



NORGES BANK

**4 | 16** DESEMBER

# **PENGEPOLITISK RAPPORT**

**MED VURDERING AV  
FINANSIELL STABILITET**

# Norges Bank

Oslo 2016

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

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

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

## Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

I møtet 7. desember 2016 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 14. desember 2016 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

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

# INNHOOLD

---

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN</b>	<b>9</b>
<b>2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>26</b>
<b>3 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>40</b>
<b>RAMMER</b>	
- Anslag på petroleumsinvesteringer	22
- Forutsetninger om finanspolitikken	24
- Kriterier for en god rentebane	35
- Modellteknisk tolkning av ny informasjon	36
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/16	38
- Boligpriser i noen land og store byer	44
- Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	45
- Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for krav til motsyklisk kapitalbuffer	46
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	48
<b>UTDYPER</b>	<b>49</b>
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	50
- Arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning	54
<b>VEDLEGG</b>	<b>59</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	60
Tabeller og detaljerte anslag	61

---

# 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

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

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

## RAPPORTERING

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

# Motsyklisk kapitalbuffer

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

Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer ble fastsatt av Regjeringen 4. oktober 2013. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Beslutningsgrunnlaget skal inneholde Norges Banks vurdering av systemrisiko som bygges opp eller er bygd 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.

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.

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. Bufferkravet er fastsatt til 1,5 prosent.

# HOVEDSTYRETS VURDERING

Analysene i forrige pengepolitiske rapport, som ble publisert 22. september 2016, indikerte at styringsrenten ville holde seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebar prognosen at det var litt større sannsynlighet for at styringsrenten ville bli satt ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten ble anslått å øke til i underkant av 1 prosent mot slutten av prognoseperioden. Prisveksten var ventet å avta til i underkant av 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ble vurdert å være lavere enn et normalt nivå, men var ventet å øke gradvis de neste årene. Hovedstyret besluttet i september å holde styringsrenten uendret og uttrykte samtidig at styringsrenten mest sannsynlig ville bli liggende på det nivået den nærmeste tiden. På rentemøtet 26. oktober ble styringsrenten holdt uendret.

Veksten i verdensøkonomien er fortsatt moderat, men så langt i år har veksten hos Norges handelspartnere vært litt sterkere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Det skyldes særlig at veksten i Storbritannia har holdt seg oppe. Anslagene for veksten hos handelspartnerne er lite endret, men uavklarte politikkspørsmål i USA bidrar til økt usikkerhet. Det er fremdeles svak prisvekst hos handelspartnerne, men i flere land har markedsbaserte inflasjonsforventninger økt.

Rentenivået internasjonalt er svært lavt, men forventede styringsrenter har steget markert siden september. Også langsiktige renter har tatt seg opp.

Oljeprisen har steget etter at OPEC og flere andre land besluttet å begrense oljeproduksjonen, og den er nå noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Prisene på leveranser fram i tid har også steget litt, men indikerer at oljeprisen vil holde seg nær dagens nivå fremover. Kronen har styrket seg og er sterkere enn ventet i september.

Påslaget i det norske pengemarkedet økte i forkant av at nye reguleringer i det amerikanske pengemarkedet trådte i kraft i midten av oktober. Det var anslått å avta i etterkant av implementeringen, men er så langt lite endret. Påslaget ventes å avta noe langsommere fremover enn lagt til grunn i september.

Flere banker har økt boliglånsrentene noe de siste månedene, og utlånsrentene til husholdningene ventes å ligge litt høyere den nærmeste tiden enn lagt til grunn i september. Også utlånsrentene til foretak har økt noe det siste halvåret.

Det er tegn til at aktiviteten i norsk økonomi tar seg noe langsommere opp enn anslått i september. Nye nasjonalregnskapstall viser at den økonomiske veksten er lav. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i november om en liten økning i produksjonsveksten, men utviklingen var noe svakere enn kontaktene så for seg i august. Kontaktene ventet at produksjonsveksten vil tilta litt det neste halve året. Utsikter til lavere petroleumsinvesteringer i 2017 enn lagt til grunn i forrige rapport vil bidra til å dempe veksten neste år.

Forutsetningene i Nasjonalbudsjettet 2017 tilsier at finanspolitikken vil være ekspansiv også i årene som kommer, men indikerer at bruken av oljeinntekter vil være litt lavere enn tidligere lagt til grunn.

Arbeidsledigheten har utviklet seg i tråd med anslagene fra september. Både den registrerte ledigheten og ledigheten målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) er på om lag samme nivå som ved forrige rapport.

Lønnsveksten i år ser ut til å bli litt lavere enn anslått i forrige rapport. Det er utsikter til at lønnsveksten tar seg noe opp i 2017, men trolig mindre enn lagt til grunn i september, blant annet som følge av en noe langsommere oppgang i veksten i norsk økonomi. I Norges Banks forventningsundersøkelse anslår nå partene i arbeidslivet noe lavere lønnsvekst i 2017 enn de gjorde i høst.

Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energi-varer (KPI-JAE) var 2,6 prosent i november. Mens veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester har vært om lag som ventet, har prisene på importerte varer steget mindre enn anslått. Samlet har prisveksten vært lavere enn ventet. Styrkingen av kronen den siste tiden ventes å bidra til at prisveksten avtar noe raskere enn lagt til grunn i september.

De siste månedene har boligprisveksten vært høy i store deler av landet, og prisene har steget mer enn anslått. Gjeldsveksten i husholdningene har tiltatt noe og vært høyere enn ventet. Både boligprisene og gjelden i husholdningene stiger raskere enn de disponible inntektene.

Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten innebærer en styringsrente som holder seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebærer prognosen at det er litt større sannsynlighet for at renten settes ned enn opp det nærmeste året. Ifølge prognosen øker styringsrenten til om lag 1 prosent ved slutten av prognoseperioden. Prognosen for styringsrenten er lite endret siden forrige pengepolitiske rapport. Med en slik bane for styringsrenten tilsier analysene at inflasjonen avtar de nærmeste årene. Mot slutten av prognoseperioden anslås prisveksten til mellom 1½ og 2 prosent. Analysene innebærer at kapasitetsutnyttningen holder seg nær dagens nivå det neste året før den gradvis normaliseres.

Pengepolitikken er ekspansiv og understøtter omstillingene i norsk økonomi. I en økonomi preget av omstilling kan ikke pengepolitikken fullt ut motvirke utslagene i produksjon og sysselsetting. Det er handlingsrom i rentesettingen, begge veier. Skulle norsk økonomi bli utsatt for nye store forstyrrelser, kan det ikke utelukkes at styringsrenten kan bli negativ.

Vedvarende lave renter bidrar til sårbarhet i det finansielle systemet. Regulering av bankene og makrotilsynstiltak er førstelinjeforsvaret mot ustabilitet i det finansielle systemet. For å oppnå en mer stabil økonomisk utvikling over tid er det likevel riktig å ta hensyn til risikoen forbundet med svært lave renter i pengepolitikken. Når styringsrenten er nær en nedre grense, er usikkerheten om virkningene av pengepolitikken større enn ved et mer normalt rentenivå. Det taler for å gå mer varsomt fram i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden legger hovedstyret vekt på at det er utsikter til at inflasjonen blir lavere enn inflasjonsmålet noen år fram i tid. En moderat lønnsvekst kan bidra til at prisveksten blir noe lavere fremover enn tidligere lagt til grunn. Samtidig synes forventningene til inflasjonen noen år fram, slik de kommer til uttrykk i spørreundersøkelser, godt forankret nær inflasjonsmålet. Kapasitetsutnyttningen er under et normalt nivå, og det er utsikter til at veksten i norsk økonomi tar seg litt langsommere opp enn anslått i forrige rapport. Endringene i utsiktene for konsumprisveksten og kapasitetsutnyttningen tilsier isolert sett en noe lavere styringsrente de nærmeste årene. På den annen side har den sterke veksten i boligpriser og husholdningenes gjeld økt faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid. En lavere styringsrente øker risikoen for at veksten i boligpriser og gjeld skyter ytterligere fart. Faren for oppbygging av finansielle ubalanser og usikkerheten om virkningene av en lavere styringsrente taler nå for å gå varsomt fram i rentesettingen.

En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet tilsier at styringsrenten holdes uendret på 0,5 prosent ved dette møtet. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene, vil styringsrenten mest sannsynlig bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 14. desember å holde styringsrenten uendret på 0,50 prosent.

Øystein Olsen  
14. desember 2016





# 1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

## Moderat vekst internasjonalt

Veksten i verdensøkonomien har avtatt de siste årene og er nå den laveste siden finanskrisen. Det skyldes i hovedsak svakere utvikling i fremvoksende økonomier, særlig i råvareproduserende land. Samtidig har veksten hos Norges handelspartnere tatt seg noe opp siden 2012, se figur 1.1, som følge av tiltakende vekst i flere av de største industrilandene.

Så langt i år har veksten hos våre handelspartnere vært noe høyere enn vi anslo i Pengepolitisk rapport 3/16. Det skyldes i hovedsak at veksten i Storbritannia har vært sterkere i perioden etter EU-avstemningen enn det vi la til grunn i september. I euroområdet er det også tegn til at aktiviteten har holdt seg bedre oppe enn vi ventet i forrige rapport. Utviklingen i svensk økonomi har vært om lag som anslått. I USA har oppgangen fortsatt som ventet, samtidig som veksten i første halvår i år er blitt revidert noe opp. Veksten i Kina har vært litt sterkere enn vi la til grunn, drevet av en ny oppgang i boligmarkedet.

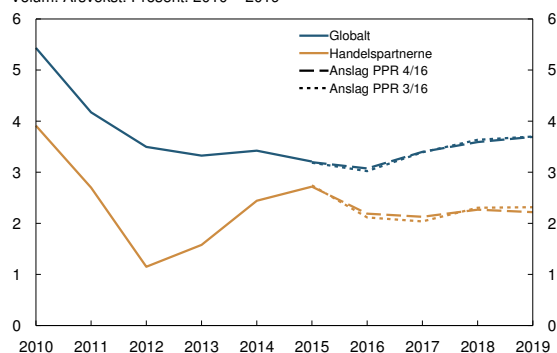
Vi venter at veksten hos Norges handelspartnere holder seg moderat i årene som kommer, på linje med veksten i år. På kort sikt er vekstutsiktene for handelspartnere litt bedre enn i forrige rapport, men usikkerheten har økt fordi viktige politikkspørsmål er uavklarte i USA og Storbritannia. I USA har den påtroppende presidenten varslet betydelige skattelettelser og økte utgifter til infrastruktur og forsvar, men det er foreløpig ikke klart hva som vil bli gjennomført eller hvordan dette vil finansieres. I denne rapporten legger vi til grunn en noe mer ekspansiv finanspolitikk frem-

over enn forutsatt i forrige rapport. Samtidig har det vært en tilstramming i finansielle forhold som følge av økte renter, se omtale av utviklingen i internasjonale markeder på side 11. I tillegg er det stor usikkerhet om den fremtidige handels- og immigrasjonspolitikken. Samlet sett er vekstanslagene for USA om lag uendret. I Storbritannia er vekstanslaget for 2017 oppjustert sammenliknet med forrige rapport. På lengre sikt er anslagene noe nedjustert på grunn av økt usikkerhet om utfallet av utmeldingsprosessen. I Kina venter vi at strengere reguleringer og tiltak for å begrense kredittveksten etter hvert vil dempe oppgangen i boligmarkedet. For handelspartnere samlet er anslaget for BNP-veksten litt høyere enn i forrige rapport på kort sikt, mens anslaget for 2019 er litt lavere enn i september, se tabell 1 i vedlegget. For nærmere omtale av den økonomiske utviklingen i ulike land og regioner, se utdypingen på side 50.

## Økende konsumprisvekst ute

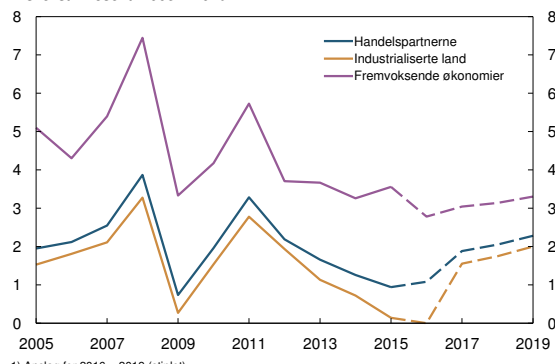
Konsumprisveksten hos handelspartnere er fremdeles lav som følge av lave råvarepriser og fortsatt lav kapasitetsutnyttning i flere land, se figur 1.2. Den siste tiden har råvareprisene for energi og metaller økt, se figur 1.3. Det må ses i sammenheng med blant annet høyere investeringsvekst i Kina og utsikter til økte infrastrukturinvesteringer i USA. Produksjonen av kull og enkelte metaller har også blitt redusert i Kina. Oppgangen i råvareprisene har bidratt til at konsumprisveksten har økt noe. Fremover vil en utvikling i råvareprisene i tråd med terminprisene bidra til en videre oppgang i inflasjonen. Kjerneprisveksten hos våre viktigste handelspartnere er stabil

Figur 1.1 BNP globalt<sup>1)</sup> og hos handelspartnere<sup>2)</sup>. Volum. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2019<sup>3)</sup>



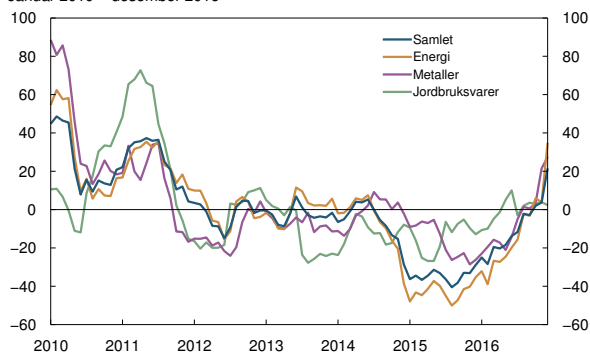
1) Kjøpekraftsjusterte BNP-vekter.  
2) Eksportvekter.  
3) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).  
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 KPI hos handelspartnere. Importvekter. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2019<sup>1)</sup>



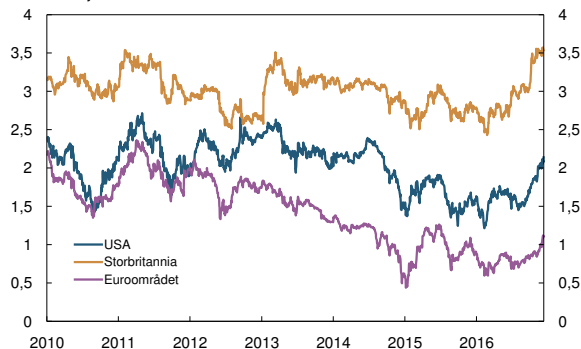
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Råvarepriser. USD. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – desember 2016<sup>1)</sup>



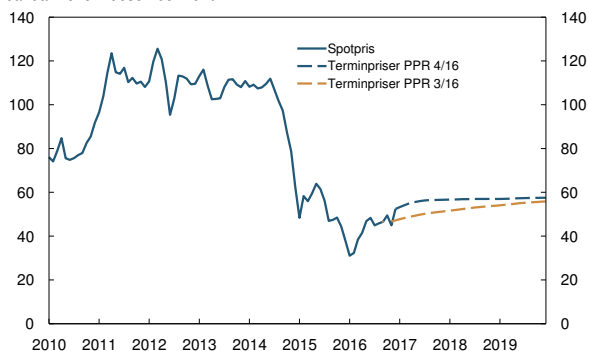
1) Råvarepriser for desember 2016 er gjennomsnitt av dagstall i perioden 1. – 9. desember. Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.4 Markedsbaserte inflasjonsforventninger fem år fram.<sup>1)</sup> Prosent. 4. januar 2010 – 9. desember 2016



1) Femårs inflasjonssvapper. Kilder: Bloomberg og Thomson Reuters

Figur 1.5 Spot- og terminpriser på råolje. USD per fat. Januar 2010 – desember 2019<sup>1)</sup>



1) For terminpriser (stiple) vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 12. – 16. september 2016 for PPR 3/16 og 5. – 9. desember 2016 for PPR 4/16. Kilde: Thomson Reuters

og noe høyere enn den samlede konsumprisveksten. I Storbritannia venter vi at prisveksten vil øke betydelig som følge av svekkelsen av britiske pund etter EU-avstemningen. Markedsbaserte inflasjonsforventninger har økt både i USA og Europa, etter å ha vært svært lave i flere år, se figur 1.4. I flere fremvoksende økonomier er det utsikter til lavere kapasitetsutnyttning enn vi så for oss i september. Det skyldes både at vekstanslagene er noe nedjustert på kort sikt, og at gjennomføring av strukturreformer løfter den potensielle veksten i enkelte land. Samtidig har valutaene i flere fremvoksende økonomier svekket seg, noe som ventes å bidra til høyere importert inflasjon. Samlet sett har vi nedjustert anslagene for prisveksten i fremvoksende økonomier litt siden september. For handelspartnerne samlet er anslaget for konsumprisveksten oppjustert litt for 2017 sammenliknet med forrige rapport. For de påfølgende årene er anslagene uendret, se tabell 2 i vedlegget.

### Noe høyere oljepris

Oljeprisen er mer enn halvert sammenliknet med gjennomsnittet for årene 2011 til 2014. Den er likevel markert høyere enn bunnen tidlig i 2016, se figur 1.5. Den siste tiden har oljeprisen vært i overkant av 50 dollar per fat. Det er noe høyere enn vi la til grunn i forrige rapport. Terminprisene har økt mindre.

I slutten av november besluttet organisasjonen av oljeeksporterende land (OPEC) å kutte oljeproduksjonen fra 1. januar neste år. I slutten av mai 2017 vil OPEC vurdere om kuttene skal videreføres. Også land utenfor OPEC har forpliktet seg til å redusere produksjonen. Dette vil trolig føre til at globalt oljeforbruk overstiger global oljeproduksjon allerede fra første halvår 2017, mens vi tidligere la til grunn at det ville skje først fra andre halvår. Oljelagrene kan da falle, men fra et historisk høyt nivå, se figur 1.6. Samtidig kan en oljepris over 50 dollar føre til at antall aktive rigger i skiferoljeproduksjonen i USA tar seg videre opp, slik at produksjonen stiger raskere enn tidligere antatt. Vi legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. De indikerer at oljeprisen vil stige litt den nærmeste tiden og deretter endre seg lite.

Prisene på gass har økt både i Storbritannia og på kontinentet i løpet av høsten. Det vil trolig føre til at

prisen på eksport av norsk gass, slik den rapporteres av Statistisk sentralbyrå, også øker etter hvert.

### Høyere renter ute

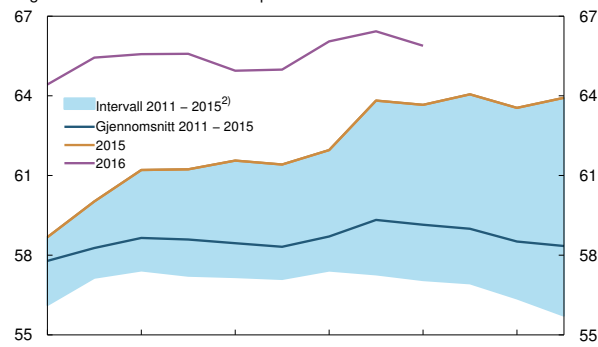
Rentenivået internasjonalt er fortsatt svært lavt, men i mange land har markedsrentene steget markert siden forrige rapport. Langsiktige renter har økt mest, se figur 1.7, og oppgangen har vært sterkest i USA og Storbritannia. De viktigste årsakene til renteoppgangen er trolig utfallet av valget i USA og at den realøkonomiske utviklingen har vært noe bedre enn ventet, særlig i Storbritannia. Valgresultatet i USA synes å ha bidratt til forventninger om mer ekspansiv finanspolitikk fremover. Ifølge markedsaktører har det påvirket langsiktige renter gjennom forventninger om økt BNP-vekst og inflasjon, høyere utstedelse av amerikanske statspapirer og mindre behov for pengepolitisk stimulans i tiden fremover. Økte risikopremier har trolig også bidratt til oppgangen i lange renter. Usikkerhet i forbindelse med presidentvalget i Frankrike neste år og folkeavstemningen i Italia i begynnelsen av desember om endringer i grunnloven har bidratt til renteoppgang i disse landene. Aksjekursene i Europa og USA har også steget markert siden forrige rapport, se figur 1.8. I fremvoksende økonomier har aksjemarkedene falt litt. Hovedindeksen på Oslo Børs har økt mer enn tilsvarende internasjonale indekser i samme periode.

