt til grunn. Det er derfor usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 2.7 a–d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten.

Veksten i norsk økonomi kan bli svakere enn vi nå ser for oss. Det er betydelig usikkerhet om hvor store virkningene på fastlandsøkonomien blir av lavere oljepris og redusert aktivitet i petroleumsnæringen. Etter spørnelsen fra petroleumsnæringen kan avta raskere enn det vi nå ser for oss. Det kan blant annet skje dersom oljeprisen stabiliserer seg på dagens nivå eller faller videre. Skulle petroleumsinvesteringene falle vesentlig mer enn vi nå anslår, vil vekstutsiktene for norsk økonomi kunne svekkes betydelig og føre til at arbeidsledigheten øker mer enn vi nå legger til grunn. Dersom usikkerheten samtidig øker blant husholdningene, kan det gi markerte utslag på boligprisene og i det private forbruket. Den siste tiden har kronkursen svekket seg i takt med fallende oljepris, og bidrar slik til å dempe virkningene av lavere oljepris. Skulle kronen styrke seg mye, vil både produksjonen og inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår.

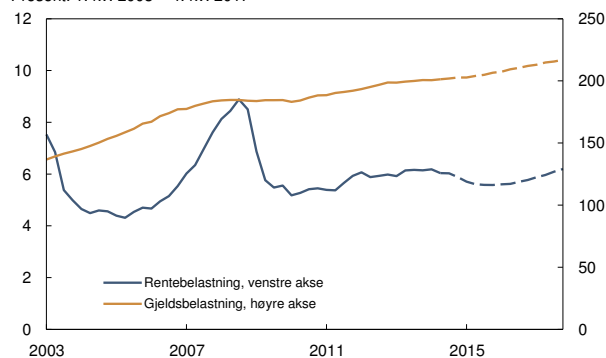
Veksten i norsk økonomi kan også bli sterkere enn vi nå ser for oss. Utviklingen i oljemarkedet er usikker. Skulle oljeprisen øke raskere og mer enn det terminprisene indikerer, kan petroleumsinvesteringene bli høyere enn vi nå anslår. Redusert usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi vil kunne gi økt optimisme blant foretak og husholdninger, og bidra til en raskere oppgang i investeringer og privat konsum enn vi legger til grunn i denne rapporten.

Figur 2.14 Husholdningenes gjeld¹⁾ og boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2017²⁾



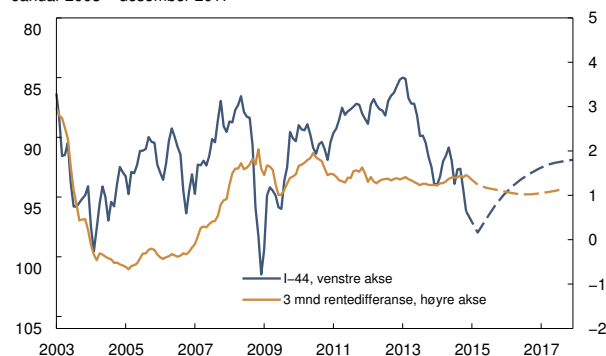
1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2
2) Anslag for 4. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

Figur 2.15 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning.²⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2017³⁾



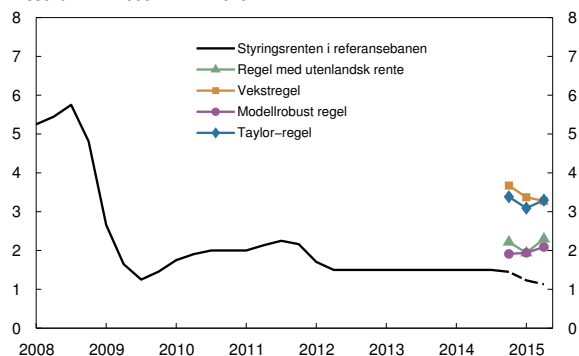
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 3. kv. 2012 plus renteutgifter
3) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.16 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere og importveid valutakursindeks (I-44).²⁾ Januar 2003 – desember 2017³⁾



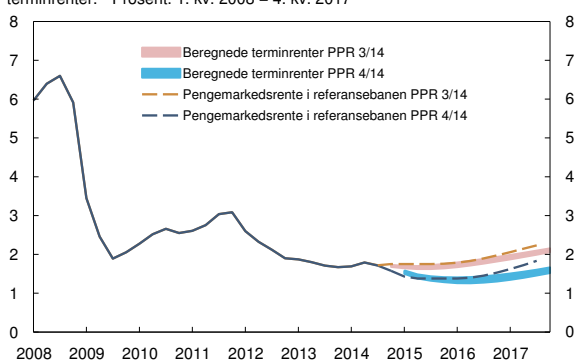
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
3) Anslag for 1. kv. 2015 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.17 Styringsrente og beregnede renter basert på enkle pengepolitiske regler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2015



1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser (KPI-JAE) og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente
Kilde: Norges Bank

Figur 2.18 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter.²⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



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 røde og blå intervallene viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 29. august – 11. september 2014 og 24. november – 5. desember 2014
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

KRYSSJEKKER AV RENTEPROGNOSEN

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive en rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. I vekstregelen er produksjonsgapet erstattet med et vekstgap. Begge disse reglene tilsier en styringsrente mellom 3½ og 3 prosent, se blå og oransje linjer i figur 2.17. Den modellbaserte regelen¹⁾ er basert på beregninger i ulike modeller for norsk økonomi. Denne regelen legger større vekt på produksjonsgapet og inflasjonen enn hva Taylor-regelen gjør. I tillegg legger den vekt på renten i forrige periode. Regelen tilsier en styringsrente på rundt 2 prosent fremover, se lilla linje i figur 2.17. En enkel regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet tilsier også en rente nå på rundt 2 prosent, se grønn linje.

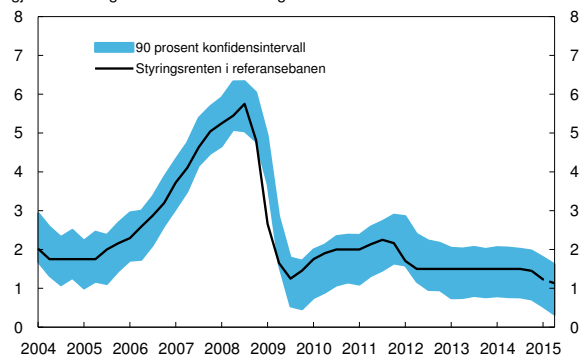
Slike enkle regler kan brukes som en kryssjekk på den faktiske rentesettingen, men reglene fanger nødvendigvis ikke opp alle forhold som er relevante for pengepolitikken. Taylor-regelen, vekstregelen og den modellrobuste regelen forholder seg for eksempel ikke til at styringsrenten hos mange av våre handelspartnere er nær null. Disse reglene reagerer på den senere tids utvikling i inflasjon og aktivitet. Ingen av reglene fanger opp at utsiktene for norsk økonomi er svekket som følge av fallet i oljeprisen og lavere aktivitet i petroleumsnæringen. Forskjellen mellom rentebanen og renten som følger av de enkle reglene må også ses i lys av at differansen mellom bankenes utlånsrenter og pengemarkedsrenter er større enn normalt, noe som ikke fanges opp i de enkle reglene, se figur 2.9.

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognosen. Det nærmeste året ligger de beregnede terminrentene på linje med prognosen for pengemarkedsrenten i denne rapporten. Lenger ut i prognoseperioden tyder de beregnede terminrentene på at aktørene venter noe lavere pengemarkedsrenter enn vi nå anslår, se figur 2.18.

1 For en nærmere analyse av denne og andre enkle pengepolitiske regler, se *The golden interest rule*, Staff Memo 16/2012, Maria Brunborg Hoen, Norges Bank og *Robustifying optimal monetary policy in Norway*, Staff Memo 17/2012, Mathias Mæhlum, Norges Bank

En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten kan også være en krysssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.19 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i denne modellen er estimert på historiske sammenhenger. I fremskrivningene er anslagene for de aktuelle størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger nær midten av dette intervallet.

Figur 2.19 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2015



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og 12 måneders pengemarkedsrente hos handelspartnere, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 3. kv. 2014. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008
Kilde: Norges Bank

KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

Over tid sikter Norges Bank mot en prisstigning nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikken langsiktige oppgave, som er å forankre forventningene om lav og stabil inflasjon, og det mer kortsiktige hensynet til å stabilisere den økonomiske utviklingen.

Norges Bank legger også vekt på at pengepolitikken skal være robust. Vi kjenner ikke økonomiens virkemåte fullt ut, og det kan være usikkerhet knyttet til tilstanden i økonomien. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. Ved store forstyrrelser kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Da kan det være riktig med en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. Pengepolitikken søker også å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Rask oppgang i kreditt og formuespriser øker faren for at finansielle ubalanser kan utløse eller forsterke tilbakeslag i økonomien.

Følgende kriterier kan være en rettesnor for en god rentebane:

1. *Inflasjonsmålet nås:*

Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres på målet eller bringes tilbake til målet etter at det har oppstått avvik.

2. *Inflasjonsstyringen er fleksibel:*

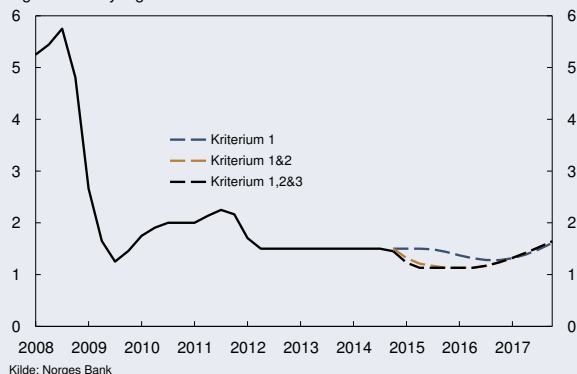
Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien.

3. *Pengepolitikken er robust:*

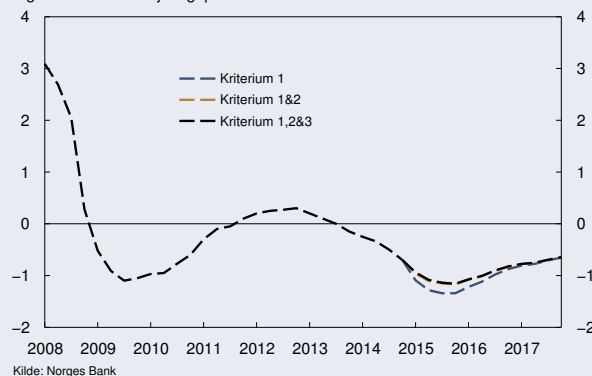
Renten bør settes slik at pengepolitikken demper faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp i økonomien, og slik at en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon er sannsynlig også med alternative forutsetninger om økonomiens virkemåte.

De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene veies mot hverandre. De to første kriteriene gjenspeiler den fleksible inflasjonsstyringen. Hensynet til robusthet er ikke et mål i seg selv, men er inkludert fordi et slikt hensyn, i en usikker verden, vil kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid.

Figur 2.20a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Figur 2.20b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Figurene 2.20 a–c gir en illustrasjon av hvordan ulike pengepolitiske strategier kan tenkes å påvirke utfallet for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen. Banene for styringsrenten som følger av de ulike strategiene vil kun avvike dersom det oppstår en avveining mellom de ulike hensynene i pengepolitikken. Avstanden mellom de ulike banene for styringsrenten vil derfor avhenge av tilstanden i økonomien, men også av hvilke forstyrrelser økonomien utsettes for. Den pengepolitiske reaksjonen på en gitt forstyrrelse vil avhenge av den pengepolitiske strategien. For eksempel vil en sentralbank som ensidig bryr seg om inflasjonen, endre styringsrenten mer ved økt inflasjon enn en sentralbank som også legger vekt på andre hensyn. Både tilstanden i økonomien og hvilke forstyrrelser som treffer økonomien vil endre seg over tid. Dermed vil også avstanden mellom de ulike rentebanene kunne endre seg, selv om vektleggingen av de ulike hensynene ligger fast.