Det er nå utsikter til en raskere oppgang i styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere enn ved forrige rapport, se figur 1.9. Det har ført til at forventende pengemarkedsrenter hos handelspartnerne har steget, se figur 1.10. Renteoppgangen er størst noen år fram i tid.

Markedsaktørene ser det som sannsynlig at renten i USA settes opp i desember, og det forventes også en noe raskere renteoppgang i årene fremover enn ved forrige rapport.

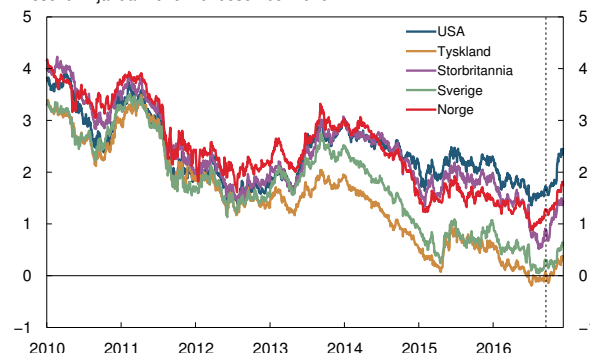
I Storbritannia har sentralbanken kommet med nye pengepolitiske signaler som følge av bedre vekstutsikter. Mens sentralbanken tidligere i høst indikerte at det kunne komme ytterligere pengepolitiske tiltak, signaliserte den i november at pengepolitikken vil holdes uendret i tiden fremover. Sammen med den internasjonale renteoppgangen har det ført til en

Figur 1.6 Oljelagre i OECD-landene. Samlede oljelagre i industrien målt i antall dagers forbruk.<sup>1)</sup> Januar 2011 – september 2016



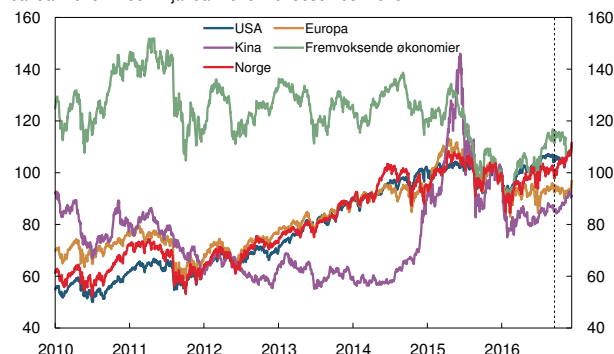
1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig forventet etterspørsel over de neste tre månedene.  
2) Blått bånd viser intervallet mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2011 – 2015.  
Kilder: IEA og Norges Bank

Figur 1.7 Renter på tiårs statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 9. desember 2016<sup>1)</sup>



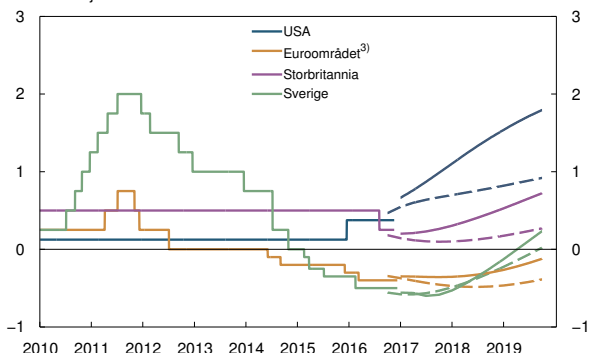
1) PPR 3/16 var basert på informasjon til og med 16. september 2016, markert ved vertikal linje.  
Kilde: Bloomberg

Figur 1.8 Utvalgte aksjekursindekser. Januar 2016 = 100. 1. januar 2010 – 9. desember 2016<sup>1)</sup>



1) PPR 3/16 var basert på informasjon til og med 16. september 2016, markert ved vertikal linje.  
Kilde: Bloomberg

Figur 1.9 Styringsrenter og beregnede terminrenter<sup>1)</sup>. Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2019<sup>2)</sup>

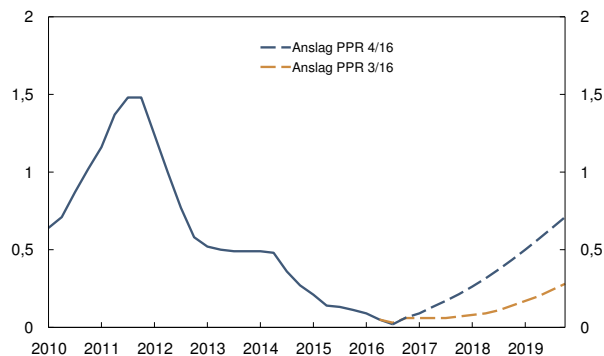


1) Beregnede terminrenter per 16. september 2016 (stiplet). Terminrenter per 9. desember 2016 (heltrukket). Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter.  
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 1. januar 2017.  
3) ESBs innskuddsrente, Eonia fra 4. kv. 2016.  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

markert oppgang i britiske styringsrenteforventninger. Markedsprisingen indikerer nå at den britiske sentralbanken ikke vil redusere renten ytterligere, og at renten vil bli hevet sommeren 2018.

Den europeiske sentralbanken (ESB) besluttet i desember å utvide sitt aktivkjøpsprogram med ni måneder fram til desember 2017. Til og med mars 2017 vil ESB fortsatt kjøpe obligasjoner for 80 milliarder euro i måneden. Deretter vil de månedlige kjøpene være på 60 milliarder euro. ESB har signalisert at de månedlige kjøpene kan økes dersom den anser det som nødvendig. Markedsprisingen indikerer ikke ytterligere reduksjon i innskuddsrenten.

Figur 1.10 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



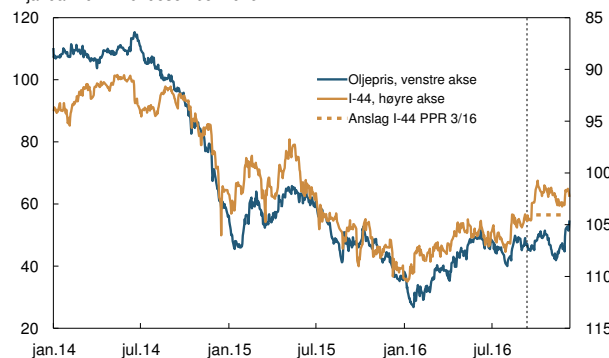
1) Aggregatet for handelspartnerenes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.  
2) Stiplede blå og oransje linjer viser terminrenter henholdsvis per 9. desember 2016 og 16. september 2016.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

I Sverige har innretningen av pengepolitikken vært uendret siden vår forrige pengepolitiske rapport. Som følge av lavere inflasjonsutsikter anslo sentralbanken i oktober at styringsrenten blir liggende på -0,5 prosent noe lenger enn tidligere anslått. Sentralbankens renteprognose indikerer en viss sannsynlighet for ytterligere rentereduksjon på kort sikt. Sentralbanken signaliserte samtidig at det kan bli aktuelt å utvide aktivkjøpsprogrammet. Forventninger til styringsrenten noen år fram i tid har steget som følge av den internasjonale renteoppgangen.

### Sterkere krone

Valutamarkedet har de siste månedene vært preget av politisk usikkerhet internasjonalt og pengepolitiske signaler fra sentralbankene. Nyheter knyttet til Storbritannias utmeldingsprosess fra EU har ført til store svingninger i kursen på britiske pund, men verdien er om lag uendret siden vår forrige rapport. Amerikanske dollar har styrket seg markert siden forrige rapport, blant annet som følge av signaler fra den amerikanske sentralbanken om at renten trolig vil bli satt opp innen utgangen av året. Høyere amerikanske renter etter presidentvalget har også bidratt til styrkingen av amerikanske dollar. Japanske yen har svekket seg markert som følge av økte renteforskjeller mot USA og euroområdet. Euroen er noe svakere enn ved forrige rapport, blant annet fordi ESB i desember forlenget sitt program for aktivkjøp. Svenske kroner har svekket seg etter signaler fra den svenske sentralbanken om at det kan bli aktuelt med ytterligere pengepolitiske tiltak.

Figur 1.11 Oljepris<sup>1)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>2)</sup>. 1. januar 2014 – 9. desember 2016<sup>3)</sup>



1) Brent blend. USD per fat.  
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.  
3) PPR 3/16 var basert på informasjon til og med 16. september 2016, markert ved vertikal linje.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Norske kroner har styrket seg siden vår forrige rapport. Styrkingen har sammenheng med økt oljepris og høyere norske renteforventninger. Målt ved den importveide kursindeksen, I-44, er kronen sterkere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.11.

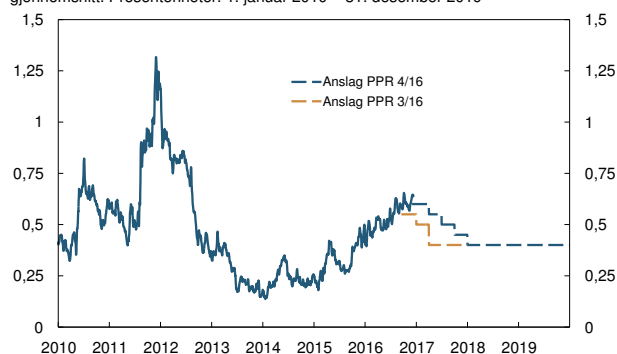
### Pengemarkedspåslaget holder seg oppe

Påslaget i tremåneders pengemarkedsrente, som er differansen mellom tremåneders Nibor og forventet styringsrente, har steget med om lag 0,20 prosentenheter det siste året, se figur 1.12. Hittil i fjerde kvartal har påslaget i gjennomsnitt vært om lag 0,60 prosentenheter, mot anslått 0,55 prosentenheter i forrige rapport. Økningen i påslaget det siste året skyldes hovedsakelig oppgang i dollarrenten som bankene legger til grunn for fastsettelsen av Nibor. Tilpasninger til nye reguleringer av amerikanske pengemarkedsfond har trukket dollarrenten opp. I forrige rapport la vi til grunn at påslaget i bankenes dollarrente ville falle når reguleringene trådte i kraft i midten av oktober, men dollarrenten er så langt lite endret. Økt etterspørsel etter amerikanske dollar som følge av bankenes finansieringstilpasninger inn mot årsskiftet har trolig bidratt til at dollarpåslaget har holdt seg høyt. Det er grunn til å tro at disse effektene vil reverseres etter nyttår. Vi legger til grunn at påslagene i det amerikanske pengemarkedet deretter vil falle, men noe langsommere enn anslått i forrige rapport. Fallet i dollarpåslaget utsettes trolig også noe av at ESB har forlenget sitt program for aktivakjøp.<sup>1</sup> Påslaget i det norske pengemarkedet vil trolig avta gjennom neste år, men ventes å være høyere i hele 2017 enn vi la til grunn i forrige rapport. Vi anslår at påslaget vil være 0,4 prosentenheter i 2018 og 2019.

Bankene må betale et risikopåslag over pengemarkedsrenten når de henter markedsfinansiering. Risikopåslagene på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av norske banker (OMF) har økt noe siden forrige rapport, se figur 1.13. Med uendrede påslag fremover vil det gjennomsnittlige risikopåslaget på bankenes utestående seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett bli liggende noe høyere enn ved forrige rapport.

1 For en nærmere beskrivelse av hva som påvirker pengemarkedspåslaget, se Lund, K., K. Tafjord og M. Øvre-Johnsen (2016) «Hva driver Nibor-påslaget?». *Aktuell kommentar* 10/2016. Norges Bank. Artikkelen redegjør blant annet for hvordan pengemarkedspåslaget påvirkes av ESBs aktivakjøp.

Figur 1.12 Påslag i tremåneders pengemarkedsrente.<sup>1</sup> Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2010 – 31. desember 2019<sup>2</sup>



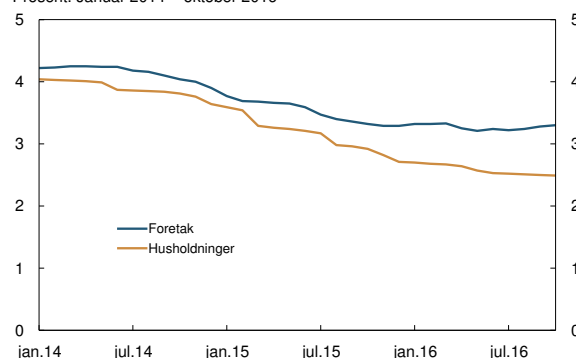
1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.  
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.13 Gjennomsnittlig risikopåslag på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske banker. Påslag over tremåneders pengemarkedsrente. Prosentenheter. Januar 2010 – desember 2019<sup>1</sup>



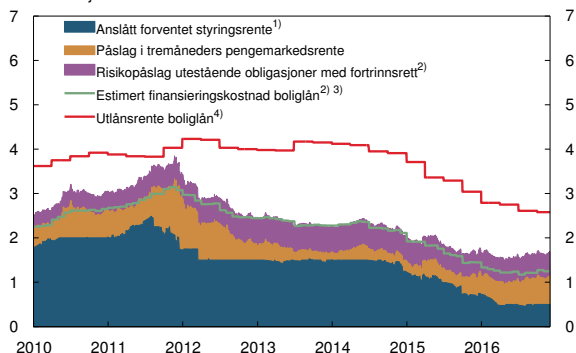
1) Anslag for desember 2016 – desember 2019 (stiplet).  
2) Obligasjoner med fortrinnsrett.  
Kilder: Bloomberg, DNB Markets, Stamdata og Norges Bank

Figur 1.14 Utlånsrenter<sup>1</sup> til ikke-finansielle foretak og husholdninger<sup>2</sup>. Prosent. Januar 2014 – oktober 2016



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

Figur 1.15 Utlånsrente og finansieringskostnad for boliglån. Prosent. 1. januar 2010 – 1. desember 2016



- 1) Avledet fra tremåneders pengemarkedsrente og uttrykker gjennomsnittlig forventet styringsrente for de neste tre månedene.
- 2) Månedstall.
- 3) Estimert ut fra vektet innskuddsrente og vektet rente på beholdning av OMF-lån.
- 4) Kvartalstall.

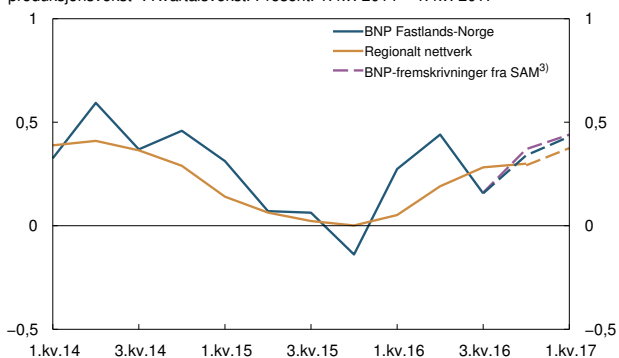
Kilder: Bloomberg, DNB Markets, Stamdata, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente til husholdninger var om lag uendret fra utgangen av juli til utgangen av oktober, se figur 1.14. Utlånsrenten til foretak har økt noe. Utviklingen i utlånsrentene var om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Forskjellen mellom utlånsrente og bankenes finansieringskostnad er lite endret de siste månedene, se figur 1.15. Den siste tiden har mange banker varslet at de setter opp boliglånsrentene. Det innebærer at utlånsrentene til husholdninger vil ligge litt høyere den nærmeste tiden enn vi la til grunn i forrige rapport.

### Svak vekst i norsk økonomi<sup>2</sup>

Veksten i norsk økonomi har vært svak de siste årene. Det skyldes hovedsakelig virkninger av oljeprisfallet og lavere aktivitet i petroleumsrettede næringer. Veksten i BNP for Fastlands-Norge tok seg litt opp i første halvår i år, men i tredje kvartal avtok veksten til 0,2 prosent. Det var noe lavere enn vi la til grunn i forrige pengepolitiske rapport.

Figur 1.16 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst<sup>1</sup>. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 1. kv. 2017<sup>2</sup>

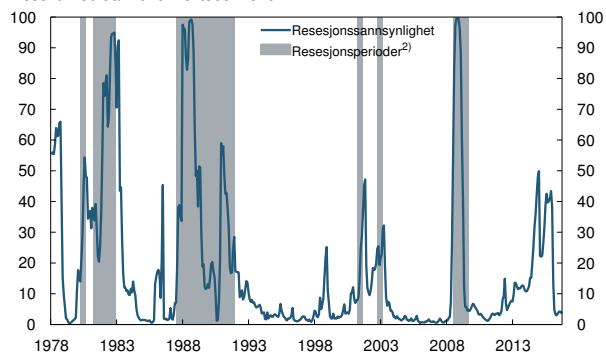


- 1) Rapportert vekst siste tre måneder (helttrukket) og forventet vekst i produksjon neste seks måneder (stiplet). Veksten i andre kvartal 2016 er korrigert etter en feil i PPR 3/16.
- 2) Anslag for 4. kv. 2016 – 1. kv. 2017 (stiplet).
- 3) System for sammenveiling av korttidsmodeller.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at veksten i fastlandsøkonomien i det inneværende og neste kvartalet vil bli om lag som i første halvår i år, se figur 1.16. Anslagene er på linje med fremskrivingene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), men noe høyere enn forventningene til produksjonsveksten i vårt regionale nettverk. Vekstanslagene er litt lavere enn i forrige rapport. Modellberegninger viser at sannsynligheten for resesjon har falt siden inngangen av året. Siden mars har sannsynligheten for fall i aktiviteten vært under 10 prosent, og den er lite endret siden forrige rapport, se figur 1.17.

Figur 1.17 Sannsynlighet for fall i aktiviteten.<sup>1</sup> Prosent. Februar 1978 – oktober 2016



- 1) Glattede resesjonsansynligheter beregnet med månedlig indikatormodell basert på antall arbeidsledige, oljepris, industriproduksjonsindeksen og detaljomsetningsindeksen. I en utdypning i PPR 1/16 presenterte vi resesjonsansynligheter beregnet i samtid.
- 2) Datert i Aastveit, K.A., A.S. Jore og F. Ravazzolo (2016) «Identification and real-time forecasting of Norwegian business cycles». *International Journal of Forecasting*, 32, side 283-292.

Kilde: Norges Bank

2 I dette kapitlet omtaler vi anslag for norsk økonomi til og med første kvartal 2017. Anslag til og med 2019 er beskrevet i kapittel 2.

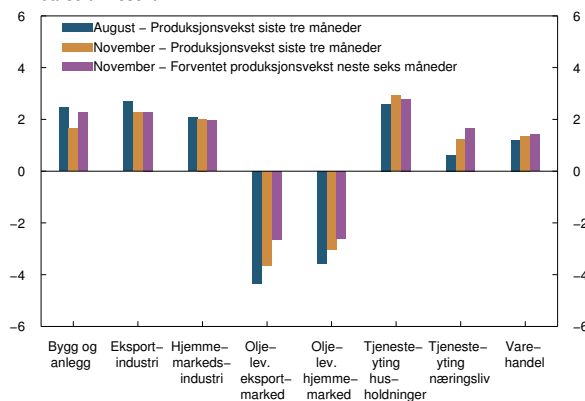
i blant annet tjenesteytende næringer, mens bygg og anlegg og tradisjonell eksportindustri var blant sektorene som meldte om lavere vekst, se figur 1.18. Samlet ventet kontaktene i nettverket at veksttakten de neste seks månedene vil bli noe høyere enn i de foregående tre månedene.