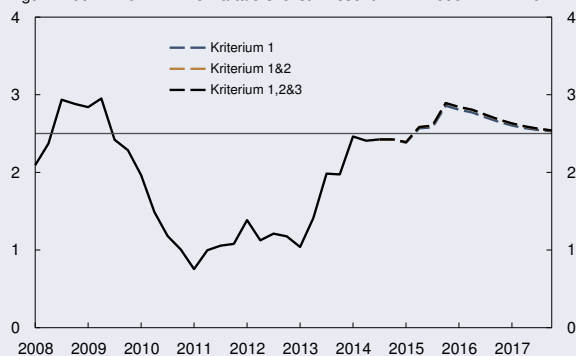
Inflasjonen er nær 2,5 prosent og svekkelsen av kronen vil bidra til å holde prisveksten oppe i en periode fremover. Dersom pengepolitikken hadde som eneste mål å holde inflasjonen på målet, ville styringsrenten ifølge en teknisk modellanalyse bli holdt rundt 1½ prosent den nærmeste tiden, se blå

linje i figur 2.20.¹ Når det også tas hensyn til den anslåtte utviklingen i produksjonen og sysselsettingen, blir rentebanen lavere, se oransje linje. Det vil bidra til en mer stabil utvikling i produksjonen og sysselsettingen.

Pengepolitikken bør også være robust. På den ene siden kan en lavere rente bidra til at veksten i boligpriser og gjeld fortsetter å vokse raskere enn husholdningenes disponible inntekt. På den andre siden har oljeprisen falt kraftig, og utsiktene for veksten i norsk økonomi er svekket. En lavere rente kan motvirke faren for en kraftig nedgang i norsk økonomi. Ved store, negative forstyrrelser kan det samtidig være riktig å fremskynde en nedgang i renten. Samlet tilsier hensynet til en robust pengepolitikk nå til at referansebanen ligger nær den rentebanen som følger av kriterie 1 og 2, se svart linje i figur 2.20.

¹ Dersom handlingsmønsteret i pengepolitikken legges om slik at sentralbanken kun legger vekt på å holde inflasjonen nær målet, vil dette i modellen påvirke aktørenes forventninger til fremtidig utvikling i inflasjonen. Det kan i seg selv bidra til å endre utviklingen i inflasjonen. Vi har samtidig lagt til grunn at den rentebanen som følger av kriterium 1 vil gi en utvikling i kronekursen som følger utviklingen i rentedifferansen mot utlandet, i tråd med teorien om udekket renteparitet. Det kan ikke utelukkes at valutamarkedet ville ha reagert på en annen måte. Den rentebanen som følger av en slik modellteknisk beregning må derfor kun ses på som en mulig illustrasjon.

Figur 2.20c KPI–JAE.¹⁾ Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



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

ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 3/14

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 3/14, se figur 2.21. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se egen ramme side 24, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.22 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.¹ De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

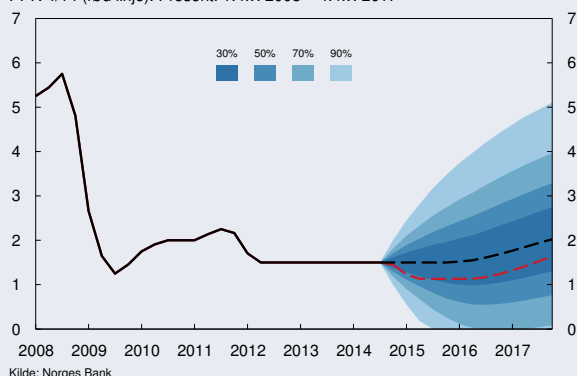
Styringsrentene er nær null hos flere av våre handelspartnere. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er litt lavere enn lagt til grunn i september. Lavere renter ute trekker i retning av at

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

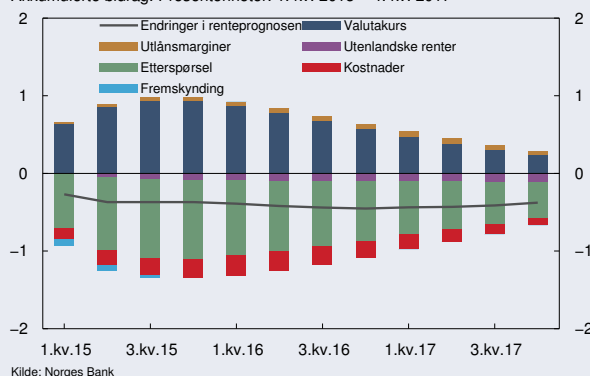
Oljeprisen har falt kraftig. Utsiktene for norsk økonomi er derfor markert svakere enn i september, se egen ramme om virkningene av lavere oljepris på side 46. Aktiviteten i petroleumsnæringen ser ut til å bli lavere enn tidligere lagt til grunn. Eksporten fra oljeleverandørindustrien vil også kunne dempes av svak vekst i investeringer i offshore oljevirkosomhet globalt. Sysselsettingsveksten vil trolig avta fremover og arbeidsledigheten øke noe. Det private forbruket og bedriftenes investeringer kan også dempes av økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Lavere vekst i etterspørselen vil trolig føre til svakere inntjening i bedriftene og redusert etterspørsel etter arbeidskraft. Det kan bidra til at lønnsveksten de neste årene blir lavere enn tidligere antatt. Lavere etterspørsel og lavere lønnsvekst trekker i retning av en lavere styringsrente, se grønne og røde søyler.

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

Figur 2.21 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/14 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 4/14 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Figur 2.22 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 3/14. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2015 – 4. kv. 2017



Fallet i oljeprisen har bidratt til at kronen nå er markert svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. En svakere krone bidrar isolert sett til høyere prisvekst og til å dempe virkningene på norsk økonomi av en lavere oljepris. Kronesvekkelsen trekker i retning av en høyere styringsrente, se mørkeblå søyler.

Bankene har satt ned renten på boliglån. Det er utsikter til at bankenes utlånsmarginer, forskjellen mellom utlånsrentene og pengemarkedsrentene, vil holde seg litt lavere fremover enn lagt til grunn i forrige rapport. Det trekker i retning av en høyere styringsrente, se oransje søyler.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen i norsk økonomi fremover. Det er en risiko for at utviklingen blir vesentlig svakere enn det vi nå ser for oss. En fremskynding av rentenedgangen kan dempe usikkerheten og motvirke faren for en markert nedgang i norsk økonomi. Dette robusthetshensynet trekker i retning av en lavere styringsrente i starten av prognoseperioden, se lyseblå søyler.

Endringer i anslagene for andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1.

TABELL 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 4/14. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/14 i parentes

	2014	2015	2016	2017
KPI	2 (0)	2½ (¼)	2¾ (¾)	2½ (¼)
KPI-JAE ¹	2½ (0)	2½ (¼)	2¾ (½)	2½ (¼)
Årslønn ²	3½ (0)	3¼ (-¼)	3½ (-½)	4 (0)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ³	2¼ (¼)	2¼ (-1)	3 (-¼)	2¾ (0)
BNP Fastlands-Norge	2½ (¼)	1½ (-¾)	2¼ (-½)	2½ (-¼)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴	-½ (0)	-1 (-¼)	-1 (-½)	-¾ (-½)
Sysselsetting, personer (KNR)	1¼ (¼)	½ (-¼)	¾ (-¼)	1¼ (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2¾ (0)	3 (0)	3¼ (¼)	3 (¼)
Nivå				
Styringsrente ⁵	1½ (0)	1¼ (-¼)	1¼ (-¼)	1½ (-½)
Importveid valutakurs (I-44) ⁶	93½ (1¼)	96¼ (6)	93¼ (4¼)	92 (3½)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁷	¼ (0)	¼ (0)	½ (0)	¾ (0)

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

7 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 35. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene, særlig når nye krav innføres. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

Den motsykliske kapitalbufferen er et av flere virkemidler som kan bidra til å dempe systemrisiko, se utdyping på side 48.

UTVIKLING I GJELD OG EIENDOMSPRISER

Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien markert raskere enn verdiskapingen, se figur 3.1. Siden finanskrisen har kredittveksten kommet noe ned, og kredittindikatoren har holdt seg nokså stabil.

Husholdningenes gjeldsvekst var rundt 7 prosent i årene etter finanskrisen. Det siste året har gjeldsveksten avtatt litt, men gjelden vokser fortsatt raskere enn husholdningenes inntekter, se figur 3.2 og 3.3. Høy og stigende gjeldsbelastning gjør husholdningene sårbare ved blant annet inntektsbortfall, renteøkninger og fall i boligprisene.

Etter å ha falt sist høst har boligprisene tatt seg opp gjennom 2014. Boligprisindikatoren økte litt i tredje kvartal, se figur 3.4. I enkelte måneder gjennom sommeren og høsten har prisveksten på boliger vært særlig sterk og høyere enn veksten i husholdningenes

BESLUTNING OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

«§ 1

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

§ 2

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

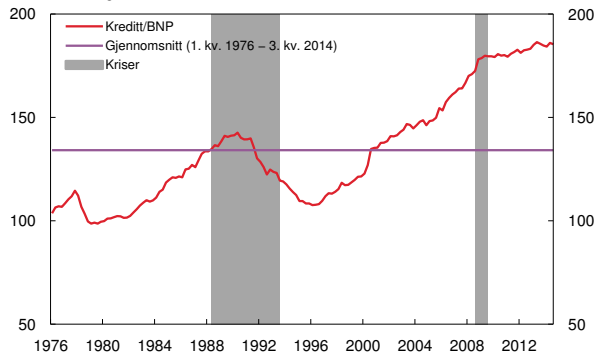
§ 3

Forskriften trer i kraft straks.»

I brev til Finansdepartementet 17. september 2014 vurderte Norges Bank at beslutningsgrunnlaget ikke talte for en endring i bufferkravet.¹ Finanstilsynet sluttet seg til Norges Banks råd. Finansdepartementet besluttet 26. september å holde bufferkravet uendret.

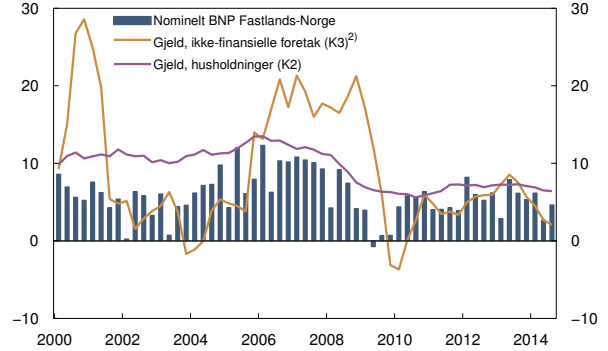
¹ Se *Råd om motsyklisk kapitalbuffer 3. kvartal 2014*, Norges Bank

Figur 3.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge.²⁾ Prosent. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2014



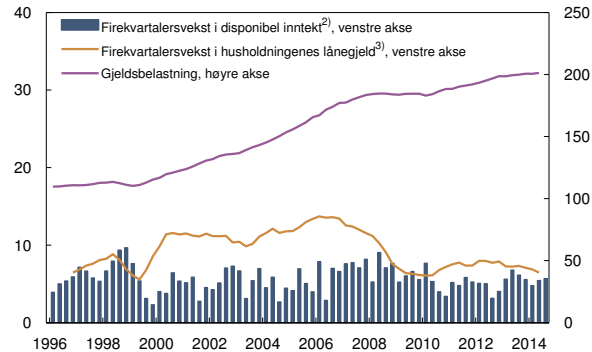
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak for 1995). K3 inneholder K2 og utenlandsgjeld
2) Hovedrevisjon av nasjonalregnskapet ble publisert sammen med tall for 3. kv. 2014. Det innebærer en oppjustering i BNP for Fastlands-Norge for perioden 1. kv. 1995 – 2. kv. 2014. Utenlandsgjelden er i forbindelse med samme revisjon justert opp for perioden 2. kv. 2012 – 2. kv. 2014. Seriene er skjøttet bakover i tid
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2014



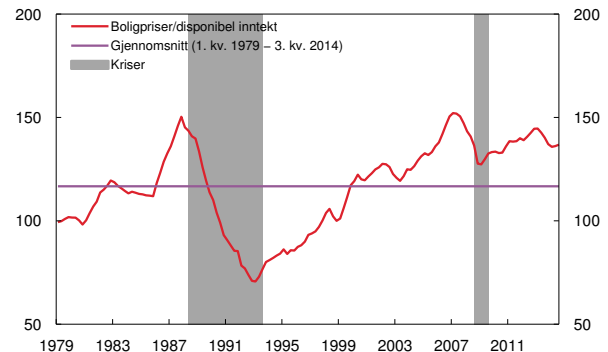
1) Endring i kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Husholdningenes gjeldsbelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1996 – 3. kv. 2014



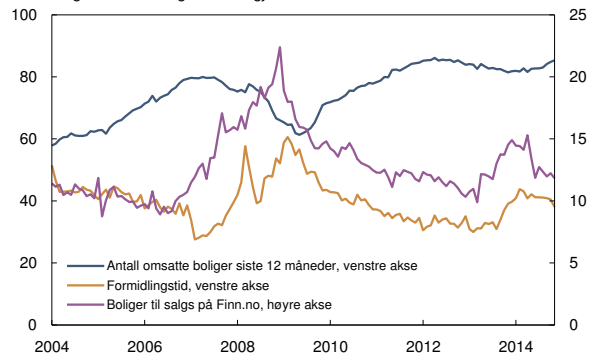
1) Lånegjeld for husholdninger og ideelle organisasjoner i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
2) Tall for 3. kv. 2014 er beregnet på bakgrunn av firekvartalersveksten i disponibel inntekt etter Statistisk sentralbyrås hovedrevisjon. Historiske data er ikke revidert
3) Endring i beholdning målt ved utgangen av kvartalet. Siste observasjon 2. kv. 2014
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 3. kv. 2014



1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. Tall for 3. kv. 2014 er beregnet på bakgrunn av firekvartalersveksten i disponibel inntekt etter Statistisk sentralbyrås hovedrevisjon. Historiske data er ikke revidert
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsreglerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.5 Antall omsatte boliger og boliger til salgs i 1000 boliger. Formidlingstid i antall dager. Sesongjustert. Januar 2004 – november 2014



Kilder: Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

Figur 3.6 Nyboligsalg. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2014



Kilde: Boligprodusentenes forening

inntekter, se figur 1.15 i kapittel 1. Omsetningen av både nye og brukte boliger har tatt seg opp, se figur 3.5 og 3.6. Samtidig har tiden det tar å selge en bolig avtatt, og antall boliger som ligger ute for salg ved månedsslutt, har falt.