Veksten i husholdningenes konsum har avtatt gradvis de siste årene. Konsumet økte moderat i første halvår, men var uendret fra andre til tredje kvartal. Det er særlig utviklingen i varekonsumet som har vært svak, se figur 1.19. Samlet har husholdningenes konsum steget mindre enn vi la til grunn i forrige rapport. Forventningsbarometeret fra Kantar TNS indikerer at forbrukertilliten har steget den siste tiden, mens forbrukertillitsindeksen fra Opinion har falt litt, se igr 1.20. De husholdningsrettede tjenesteyterne i Regionalt nettverk meldte i november om økt vekst i produksjonen. Våre anslag innebærer at konsumveksten vil ta seg litt opp igjen den nærmeste tiden, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Vi venter at høy boligprisvekst og fortsatt lav rente bidrar til å trekke konsumet opp, mens nedgang i reallønnen i år demper oppgangen.

Boliginvesteringene har økt markert gjennom 2015 og 2016. I tredje kvartal i år var investeringene 12 prosent høyere enn i tredje kvartal i fjor. Veksten var sterkere enn vi la til grunn i forrige rapport. Hittil i år er det gitt igangsettingstillatelser til klart flere boliger enn i samme periode i fjor. Igangsettingen har økt i store deler av landet, og økningen er sterkest på Østlandet. I Rogaland og Vest-Agder har igangsettingen falt, se figur 1.21. Vi venter at boliginvesteringene vil holde seg høye den nærmeste tiden. Anslagene er oppjustert som følge av den høye igangsettingen og den sterke boligprisveksten.

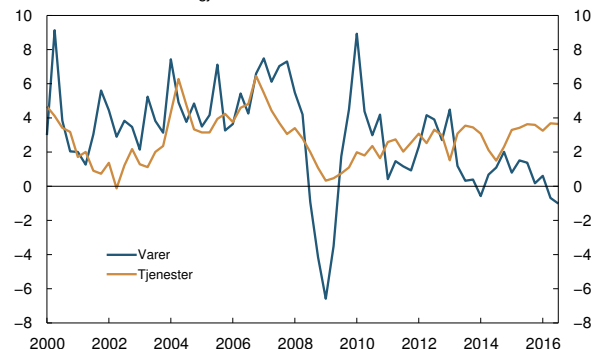
Foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge har tatt seg litt opp i år etter å ha falt de tre foregående årene. Det har vært svak utvikling i flere næringer. De siste par årene er det særlig lave investeringer i petroleumsrelaterte virksomheter som har dempet veksten. Utviklingen i foretaksinvesteringene har vært om lag som vi anslo i forrige rapport. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet i november om lag uendret investeringsnivå det nærmeste året. Vi venter at investeringsveksten den nærmeste tiden vil bli noe høyere

Figur 1.18 Produksjonsvekst i Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



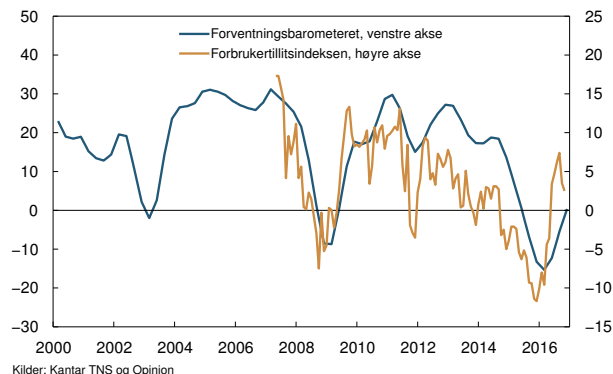
Kilde: Norges Bank

Figur 1.19 Husholdningenes konsum av varer og tjenester. Firekvarteralsvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2016



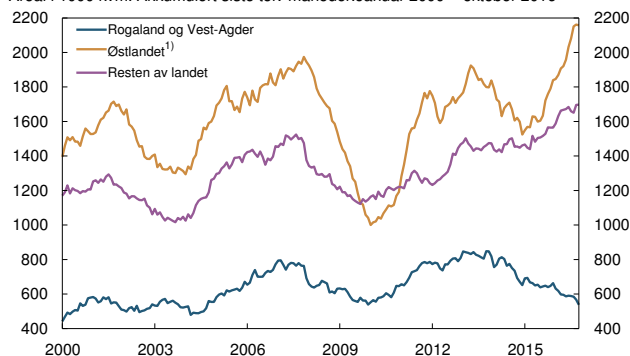
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.20 Forbrukertillit. Nettotall. Kantar TNS' Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2016. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Mai 2007 – november 2016



Kilder: Kantar TNS og Opinion

Figur 1.21 Igangsettingstillatelelser til bolig etter fylke.  
Areal i 1000 kv.m. Akkumulert siste tolv måneder. Januar 2000 – oktober 2016

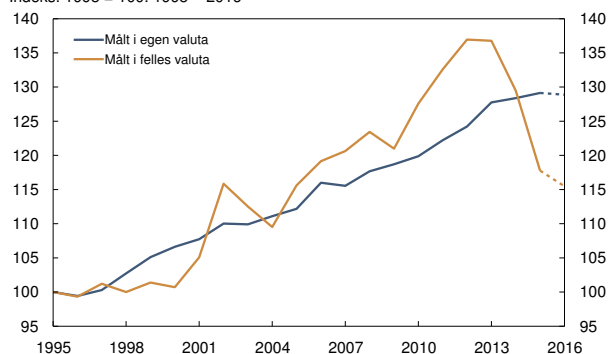


1) Akerhus, Buskerud, Hedmark, Oppland, Oslo, Telemark, Vestfold og Østfold.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enn i tredje kvartal, men litt lavere enn vi anslo i september. Nedjusteringen skyldes i hovedsak at veksten i norsk økonomi har vært litt svakere enn ventet.

Petroleumsinvesteringene har falt kraftig de siste årene i kjølvannet av oljeprisfallet. Nedgangen fortsatte i tredje kvartal, selv om fallet var noe mindre enn vi anslo i forrige rapport. Investeringstillingen for fjerde kvartal tyder på at investeringene den nærmeste tiden vil bli lavere enn vi la til grunn i september. Våre anslag for petroleumsinvesteringene er nærmere omtalt i en ramme på side 22.

Figur 1.22 Norske lønnskostnader relativt til handelspartners lønnskostnader.<sup>1)</sup>  
Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2016<sup>2)</sup>

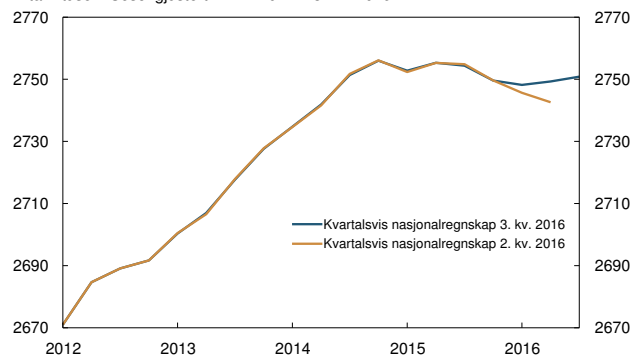


1) Timelønnskostnader i industrien.  
2) Anslag for 2016 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Offentlig konsum og investeringer har økt betydelig de siste årene og bidrar til å holde den samlede veksten i økonomien oppe. I tredje kvartal økte offentlig etterspørsel noe mer enn vi la til grunn i september. Våre forutsetninger om finanspolitikken er basert på statsbudsjettet for 2017. Økningen i bruk av oljepenger fra 2016 til 2017 ser ut til å bli om lag som vi la til grunn i forrige rapport. Se ramme på side 24 om våre forutsetninger om finanspolitikken.

Eksporten fra Fastlands-Norge økte sterkt gjennom 2014 og 2015, drevet av vekst i viktige eksportmarkeder og en kraftig bedring av den kostnadsmessige konkurransevnen, se figur 1.22. Eksporten har gått klart ned så langt i år, hovedsakelig som følge av lavere eksport fra oljeraffineriene og den petroleumsrettede leverandørindustrien. Eksporten har vært noe lavere enn anslått i forrige rapport. Nedgangen i petroleumsindustrien globalt gjør at eksporten fra oljeleverandørene ventes å falle videre på kort sikt, men trolig ikke like markert som tidligere i år. For andre fastlandsbedrifter venter vi at eksporten vil stige fremover, hjulpet av litt bedre markedsutsikter og en relativt svak kronkurs. Samtidig holdes veksten nede av kapasitetsbegrensninger innen fiskeoppdrett og i deler av prosessindustrien. Samlet venter vi at eksporten fra Fastlands-Norge vil vokse moderat fremover.

Figur 1.23 Sysselsetting.  
Antall i tusen. Sesongjustert. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2016



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Importen har utviklet seg relativt svakt de siste årene, blant annet som følge av nedgangen i petroleumsinvesteringene. Svekkelsen av kronkursen siden 2013 har også bidratt til å redusere etterspørselen etter importerte varer og tjenester. Så langt i år har importen vært noe høyere enn vi så for oss i forrige rapport. Vi



anslår at importen vil vokse moderat den nærmeste tiden. Anslagene for importveksten er litt høyere enn i forrige rapport, blant annet på grunn av en noe sterkere krone den siste tiden.

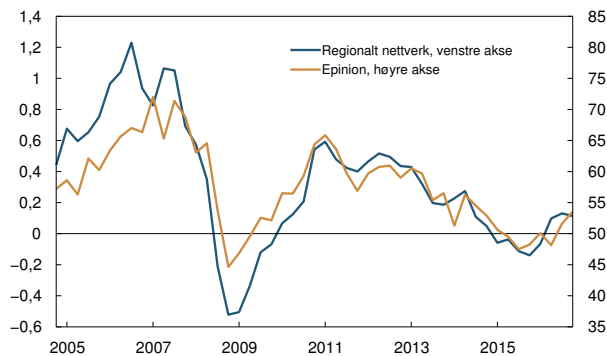
### Litt lavere kapasitetsutnyttning

Arbeidsmarkedet er preget av lav aktivitet i petroleumssektoren og svak vekst i norsk økonomi. I de delene av landet med sterkst tilknytning til oljesektoren har sysselsettingen gått ned de siste årene, mens den har økt i resten av landet. Den siste tiden har sysselsettingen samlet utviklet seg noe bedre enn vi la til grunn i forrige rapport. Veksten fra andre til tredje kvartal var i tråd med vårt anslag, men en oppjustering av nivået tidligere i år gjør at antall sysselsatte er litt høyere enn anslått, se figur 1.23. I november ventet kontaktene i Regionalt nettverk svak vekst i sysselsettingen de nærmeste tre månedene. I Epinions forventningsundersøkelse for Norges Bank for fjerde kvartal var det en liten økning i andelen næringslivsledere som ventet økt sysselsetting de neste tolv månedene, se figur 1.24. Vi ventet at sysselsettingen vil stige moderat den nærmeste tiden, men på grunn av noe svakere utvikling enn ventet i norsk økonomi, er anslagene for sysselsettingsveksten litt lavere enn i forrige rapport.

Arbeidsstyrken i Norge har historisk vist høy grad av fleksibilitet sammenliknet med andre land. Mange har trukket seg ut av arbeidsmarkedet i lavkonjunkturer og kommet tilbake igjen når aktiviteten har tatt seg opp. De siste årene har veksten i arbeidsstyrken holdt seg oppe til tross for svak vekst i norsk økonomi. Fra juni til september i år økte arbeidsstyrken med 19 000 personer, ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU). Arbeidsstyrken har vokst mer de siste månedene enn vi la til grunn i forrige rapport.

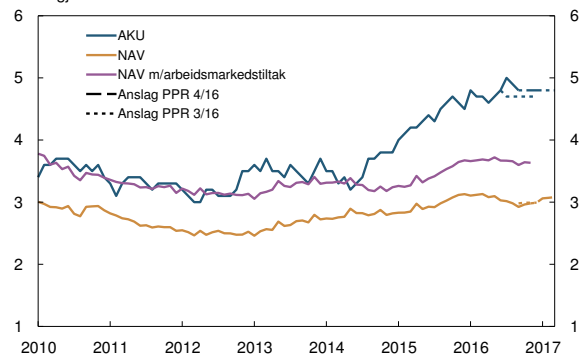
Den registrerte arbeidsledigheten hos NAV økte moderat fram til starten av 2016, da den sesongjusterte ledighetsraten kom opp til 3,1 prosent. Ledigheten gikk deretter noe ned. De siste månedene har den registrerte ledigheten økt litt igjen. Andelen helt ledige og personer på tiltak har vært om lag uendret siden årsskiftet, se figur 1.25. Det er fortsatt store regionale forskjeller, og ledigheten har særlig tatt seg opp i fylkene med mye petroleumsrelatert virksomhet, se figur 1.26. Ved utgangen av november var den

Figur 1.24 Forventet endring i sysselsetting. Regionalt nettverk.<sup>1)</sup> Prosent. Epinions forventningsundersøkelse for Norges Bank.<sup>2)</sup> Diffusjonsindeks.<sup>3)</sup> 4. kv. 2004 – 4. kv. 2016



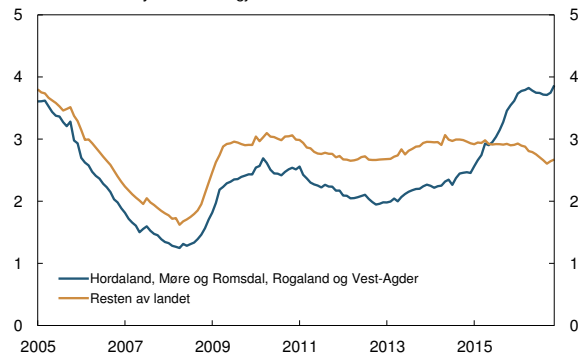
1) Forventet endring i sysselsetting neste tre måneder.  
2) Forventet endring i ansettelser neste tolv måneder.  
3) Andel av næringslivsledere som ventet "flere ansatte" i egen bedrift neste tolv måneder + (1/2 \* andel som ventet "like mange ansatte").  
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 1.25 Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV<sup>2)</sup>. Sesongjustert. Prosent. Januar 2010 – mars 2017<sup>3)</sup>



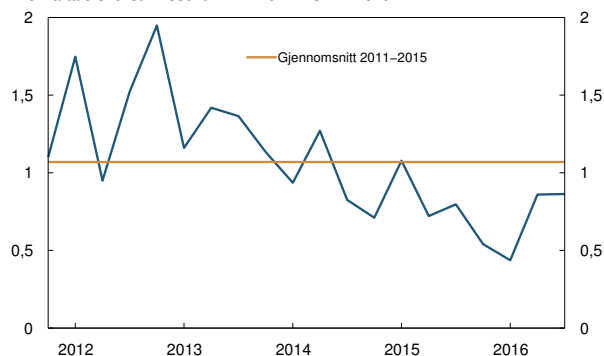
1) Arbeidskraftundersøkelsen.  
2) Registrert arbeidsledighet.  
3) Anslag for AKU oktober 2016 – mars 2017 og anslag for NAV desember 2016 – mars 2017 (stiplet).  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.26 Registrert arbeidsledighet etter fylke. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2005 – november 2016



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 1.27 Produktivitet.<sup>1)</sup>  
FIREKVRTALERSVEKST. Prosent. 4. kv. 2011 – 3. kv. 2016

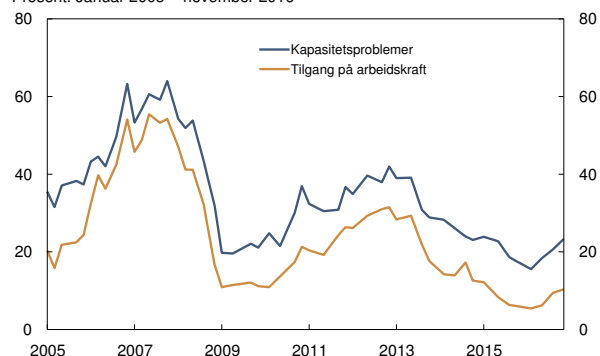


1) BNP Fastlands-Norge per sysselsatt.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

registrerte ledigheten 3,0 prosent for landet sett under ett. Det var i tråd med vårt anslag. Ifølge AKU fortsatte ledigheten å øke gjennom første halvdel av 2016, men har siden flatet ut. I september var AKU-ledigheten 4,8 prosent, om lag som anslått. Litt lavere vekst i sysselsettingen fremover gjør at arbeidsledigheten kan øke litt de nærmeste månedene. Anslagene for arbeidsledigheten er litt høyere enn i forrige rapport.

Produktivitetsveksten har avtatt gradvis de siste årene, se figur 1.27. Noe av nedgangen har trolig sammenheng med at virksomhetene ikke har nedbemannet i samme takt som nedgangen i produksjonsveksten kunne tilsi. Reviderte nasjonalregnskapstall viser at produktivitetsveksten den siste tiden har vært lavere enn vi la til grunn i forrige rapport. Vi venter at produktivitetsveksten vil ta seg litt opp igjen den nærmeste tiden når produksjonsveksten tar seg opp og arbeidskraft og kapital utnyttes bedre.

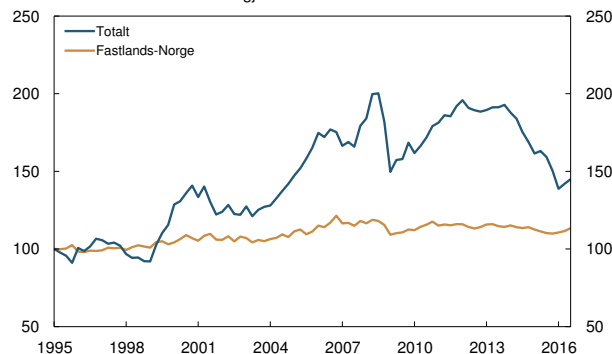
Figur 1.28 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.<sup>1)</sup>  
Prosent. Januar 2005 – november 2016



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 tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen.  
Kilde: Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen har falt de siste årene og er lavere enn normalt. Kapasitetsutnyttningen er forskjellen mellom den faktiske produksjonen og et anslag på den potensielle produksjonen. Produksjonsveksten har vært noe svakere enn ventet. Samtidig kan den lave produktivitetsveksten tyde på at den potensielle produksjonen også er litt lavere enn vi la til grunn sist. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen gikk litt ned fra andre til tredje kvartal, mens vi i forrige rapport la til grunn at den ville være uendret.

Figur 1.29 Bytteforhold overfor utlandet.  
Indeks. 1. kv. 1995 = 100. Sesongjustert. 1. kv. 1995 – 3. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I vurderingen av kapasitetsutnyttningen legger vi vekt på utviklingen i arbeidsledigheten. De siste par årene har det vært et uvanlig stort avvik mellom de to målene for arbeidsledighet, og den registrerte ledigheten tyder på en klart høyere kapasitetsutnyttning enn det AKU-ledigheten indikerer. Det store avviket bidrar til å øke usikkerheten om omfanget av ledige ressurser i økonomien. Kontaktene i vårt regionale nettverk meldte om en økning i kapasitetsutnyttningen i november. Andelen bedrifter som meldte at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen, var litt høyere enn i august, men den var fortsatt svært lav, se figur 1.28. Regionalt nettverk og andre indikatorer kan tyde på at kapasitetsutnyttningen er noe lavere enn den registrerte ledigheten indikerer, men klart høyere enn det AKU-ledigheten tilsier. Vår vurdering

av kapasitetsutnyttningen er nærmere omtalt i en utdyping på side 54. I de nærmeste kvartalene anslår vi at kapasitetsutnyttningen vil være om lag uendret, og litt lavere enn anslått i forrige rapport.