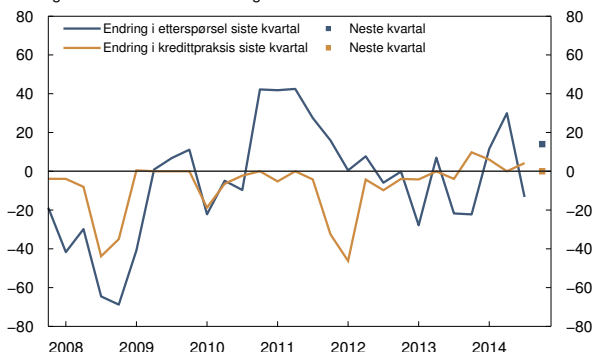
I høst har flere banker satt ned utlånsrenten på boliglån. Ifølge Finanstilsynet har andelen nye lån med egenkapitalandel under den anbefalte grensen på 15 prosent økt i 2014. Det gis også flere nye avdragsfrie lån. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse venter ingen endring i kredittpraksisen overfor husholdningene samlet sett i fjerde kvartal, se figur 3.7.

Det siste året har gjeldsveksten i foretakene falt markert, se figur 3.2. Veksten i bankgjelden, som er foretakenes viktigste kilde til finansiering, begynte å

avta i 2012, se figur 3.8. Samtidig tiltok veksten i obligasjons- og sertifikatgjelden. Det bidro til at den samlede gjeldsveksten i foretakene holdt seg oppe. Gjennom 2014 har veksten i obligasjonsgjelden avtatt uten en motsvarende oppgang i bankgjelden.

Oppbygging av kapital i bankene kan ha bidratt til at en større del av foretakenes nye finansiering ble hentet i obligasjonsmarkedet. Fallende risikopåslag kan også ha bidratt. De siste månedene har risikopåslagene økt og volumet av obligasjonsutstedelser falt, særlig for foretaksobligasjoner med lav kredittkvalitet. Obligasjons- og sertifikatgjeld utgjør nå om lag 14 prosent av den innenlandske gjelden til norske ikke-finansielle foretak, se figur 3.9.

Figur 3.7 Endring i etterspørsel etter lån og kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.¹⁾ Husholdninger. Prosent. 4. kv. 2007 – 4. kv. 2014



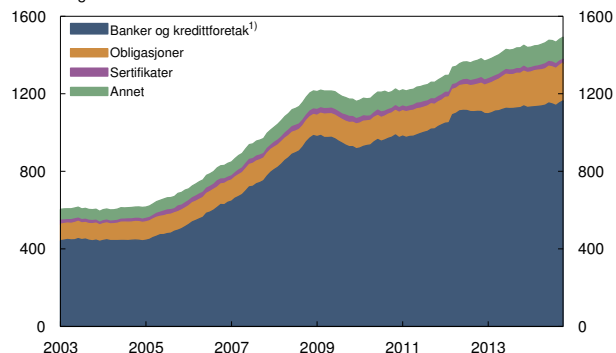
1) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis
Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst.¹⁾ Prosent. Januar 2003 – oktober 2014



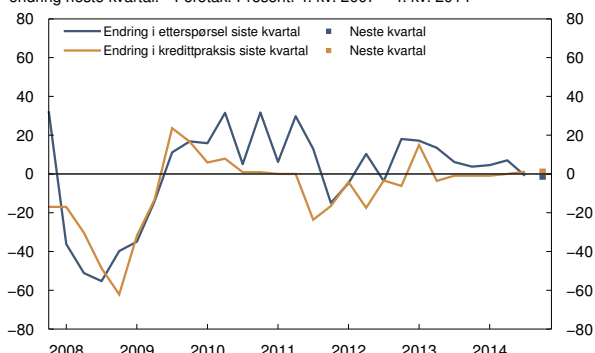
1) Endring i beholdning
2) Vekst basert på transaksjoner. Til og med september 2014
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak (K2). Beholdninger. Milliarder kroner. Januar 2003 – oktober 2014



1) I Statistisk sentralbyrås statistikk er Eksportkreditt klassifisert som "andre kilder" og Eksportfinans inngår under "kredittforetak". Klassifiseringen i figuren er endret slik at både Eksportfinans og Eksportkreditt inngår som kredittforetak
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Endring i etterspørsel etter lån og kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.¹⁾ Foretak. Prosent. 4. kv. 2007 – 4. kv. 2014



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

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse venter ingen endringer i låneetterspørselen fra foretakene i fjerde kvartal, se figur 3.10. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter liten investeringsvekst den nærmeste tiden. Det kan tyde på at gjeldsveksten i foretakene blir lav også fremover.

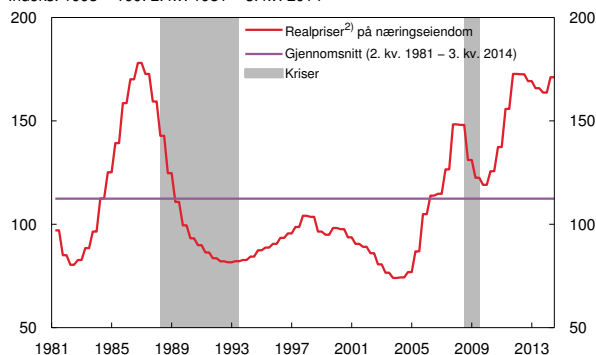
Næringseiendom er den enkeltnæringen norske banker har mest utlån til. Næringen har holdt bankenes utlånsvekst til foretakene oppe. Den siste tiden har utlånsveksten til næringseiendom økt noe.

Verdien på en næringseiendom avhenger av netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Indikatoren for prisene på næringseiendom tar utgangspunkt i OPAKs beregnede salgspriser på kontorlokaler med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo, se

figur 3.11. Ifølge OPAK har salgsprisene på slike kontorlokaler steget betydelig siden finanskrisen. OPAK tar utgangspunkt i informasjon fra næringseiendomspanelet i Dagens Næringsliv. Panelet benytter informasjon om transaksjoner og nylig inngåtte leiekontrakter. Ifølge panelet har leieprisene vært nokså stabile det siste året, mens avkastningskravet har falt. Lavere avkastningskrav kan ha sammenheng med nedgang i markedsrentene, se figur 3.12.

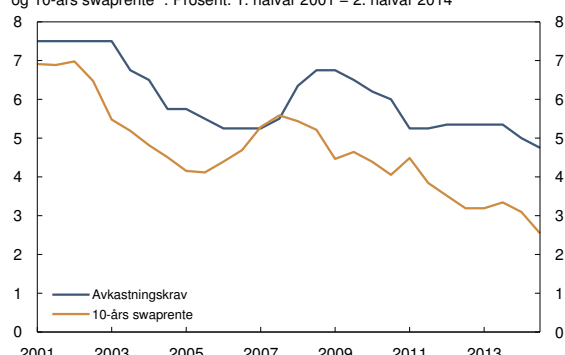
Investment Property Databank (IPD) beregner eiendomsverdier basert på verdivurderinger hentet fra regnskapene til eiendomsforetak. IPD skiller ikke mellom ulike standard på byggene. Beregninger av eiendomsverdier basert på regnskapstall har historisk gitt en mer stabil utvikling, se figur 3.13.

Figur 3.11 Realpriser på næringseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 3. kv. 2014



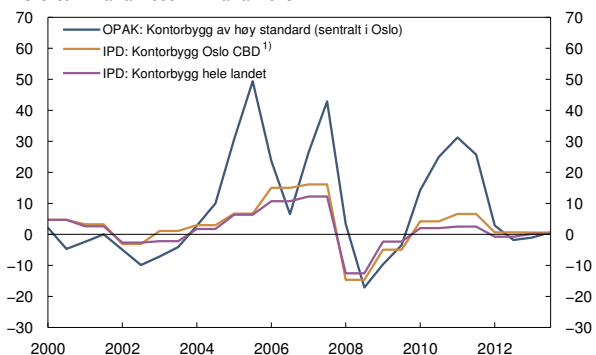
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
2) Hovedrevisjon av nasjonalregnskapet for perioden 1. kv. 1995 – 2. kv. 2014 ble publisert sammen med tall for 3. kv. 2014. BNP-deflatoren er skjøttet bakover i tid
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Avkastningskrav¹⁾ for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo og 10-års swapprente²⁾. Prosent. 1. halvår 2001 – 2. halvår 2014



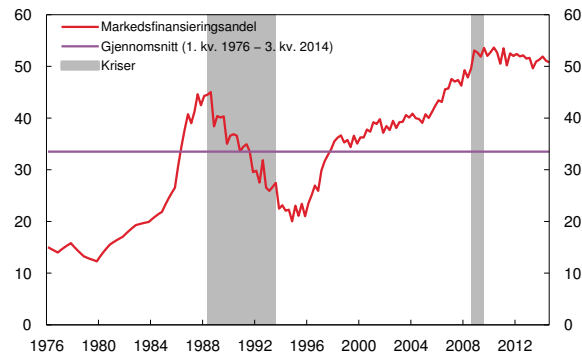
1) Avkastningskrav er definert som netto leieinntekter i prosent av salgsprisen på en eiendom. Basert på vurderinger gjort av Dagens Næringslivs ekspertpanel på næringseiendom
2) Halvårlig swapprente er beregnet som et gjennomsnitt av daglige renter. Swapprenten for 2. halvår 2014 er gjennomsnittet av daglige renter for 1. juli – 5. desember 2014
Kilder: Dagens Næringsliv og Bloomberg

Figur 3.13 Vekst i næringseiendomsverdier basert på ulike beregningsmetoder. Årsvekst. 1. halvår 2000 – 2. halvår 2013



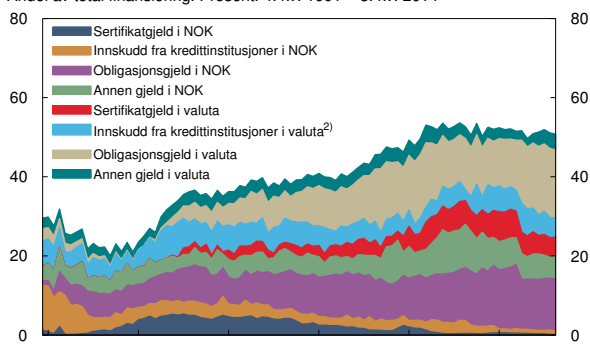
1) CBD står for "Central Business District"
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK og Investment Property Databank

Figur 3.14 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel.²⁾ Prosent. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2014



1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge
2) Kvartalstall fram til 1989 er beregnet med lineær interpolering av årstall
Kilde: Norges Bank

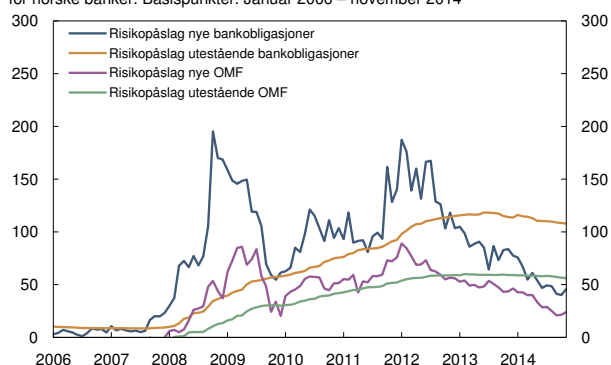
Figur 3.15 Dekomponering av bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Andel av total finansiering. Prosent. 4. kv. 1991 – 3. kv. 2014



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

God tilgang på markedsfinansiering gjorde det lettere for norske banker å finansiere den kraftige utlånsveksten i årene før finanskrisen. De siste årene har høy vekst i innskudd sammen med moderat utlånsvekst bidratt til å stabilisere andelen markedsfinansiering i bankene, se figur 3.14. Obligasjonsgjeld, i hovedsak i form av OMF, har stått for en stadig større andel av markedsfinansieringen, se figur 3.15. Risikopåslaget på bankenes langsiktige markedsfinansiering har jevnt over falt de siste årene, se figur 3.16. Bankene i Norges Banks likviditetsundersøkelse har rapportert om noe dårligere tilgang og litt høyere påslag på langsiktig markedsfinansiering i det siste, se figur 3.17.

Figur 3.16 Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Basispunkter. Januar 2006 – november 2014



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

De fire indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser er på historisk høye nivåer, se figur 3.1, 3.4, 3.11 og 3.14. De er også høyere enn de fleste beregnede langsiktige trendene, se ramme side 36. Det tyder på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. Avstanden mellom indikatorene og de beregnede trendene er blitt mindre de siste årene, men trendberegningene er usikre. Norges Banks modeller for tidlig varsling av kriser viser at krisesannsynlighetene økte markert i årene forut for finanskrisen, men at de siden har kommet ned, se figur 3.21.

Analysene tyder på at de finansielle ubalansene samlet sett ikke lenger bygger seg opp. Utviklingen i boligmarkedet og bankenes utlånspraksis den siste tiden kan gjøre husholdningene mer sårbare. Skulle boligprisene fortsette å stige markert raskere enn husholdningenes inntekter, kan de finansielle ubalansene igjen øke.

Figur 3.17 Bankenes kvalitative vurdering av tilgang og påslag på markedsfinansiering.¹⁾ Januar 2011 – november 2014

Tilgang finansiering	2011	2012	2013	2014
Kort løpetid NOK	Grønn	Grønn	Grønn	Grønn
Kort løpetid valuta	Rød	Rød	Rød	Rød
Lang løpetid NOK	Grønn	Grønn	Grønn	Grønn
Lang løpetid valuta	Rød	Rød	Rød	Rød
Påslag finansiering	2011	2012	2013	2014
Kort løpetid NOK	Grønn	Grønn	Grønn	Grønn
Kort løpetid valuta	Rød	Rød	Rød	Rød
Lang løpetid NOK	Grønn	Grønn	Grønn	Grønn
Lang løpetid valuta	Rød	Rød	Rød	Rød

1) Gjennomsnitt av bankene som rapporterer til Norges Banks likviditetsundersøkelse. For kortsiktig finansiering i valuta medregnes bare banker som er aktive i disse markedene. Rød betyr hhv. dårligere tilgang og høyere påslag, grå betyr uendret, mens grønn står for hhv. bedret tilgang og lavere påslag
Kilde: Norges Bank

BANKENES TILPASNING

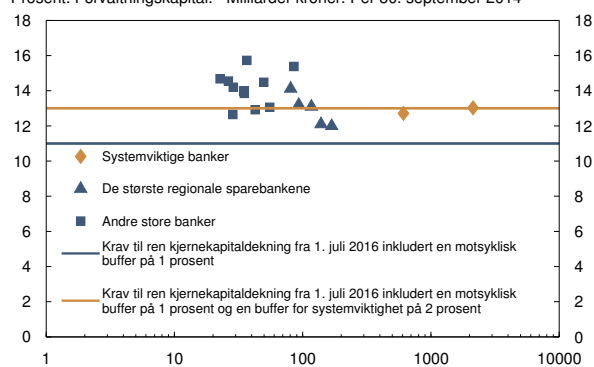
De største norske bankene¹ presenterte gode resultater for tredje kvartal 2014. Høye netto renteinntekter og lave utlånstap har bidratt til den gode lønnsomheten. Egenkapitalavkastningen var 14,2 prosent i tredje kvartal, mot 12,6 prosent i andre kvartal. Avkastningen har i gjennomsnitt de siste tyve årene vært om lag 13 prosent.²

Bankene har styrket sin kapitaldekning det siste året. De største norske bankene har samlet sett en ren kjernekapitaldekning på 12,9 prosent dersom hele resultatet fram til og med tredje kvartal i år legges til den rene kjernekapitalen. Det utgjør en økning på 1,4 prosentenheter siden tredje kvartal i fjor.

Siden 1. juli i år er kravet til ren kjernekapitaldekning i norske finansinstitusjoner 10 prosent. Med de vedtakene som nå er fattet, vil bankene måtte holde en motsyklisk buffer på 1 prosent fra 1. juli 2015. De systemviktige bankene vil møte et tilleggskrav på 1 prosent fra 1. juli 2015 og 2 prosent fra 1. juli 2016. Samlet krav for systemviktige banker vil bli 12 prosent i 2015 og 13 prosent i 2016. De fleste elementene i det nye kapitaldekningsregelverket er nå på plass, se boks side 34.

Ved utgangen av tredje kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin, se figur 3.18. Bankene ligger også godt an til å møte fremtidige krav.

Figur 3.18 Bankkonsernernes¹ rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital.² Milliarder kroner. Per 30. september 2014³



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 fram til og med 3. kv. 2014 legges til ren kjernekapital
Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

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

2 Se *Norwegian banks' adjustment to stricter capital and liquidity regulation*, Staff memo 18/2014, Per Atle Aronsen, Monique Erard, Kjell Bjørn Nordal og Lars-Tore Turtveit, Norges Bank

ENDRINGER I DET NORSKE KAPITALDEKNINGSREGELVERKET

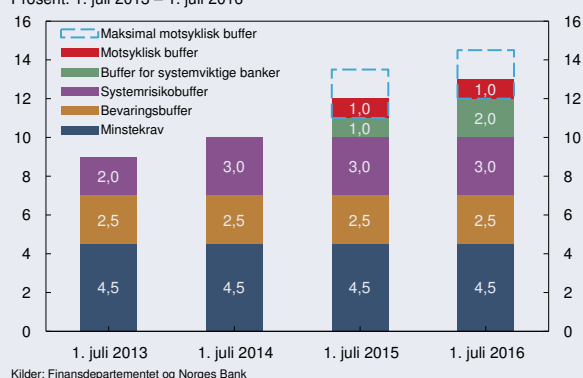
EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) trådte i kraft 1. januar 2014. Regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i Norge gjennom EØS-avtalen. Kapital- og bufferkravene i regelverket trådte i kraft i Norge 1. juli 2013, se opptrapping av kapitalkrav i figur 3.19. Det har i ettertid kommet flere avklaringer rundt kapitaldekningsregelverket de norske bankene møter.

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

I år har det også kommet nye regler for beregninger av risikovekter på boliglån. IRB-bankene måtte fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad gitt mislighold (LGD) på minst 20 prosent. Det ga en økning i boliglånsvektene for alle norske IRB-banker. 1. juli annonserte Finanstilsynet nye krav til beregningen av misligholdsansynligheten (PD).³ Endringene må innarbeides i modellene i løpet av andre halvår 2014 og vil reflekteres i bankenes rapporterte kapitaldekning for første kvartal 2015. Ifølge Finanstilsynet vil risikovektene på boliglånporteføljene stige fra 10–15 prosent ved utgangen av 2013 til 20–25 prosent, som følge av endringene i IRB-modellene. Virkningen på bankenes kapitaldekning vil avhenge av i hvilken grad bankene er bundet av overgangsregelen⁴. For IRB-banker som fortsatt bindes fører ikke økningen av boliglånsvektene til noen endring i kapitaldekningen. For bankene som ikke bindes av overgangsregelen, gir økte boliglånsvекter et høyere beregningsgrunnlag og dermed lavere kapitaldekning.

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

Figur 3.19 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



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

2 Se Forskrift om identifisering av systemviktige finansinstitusjoner, Finansdepartementet 2014

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

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

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 36. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

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

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et virkemiddel for å finstyre økonomien. Bufferkravet bør ikke uten videre trappes ned, selv om det er tegn til at finansielle ubalanser avtar. I lange perioder med lave utlåns- 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.

3 *ESRB Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates* ble publisert 30. juni 2014

MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR BUFFERKRAVET¹

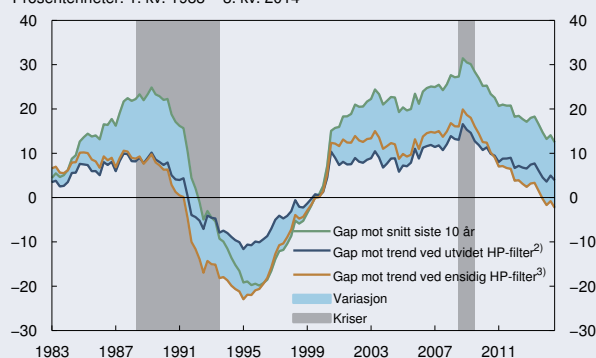
Norges Bank analyserer utviklingen i fire nøkkelindikatorer og sammenlikner nåsituasjonen med langsiktige trender. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene og dermed til målingen av finansielle ubalanser. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder.

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

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

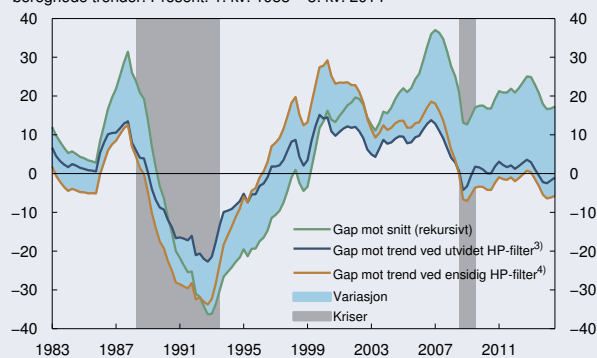
2 For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser på side 30 i Pengepolitisk rapport 2/13

Figur 3.20a Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2014



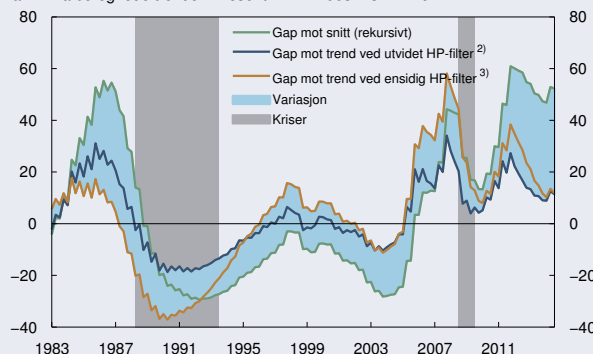
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 inneholder K2 og utenlandsgjeld
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda =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

Figur 3.20b Boligprisgap. Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2014



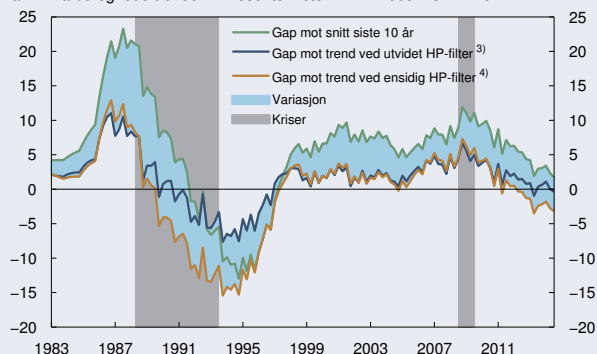
1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
2) Korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.20c Næringsseidomsprisgap. Realpriser på næringsseidendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2014



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

Figur 3.20d Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2014



1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge
2) Kvartalstall fram til 1989 er beregnet med lineær interpolering av årstall
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilde: Norges Bank

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

Figur 3.20 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapet mellom indikatoren og trendene er blitt mindre de siste årene, men indikatoren ligger fremdeles høyere enn to av tre trender. Mens kredittindikatoren var nokså stabil i årene etter finanskrisen, har trenden beregnet med det ensidige HP-filteret fortsatt å stige raskt. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Kredittgapet er erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser når trenden er basert på et utvidet HP-filter. Figur 3.20 b–d viser utviklingen i de øvrige nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene.