### Moderat lønnsvekst

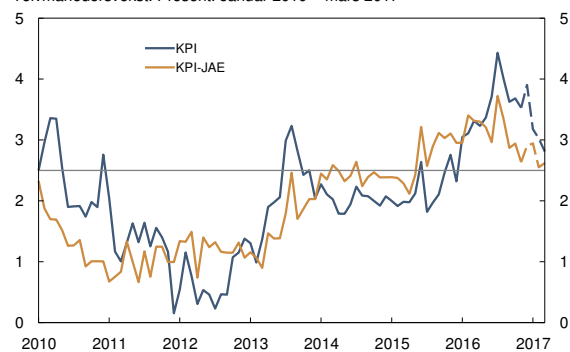
I kjølvannet av oljeprisfallet siden 2014 har lønnsveksten avtatt. Oljeprisfallet ga et markert fall i bytteforholdet overfor utlandet og i lønnsomheten i oljenæringen og oljeleverandørnæringen. Bytteforholdet har bedret seg litt i år, men er fortsatt lavt sammenliknet med nivået de siste ti årene, se figur 1.29. I de fleste av vårens lønnsoppgjør kom partene til enighet innenfor rammen for industrien på 2,4 prosent. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet i november en lønnsvekst i år på 2,4 prosent. Kvartalsvis nasjonalregnskap samt Statistisk sentralbyrås lønnsindeks kan tyde på at lønnsveksten i år blir litt lavere. Vi anslår en lønnsvekst i år på 2,3 prosent. Det er litt lavere enn vi anslo i forrige rapport. Sammen med vårt anslag for konsumprisveksten innebærer anslaget for lønnsveksten en betydelig nedgang i reallønnen i år.

Litt svakere vekst i økonomien og noe lavere prisvekst den nærmeste tiden tilsier at lønnsveksten neste år blir noe lavere enn vi anslo i forrige rapport. Lavere forventninger til lønnsveksten blant partene i arbeidslivet trekker i samme retning. Epinions forventningsundersøkelse for Norges Bank for fjerde kvartal viser at partene i arbeidslivet i gjennomsnitt venter en lønnsvekst neste år på 2,7 prosent. Det er 0,2 prosentenheter lavere enn i tredje kvartal. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet i november en lønnsvekst på 2,5 prosent neste år.

### Lavere prisvekst

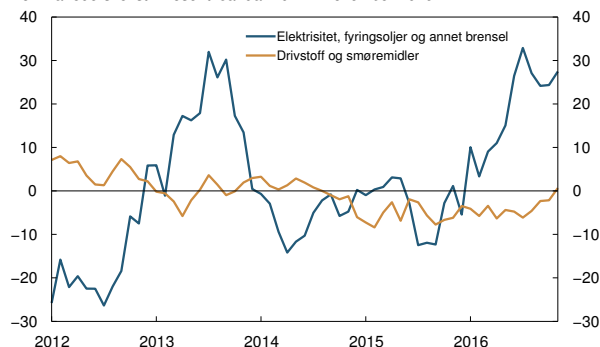
Veksten i konsumprisene (KPI) tok seg gradvis opp fra sommeren 2015 til sommeren 2016, se figur 1.30. Oppgangen hadde sammenheng med kronesvekkelsen fra 2013 og fram til sist vinter, som førte til økt prisvekst på importerte konsum- og innsatsvarer. I tillegg har energiprisene, og særlig elektrisitetsprisene, bidratt til å trekke opp prisveksten i år, se figur 1.31. Tolvmånedersveksten i KPI var 4,4 prosent i juli i år. Siden har inflasjonen falt, og i november var veksten i KPI 3,5 prosent. Tolvmånedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten

Figur 1.30 KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – mars 2017<sup>2)</sup>



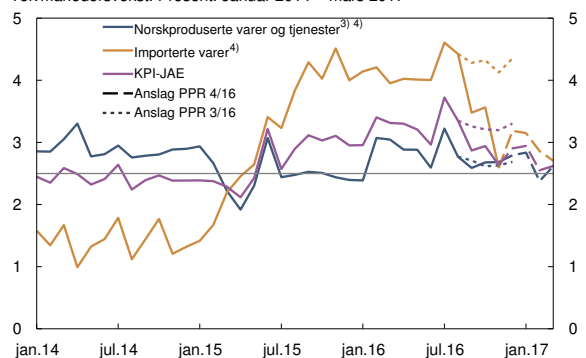
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Anslag for desember 2016 – mars 2017 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.31 Utvalgte energivarer i KPI. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2012 – november 2016



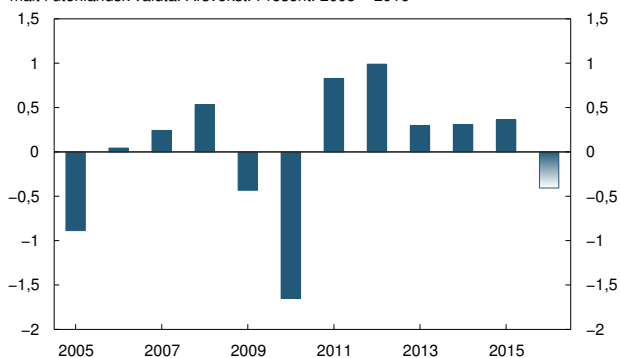
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.32 KPI-JAE<sup>1)</sup> samlet og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2014 – mars 2017<sup>2)</sup>



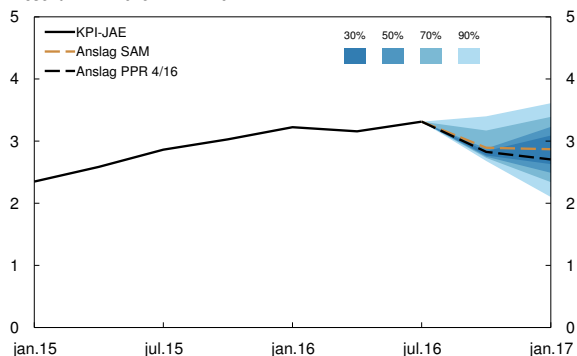
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Anslag for desember 2016 – mars 2017 (stiplet).  
3) Norges Banks beregninger.  
4) Tallene i 2015 er noe endret fra PPR 3/16. Tolvmånedersveksten i 2015 er nå basert på Statistisk sentralbyrås nye inndelinger brukt fra og med januar 2016.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.33 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2016<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2016 (gradert).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.34 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2015 – 1. kv. 2017<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) System for sammenvæing av korttidsmodeller.  
3) Anslag for 4. kv. 2016 – 1. kv. 2017 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

energivarer (KPI-JAE) var 2,6 prosent i november. Det var lavere enn vi anslo i forrige rapport.

Prisveksten på importerte varer i KPI-JAE tok seg markert opp gjennom fjoråret og holdt seg høy fram til i sommer, se figur 1.32. Oppgangen skyldes hovedsakelig svekkelsen av kronkursen. Prisveksten har avtatt i høst, og i november var tolv månedersveksten 2,6 prosent. Prisveksten har vært lavere enn vi anslo i forrige rapport. Det kan indikere at effektene av den tidligere kronesvekkelsen på prisveksten for de importerte varene fases ut raskere enn vi la til grunn sist. Vi venter at prisveksten avtar videre fremover, både på grunn av utviklingen i kronen den siste tiden og nedgang i de internasjonale prisimpulsene til norske konsumpriser i år, se figur 1.33. Anslagene er nedjustert fra forrige rapport, dels fordi prisveksten har vært lavere enn ventet og dels fordi kronkursen har vært noe sterkere enn vi la til grunn.

Tolv månedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har vært nokså stabil de siste månedene. I november var tolv månedersveksten 2,7 prosent, om lag som anslått i forrige rapport. Vi venter at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester holder seg nær dette nivået den nærmeste tiden, før den avtar noe. Det tar tid før valutakursendringer påvirker utsalgsprisene for norskproduserte varer og tjenester, og vi venter at de siste årenes kronesvekkelse fortsatt vil bidra til å holde den innenlandske prisveksten oppe. Den relativt høye veksten i KPI det siste året trekker i samme retning, ved at mange priser, som for eksempel husleier i eksisterende leiekontrakter, justeres i takt med veksten i KPI. På den annen side bidrar moderat lønnsvekst i år til å dempe bedriftenes kostnader, og dermed prisveksten. Anslagene for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester den nærmeste tiden er om lag uendret fra forrige rapport.

Samlet venter vi at tolv månedersveksten i KPI-JAE vil være i underkant av 3,0 prosent den nærmeste tiden. Det er lavere enn anslått i forrige rapport, og litt lavere enn prognosene fra SAM, se figur 1.34. Høyere vekst i energiprisene gjør at KPI trolig vil øke noe mer enn KPI-JAE den nærmeste tiden. Anslagene for veksten i KPI de nærmeste månedene er noe lavere enn i forrige rapport.

### Høyere boligprisvekst

De siste månedene har boligprisveksten vært høy i store deler av landet, og prisene har steget mer enn vi anslo i forrige rapport. I november var tolv månedersveksten 11,6 prosent. Lave renter bidrar til å holde boligprisveksten oppe. Økte utlånsrenter fra bankene og økt tilgang av nye boliger kan bidra til å dempe boligprisveksten. Vi legger til grunn at boligprisene vil fortsette å stige den nærmeste tiden. Anslagene er noe høyere enn i forrige rapport.

Husholdningenes kreditt vokser fortsatt raskere enn husholdningenes inntekt. I oktober var tolv månedersveksten i husholdningenes gjeld 6,3 prosent. Det var litt høyere enn anslått i forrige rapport. Den sterke boligprisveksten kan bidra til at kredittveksten øker den nærmeste tiden, mens utsikter til litt høyere utlånsrenter trekker i motsatt retning. Vi anslår at husholdningenes kredittvekst vil ta seg litt opp fremover. Anslagene er noe oppjustert fra forrige rapport.

Høy boligprisvekst og fortsatt oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning er tegn på at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Utviklingen i boligpriser og gjeld og vurderinger av finansielle ubalanser er nærmere omtalt i kapittel 3.

## ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

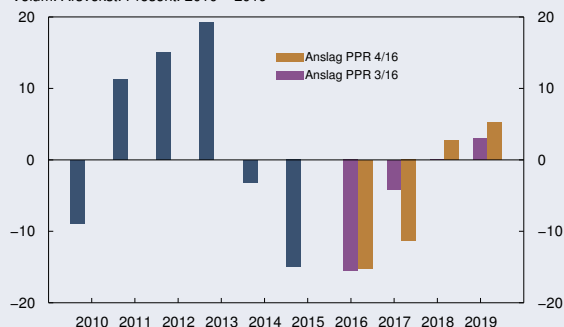
Investeringene på norsk sokkel har falt betydelig siden 2013. Nedgangen gjenspeiler at lønnsomheten i petroleumsnæringen er sterkt redusert, både på grunn av det store fallet i olje- og gassprisene i 2014 og 2015 og som følge av den høye kostnadsveksten i næringen i årene før.

Spotprisen på olje har vært i overkant av 50 dollar den siste tiden. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene. De indikerer at oljeprisen vil øke litt den nærmeste tiden og deretter endre seg lite, se figur 1.5.

Investeringstillingen for fjerde kvartal tyder på at petroleumsinvesteringene vil være lavere neste år enn anslått i forrige rapport. Vi anslår nå at petroleumsinvesteringene vil falle med 15 prosent i år og med 11 prosent i 2017. Vi venter at investeringene vil ta seg noe opp i 2018 og 2019, se figur 1.35. Investeringsnivået i slutten av prognoseperioden er 3 prosent lavere enn tidligere anslått.

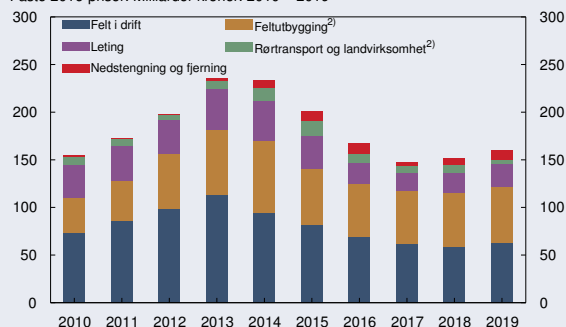
Investeringene på *felt i drift* har falt mye de to siste årene. Vi anslår at de vil falle med ytterligere 12 milliarder kroner i år og med 11 milliarder kroner fra 2016 til 2018, se figur 1.36. Oppgradering av flere eldre felt førte til at investeringene på felt i drift var svært høye i 2012 og 2013. En del av nedgangen fra 2013 til 2018 gjenspeiler at store oppgraderingsprosjekter er avsluttet og at det ikke er satt i gang tilsvarende

Figur 1.35 Petroleumsinvesteringer.  
Volum. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2019<sup>1)</sup>



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

Figur 1.36 Petroleumsinvesteringer.  
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2019<sup>1)</sup>



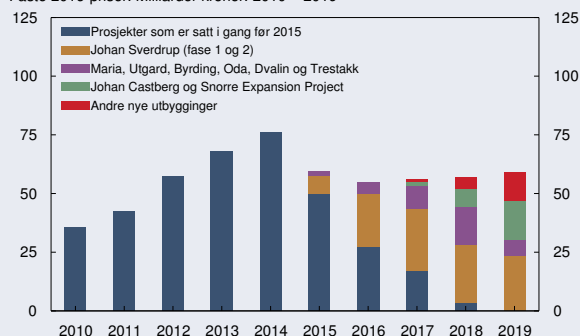
1) Anslag for 2016 – 2019. Tallene for 2010 – 2015 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å være uendret fra 2015 til 2016.  
2) Utgiftene til eksportørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

nye prosjekter. Innsparingstiltakene i oljeselskapene fører også til at investeringsutgiftene på felt i drift reduseres fram til 2018. Vi venter at investeringene på felt i drift vil ta seg noe opp igjen mot slutten av prognoseperioden siden flere oppgraderinger trolig blir lønnsomme etter at kostnadene er redusert.

Utgiftene til *feltutbygging* var svært høye i 2013 og 2014 som følge av at flere store prosjekter var under utbygging. Flere av disse prosjektene er nå ferdige, mens de øvrige etter planen skal avsluttes i perioden 2016 til 2018. Det trekker ned investeringene fra 2015 til 2018, se figur 1.37. Nedgangen dempes av at Johan Sverdrup og flere små og mellomstore prosjekter er blitt satt i gang de to siste årene. Utbyggingen av Trestakk, Oda og Dvalin (tidligere Zidane) er blitt vedtatt av rettighetshaverne siden forrige rapport. Vi anslår at Snorre Expansion Project (Snorre 2040) og utbyggingen av Johan Castberg vil starte opp mot slutten av 2017 og at fase to av Johan Sverdrup-utbyggingen vil komme i gang i andre halvår av 2018. Flere andre utbyggingsprosjekter, som Snilehorn, Pil og Bue, Skarfjell og Fogelberg, kan også bli satt i gang i perioden fra 2017 til 2019. Samlet anslår vi at utgiftene til feltutbygging vil bli noe lavere i år og de neste årene enn i 2015.

Leteaktiviteten falt klart i fjor. Vi anslår at *leteinvesteringene* vil avta med ytterligere 11 milliarder kroner i år og 4 milliarder kroner i 2017. Lavere borekostnader og høyere olje- og gasspriser ventes å føre til at letingen tar seg noe opp igjen i 2018 og 2019.

Figur 1.37 Feltutbygging.  
Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2019<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2016 – 2019 og for sammensetningen av investeringene i 2015. Tallene for totale utbyggingsinvesteringer for 2010 – 2015 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringsstillingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingsprosjekter. Utgiftene til eksportrørdninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

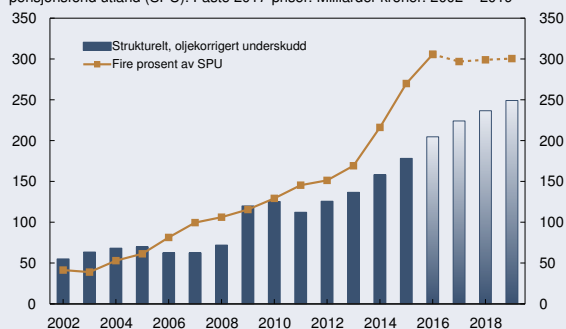
## FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på statsbudsjettet for 2017. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås til 224 milliarder kroner i 2017, se figur 1.38. Det tilsvarer 7,8 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2017. Bruken av oljeinntekter i 2017 er noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, men økningen i oljepengebruken fra 2016 til 2017 ser ut til å bli om lag som anslått.

Nysalderingen av statsbudsjettet for 2016 viser et beregnet strukturelt, oljekorrigeret underskudd på 200 milliarder kroner i 2016. Det er 6 milliarder kroner lavere enn antatt i Nasjonalbudsjettet 2017. Lavere utgiftsvekst enn lagt til grunn, blant annet som en følge av færre asylankomster enn forutsatt, er den viktigste forklaringen på nedjusteringen. At oljepengebruken i 2016 er nedjustert, bidrar til at den strukturelle bruken av oljepenger kan øke noe mer fra 2016 til 2017 enn lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2017.

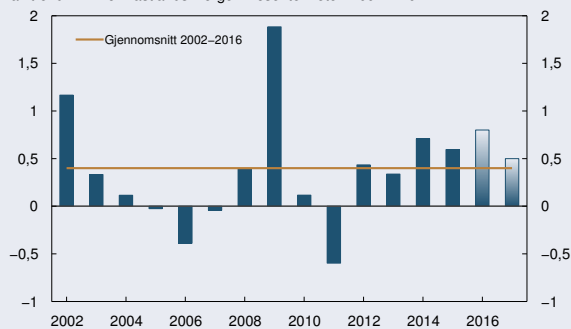
Endringen i det strukturelle budsjettunderskuddet som andel av BNP brukes som et enkelt mål på budsjettets virkning på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. I 2017 ser denne budsjettimpulsen ut til å bli lavere enn den har vært de siste årene, men fortsatt litt høyere enn gjennomsnittet i perioden fra 2001, da handlingsregelen ble innført, til 2016, se figur 1.39.

Figur 1.38 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2002 – 2019<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2016 – 2019 (stiplet og gradert).  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.39 Budsjettimpuls. Endring i strukturelt, oljekorrigeret underskudd som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter. 2002 – 2017<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2016 og 2017 (gradert).  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank



Fra og med 2018 legger vi som en beregningsteknisk forutsetning til grunn at budsjettimpulsen avtar til 0,3 prosentenheter årlig. Det er i tråd med forutsetningene som gjøres i Nasjonalbudsjettet 2017. I forrige rapport la vi til grunn en impuls på 0,35 prosentenheter fra og med 2018. Det var i tråd med den tilsvarende forutsetningen i Revidert Nasjonalbudsjett 2016 og lik gjennomsnittet i årene fra 2001 til 2015.

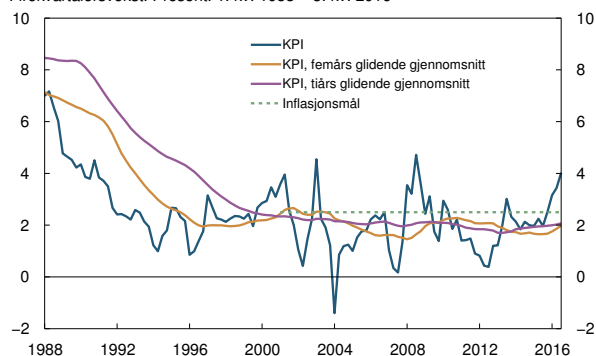
Lavere vekst i oljepengebruken gjenspeiles i lavere vekst i etterspørselen fra offentlig forvaltning. I år anslår vi at den vokser med 3,4 prosent. Neste år ventes en vekst på 2,5 prosent, og i 2018 antar vi at veksten i offentlig etterspørsel avtar videre til 1,6 prosent. Vekstanslaget i år er oppjustert som en følge av sterk vekst i de offentlige investeringene i tredje kvartal. Import av to nye kampfly bidro til det. Samtidig ble også de offentlige investeringene i første halvår revidert opp. Vekstanslagene for de kommende årene er på sin side noe nedjustert sammenliknet med anslagene i forrige rapport.

I budsjettet for 2017 reduseres skattesatsen på alminnelig inntekt til 24 prosent fra og med 1. januar, og det signaliseres at en ytterligere reduksjon til 23 prosent vil bli foreslått i budsjettet for 2018. Som i forrige rapport legger vi til grunn at denne skattereduksjonen vil bli gjennomført, men at skattenivået ellers vil være reelt uendret fremover.