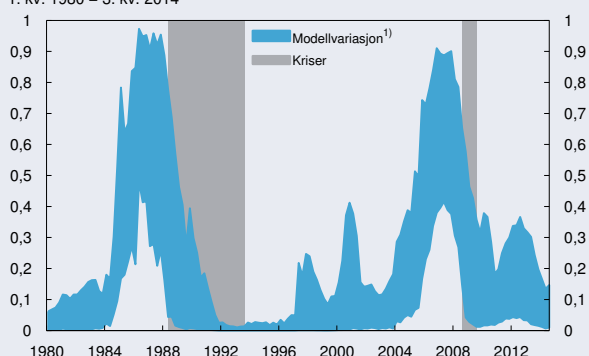
Norges Bank har utviklet modeller for tidlig varsling av finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser, se ramme på side 40 i Pengepolitisk rapport 3/14. Det blå feltet i figur 3.21 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler

og trendberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte krisesannsynlighetene har kommet ned siden finanskrisen, men at spredningen mellom anslagene er stor.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.³ 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 2014 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien ½ prosent, se figur 3.22.

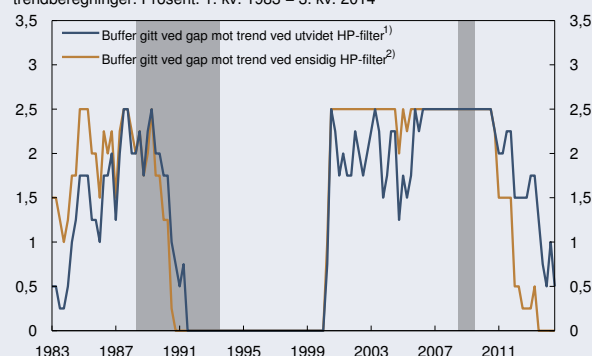
3 Se *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*, Baselkomiteen for banktilsyn 2010, Bank for International Settlements

Figur 3.21 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1980 – 3. kv. 2014



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

Figur 3.22 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2014



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

UTDYPINGER

Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land
Fallet i oljeprisen
Virkningen av lavere oljepris på norsk økonomi
Systemrisiko og makrotilsyn
Kan prisutviklingen i sektorer som endrer prisene sjelden fortelle oss
noe om inflasjonsforventningene?

INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

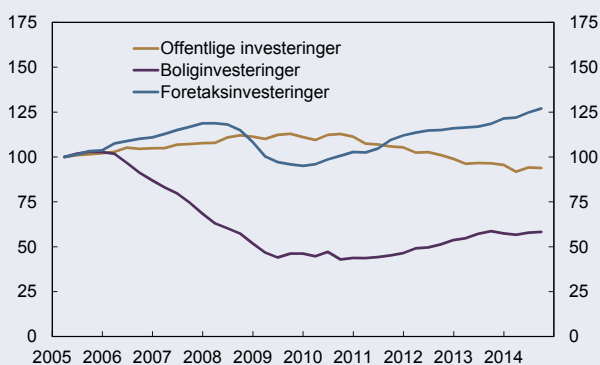
Veksten i USA er fortsatt solid. Det siste året har økte foretaksinvesteringer bidratt til å holde veksttakten oppe, mens utviklingen har vært svak i både boliginvesteringer og offentlige investeringer, se figur 1. Noe av bedringen i bedriftenes investeringer har trolig sammenheng med den sterke veksten i skifergass og -oljeindustrien. Dette har bidratt positivt til amerikansk økonomi, både direkte gjennom vekst i etterspørsel og indirekte gjennom lavere energikostnader for innenlandske produksjonsbedrifter. Lavere oljepris bidrar til å øke vekstanslagene for privat konsum sammenlignet med forrige rapport. Fremover venter vi at de gode arbeidsmarkedsforholdene, videre bedring i husholdningenes finansielle stilling og noe høyere vekstbidrag fra offentlig sektor vil bidra til at BNP-veksten tar seg ytterligere opp de nærmeste årene, se tabell 3 i vedlegget.

Opphenting i euroområdet ser ut til å bli svakere enn tidligere anslått. Det skyldes til dels lavere veksttakt i andre halvår i år, men også noe svakere vekstutsikter ved inngangen til 2015. Reviderte tall viser imidlertid at veksten i første halvår i år var noe sterkere enn tidligere lagt til grunn. Samlet anslås veksten i år til ¾ prosent, det samme som i forrige rapport.

BNP i euroområdet samlet steg 0,2 prosent i tredje kvartal, og løpende indikatorer peker mot om lag uendret veksttakt inn i fjerde kvartal. Av de store eurolandene, er veksten høyest i Spania, se figur 2. Opphenting der har det siste året vært betydelig raskere enn ventet, og vekstanslagene for i år og neste år er blitt oppjustert. Mens uventet god vekst i innenlandsk etterspørsel ligger bak oppjusteringene i Spania, har utviklingen i Tyskland, Frankrike og Italia vært den motsatte. Der har anslag på vekst i privat konsum og investeringer blitt justert ned gjennom det siste året. I tillegg har eksportveksten i 2014 vært lavere enn tidligere ventet for alle de store eurolandene. For Tyskland venter vi om lag uendret veksttakt fra i år til neste år. For Frankrike og Italia venter vi at veksten blir værende lav i 2015, til tross for en liten bedring fra i år.

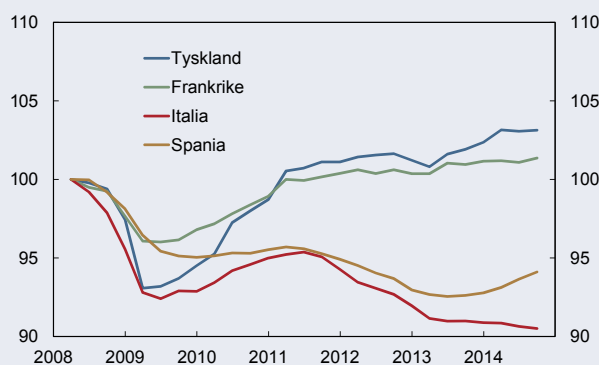
For euroområdet samlet ser veksten i 2015 ut til å bli noe lavere enn tidligere anslått. Nedjusteringen skyldes i hovedsak lavere investeringsvekst enn ventet. Veksten i privat konsum ser derimot ut til å holde seg oppe, hjulpet av gradvis bedring i sysselsettingen og vekst i realinntektene, se figur 3. Lavere oljepris vil bidra positivt til konsumentenes kjøpekraft og demper i tillegg bedriftenes kostnadsvekst.

Figur 1 USA. Investeringer i offentlig sektor, foretak og bolig.
Indeks. 1. kv. 2005 = 100. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2014



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 BNP i noen land i euroområdet.
Indeks. 1. kv. 2008 = 100. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2014



Kilde: Thomson Reuters

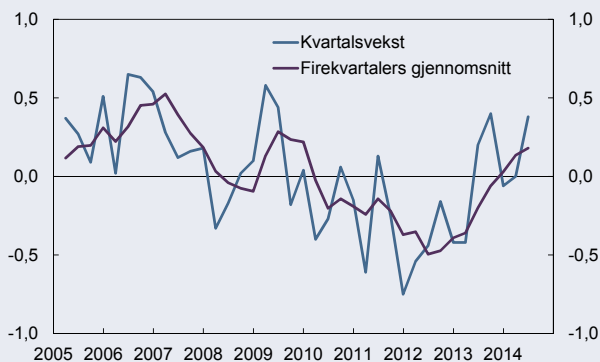
Fremover vil de siste tiltakene fra Den europeiske sentralbanken (ESB), gradvis bedring i finansieringsforholdene og mindre kontraktiv finanspolitikk bidra til å holde etterspørselen i euroområdet oppe, se figur 4. På den annen side vil fortsatt høy arbeidsledighet og behovet for å redusere gjelden i privat og offentlig sektor legge en demper på veksttakten også fremover. Eksporten er ventet å stige som følge av høyere global etterspørselsvekst og en svakere euro. Vekstbidraget fra nettoeksporten er ventet å forbli positivt, men mindre enn i foregående år.

Siden 2009 har investeringene i euroområdet utviklet seg betydelig svakere enn hva som har vært normalt etter en nedgangskonjunktur, se figur 5. Uvanlig stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen, svak utvikling i boligmarkedet i mange land og høy gjeldsgrad blant bedriftene er trolig viktige forklaringer på den lave investeringsviljen. I mange land bidro i tillegg den europeiske statsgjeldskrisen til økte kostnader og redusert tilgang på finansiering for banksektoren. Det førte til strammere utlånsvilkår for bedriftene. Nå har imidlertid farten på bedriftenes nedbelåning falt, og ESBs utlånsundersøkelse i tredje kvartal meldte om stigende låneetterspørsel og lettelser i bankenes utlånsvilkår. I tillegg kan ferdigstillelsen av den kom-

binerte stresstest og kvalitetsgjennomgang av banksektoren fra ESB og Den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA) ha en positiv effekt på utlånsveksten fremover. Bankene kan ha justert ned sine balanser i forkant av gjennomgangen, og økt tillit til soliditeten i banksektoren kan bidra til å senke bankenes finansieringskostnader.

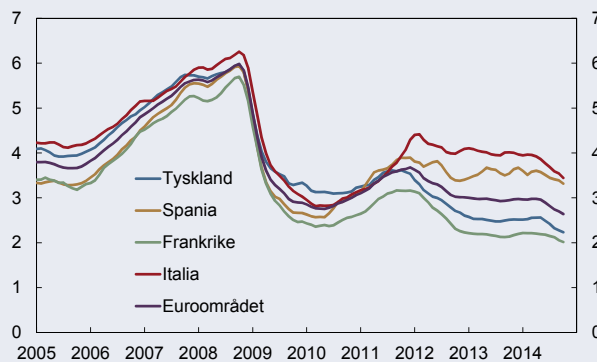
I Storbritannia har det vært god vekst i syv kvartaler på rad. Etter revideringer viser nasjonalregnskaps-tallene at nivået på BNP nå er høyere enn før krisen. Tjenestesektoren bidrar fortsatt mest til veksten, men aktiviteten har tatt seg opp også i industrisektoren. I arbeidsmarkedet er det ytterligere bedring, med videre fall i arbeidsledigheten og god vekst i sysselsettingen. De siste månedene har lønnsveksten tiltatt, men den er fortsatt bare på rundt 1¼ prosent, til tross for at ledigheten har falt i tre år. Fremover venter vi at høyere investeringer vil trekke opp produktivtetsveksten. Vi venter fortsatt god vekst i Storbritannia, men legger til grunn at veksttakten vil avta noe etter hvert som kapasitetsutnyttelsen tiltar, pengepolitikken strammes til og myndighetene gjennomfører planlagte finanspolitiske innsparinger.

Figur 3 Euroområdet. Husholdningenes brutto realdisponible inntekt. Prosentvis vekst fra kvartalet før. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2014



Kilde: Thomson Reuters

Figur 4 Euroområdet. Bedriftenes lånekostnader. Tre måneders glidende gjennomsnitt av ESBs indikator for ikke-finansielle bedrifters lånekostnader. Jan. 2005 – okt. 2014



Kilder: ESB og Norges Bank

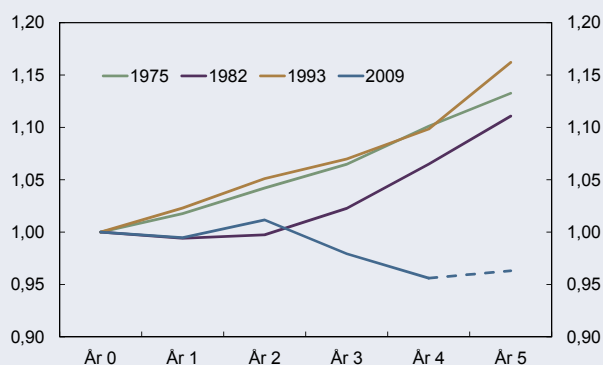
Reviderte tall viser at BNP-veksten i Sverige i første halvår var sterkere enn tidligere lagt til grunn. Vekstakten avtok imidlertid noe inn i andre halvår. Oppgangen blir fortsatt drevet av god vekst i privat konsum og boliginvesteringer. Vedvarende lav vekst hos Sveriges viktigste handelspartnere har bidratt til den svake utviklingen i industriproduksjon og foretaksinvesteringer. Samlet sett anslår vi at BNP-veksten i 2014 blir noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Også fremover legger vi til grunn at husholdningenes etterspørsel vil være den viktigste drivkraften for vekst. Siden forrige pengepolitiske rapport ble publisert, har Riksbanken satt renten ned til null. Lave renter, oljeprisfall og utsikter til god inntekts- og sysselsettingsvekst bidrar til å bedre konsumentenes kjøpekraft. Befolkningsvekst og boligmangel vil sammen med lave renter trolig bidra til fortsatt stigende boligpriser og god vekst i boliginvesteringene. Veksten i foretaksinvesteringene ser derimot ut til å bli lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, hovedsakelig som følge av svakere etterspørsel fra nære handelspartnere i Europa. Oljeprisfall og svakere valutakurs motvirker i noen grad denne effekten, men nettoeksporten er likevel ventet å gi et negativt vekstbidrag både i år og neste år. Samlet sett venter vi at BNP-veksten neste år blir 3 prosent, det samme som i forrige rapport.