I budsjettet antas det at det strukturelle underskuddet i 2017 vil utgjøre 3,0 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året. Fortsatt opptrapping av oljepengebruken i årene fremover, i tråd med de tekniske forutsetningene som gjøres her, kan bidra til at det strukturelle underskuddet øker til 3,3 prosent av fondsverdien i 2019.

# 2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

Figur 2.1 Konsumprisindeksen. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1988 – 3. kv. 2016



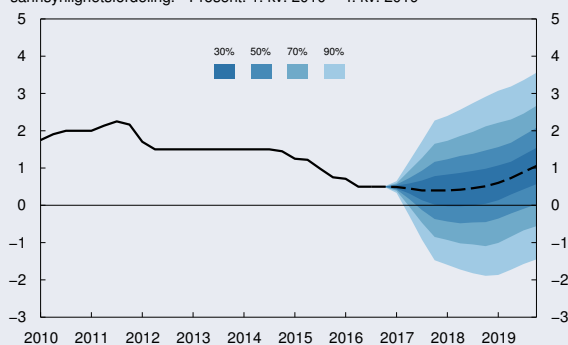
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Mål og hensyn i pengepolitikken

Pengepolitikken rettes inn mot å holde inflasjonen lav og stabil. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste 15 årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent. Det er nær inflasjonsmålet, se figur 2.1.

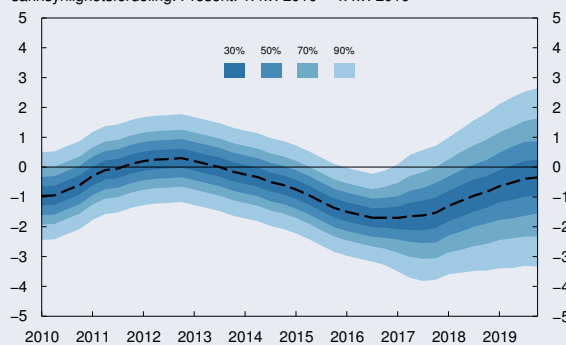
Styringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. I avveieningen tar vi hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. En robust

Figur 2.2a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



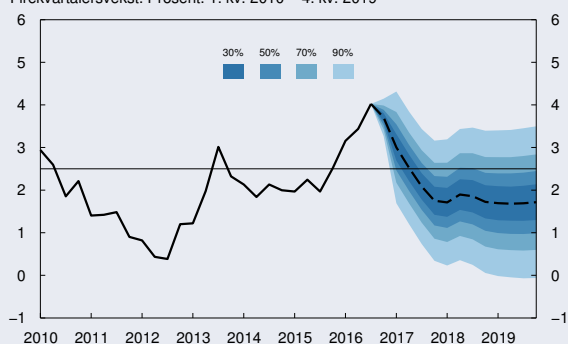
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviftene for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.  
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
Kilde: Norges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

Figur 2.2b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019



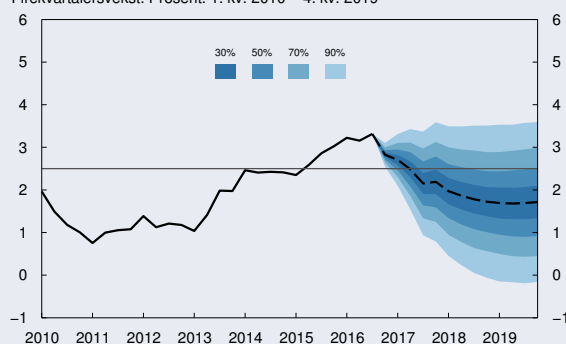
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.2c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>1)</sup>



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

Figur 2.2d Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



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

pengepolitikk bør bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt fram i rentesettingen. Se ramme på side 35 om kriterier for en god rentebane.

I kjølvannet av fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 har styringsrenten blitt redusert flere ganger. En ekspansiv pengepolitikk har bidratt til å dempe nedgangen og til å lette omstillingene i norsk økonomi, blant annet ved å understøtte svekkelsen av kronekursen. Samtidig har rentene internasjonalt falt de siste årene. Rentenivået som skal til for at pengepolitikken skal virke ekspansivt, gjerne omtalt som den nøytrale realrenten, har trolig avtatt.

### **Analysen i forrige rapport**

Analysen i Pengepolitisk rapport 3/16 tilsa at styringsrenten ville holde seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebar prognosen at det var litt større sannsynlighet for at styringsrenten ville bli satt ned enn opp det nærmeste året. Styringsrenten ble anslått å øke til i underkant av 1 prosent mot slutten av prognoseperioden. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville avta til i underkant av 2 prosent i 2019. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn normalt. Den nærmeste tiden var kapasitetsutnyttningen ventet å holde seg om lag uendret, for så å øke gradvis de neste årene.

### **Prognosen for styringsrenten er lite endret**

Det er tegn til at aktiviteten i norsk økonomi tar seg noe langsommere opp enn anslått i forrige rapport. Samtidig er drivkreftene for inflasjonen noe svakere enn i september. I rammen på side 36 illustrerer vi en modellteknisk tolkning av ny informasjon siden forrige rapport. Med en uendret bane for styringsrenten tilsier denne analysen at kapasitetsutnyttningen vil holde seg nær dagens nivå noe lenger enn tidligere anslått før den etter hvert øker mot et mer normalt nivå. Ifølge analysen vil inflasjonen avta og holde seg lavere enn vi anslo i september gjennom hele prognoseperioden. Den modelltekniske analysen peker samlet sett i retning av en noe lavere bane for styringsrenten de nærmeste årene.

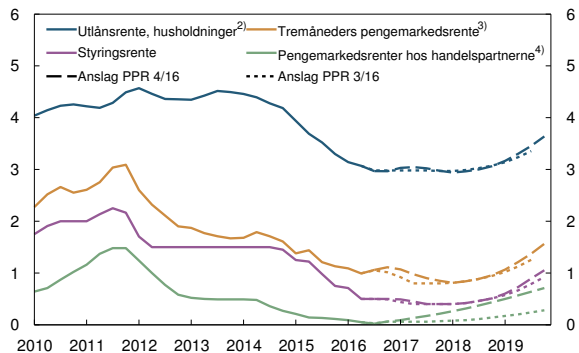
I de pengepolitiske avveiningene tar vi også hensyn til at vedvarende lave renter bidrar til sårbarhet i det

finansielle systemet. Den sterke veksten i boligprisene og husholdningenes gjeld har økt faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid. Regulering av bankene og makrotilsynstiltak er førstelinjeforsvaret mot ustabilitet i det finansielle systemet. Virkningene av reguleringer er imidlertid usikre, og vi kan ikke basere oss på at reguleringer vil fjerne risikoen for finansiell ustabilitet. For å oppnå en mer stabil økonomisk utvikling over tid er det riktig å ta hensyn til risikoen forbundet med svært lave renter i pengepolitikken. Når styringsrenten er nær en nedre grense, er usikkerheten om virkningene av pengepolitikken større enn ved et mer normalt rentenivå. Det taler for å gå mer varsomt fram i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente. De nærmeste årene ligger prognosen for styringsrenten noe høyere enn den ville gjort dersom vi i pengepolitikken ikke hadde søkt å ta hensyn til faren for oppbygging av finansielle ubalanser og usikkerheten om virkningene av pengepolitikken.

Analysene i denne rapporten innebærer en styringsrente som holder seg nær ½ prosent de neste årene. Samtidig innebærer prognosen at det er litt større sannsynlighet for at renten settes ned enn opp det nærmeste året. Ifølge prognosen øker styringsrenten til om lag 1 prosent ved slutten av prognoseperioden, se figur 2.2 a–d. Prognosen for styringsrenten er lite endret siden forrige rapport. I rammen på side 38 beskriver vi hvilke faktorer som har bidratt til endringene i renteprognosen.

Det nærmeste året vil utviklingen i pengemarkedsrenten avvike litt fra forløpet for styringsrenten, se figur 2.3. Det skyldes at påslaget i pengemarkedet trolig vil avta gradvis gjennom 2017. Lenger ut i prognoseperioden venter vi at pengemarkedsrenten vil følge utviklingen i styringsrenten. Flere banker har økt boliglånsrentene noe de siste månedene. Det gir en litt høyere utlånsrente fremover enn lagt til grunn i september. Økningen er likevel mindre enn oppjusteringen av prognosen for pengemarkedspåslaget, og den nærmeste tiden ser bankenes utlånsmargin dermed ut til å bli litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Utover i prognoseperioden anslår vi at

Figur 2.3 Renter i referansebanen.  
Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>1)</sup>

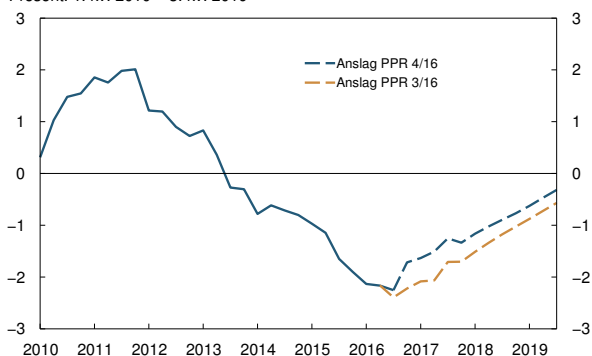


1) Anslag for 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger.  
3) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.  
4) Tremåneders pengemarkedsrente. Aggregat for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

bankenes utlånsrenter vil følge utviklingen i penge-  
markedsrenten.

Stramheten i pengepolitikken måles ofte ved realren-  
ten. Anslagene i denne rapporten innebærer at real-  
renten i pengemarkedet vil øke utover i prognose-  
perioden, se figur 2.4. Anslaget ligger noe høyere enn  
prognosen i forrige rapport. Det skyldes både at våre  
anslag for prisveksten er lavere enn i september og at  
vi nå anslår at det tar noe lengre tid før pengemarkeds-  
påslaget avtar. Samtidig innebærer anslagene at real-  
renten i pengemarkedet vil være negativ gjennom  
hele prognoseperioden og at pengepolitikken fortsatt  
vil være ekspansiv.

Figur 2.4 Tremåneders realrente i pengemarkedet.<sup>1)</sup>  
Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2019<sup>2)</sup>



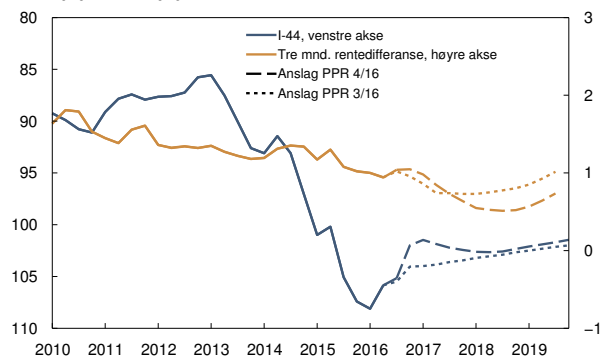
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet deflatert med firekvartalsvekst i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.  
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 3. kv. 2019 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at kronkursen vil holde seg stabil de kom-  
mende årene, se figur 2.5. Mot slutten av prognose-  
perioden venter vi at kursen vil være nær anslagene  
i forrige rapport. En noe lavere rentedifferanse mot  
utlandet tilsier isolert sett en noe svakere krone, mens  
oppgangen i oljeprisen trekker i motsatt retning.

### Lavere inflasjon og vedvarende lav kapasitetsutnyttning

Analysene våre tilsier at prisveksten vil avta de nær-  
meste årene, se figur 2.6. Den tidligere svekkelsen av  
kronen bidrar fortsatt til å holde prisveksten på norsk-  
produserte varer og tjenester oppe, mens virkningen  
på importerte varer er i ferd med å fases ut. Styrkingen  
av kronen den siste tiden ventes å bidra til at pris-  
veksten avtar noe raskere enn lagt til grunn i septem-  
ber. Moderat lønnsvekst og lavere kapasitetsutnyttning  
enn normalt bidrar også til å dempe prisveksten. En  
mer gradvis oppgang i lønnsveksten og utsikter til at  
det tar lengre tid før kapasitetsutnyttningen tar seg  
opp tilsier at den innenlandske prisveksten etter hvert  
blir noe lavere enn vi anslø i september. Samlet anslår  
vi at veksten i konsumprisene justert for avgifts-  
endringer og uten energivarer (KPI-JAE) avtar til  
mellom 1,5 og 2 prosent i 2019. Anslagene er lavere  
enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Figur 2.5 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup>  
og hos handelspartnerne<sup>2)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>3)</sup>.  
1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>4)</sup>



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.  
2) Terminterenter for handelspartnerne per 9. desember 2016. Aggregatet for handelspartnernes renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.  
3) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs.  
4) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Inflasjonsforventningene, slik de kommer til uttrykk  
i Epinions forventningsundersøkelse for Norges Bank,  
har økt noe det siste halvåret, se figur 2.7. Under-  
søkelsen tyder på at respondentene fortsatt forventer  
en prisvekst nær 2,5 prosent noen år fram.

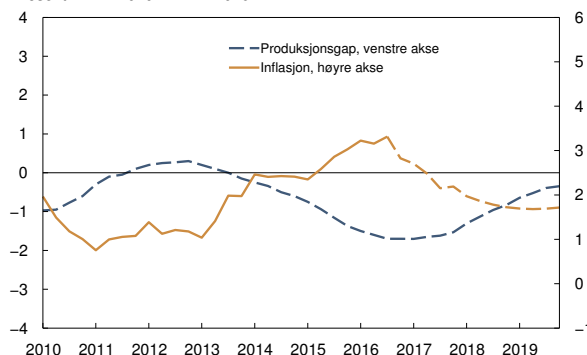
Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil holde seg om lag uendret det neste året, men på et litt lavere nivå enn vi så for oss i september. Noe svakere vekstutsikter for norsk økonomi den nærmeste tiden bidrar til at det trolig tar noe lengre tid enn tidligere anslått før kapasitetsutnyttningen øker mot et mer normalt nivå. Oppgangen i oljeprisen bidrar til at kapasitetsutnyttningen i siste del av prognoseperioden trolig blir litt høyere enn vi anslo i september. Produktivitetsveksten har vært lavere enn anslått, og vi venter fortsatt at veksten i trendproduktiviteten vil være lav de kommende årene.

### Litt lavere vekst, men stabil ledighet

Veksten i BNP for Fastlands-Norge blir trolig noe lavere i år enn tidligere ventet, se figur 2.8. Fremover anslår vi at veksten vil ta seg opp. Det negative draget fra petroleumsinvesteringene vil gradvis avta, og etter hvert vil petroleumsinvesteringene igjen bidra positivt til veksten i norsk økonomi, se figur 2.9. Veksten understøttes av en fortsatt ekspansiv penge- og finanspolitikk. Det ser likevel ut til at veksten vil tilta noe langsommere enn anslått i september. Det skyldes blant annet at petroleumsinvesteringene trolig vil falle mer neste år enn vi anslo i september. I tillegg venter vi at veksten i offentlig etterspørsel vil bli litt lavere fremover enn tidligere forutsatt. Oppgangen i oljeprisen bidrar til at veksten i siste del av prognoseperioden trolig blir litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

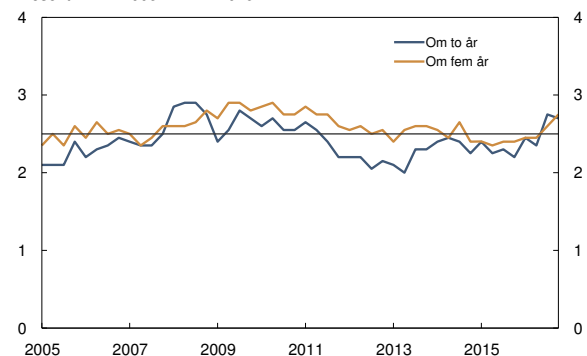
Vi anslår at den registrerte arbeidsledigheten vil øke litt den nærmeste tiden, men holde seg nokså stabil det neste året. Deretter venter vi at den registrerte ledigheten vil avta, se figur 2.10. Også ledigheten målt ved AKU anslås å holde seg stabil i første del av prognoseperioden før den så avtar. Fordi det trolig vil ta noe lengre tid før kapasitetsutnyttningen tar seg opp enn lagt til grunn i september, venter vi at ledigheten vil holde seg oppe noe lenger enn vi anslo sist. Anslagene innebærer at det store avviket mellom AKU- og NAV-ledigheten vil vare ved noe lenger enn lagt til grunn i forrige rapport. Vi venter at sysselsettingsveksten vil avta fra i fjor til i år for deretter å øke. Anslagene for veksten i sysselsettingen de nærmeste årene er likevel litt lavere enn i forrige rapport. Arbeidsstyrken ser ut til å øke mer i år enn vi la til grunn i september. For årene fremover anslår vi at

Figur 2.6 Inflasjon<sup>1)</sup> og anslag på produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



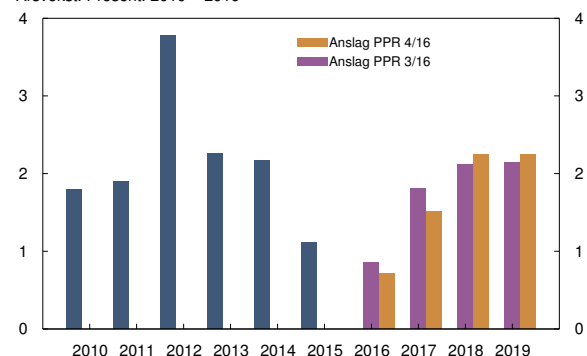
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Firekvartalersvekst.  
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2016



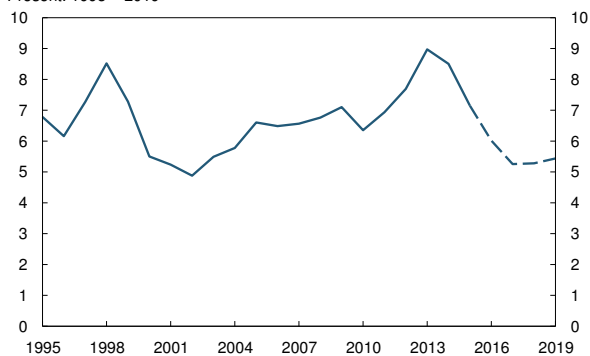
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien.  
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 2.8 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2019<sup>1)</sup>



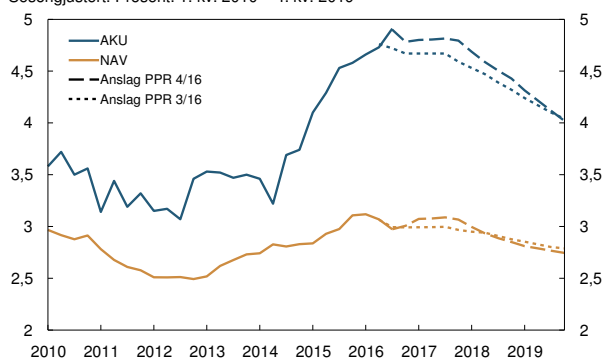
1) Anslag for 2016 – 2019.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Petroleumsinvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1995 – 2019<sup>1)</sup>



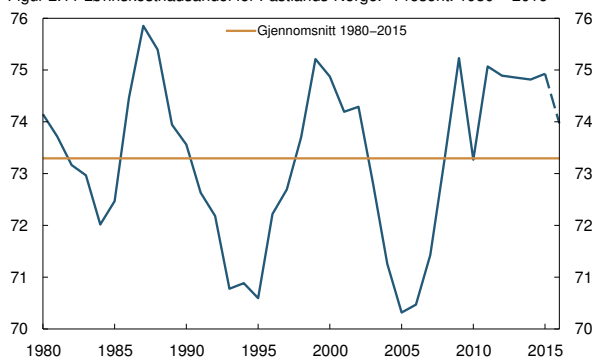
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV<sup>2)</sup>. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>3)</sup>



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

Figur 2.11 Lønnskostnadsandel for Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Prosent. 1980 – 2016<sup>2)</sup>



1) Lønnskostnader som andel av faktorinntekten.  
2) Anslag for 2016 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

veksten i arbeidsstyrken vil ta seg litt opp, men vekstanslagene for de nærmeste årene er litt lavere enn i forrige rapport. Veksten i sysselsettingen og arbeidsstyrken dempes av utsikter til litt lavere vekst i befolkningen og en litt svakere utvikling i norsk økonomi enn vi ventet i forrige rapport.