Konsumprisveksten i USA og Europa har vært lavere enn vi la til grunn i forrige rapport. Det er særlig lavere priser på energi og mat som har bidratt til lavere prisvekst. Fallet i spot og terminpriser for olje bidrar til å trekke ned anslagene for prisveksten også neste år, se tabell 4 i vedlegget. I Sverige har prisveksten vært overraskende lav på tvers av mange ulike varegrupper. Dette tyder på at prispresset i svensk økonomi er lavere enn tidligere lagt til grunn. Sammen med utsikter til fortsatt lav prisvekst internasjonalt, bidrar dette til at våre anslag for inflasjonen i Sverige de nærmeste to årene er betydelig nedjustert.

I Japan har BNP falt to kvartaler på rad. Privat konsum har utviklet seg enda svakere enn ventet etter momsøkningen i april, og private investeringer falt både i andre og tredje kvartal. Inflasjonsutsiktene har svekket seg noe den siste tiden, og Bank of Japan har vedtatt ytterligere pengepolitiske tiltak. De pengepolitiske lettelsene, sammen med en lavere oljepris, ventes å bidra positivt til veksten i Japan fremover.

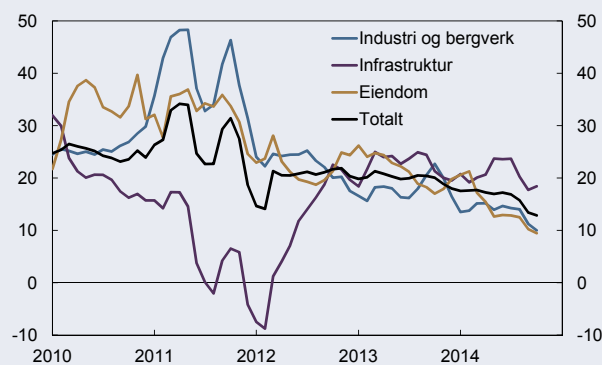
I Kina var firekvartalsveksten i BNP i tredje kvartal 7,3 prosent, ned fra 7,5 prosent i andre kvartal. Vekstbidraget fra investeringer så langt i år er det laveste siden starten av 2000-tallet. Dette skyldes lavere

Figur 5 Euroområdet. Utviklingen i investeringer rundt nedgangsperioder. Indeks. Nivå på investeringer satt lik 1 i bunnen av konjunktursykelen¹⁾.



1) CEPR har datert siste topp til 3. kv. 2011. Siste bunn har enda ikke blitt identifisert
Kilder: CEPR, Eurostat og Norges Bank

Figur 6 Investeringer i Kina. Verdi. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Tolvmånedersendring. Prosent. Jan. 2010 – okt. 2014

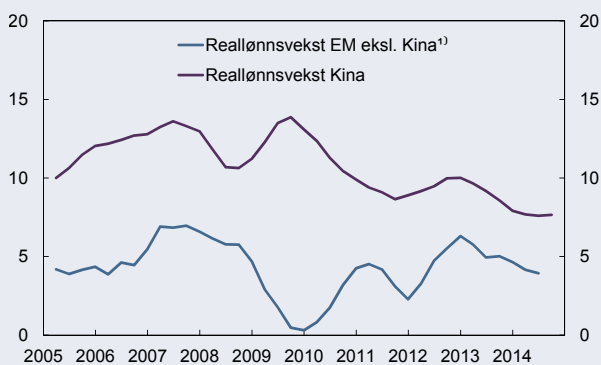


Kilder: CEIC og Norges Bank

vekst i boliginvesteringene etter flere år med svært høy boligbygging etter finanskrisen, se figur 6. Boligprisene har fortsatt å falle de siste månedene, mens salg og igangsetting av privatboliger har økt noe som følge av tiltak fra myndighetene, blant annet lettelse i reguleringene av boligkjøp. Igangsettingen så langt i år har likevel vært 10 prosent lavere enn i samme periode i 2013, noe som har bidratt til lavere vekst også i deler av industrien. Realveksten i detaljhandelen har holdt seg bra oppe, med en årsvekstrate på om lag 10 prosent de siste månedene. Eksporten har tatt seg opp, og har de siste månedene vært over 10 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Eksporten har særlig økt til USA, Europa og Asia utenom Japan. Fremover venter vi at veksten i eksportrettet industri vil fortsette, samtidig som de negative ringvirkningene fra avdempingen i boligsektoren vil avta. Kina er også blant landene som tjener på fallet i oljeprisen. Samlet sett bidrar dette til at anslaget for BNP-veksten i Kina er justert opp med ¼ prosentpoeng til 7 prosent i 2015. På lengre sikt venter vi fortsatt at veksttakten vil avta til i underkant av 7 prosent, som følge av lavere vekst i den urbane arbeidsstyrken og en videre nedgang i investeringstakten.

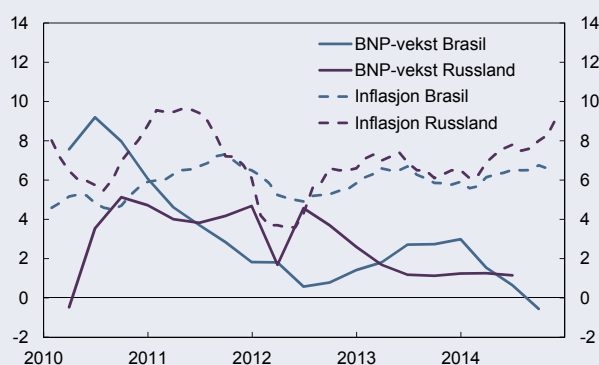
Veksten har avtatt noe også i andre fremvoksende økonomier. Det har de siste månedene vært lavere vekst i både industriproduksjon og privat konsum. Avdempingen i privat konsum må sees i sammenheng med avtakende lønnsvekst i flere land, se figur 7. Mange bedrifter må kutte kostnader etter en periode med oppbygging av for mye kapasitet. Lav kapasitetsutnyttelse gjenspeiles i fallende produsentpriser i de fleste større økonomiene i Asia. Bankutlånsundersøkelser viser at etterspørselen etter nye lån nå avtar etter flere år med rask gjeldsvekst i bedriftssektoren. Lavere oljepriser fører til en betydelig bytteforholdsgevinst for nettoimportører av olje. Blant land med inflasjon over målet bidrar også oljeprisfallet til handlingsrom i pengepolitikken. I Brasil og Russland er vektutsiktene svekket ytterligere, samtidig som valutakursdepresiering bidrar til økt inflasjon, se figur 8. I begge land har sentralbanken økt styringsrenten. I Russland står olje for mer enn halvparten av eksporten. Selv om noe av bortfallet av inntekter motvirkes av en svakere valutakurs venter vi at overskudd, lønninger og skatteinntekter fra oljesektoren vil falle. Nedjusteringen av vekstutsiktene i Russland og Brasil bidrar til at anslaget for fremvoksende økonomier er justert ned de neste årene.

Figur 7 Fremvoksende økonomier. Reallønnsvekst. Firekvartalersvekst. Firekvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2014



1) Brasil, Russland, Indonesia, Thailand, Hong Kong og Singapore. BNP-vekter
Kilder: CEIC, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 8 Brasil og Russland. Annualisert kvartalsvekst i BNP, trekvartalers glidende gjennomsnitt. Tolvmånedersvekst i konsumpriser. Prosent. Jan. 2010 – nov. 2014



Kilder: CEIC og Norges Bank

FALLET I OLJEPRISEN

Oljeprisen har falt med om lag 35 prosent fra et gjennomsnitt på 109 US dollar i første halvår 2014, til rundt 70 US dollar i begynnelsen av desember. Nedgangen i terminprisene har vært mindre, se figur 1. Fallet i oljeprisen målt i norske kroner er også betydelig mindre, fordi kronekursen har svekket seg 16 prosent mot US dollar.

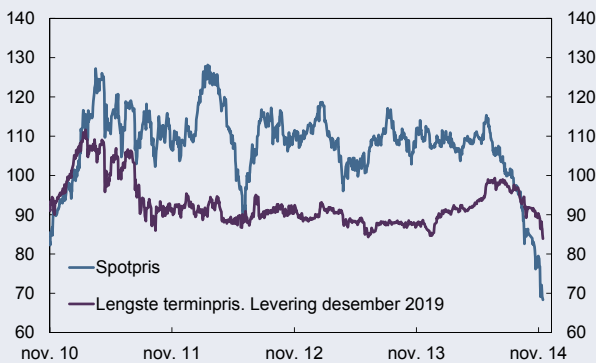
Fallet i oljeprisen skyldes forhold både på etterspørselssiden og tilbudssiden i oljemarkedet. Svakere utvikling i verdensøkonomien har i de senere årene dempet veksten i etterspørselen etter olje. Samtidig har produksjonen av olje utenfor OPEC, spesielt i USA, økt kraftig. Lenge ble dette motvirket av at oljeproduksjonen i andre land både i og utenfor OPEC ble hemmet av militære konflikter, sanksjoner og tekniske problemer mv, se figur 2. Usikkerhet om utviklingen

i flere viktige oljeproduserende land, spesielt i Midtøsten og Nord-Afrika, har trolig gitt et ekstra risikopåslag i oljeprisen. Oljeprisen holdt seg dermed oppe helt fram til i sommer, mens prisene på andre råvarer, som for eksempel metaller, begynte å falle allerede i 2011, se figur 3.

Siden i sommer har veksten i tilbudet fra land utenfor OPEC igjen vært overraskende høy, og produksjonen i blant annet OPEC-landet Libya kom uventet tilbake. Da den militante gruppen IS ikke fikk fotfeste i de sørlige deler av Irak der en stor del av oljeproduksjonen foregår, kan det i tillegg ha bidratt til fallet i oljeprisen.

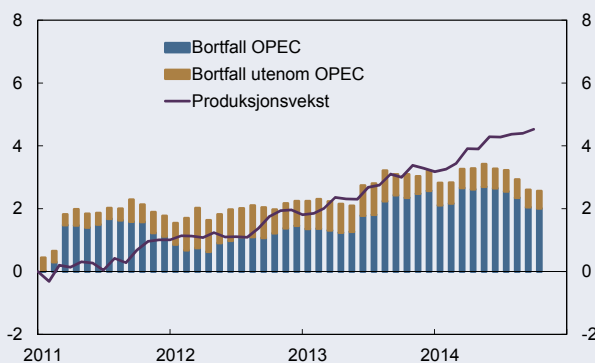
En markert styrking av dollaren har også vært en del av bildet, tidligere har vi sett at sterkere dollar kan gi

Figur 1 Spotpris og lengste terminpris for råolje. USD per fat Brent Blend. 22. nov. 2010 – 5. des. 2014



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Globalt bortfall av oljeproduksjon. Akkumulert vekst i oljeproduksjon i USA. Millioner fat per dag. Jan. 2011 – okt. 2014



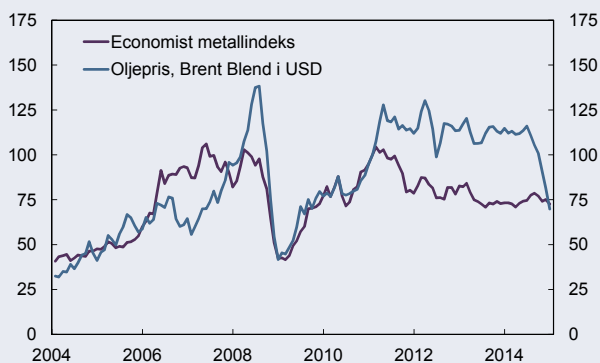
Kilder: EIA og Norges Bank

lavere oljepris målt i dollar. Fallet i prisen kan dessuten ha blitt forbigående påvirket av store endringer i posisjonstakingen til finansielle investorer i fremtidsmarkedet for olje.