### En mer gradvis oppgang i lønnsveksten

Etter at lønnsveksten i år trolig blir lavere enn på svært mange år, anslår vi at veksten i lønningene tiltar noe de kommende årene, i takt med at aktivitetsveksten og kapasitetsutnyttningen tar seg opp. Samtidig er lønnskostnadsandelen i bedriftene på et relativt høyt nivå, se figur 2.11, noe som isolert sett taler for at lønnsveksten blir moderat fremover. Anslagene for den nominelle lønnsveksten er lavere enn i forrige rapport, se figur 2.12. Det skyldes blant annet lavere prisvekst den nærmeste tiden enn anslått i september og at det nå trolig tar noe lengre tid før kapasitetsutnyttningen tar seg opp. På den annen side bidrar oppgangen i oljeprisen isolert sett til å trekke lønnsveksten opp. Som i forrige rapport venter vi fall i reallønningene fra i fjor til i år. Nedjusterte anslag for lønnsveksten innebærer at reallønnsveksten neste år trolig blir litt lavere enn lagt til grunn i september. Anslagene for reallønnsveksten i 2018 og 2019 er samlet sett lite endret fra forrige rapport

### Konsumveksten tar seg opp

Vi anslår at veksten i husholdningenes konsum blir lavere i år enn i fjor og lavere enn tidligere anslått. For de kommende årene anslår vi at veksten i konsumet igjen tar seg opp, se figur 2.13. Litt lavere reallønnsvekst i år og neste år trekker veksten i husholdningenes realinntekter ned, og bidrar dermed til å dempe konsumveksten. De neste par årene vil også litt lavere vekst i sysselsettingen enn tidligere anslått dempe husholdningenes inntektsvekst. På den annen side vil høyere vekst i boligprisene enn vi anslo i september trolig bidra til økt konsum. Oppgangen i oljeprisen vil trolig bidra i samme retning. Vedvarende lave renter tilsier at husholdningenes konsum vil fortsette å vokse, men utsikter til en litt høyere rente mot slutten av prognoseperioden kan etter hvert virke dempende. Etter en klar nedgang i år venter vi at spareraten avtar litt også neste år. Deretter anslår vi at spareraten vil holde seg stabil, se figur 2.14.

## Høyere vekst i investeringene

Etter flere år med fall i foretaksinvesteringene venter vi at de vil øke i år. I de to neste årene anslår vi at investeringsveksten tiltar etter hvert som aktivitetsveksten i norsk økonomi øker, se figur 2.15. Ledig produksjonskapasitet virker trolig dempende, mens oppgangen i oljeprisen kan bidra til å løfte investeringsveksten. Prognosene innebærer at foretaksinvesteringene som andel av BNP for Fastlands-Norge gradvis tar seg opp til noe over sitt historiske gjennomsnitt, se figur 2.16. Anslagene for foretaksinvesteringene er samlet sett lite endret fra forrige rapport.

Vi anslår at årsveksten i boliginvesteringene vil øke en god del fra i fjor til i år. Høyere vekst i boligprisene vil trolig føre til at boliginvesteringene øker noe mer enn tidligere ventet. Etter hvert vil en avtakende vekst i boligprisene bidra til at veksten i boliginvesteringene avtar. Anslagene for boliginvesteringene er oppjustert fra forrige rapport, og som andel av BNP for Fastlands-Norge vil de fortsatt holde seg relativt høye de kommende årene, se figur 2.17.

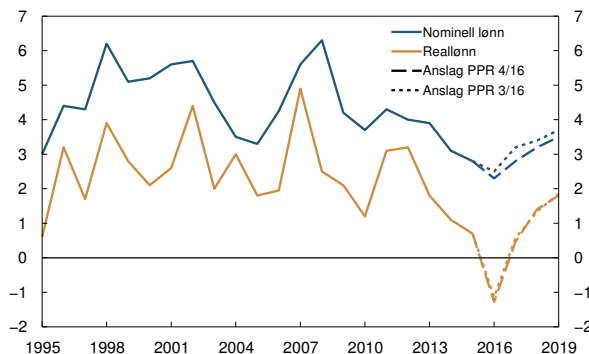
## Moderat eksportvekst fremover

Vi venter et fall i eksporten fra Fastlands-Norge utenom eksport fra oljeleverandørene i år. Det skyldes særlig en betydelig nedgang i eksporten av raffinerte oljeprodukter. De kommende årene venter vi at fastlandseksporten utenom eksport fra oljeleverandørene igjen vil øke, støttet av svakt tiltakende vekst hos våre handelspartnere og en relativt svak kronekurs.

Eksporten fra oljeleverandørene har falt betydelig så langt i år som følge av nedgangen i den globale petroleumsindustrien. Også for de to neste årene anslår vi at denne delen av eksporten vil avta, før vi så venter en liten oppgang i slutten av prognoseperioden.

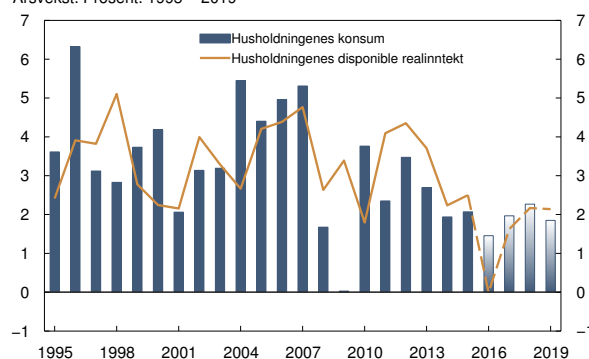
Samlet anslår vi en større nedgang i eksporten fra Fastlands-Norge i år enn det vi så for oss i forrige rapport. Fra og med neste år venter vi igjen vekst i fastlandseksporten, se figur 2.18. Utover i prognoseperioden er vekstanslagene på linje med prognosene i forrige rapport.

Figur 2.12 Lønn.  
Årsvekst. Prosent. 1995 – 2019<sup>1)</sup>



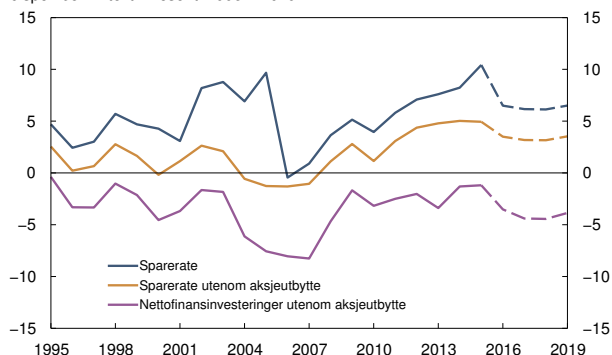
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 2.13 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>.  
Årsvekst. Prosent. 1995 – 2019<sup>3)</sup>



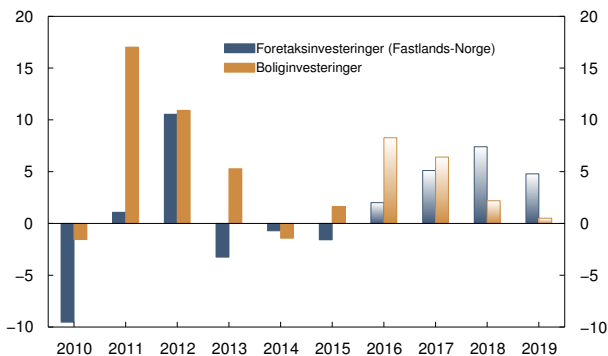
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum.  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI.  
3) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet og gradert).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.14 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2019<sup>1)</sup>



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

Figur 2.15 Private investeringer.  
Årsvekst. Prosent. 2010 – 2019<sup>1)</sup>

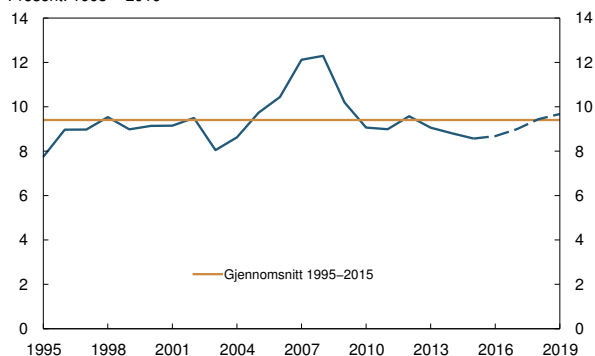


1) Anslag for 2016 – 2019 (gradert).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Høyere anslag for boligpriser og gjeld

Vi anslår at veksten i boligprisene vil holde seg høy den nærmeste tiden for deretter å avta. For første del av prognoseperioden er vekstanslagene noe høyere enn prognosene i forrige rapport, se figur 2.19. Det skyldes blant annet at boligprisene har steget mer enn ventet. Høyere vekst i boligprisene innebærer at husholdningenes gjeld anslås å øke mer de kommende årene enn tidligere ventet. Prognosene tilsier at husholdningenes gjeld vil vokse mer enn deres disponible inntekt, slik at gjeldsbelastningen øker. Lave renter fører til at husholdningenes rentebelastning likevel holder seg lav den nærmeste tiden, men det er utsikter til at rentebelastningen vil øke utover i prognoseperioden, se figur 2.20.

Figur 2.16 Foretaksinvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge.  
Prosent. 1995 – 2019<sup>1)</sup>

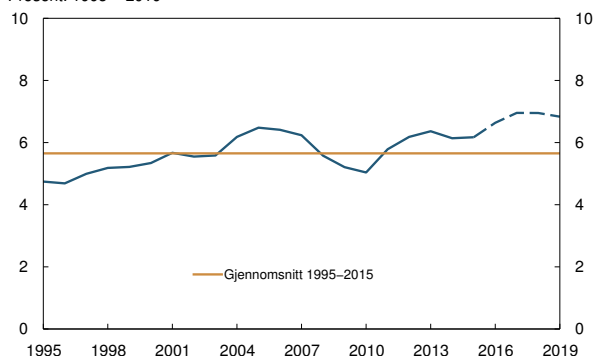


1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Prognosene er usikre

Anslagene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Prognosene er usikre. Bli utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Dersom de økonomiske utsiktene endres eller dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg å være annerledes enn vi har lagt til grunn, kan renteprognosen justeres. Virkningene av pengepolitikken er spesielt usikker når styringsrenten er nær en nedre grense.

Figur 2.17 Boliginvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge.  
Prosent. 1995 – 2019<sup>1)</sup>



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

Usikkerheten i våre anslag illustreres med usikkerhetsvifter, se figur 2.2 a-d. Viftene er basert på estimater fra vårt modellapparat. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for styringsrenten.

Presidentvalget i USA har økt usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen hos våre handelspartnere. Den påtroppende presidenten har annonsert betydelige skattelettelser og infrastrukturinvesteringer. Det kan føre til høyere vekst enn det vi nå anslår, noe som igjen vil ha positive ringvirkninger for våre øvrige handelspartnere. Høyere aktivitet i amerikansk økonomi kan imidlertid også bidra til at den amerikanske sentralbanken øker renten raskere, slik at finansieringsforholdene globalt blir strammere. Mange fremvoksende økonomier er særlig sårbare for en slik utvikling, og i likhet med i tidligere episoder



kan høyere renter internasjonalt føre til mer volatile globale kapitalstrømmer. Den påtroppende presidenten har også foreslått endringer i immigrasjons- og handelspolitikken som bidrar til usikkerhet om den mer langsiktige økonomiske utviklingen.

Etter flere år med avtakende vekst i lønningene venter vi at lønnsveksten gradvis vil ta seg opp igjen fra og med neste år. Det er imidlertid usikkert hvor raskt lønnsveksten vil øke. De siste par årene har lavere nominell lønnsvekst gått sammen med høyere vekst i konsumprisene, slik at reallønnsveksten har falt mer enn den nominelle lønnsveksten. Det kan tilsa en raskere oppgang i lønnsveksten enn det vi nå anslår. På den annen side kan behovet for å opprettholde og forbedre den kostnadmessige konkurranseevnen tale for en mer begrenset oppgang i lønnsveksten.

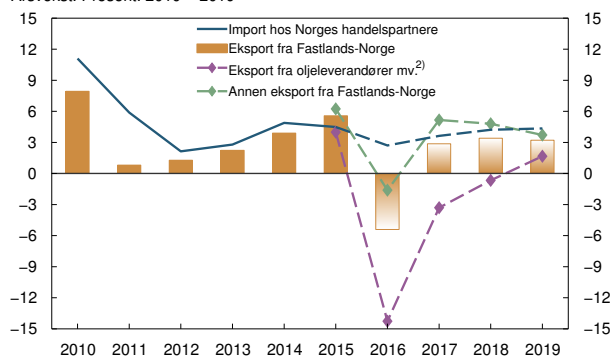
Det siste året har boligprisveksten tiltatt, og oppgangen i boligprisene er klart høyere enn veksten i husholdningenes disponible inntekter. I våre anslag legger vi til grunn at boligprisveksten vil holde seg høy den nærmeste tiden for deretter å avta. Prognosen innebærer at boligprisene fortsetter å øke i årene som kommer. Den sterke veksten i boligprisene den siste tiden innebærer at fallhøyden i boligprisene har økt. Et tilbakeslag eller stemningsskifte i norsk økonomi kan gi et omslag i boligmarkedet og fall i prisene. På den annen side kan vi ikke utelukke at veksten i boligprisene også fremover vil bli høyere enn anslått.

### Kryssjekker på renteprognosen

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på renteprognosen. De beregnede terminrentene har økt siden forrige rapport, og oppgangen er størst noen år fram i tid. Utviklingen i markedsrentene har vært nært knyttet til renteoppgangen internasjonalt og synes i mindre grad å være påvirket av ny informasjon om utviklingen i norsk økonomi. Med unntak av ved utgangen av 2019 ligger de beregnede terminrentene høyere enn vår prognose for pengemarkedsrenten i denne rapporten, se figur 2.21.

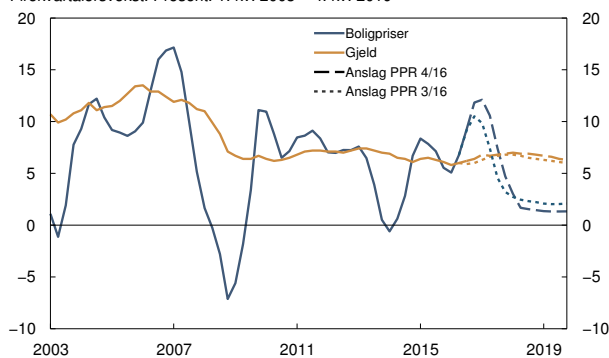
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, er også en kryssjekk på renten i referansebanen. Figur 2.22 viser en slik regel,

Figur 2.18 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2019<sup>1)</sup>



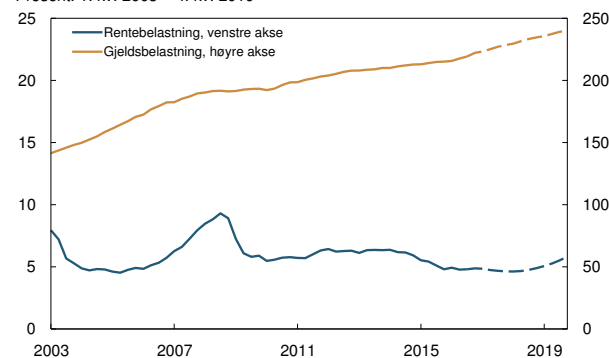
1) Anslag for 2016 – 2019 (stiplet og gradert).  
2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.19 Boligpriser og husholdningenes gjeld<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



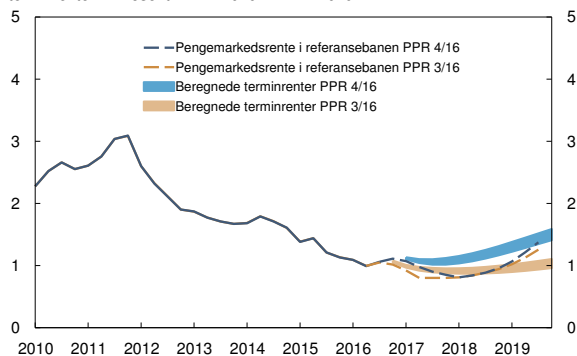
1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2.  
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.20 Husholdningenes rentebelastning og gjeldsbelastning.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



1) Henholdsvis lånegjeld i prosent av disponibel inntekt og renteutgifter i prosent av disponibel inntekt pluss renteutgifter. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/reinvestering av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt utenom aksjeutbytte.  
2) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

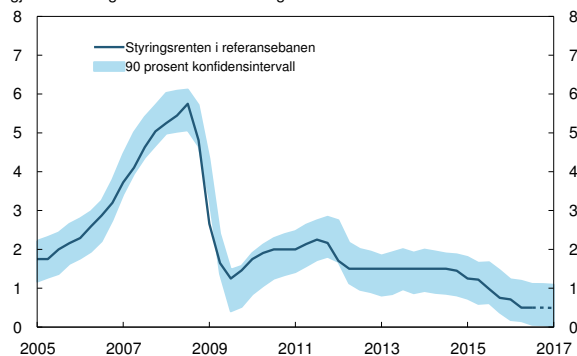
Figur 2.21 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet  
 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 5. – 16. september 2016 og 28. november – 9. desember 2016.  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP-veksten i Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parameterne i modellen er estimert på historiske data fra og med 1999 og fram til i dag. I fremskrivingene benytter vi anslagene for de aktuelle størrelsene fram til og med første kvartal neste år. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger nær midten av intervallet.

Figur 2.22 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2017<sup>2)</sup>



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 3. kv. 2016. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008.  
 2) Anslag for 4. kv. 2016 – 1. kv. 2017 (stiplet).  
 Kilde: Norges Bank

# KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Følgende kriterier anses som en rettesnor for en god rentebane:

1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

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

3. **Pengepolitikken er robust:**

Rentebanen bør ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Oppbygging av finansielle ubalanser kan øke faren for brå skift i etterspørselen fram i tid. En robust pengepolitikk bør derfor bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt fram i rentesettingen. Det vil kunne redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller der tilliten til det nominelle ankeret er i fare, kan det i noen tilfeller være riktig å føre en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

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

# MODELLTEKNISK TOLKNING AV NY INFORMASJON

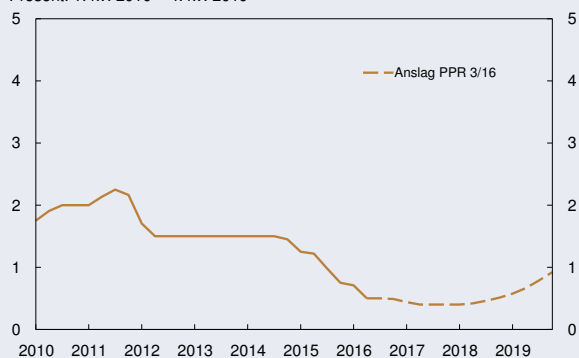
Resultatene fra en teknisk modellanalyse, der vi oppdaterer vår makroøkonomiske modell NEMO med ny informasjon og nye anslag for den økonomiske utviklingen,<sup>1</sup> men hvor vi holder rentebanen uendret fra Pengepolitisk rapport 3/16,<sup>2</sup> vises i figur 2.23 a-d. Dersom vi beholder banen for styringsrenten fra forrige rapport, vil pengemarkedsrenten likevel holde seg noe høyere det nærmeste året enn tidligere lagt til grunn, se figur 2.23 b. Det er fordi vi nå venter at

- 1 For eksogene variabler har vi lagt inn anslag for hele prognoseperioden (blant annet vekst ute, inflasjon ute, styringsrenter ute, petroleumsinvesteringer og finanspolitikk). For endogene størrelser har vi lagt inn anslag fram til og med første kvartal 2017. Se omtale av anslag for utviklingen den nærmeste tiden i kapittel 1.
- 2 For å sørge for at rentebanen i denne modellanalysen er uendret fra rentebanen i forrige rapport har vi utsatt modellen for et sett med pengepolitikkshock.

påslaget i det norske pengemarkedet vil avta noe langsommere enn vi anslo i september.

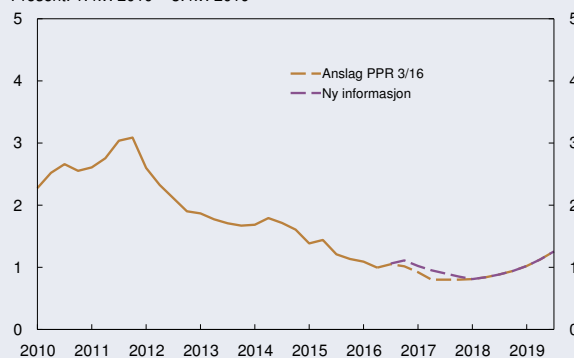
Ifølge den modelltekniske analysen vil det nå ta noe lengre tid enn tidligere anslått før kapasitetsutnyttningen øker mot et mer normalt nivå. Kapasitetsutnyttningen vurderes nå å være litt lavere enn vi anslo i september, og den nærmeste tiden dempes den blant annet av at petroleumsinvesteringene trolig vil falle mer enn vi så for oss i september. Samtidig viser analysen at kapasitetsutnyttningen i siste del av prognoseperioden vil bli litt høyere enn vi ventet i forrige rapport, se figur 2.23 c. Det skyldes blant annet at oljeprisen har steget mer enn vi la til grunn i september.

Figur 2.23a Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>1)</sup>



1) Anslag for 3. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.23b Tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup> PPR 3/16 og med ny informasjon, men betinget på styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2019<sup>2)</sup>



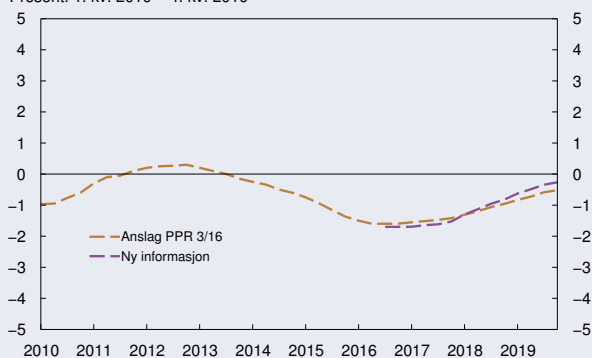
1) Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten fra PPR 3/16 prises inn i pengemarkedet.  
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 3. kv. 2019 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

Med en uendret bane for styringsrenten tilsier ny informasjon at veksten i konsumprisene avtar og blir lavere gjennom hele prognoseperioden enn anslått i forrige rapport, se figur 2.23 d. Inflasjonen blir lavere enn sist som følge av at prisveksten har vært lavere enn ventet og at kronen hittil har styrket seg mer enn vi anslo i september. Utsikter til lavere lønnsvekst i år og neste år enn anslått i forrige rapport vil også bidra til å trekke prisveksten ned. Modellanalysen indikerer at inflasjonen avtar til mellom 1,5 og 2 prosent i 2019.

Den modelltekniske analysen peker samlet sett i retning av en noe lavere bane for styringsrenten de nærmeste årene. I denne analysen tar vi imidlertid ikke hensyn til hvordan risikoen for oppbygging av

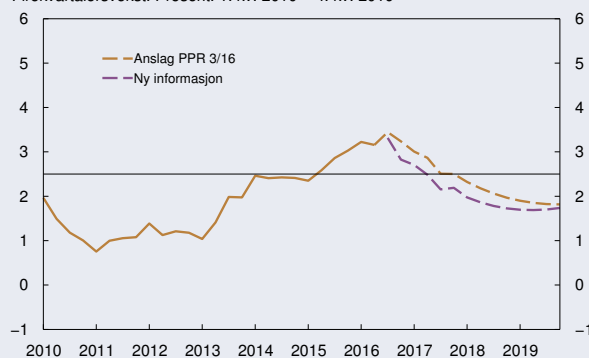
finansielle ubalanser kan påvirke utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. I tillegg er det usikkerhet om virkningene av pengepolitikken, spesielt når styringsrenten er nær en nedre grense. Disse forholdene tas det hensyn til i den samlede skjønnsutøvelsen i pengepolitikken.

Figur 2.23c Anslag på produksjonsgapet. PPR 3/16 og med ny informasjon, men betinget på styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/16. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

Figur 2.23d KPI-JAE<sup>1)</sup>, PPR 3/16 og med ny informasjon, men betinget på styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/16. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



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

# ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 3/16

Prognosen for styringsrenten er lite endret fra Pengepolitisk rapport 3/16, se figur 2.24. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se ramme på side 35, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.25 illustrerer hvilke faktorer som har påvirket renteprognosen gjennom utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene våre og virkningen på rentebanen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport.

For handelspartnerne sett under ett har forventede styringsrenter steget siden forrige rapport. Høyere renter ute tilsier isolert sett en svakere krone, noe som både gir høyere prisvekst og aktivitet her hjemme. Forventninger om høyere styringsrenter ute trekker derfor i retning av en høyere styringsrente også her hjemme, se oransje søyler.

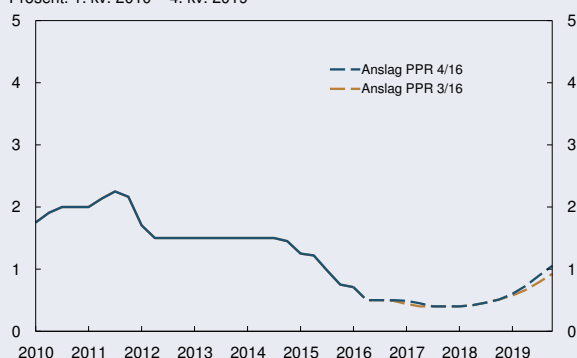
Kronen har styrket seg videre siden forrige rapport og mer enn vi anslo i september. Styrkingen av kronen har vært større enn utviklingen i rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi, blant annet som følge av en høyere oljepris. En sterkere krone bidrar til lavere prisvekst og til å dempe aktiviteten i norsk økonomi. Det trekker i retning av en lavere bane for styringsrenten, se grønne søyler.

Veksten i norsk økonomi har vært litt lavere enn ventet. Blant annet har konsumet og eksporten utviklet seg svakere enn vi anslo i september. Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil falle mer i 2017 enn vi la til grunn i forrige rapport, og vi har nedjustert våre anslag for veksten i offentlig etterspørsel i årene som kommer. På den annen side kan høyere boligprisvekst enn tidligere ventet bidra til å øke den private etterspørselen. Oppgangen i oljeprisen kan også understøtte veksten i norsk økonomi. Mot slutten av prognoseperioden anslår vi høyere vekst i petroleumsinvesteringene enn vi gjorde i september. Den nærmeste tiden trekker utsiktene for etterspørselen i retning av en noe lavere bane for styringsrenten, mens utsiktene lenger fram tilsier en litt høyere rentebane, se mørkeblå søyler.

Konsumprisveksten har vært lavere enn anslått i september som følge av lavere prisvekst på importerte varer. Lønnsveksten i år ser ut til å bli litt lavere enn anslått i forrige rapport. Som følge av lavere prisvekst den nærmeste tiden og en noe langsommere oppgang i veksten i norsk økonomi, vil lønnsveksten trolig ta seg mindre opp fra i år til neste år enn lagt til grunn i september. Lavere vekst i priser og lønninger trekker i retning av en lavere bane for styringsrenten, se lilla søyler.

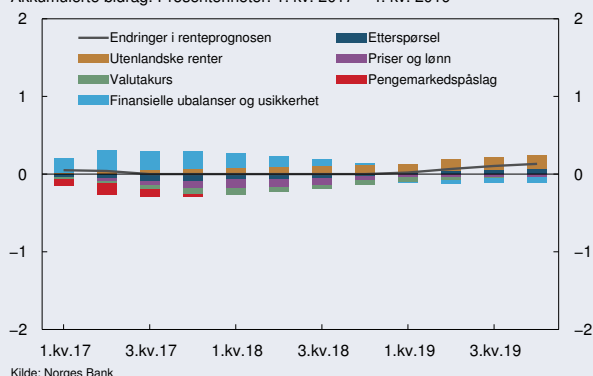
Påslaget i det norske pengemarkedet har så langt holdt seg høyere enn ventet, og det er utsikter til at påslaget vil avta noe langsommere fremover enn vi anslo i september. Det trekker i retning av en litt lavere

Figur 2.24 Styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>1)</sup>



1) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet). Kilde: Norges Bank

Figur 2.25 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 3/16. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2017 – 4. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

styringsrente tidlig i prognoseperioden fordi et høyere påslag, alt annet likt, betyr en høyere pengemarkedsrente, se røde søyler.

Endringene i utsiktene for konsumprisveksten og kapasitetsutnyttningen tilsier isolert sett en noe lavere styringsrente de nærmeste årene. I de pengepolitiske avveiningene tar vi også hensyn til usikkerhet om økonomiens virkemåte og til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien. Når styringsrenten er nær en nedre grense, er usikkerheten om virkningene av pengepolitikken større enn ved et mer normalt rentenivå. Det kan da være riktig å reagere noe mindre på ny informasjon enn i en mer normal situasjon. Vedvarende lave renter bidrar til sårbarhet i det finansielle systemet. For å oppnå en mer stabil økonomisk utvikling over tid er det riktig å ta hensyn

til risikoen forbundet med svært lave renter i pengepolitikken.

Den sterke veksten i boligpriser og husholdningenes gjeld har økt faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid. En lavere styringsrente øker risikoen for at veksten i boligpriser og gjeld skyter ytterligere fart. Faren for oppbygging av finansielle ubalanser og usikkerheten om virkningene av en lavere styringsrente taler nå for å gå varsomt fram i rentesettingen, se lyseblå søyler.<sup>1</sup>

Anslag på makroøkonomiske størrelser vises i tabell 1.

<sup>1</sup> Norges Bank har også tidligere tatt hensyn til usikkerhet om virkningene av pengepolitikken og faren for oppbygging av finansielle ubalanser i rentesettingen. I denne rapporten har vi valgt å illustrere, ved hjelp av egne søyler, hvordan skjønsmessige vurderinger knyttet til disse hensynene har påvirket renteprognozen.

**TABELL 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 4/16. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/16 i parentes

	2016	2017	2018	2019
KPI	3,6 (0)	2,3 (-0,3)	1,8 (-0,3)	1,7 (-0,1)
KPI-JAE <sup>1</sup>	3,1 (-0,2)	2,4 (-0,3)	1,8 (-0,3)	1,7 (-0,1)
Årslønn <sup>2</sup>	2,3 (-0,2)	2,8 (-0,4)	3,2 (-0,2)	3,5 (-0,2)
BNP Fastlands-Norge	0,7 (-0,2)	1,5 (-0,3)	2,2 (0,1)	2,2 (0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>	-1,6 (0)	-1,6 (-0,1)	-1,1 (0)	-0,5 (0,2)
Sysselsetting, personer (KNR)	-0,1 (0,2)	0,4 (-0,4)	0,9 (-0,2)	1,0 (0,1)
AKU-ledighet (rate, nivå)	4,8 (0,1)	4,8 (0,1)	4,6 (0,2)	4,2 (0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)	3,0 (0)	3,1 (0,1)	2,9 (0)	2,8 (0)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>4</sup>	0,6 (0)	0,4 (0)	0,4 (0)	0,8 (0,1)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>5</sup>	105,3 (-0,6)	102,0 (-1,7)	102,6 (-0,4)	101,8 (-0,4)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>6</sup>	0,1 (0)	0,2 (0,1)	0,3 (0,2)	0,6 (0,4)

<sup>1</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

<sup>2</sup> Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger.

<sup>3</sup> Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

<sup>4</sup> Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

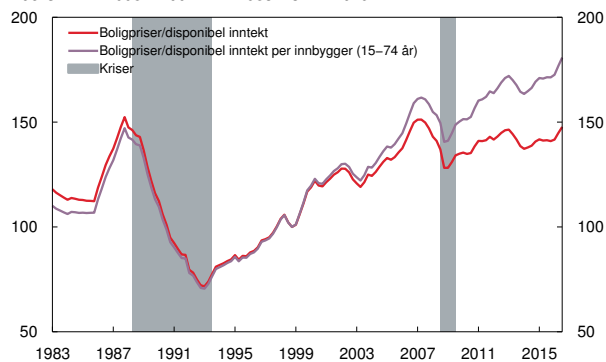
<sup>5</sup> Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import.

<sup>6</sup> Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

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

# 3 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET – BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Figur 3.1 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt<sup>1)</sup>. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



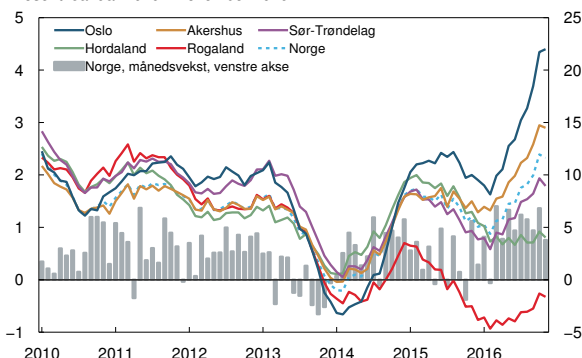
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt ekskludert utbytte. Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og verdiskaping i fastlandsøkonomien, utviklingen i eiendomspriser, samt hvor stor del av sin finansiering bankene henter i finansmarkedene, se ramme på side 46. Vurderingene av de finansielle ubalansene er utgangspunktet for rådet om den motsykliske kapitalbufferen i bankene. Norges Bank skal legge fram et beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om nivået på bufferkravet fire ganger i året, se ramme på side 4 og 48.

## Fortsatt høy vekst i eiendomsprisene

Boligprisene har steget vesentlig mer enn husholdningenes disponible inntekter det siste året, se figur 3.1. Boligprisene er betydelig høyere enn før finanskrisen målt i forhold til inntekt per innbygger. I det siste har boligprisene steget kraftig i store deler av landet, selv om det fortsatt er variasjoner mellom ulike områder, se figur 3.2. Nær halvparten av Norges befolkning bor i fylker hvor boligprisene har steget med 10 prosent eller mer det siste året, se figur 3.3. For et år siden var det kun Oslo som hadde en boligprisvekst på 10 prosent. I områder med nær tilknytning til oljevirksomheten er boligprisveksten fortsatt svak.

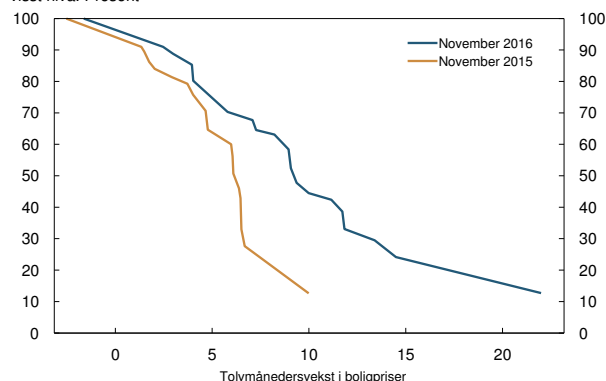
Figur 3.2 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest<sup>1)</sup>. Prosent. Januar 2010 – november 2016



1) Tolv månedersvekst i fylker. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest i Norge. Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Boligprisene har økt mer enn leieprisene de siste årene, se figur 3.4. Forholdstallet mellom boligpriser og leiepriser har lenge steget i takt i de store byene, men i det siste har boligprisene steget vesentlig mer enn leieprisene i Oslo.

Figur 3.3 Andel av befolkningen som bor i fylker med boligprisvekst over et visst nivå. Prosent



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

Veksten i antall husholdninger har over flere år vært høyere enn igangsettingen av nye boliger, se figur 3.5. I 2016 ventes igangsettingen å bli høyere enn veksten i antall husholdninger. Salget av nye boliger har økt i det siste, særlig i områder med høy boligprisvekst. Høy boligbygging kan på sikt dempe boligprisveksten.

Boligprisene har også steget betydelig i mange andre land. De siste årene har prisveksten særlig vært høy i de største byene, se boks på side 44.

Salgsprisene på næringseiendommer sentralt i Oslo har steget kraftig i flere år, se figur 3.20. Nedgangen i rentenivået de siste årene har bidratt til fallende avkastningskrav og økte salgspriser. Leieprisene på



kontorlokaler i Oslo var stabile i første halvår i år. Lav tilførsel av nye kontorlokaler og en høy konverterings-takt fra næringseiendom til bolig kan bidra til lavere kontorledighet fremover. Det kan føre til at salgs-prisene holder seg oppe eller stiger videre. Økte lang-siktige markedsrenter kan på den andre siden føre til at avkastningskravet øker og prisene faller. Nærings-eiendom er den enkeltnæringen bankene har mest utlån til.

### Litt høyere gjeldsvekst i husholdningene

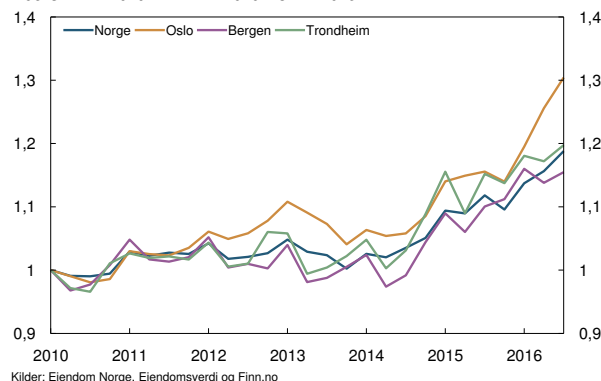
Den samlede kreditten i fastlandsøkonomien har lenge steget mer enn verdiskapingen, se figur 3.6. I det siste har kredittveksten avtatt noe og kreditten vokser nå mindre enn verdiskapingen. Lavere vekst i samlet kreditt skyldes i hovedsak nedgang i fore-takenes utenlandsgjeld, som blant annet kan tilskrives styrkingen av kronen. Foretakenes gjeldsvekst fra innenlandske kilder har vært moderat det siste året. Veksten i husholdningenes gjeld har vært den viktigste årsaken til at samlet kreditt over tid har økt mer enn verdiskapingen. I det siste har gjeldsveksten i hus-holdningene tiltatt.

Husholdningenes gjeld fortsetter å stige raskere enn de disponible inntektene, slik at gjeldsbelastningen øker, se figur 2.20 i kapittel 2. Lavere utlånsrenter har bidratt til at husholdningenes rentebelastning har falt, se figur 3.7. Gjeldsbetjeningsgraden, som måler både renter og avdrag i forhold til inntekt, er nær nivåene fra bankkrisen på slutten av 1980-tallet. Den ved-varende oppgangen i gjeldsbelastningen har gjort husholdningene mer sårbare for renteøkninger. En renteøkning på 5 prosentenheter ville gitt en rente-belastning som er like høy som ved inngangen til bank-krisen, og en vesentlig høyere gjeldsbetjeningsgrad.

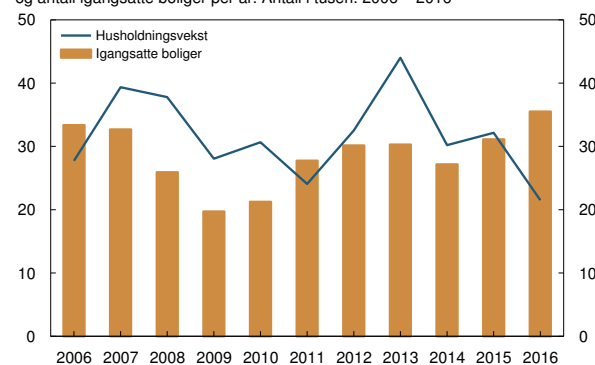
Ifølge Finanstilsynets boliglansundersøkelse for 2016 har andelen innvilgede lån som har en belåningsgrad på 85 prosent eller høyere, avtatt det siste året, se figur 3.8. Låntakernes gjeld i forhold til inntekt har økt markert det siste året, særlig for unge låntakere. Ett av ti nedbetalingslån innvilges med en gjeld over fem ganger brutto inntekt, en betydelig økning fra fjor-årets undersøkelse.