Helt vesentlig er det imidlertid at forventningene til hva OPEC vil gjøre for å understøtte oljeprisen endret seg i løpet av høsten. Det har vært en utbredt oppfatning at OPEC ville sikte mot en oljepris rundt 100 US dollar per fat. Dette synes ikke lenger å være tilfelle, i alle fall ikke på kort sikt. På møtet 27. november besluttet OPEC å opprettholde produksjonskvotene. OPEC uttalte at tilgangen på olje i markedet nå er svært god. Organisasjonen pekte i tillegg på at anslaget for veksten i tilbudet av olje fra land utenfor OPEC til neste år er høyere enn anslaget for veksten i global oljeetterspørsel. Selv om OPEC produserer i samsvar

med kvotene – en viss reduksjon i forhold til faktisk produksjon de siste månedene – kan overskuddstilbudet i oljemarkedet likevel bli mer langvarig. Over tid vil balansen i oljemarkedet gradvis kunne strammes til slik som terminprisene antyder. På den annen side er forholdene i flere viktige oljeeksporterende land fremdeles meget ustabil. Forløpet for oljeprisen fremover er derfor svært usikkert.

Figur 3 Pris på råolje og industrimetaller.
Indeks. Jan. 2011 = 100. Jan. 2004 – des. 2014



Kilde: Thomson Reuters

VIRKNINGEN AV LAVERE OLJEPRIS PÅ NORSK ØKONOMI

Et kraftig fall i oljeprisen vil kunne redusere aktiviteten i norsk økonomi gjennom flere kanaler:

- lavere petroleumsinvesteringer og reduserte leveranser fra fastlandsøkonomien til oljeselskapene
- dempet reallønnsvekst som følge av lavere etterspørsel etter arbeidskraft og redusert lønnsomhet i oljerelatert virksomhet
- reduserte investeringer i bedriftene og økt sparing i husholdningene som følge av forventninger om lavere inntekter og økt usikkerhet om utviklingen fremover

De samlede virkningene på norsk økonomi av lavere oljepris vil avhenge av årsakene til prisfallet, av utslagene i kronekursen, av varigheten på prisfallet og av nivået på oljeprisen.

En nedgang i oljeprisen som skyldes forhold på tilbudssiden i oljemarkedet vil isolert sett stimulere aktiviteten i land som er netto importører av olje og dermed løfte etterspørselen etter andre norske eksportprodukter. Skulle kronen svekke seg markert, vil også det dempe utslagene for fastlandsøkonomien. Skyldes nedgangen i oljeprisen redusert etterspørsel i verdensøkonomien, vil Norge bli rammet både av lavere oljepris og av lavere vekst hos våre handelspartnere.

Et varig fall i oljeprisen vil gi større negative effekter enn en mer midlertidig nedgang. Varig lavere oljepris vil i større grad kunne påvirke lønnsomheten av nye mulige utbyggingsprosjekter på norsk sokkel og dermed gi større effekter på oljeinvesteringene. Terminprisene gir en pekepinn på hvor varig prisfallet ventes å være, men erfaringene viser at oljeprisen er vanskelig å anslå.

Virkningene på oljeinvesteringene av en nedgang i oljeprisen vil også avhenge av nivået på oljeprisen. En undersøkelse blant kontaktene i vårt regionale nettverk fra 2012¹ indikerer at svingninger i oljeprisen mellom 90–120 dollar per fat vil ha liten virkning på norsk økonomi, mens en oljepris på 70–80 dollar per fat vil ha forholdsvis store konsekvenser. Siden denne undersøkelsen ble gjennomført har kostnadene i petroleumsnæringen steget.

I anslagene i denne rapporten har vi lagt til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Det innebærer at oljeprisen vil ta seg noe opp utover i anslagsperioden, men likevel være vesentlig lavere enn i forrige rapport. Vi legger også til grunn at prisfallet skyldes både økt tilbud av olje og svakere vekst i global oljeetterspørsel, se utdyping side 44. Sammenlignet med anslagene i forrige rapport anslår vi nå at oljeinvesteringene blir 33 milliarder kroner lavere ved utgangen av anslagsperioden. Allerede i sommer varslet oljeselskapene om kostnadsutt

¹ Se Aktuell kommentar 2013/4 Hvordan vil omsetningen i norske bedrifter bli påvirket av et fall i oljeprisen?

og forskyvninger i investeringsplaner. Det kraftige fallet i oljeprisen antas å forsterke behovet for å kutte kostnader og å redusere investeringer i felt i drift. Lavere oljeinvesteringer vil ha direkte effekter på sysselsettingen i leverandørnæringer og gi ringvirkninger til øvrige leveransesektorer.

Lavere aktivitet i oljesektoren og i økonomien for øvrig vil trekke i retning av en mer dempet lønnsvekst. Dette vil i noen grad kunne bli motvirket av litt høyere prisvekst på kort sikt og økt lønnsomhet i den tradisjonelle eksportindustrien som følge av en klart svakere krone. Samtidig er lønnsandelene i store deler av tradisjonell industri i utgangspunktet på nokså høye nivåer. Anslagene for nominell lønnsvekst er litt lavere enn i forrige rapport.

Usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi og utsikter til lavere inntektsvekst vil trolig redusere veksten i konsumet framover. Sparingen, som har økt en del de siste årene, vil trolig holde seg oppe lenger enn tidligere antatt. Samlet anslår vi at privat konsum vil vokse 2¾ prosent mindre over årene 2015–2017 enn vi anslo i forrige rapport. Vi har også lagt til grunn at økt usikkerhet bidrar til noe svakere utvikling i foretakenes investeringer. Videre venter vi at importveksten vil bli lavere. Det skyldes dels at innenlandsk etterspørsel øker mindre og at denne etterspørselen i større grad rettes mot norskproduserte varer og tjenester som følge av svakere krone.

Den kraftige svekkelsen av kronen bidrar til økt lønnsomhet og bedret konkurranseevne for eksportbedriftene. Anslagene for eksport fra Fastlands-Norge er oppjustert fra forrige rapport. Eksportveksten kan imidlertid bli dempet noe av at det også blir nedgang i internasjonale oljeinvesteringer som følge av lavere oljepris. Deler av norsk oljeleverandørindustri har blitt store internasjonale leverandører innenfor noen nisjeområder.

Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for veksten i BNP for Fastlands-Norge nedjustert med om lag ¾ prosentenheter neste år og ½ prosentenheter i 2016. En klart svakere krone og en lavere rentebane begrenser utslagene i produksjonen og sysselsettingen som følge av fallet i oljeprisen. Vi legger samtidig til grunn at et fleksibelt arbeidstilbud vil dempe utslagene i arbeidsledigheten.

SYSTEMRISIKO OG MAKROTILSYN

Formålet med makrotilsyn er å bidra til finansiell stabilitet gjennom å dempe systemrisiko. Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) definerer systemrisiko som risiko for rystelser i finanssystemet som kan få alvorlige konsekvenser for realøkonomien.

ESRB skiller mellom fire ulike dimensjoner av systemrisiko¹ som er spesielt relevante for makrotilsyn, se tabell 1. Den første dimensjonen er knyttet til høy kredittvekst og belåning. Finansielle kriser har ofte inntruffet i kjølvannet av perioder med rask vekst i kreditt, og høy belåning kan forsterke et tilbakeslag. Den andre er risikoen forbundet med at bankene har mye kortsiktig markedsfinansiering og små likviditetsbuffer. Ved bortfall av finansiering kan banker med små likviditetsreserver bli tvunget til å selge andre eiendeler, noe som kan få store smittevirkninger og redusere verdien av eiendelene til andre institusjoner. En tredje dimensjon av systemrisiko er konsentrasjonsrisiko. I et tett sammenvevd system kan smittevirkningene av forstyrrelser i et enkelt marked eller problemer i en enkelt bank være betydelige. En fjerde dimensjon er systemrisiko forbundet med skjeve insentiver, og da særlig knyttet til at systemviktige institusjoner tar høyere risiko fordi de oppfattes å ha en implisitt statsgaranti.

De ulike formene for systemrisiko kan ha opphav i samme grunnleggende markedsvikt og kan forsterke hverandre.² Systemrisiko kan variere over tid eller være av mer strukturell karakter. Den *tidsvarierende* systemrisikoen er nært forbundet med de med-

sykliske mekanismene i det finansielle systemet og er knyttet til de to første dimensjonene i ESRBs inndeling. Stor grad av konsentrasjon i finanssystemet og systemviktige institusjoner kan gi opphav til høy *strukturell* risiko.

Tabell 1 gir også oversikt over virkemidler som kan tas i bruk for å redusere systemrisiko. Virkemidlene virker gjennom ulike kanaler. Kapital- og likviditetskravene virker først og fremst gjennom å øke motstandskraften i det finansielle systemet, mens tak på belåningsgrad i forhold til låntakerens sikkerhet og inntekt virker mer direkte på kredittveksten og dermed på oppbyggingen av systemrisiko.

Land som har innført tiltak, har valgt forskjellige kombinasjoner av virkemidler. I Norge er kravene til bufferkapital trappet opp med krav til motsyklisk kapitalbuffer, systemrisikobuffer og kapitalbuffer for systemviktige banker. Finanstilsynet har stilt strengere krav til bankenes egne risikomodeller slik at risikovektene på boliglån har økt. Finanstilsynet har også strammet inn retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål.

Nye internasjonale krav til likviditet og finansiering i bankene skal innføres både i EU og i Norge, se *Finansiell stabilitet 2014* for en nærmere beskrivelse. Kravet til likviditetsdekning (LCR) skal fases inn i EU fra 2015, mens kravet til stabil finansiering (NSFR), forventes innført innen 2018.

Den motsykliske kapitalbufferen er det eneste virkemidlet som i det internasjonale regelverket for makrotilsyn eksplisitt er definert å være tidsvarierende. Ifølge regelverket skal den fastsettes hvert kvartal.

1 Se ESRB Recommendation of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy, Det europeiske systemrisikorådet 1/2013

2 Se *Macroprudential regulation – what, why and how?* Staff Memo 13/2014, Henrik Borchgrevink, Sigmund Ellingsrud og Frank Hansen, Norges Bank

Mer spesifikt skal den motsykliske kapitalbufferen rettes inn mot den tidsvarierende risikoen knyttet til høy kredittvekst og belåning.³ I Norges Banks rapporter brukes begrepet *finansielle ubalanser* om slik systemrisiko. Vurderingen av finansielle ubalanser er basert på en sammenlikning av indikatorer for

kreditt- og eiendomspriser og beregnede langsiktige trender. Risikoen forbundet med et vedvarende høyt gjeldsnivå er mer strukturell og kan møtes med andre og mer permanente krav enn den motsykliske kapitalbufferen.

³ Etter forskriften av 4. oktober 2013 skal beslutningsgrunnlaget for den motsykliske kapitalbufferen inneholde «Norges Banks vurdering av systemrisiko som bygges opp eller er bygget opp over tid»

TABELL 1 Makrotilsynsvirkemidler¹ klassifisert etter ESRBs fire risikokategorier

Risikokategori	Tiltak
Høy kredittvekst og belåning ²	Motsyklisk kapitalbuffer Sektorvise kapitalkrav og risikovekter Bufferkrav for systemrisiko Krav til egenkapitalandel i bankene («leverage ratio») Tak på belåningsgrad for boliglån i forhold til sikkerhet Tak på maksimal gjeld og/eller utgifter til gjeldsbetjening i forhold til inntekt
Lite stabil finansiering og små likviditetsbuffer i bankene	Krav til likviditetsdekning (LCR) ³ Krav til stabil finansiering (NSFR) ⁴ Andre krav til likviditet og finansiering
Sterk konsentrasjon i finanssystemet ²	Bufferkrav for systemrisiko Ekstra begrensninger for store engasjementer Tiltak knyttet til eksponeringer innenfor finansiell sektor
Skjeve insentiver, særlig i systemviktige institusjoner ²	Bufferkrav for systemrisiko Ekstra bufferkrav for systemviktige institusjoner

¹ Listen av virkemidler er ikke uttømmende

² Det kan stilles ekstra krav til egenkapital (blant annet under tilsynsmyndighetenes pilar 2) og til kapitalkonserveringsbuffer utover 2,5 prosent for å dempe risiko knyttet til denne risikokategorien

³ LCR – Liquidity Coverage Ratio: Krav om at bankene må holde en likviditetsportefølje som er tilstrekkelig til å møte forpliktelser som oppstår gjennom en 30 dagers tenkt periode med stress i finansieringsmarkedene

⁴ NSRF – Net Stable Funding Ratio: Krav om at bankene skal finansiere lite likvide eiendeler med langsiktig finansiering

Kilde: Tabell 8.1 (s. 164) i *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, Det europeiske systemrisikorådet, 2014

KAN PRISUTVIKLINGEN I SEKTORER SOM ENDRER PRISENE SJELDEN FORTELLE OSS NOE OM INFLASJONSFORVENTNINGENE?

Ved fastsettelsen av en pris tar bedriften gjerne hensyn til både nåsituasjonen og forventet fremtidig inflasjon. Jo lengre periode prisen skal gjelde for, desto større vekt legges trolig på inflasjonsforventningene ved prisfastsettelsen. Prisutviklingen i sektorer som endrer prisene sjelden kan dermed inneha mer informasjon om bedriftenes inflasjonsforventninger enn andre priser.¹

Figur 1 viser den aggregerte inflasjonsutviklingen i sektorer som endrer prisene relativt sjelden og relativt ofte² sammen med KPI uten energivarer (KPI-JE)³. Prisveksten i sektorer som endrer prisene sjelden (gul linje) har vært høyere enn prisveksten i sektorer som endrer prisene ofte (blå linje). Det kan følge av ulike prissettingsstrategi, men også av at tjenester, som har hatt en høyere prisvekst enn varer, har en større vektandel i den førstnevnte serien.

De to seriene har vist lik utvikling i flere perioder. I de siste årene har imidlertid årsveksten i prisene for sektorer som endrer prisene sjelden ligget stabilt på

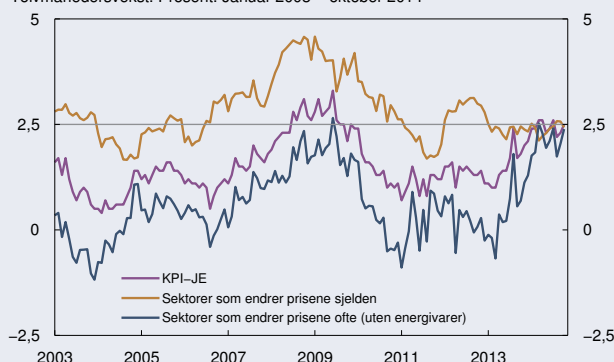
om lag 2,5 prosent, mens prisveksten i sektorer som endrer prisene ofte har steget markant. Oppgangen kan blant annet knyttes til kronesvekkelsen, som har trukket inflasjonen opp for mange av de importerte varene i kategorien som endrer prisene ofte. En metodeendring for måling av prisutviklingen for matvarer og alkoholfrie drikkevarer i KPI har trolig bidratt i samme retning.

Enkle empiriske analyser indikerer at prisutviklingen i sektorer som endrer prisene sjelden kan fortelle oss noe om aktørenes inflasjonsforventninger noe fram i tid. I figur 2 vises firekvartalersveksten i de to frekvensbaserte prisindeksene sammen med forventet årsvekst i KPI om ett og to år blant næringslivsledere, økonomiekspertene og arbeidslivsorganisasjoner (grått bånd). Prisveksten i sektorer som endrer prisene sjelden (gul linje) er generelt på samme nivå som disse forventningene. Endringer i denne prisserien har også høy samvariasjon med endringer i inflasjonsforventningene.

Indikatorer som fanger opp inflasjonsforventningene kan bidra til å gi mer presise inflasjonsanslag. Regresjonsanalyse indikerer at prisserien for sektorer som endrer prisene sjelden har signifikant forklaringskraft for endringer i KPI-JE 12 til 18 måneder fram i tid.

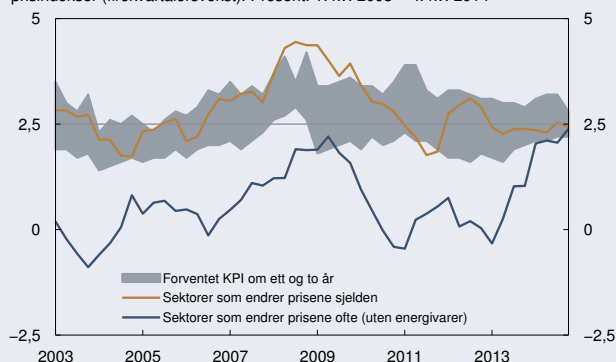
- 1 Se *Are Some Prices in the CPI More Forward Looking Than Others? We Think So*, M. F. Bryan og B. Meyer, Federal Reserve Bank Of Cleveland Economic Commentary, No 2/2010.
- 2 Se *Sticky prices and inflation expectations in Norway*, Staff Memo nr. 15/2014, S. K. Erlandsen, Norges Bank, for detaljer om beregning og analyse av indeksene.
- 3 De frekvensbaserte prisindeksene er satt sammen av mange underindekser av KPI. I seriene som vises her er energivarer utelatt, og vi sammenstiller derfor seriene med KPI-JE.

Figur 1 KPI-JE¹ og frekvensbaserte prisindekser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2003 – oktober 2014



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

Figur 2 Forventet årsvekst i KPI om ett og to år¹ og frekvensbaserte prisindekser (firekvartalersvekst). Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2014²



1) Grått bånd viser intervallet mellom høyeste og laveste anslag på årsveksten i KPI om ett og to år blant næringslivsledere, arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien
2) Oktober 2014 er siste observasjon for de frekvensbaserte prisindeksene.
Kilder: Opinion og Norges Bank

VEDLEGG

Oversikt over rentemøter i Norges Bank
Tabeller og detaljerte overslag

OVERSIKT OVER RENTEMØTER I NORGES BANK MED ENDRINGER I STYRINGSRENTEN

Dato	Styringsrente ¹	Endring
6. mai 2015		
18. mars 2015		
10. desember 2014	1,25	-0,25
22. oktober 2014	1,50	0
17. september 2014	1,50	0
18. juni 2014	1,50	0
7. mai 2014	1,50	0
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	1,50	0
31. oktober 2012	1,50	0
29. august 2012	1,50	0
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 2012	1,50	0
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50
19. oktober 2011	2,25	0
21. september 2011	2,25	0
10. august 2011	2,25	0
22. juni 2011	2,25	0
12. mai 2011	2,25	+0,25
16. mars 2011	2,00	0
26. januar 2011	2,00	0
15. desember 2010	2,00	0
27. oktober 2010	2,00	0
22. september 2010	2,00	0
11. august 2010	2,00	0
23. juni 2010	2,00	0
5. mai 2010	2,00	+0,25
24. mars 2010	1,75	0
3. februar 2010	1,75	0
16. desember 2009	1,75	+0,25
28. oktober 2009	1,50	+0,25
23. september 2009	1,25	0

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

TABELL 1 MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer ¹	Eksport F-Norge ²	Import
2008	0,4	1,7	1,7	2,4	0,9	4,7	4,7	3,2
2009	-1,6	-1,6	0,0	4,1	-10,4	3,3	-7,8	-10,0
2010	0,6	1,8	3,8	2,2	-6,4	-8,9	7,9	8,3
2011	1,0	1,9	2,3	1,0	5,0	11,3	0,4	4,0
2012	2,7	3,8	3,5	1,6	7,4	15,1	1,1	3,1
2013	0,7	2,3	2,1	1,7	2,9	17,1	1,7	4,3
2013 ³ 4. kv	-0,1	0,5	0,3	1,1	2,7	-2,0	1,9	1,5
2014 1. kv	0,5	0,6	0,8	0,8	0,1	-2,9	-0,5	-1,4
2. kv	1,1	1,2	0,7	1,0	0,4	-0,5	2,4	-0,3
3. kv	0,5	0,4	-0,1	0,6	-0,6	0,2	1,4	2,2
Nivå 2013, mrd. kroner	3 069	2 423	1 235	653	505	212	503	878

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/ tolvmånedersvekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹	KPIXE ²	KPI-JA ³	KPI-JE ⁴	HKPI ⁵
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010	2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,3
2011	1,2	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2
2012	0,8	1,2	1,0	0,6	1,4	0,4
2013	2,1	1,6	1,4	2,1	1,6	2,0
2014 jan	2,3	2,4	2,2	2,3	2,4	2,1
feb	2,1	2,4	2,1	2,1	2,4	1,9
mar	2,0	2,6	2,4	2,0	2,6	1,8
apr	1,8	2,5	2,3	1,8	2,6	1,5
mai	1,8	2,3	2,2	1,8	2,3	1,6
jun	1,9	2,4	2,3	1,8	2,4	1,8
jul	2,2	2,6	2,6	2,2	2,6	2,2
aug	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,9
sep	2,1	2,4	2,4	2,1	2,3	2,1
okt	2,0	2,5	2,4	2,1	2,5	1,9

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

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

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 3/14 i parentes	Andel av verdens BNP		Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markedskurser ¹	2013	2014	2015	2016	2017
USA	16	22	2,2	2¼ (¼)	3½ (½)	3½ (¼)	2¾ (0)
Euroområdet	12	18	-0,4	¾ (0)	1 (-¼)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2	3	1,7	3 (0)	2¾ (¼)	2¾ (¼)	2½ (0)
Sverige	½	¾	1,3	2 (¼)	3 (0)	3 (¼)	2¾ (¼)
Kina	16	10	7,7	7¼ (0)	7 (¼)	6¾ (0)	6½ (0)
Fremvoksende økonomier ²	19	12	3,2	2¼ (0)	2¾ (-½)	3¾ (-½)	4 (-¼)
Norges handelspartnere ³	72	78	1,3	2 (0)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (0)
Verden (PPP) ⁴	100	100	3¼	3¼ (0)	3¾ (0)	4 (0)	4 (0)
Verden (markedskurser) ⁴	100	100	2½	2½ (-¼)	3¼ (0)	3½ (0)	3½ (0)

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

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

3 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 3/14 i parentes	Prosentvis vekst fra foregående år				
	2013	2014	2015	2016	2017
USA	1,5	1¾ (-¼)	1½ (-½)	1¾ (-¼)	2¼ (0)
Euroområdet	1,4	½ (0)	½ (-½)	1¼ (-¼)	1½ (-¼)
Storbritannia	2,6	1½ (-¼)	1½ (-¼)	1¾ (-¼)	2 (0)
Sverige	0	-¼ (-¼)	¼ (-1¼)	1¾ (-¾)	3 (¾)
Kina	2,6	2 (-½)	2½ (-¼)	2¾ (-¼)	3 (0)
Fremvoksende økonomier ¹	6,5	6½ (0)	6 (¼)	5½ (¼)	5¼ (0)
Norges handelspartnere ²	1,7	1¼ (-¼)	1½ (-¼)	2 (-¼)	2½ (¼)
Oljepris Brent Blend. USD per fat ³	109	100	73	78	81

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

2 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

3 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. For 2014 er det gjennomsnittet 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				
	2013	2013	2014	2015	2016	2017
Priser og lønninger						
KPI		2,1	2	2½	2¾	2½
KPI-JAE ¹		1,6	2½	2½	2¾	2½
Årslønn ²		3,9	3½	3¼	3½	4
Realøkonomi						
BNP	3069	0,7	2	1¼	1¾	2¼
BNP for Fastlands-Norge	2423	2,3	2½	1½	2¼	2½
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		0,0	-½	-1	-1	-¾
Sysselsetting, personer, KNR		1,3	1¼	½	¾	1¼
Arbeidsstyrke, AKU		1,0	1	¾	¾	1
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,5	3½	3¾	4	3¾
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,6	2¾	3	3¼	3
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴	2393	2,1	2¼	2¼	3	2¾
- Privat konsum	1235	2,1	1¾	2	2¼	2¾
- Offentlig konsum	653	1,7	3¼	2½	-	-
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	505	2,9	2	3	-	-
Petroleumsinvesteringer ⁵	212	17,1	-¼	-15	-5	-2½
Eksport fra Fastlands-Norge ⁶	503	1,7	3¾	4½	2¼	3½
Import	878	4,3	1¼	2	-	-
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁷		1,5	1½	1¼	1¼	1½
Importveid valutakurs (I-44) ⁸		89,0	93½	96¼	93¼	92

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 og offentlig konsum og brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge

5 Utvinning og rørtransport

6 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleumstjenester og annen tjenesteeeksport fra Fastlands-Norge

7 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

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

NORGES BANK
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
www.norges-bank.no

Pengepolitisk rapport 4|14 – desember