Fastlandsforetakenes gjeldsopptak har avtatt litt det siste året, i hovedsak som følge av lavere utenlands-

Figur 3.4 Boligpriser i forhold til leiepriser. Indeks. 1. kv. 2010 = 1. kv. 2010 – 3. kv. 2016

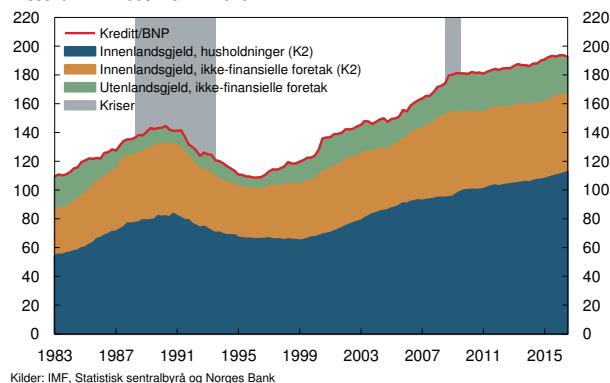


Figur 3.5 Husholdningsvekst og igangsetting. Økning i antall husholdninger og antall igangsatte boliger per år. Antall i tusen. 2006 – 2016<sup>1)</sup>



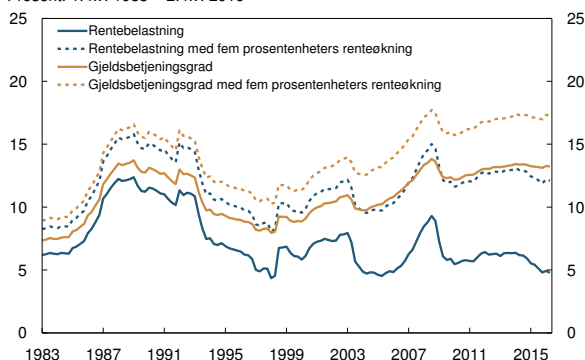
1) For 2016 er vekst i husholdninger basert på befolkningsveksten. Anslag for befolkningsvekst og igangsetting for 4. kv. 2016.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Samlet kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



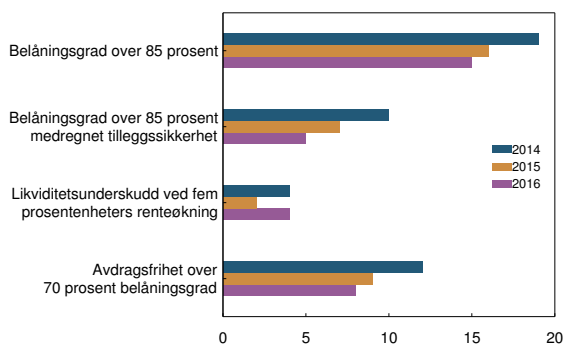
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.7 Husholdningenes rentebelastning og gjeldsbetjeningsgrad.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2016



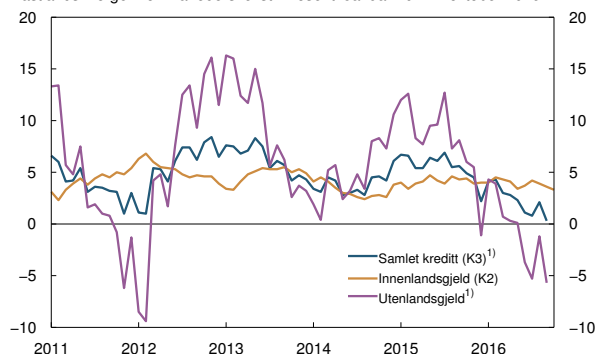
1) Rentebelastning er beregnet som renteutgifter i prosent av disponibel inntekt pluss renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg årlig avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingslid. Disponibel inntekt er korrigert for ansatt reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 2. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt ekskludert utbytte.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Andel innvilgede nedbetalingslån med belåningsgrad over 85 prosent, likviditetsunderskudd<sup>1)</sup> og avdragsfrihet<sup>2)</sup>. Prosent



1) Lån hvor kunden ikke har tilstrekkelig inntekt til å betjene gjeld og til å dekke normale livsoppholdsutgifter ved fem prosentenheters renteøkning.  
2) Andel av lån med belåningsgrad over 70 prosent.  
Kilde: Finansstilsynet

Figur 3.9 Kreditt til ikke-finansielle foretak. Transaksjoner. Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2011 – oktober 2016



1) Til og med september 2016.  
Kilde: Statistisk sentralbyrå

gjeld, se figur 3.9. Kredittveksten fra innenlandske kilder holdes i stor grad oppe av utlån fra bankene, men også delvis av utlån fra livsforsikringselskaper og finansieringsselskaper. Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse ventet bankene samlet sett uendret etterspørsel etter lån fra de ikke-finansielle foretakene i 4. kvartal 2016, og bankene planla ingen endringer i kredittpraksisen.

Veksten i obligasjonsgjelden for ikke-finansielle foretak har vært nær null det siste året. Det er i hovedsak foretak innen næringseiendom som har økt sin obligasjonsgjeld de siste månedene. Risikopåslagene i obligasjonsmarkedet har i hovedsak vært uendrede siden forrige rapport. For høyrisikoforetak innenfor olje er påslagene fortsatt høye, og det har ikke vært utstedt ny obligasjonsgjeld for slike foretak siden sommeren i fjor.

Børsnoterte foretak innen oljeservice har hatt lav lønnsomhet og tatt store nedskrivninger av eiendelene de siste årene. Det har svekket gjeldsbetjeningsevnen til foretakene og redusert den bokførte egenkapitalandelen, se figur 3.10. I det siste har egenkapitalandelen økt noe blant annet som følge av tilførsel av egenkapital og konvertering av gjeld i forbindelse med restruktureringer. Markedsverdien av oljeserviceforetakenes egenkapital ligger langt under bokført verdi, se figur 3.11. Det kan gjenspeile behov for ytterligere nedskrivninger og restruktureringer fremover.

Gjeldsbetjeningsevne og bokført egenkapitalandel i andre børsnoterte foretak har holdt seg nokså stabile de siste årene, og markedsverdien av egenkapitalen er vesentlig høyere enn bokført verdi.

### Styrket kapitaldekning i bankene

De store norske bankene har hatt god lønnsomhet de siste årene. Egenkapitalavkastningen har avtatt litt. Utlånstapene i norske banker har økt noe de siste kvartalene, særlig på oljerelaterte eksponeringer, men tapene er fortsatt på et lavt nivå, se figur 3.12. Bankene venter tap på oljeeksponeringer også de neste årene. Norske bankers utlån til oljerelaterte foretak utgjør en begrenset andel av bankenes samlede utlån til foretakssektoren.

Bankene fortsetter å øke sin kapitaldekning. Ved utgangen av tredje kvartal oppfylte alle store norske

banker fastsatte kapitalkrav, se figur 3.13. De fleste bankene ligger godt an til å nå sine annonserte kapitalmål, som ligger litt høyere enn de fastsatte kravene.

Norske banker har fortsatt god tilgang på markedsfinansiering. Markedsfinansieringens andel av total finansiering har vært nokså stabil de siste årene, se figur 3.22. Risikopåslaget bankene betaler på ny langsiktig markedsfinansiering, er noe høyere enn ved forrige rapport, se figur 1.13 i kapittel 1.

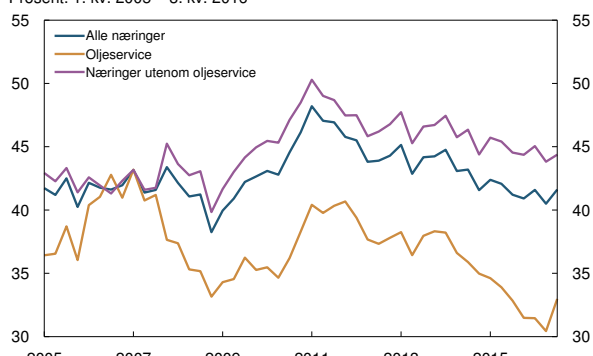
### Vurdering av finansielle ubalanser

Selv om veksten i samlet kreditt har avtatt noe, stiger husholdningenes gjeld fortsatt raskere enn inn-

tektene. Foretakenes innenlandsgjeld stiger moderat. Det har vært sterk vekst i boligprisene i det siste. Prisene på næringseiendommer sentralt i Oslo har steget kraftig i flere år. Utlånstapene i bankene har økt noe det siste året, men er fortsatt på lave nivåer. Bankenes fortjenestemarginer holder seg godt oppe.

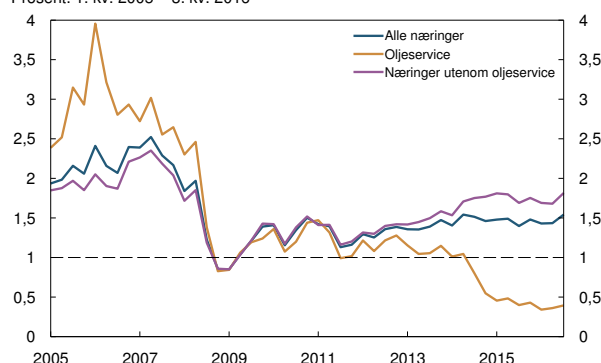
Den høye boligprisveksten bidrar til høye gjeldsopp- tak i husholdningene. Det gjør mange husholdninger mer sårbare og øker faren for en brå nedgang i etter- spørselen og utlånstap i bankene fram i tid. Høy bolig- prisvekst og fortsatt oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning er tegn på at finansielle ubalanser bygger seg videre opp.

Figur 3.10 Egenkapitalandel i børsnoterte foretak.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2016



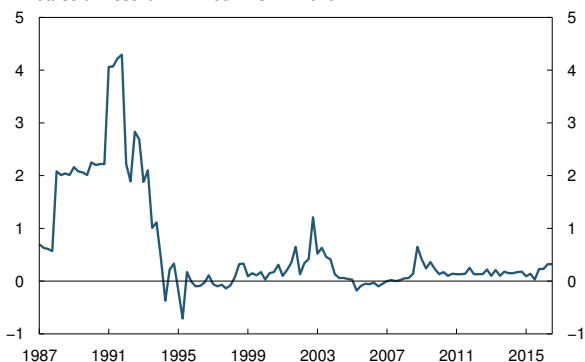
1) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert til og med 3. kv. 2007.  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 3.11 Pris/bok<sup>1)</sup> i børsnoterte foretak.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2016



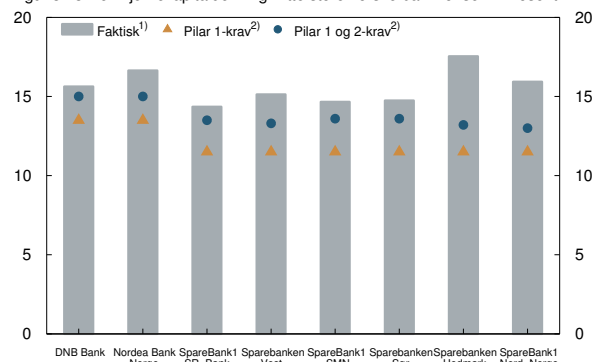
1) Markedsverdi av egenkapital som andel av bokført egenkapital.  
2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert til og med 3. kv. 2007.  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 3.12 Bankenes<sup>1)</sup> utlånstap som andel av brutto utlån til kunder. Annualisert. Prosent. 1. kv. 1987 – 3. kv. 2016



1) Alle banker og kredittdretak i Norge.  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.13 Ren kjernekapitaldekning. Åtte store norske bankkonsern. Prosent



1) Faktisk ren kjernekapitaldekning per 30.09.2016. Resultat hittil i år er lagt til den rene kjernekapitalen.  
2) I Pilar 1-kravet er det lagt til grunn en motsyklisk kapitalbuffer på 1,5 prosent for alle banker. Fra 4. kvartal vil kravet variere med bankenes eksponering i utlandet.  
Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter, Finanstilsynet og Norges Bank

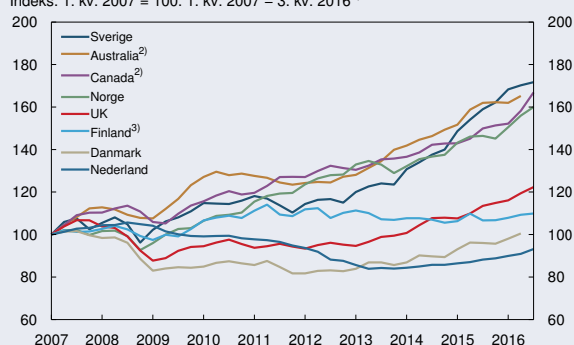
## BOLIGPRISER I NOEN LAND OG STORE BYER

Boligprisene har steget kraftig i mange land de siste årene. Boligprisveksten har særlig vært høy i land som ikke ble hardt rammet av finanskrisen. Over tid skiller ikke veksten i norske boligpriser seg vesentlig fra utviklingen i andre land.

Boligprisene i Sverige og de råvareeksporterende landene Australia, Canada og Norge falt lite under finanskrisen og har steget betydelig i årene etterpå, se figur 3.14. Siden 2007 har boligprisene samlet sett steget mellom 60 og 70 prosent i disse landene. I Danmark, Finland, Nederland og Storbritannia har boligprisene hatt en svak utvikling. I flere av disse landene er nominelle boligpriser i 2016 på om lag samme nivå som i 2007.

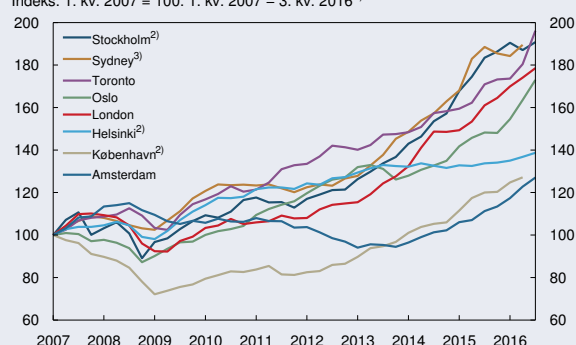
Boligprisene har jevnt over steget mer i de største byene enn i landet samlet sett, se figur 3.15. Boligprisene falt mer i storbyene under finanskrisen, men har også steget mer i årene etter. Blant de utvalgte byene har boligprisene steget mest i Stockholm, Sydney og Toronto siden 2007. Det siste året har prisveksten vært høyest i Oslo.

Figur 3.14 Boligpriser i utvalgte land. Alle boliger.  
Indeks. 1. kv. 2007 = 100. 1. kv. 2007 – 3. kv. 2016<sup>1)</sup>



1) Tall til og med 2. kv. 2016 for Australia og Danmark.  
2) Indeksen er vektete gjennomsnitt av henholdsvis elleve storbyområder i Canada og åtte i Australia.  
3) Kun eneboliger.  
Kilder: Australian Bureau of Statistics, Danmarks Statistik, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Land Registry, Statistics Finland, Statistics Netherlands, Teranet, National Bank of Canada og Valuegard

Figur 3.15 Boligpriser i utvalgte byer. Alle boliger.  
Indeks. 1. kv. 2007 = 100. 1. kv. 2007 – 3. kv. 2016<sup>1)</sup>



1) Tall til og med 2. kv. 2016 for København og Sydney.  
2) Kun leiligheter.  
3) Sydney og omegn.  
Kilder: Australian Bureau of Statistics, Danmarks Statistik, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Land Registry, Statistics Finland, Statistics Netherlands, Teranet, National Bank of Canada og Valuegard

## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal dempe systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Ifølge EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) skal bufferkrav anerkjennes over landegrener, såkalt resiprositet.<sup>1</sup> Det betyr at banker med grensekryssende virksomhet skal følge bufferkravet som gjelder i låntakers hjemland.

Det norske regelverket om anerkjennelse av motsyklisk kapitalbuffer trådte i kraft 1. oktober 2016. For engasjementer i EU-land skal bufferkravet i det enkelte landet anerkjennes.<sup>2</sup> I utgangspunktet skal også krav til motsyklisk kapitalbuffer i land utenfor EU anerkjennes. For engasjementer i land som ikke har fastsatt eget krav, gjelder det norske bufferkravet. Finansdepartementet kan fastsette andre krav for engasjementer i land utenfor EU, basert på råd fra Norges Bank.

Det samlede kravet til motsyklisk kapitalbuffer for norske banker vil avhenge av i hvilke land de har eksponeringer. De fleste land norske banker har nokså store eksponeringer i har satt kravet til null, se tabell 1.

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

Land	Gjeldende bufferkrav	Norske bankers eksponering <sup>1</sup>
Sverige	1,5 prosent <sup>2</sup>	6,7 prosent
USA	0 prosent	3,4 prosent
Danmark	0 prosent	2,3 prosent
Litauen	0 prosent	1,9 prosent
Storbritannia	0 prosent	1,8 prosent
Finland	0 prosent	1,6 prosent
Polen	0 prosent	1,6 prosent
Latvia	0 prosent	1,1 prosent
Singapore	0 prosent <sup>3</sup>	1,0 prosent

1 Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 3. kv. 2014 til 2. kv. 2016. Omfatter banker som i CRD IV-rapporteringen har levert skjema C09.01 og C09.02.

2 Bufferkrav på 2 prosent gjelder fra 19. mars 2017.

3 Gjelder fra 1. januar 2017.

Kilder: Bank for International Settlement (BIS), Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), Finanstilsynet og Norges Bank

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

2 En oversikt over gjeldende krav til motsyklisk kapitalbuffer i EU-land finnes på ESRBs hjemmeside, under «National policy - countercyclical capital buffer». En liknende oversikt for landene som er medlem i Basel-komiteen, finnes på BIS sine hjemmesider, under «Countercyclical capital buffer».

# MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR KRAV TIL MOTSYKLISK KAPITALBUFFER<sup>1</sup>

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP samt utviklingen i eiendomspriser og hvor stor del av sin finansiering bankene henter i finansmarkedene. Se kapittel 3 for en nærmere beskrivelse.

Den samlede gjelden til husholdninger og foretak har lenge steget raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, se figur 3.6. Samlet kredittvekst har avtatt noe det siste året, og de siste kvartalene har kredittveksten vært lavere enn veksten i BNP. Avvikene mellom kreditt som andel av BNP og beregnede trender har avtatt i det siste, se figur 3.16.<sup>2</sup> Det skyldes i hovedsak lavere utenlandsgjeld, se figur 3.17.

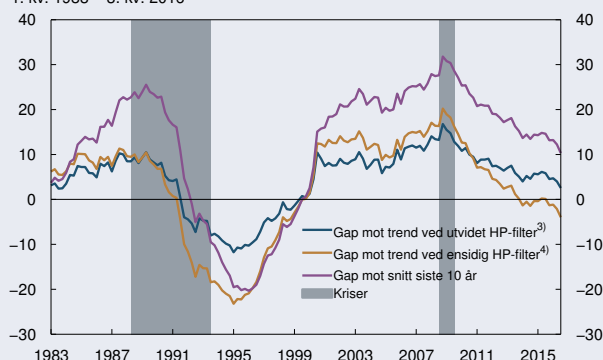
Referanseverdien for bufferkravet<sup>3</sup> blir 0 prosent i tredje kvartal 2016 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, som erfaringsmessig er en bedre ledende indikator for kriser, blir referanseverdien ¼ prosent, ned fra ½ prosent i foregående kvartal, se figur 3.18.

Boligpriser som andel av disponibel inntekt har steget betydelig de siste to kvartalene, se figur 3.1. Avviket fra beregnede trender har også steget, se figur 3.19. Realprisene på næringseiendom har økt over lengre tid, se figurene 3.20 og 3.21. Markedsfinansieringsandelen i bankene har vært nokså stabil de siste årene, og falt noe det siste kvartalet, se figurene 3.22 og 3.23.

Norges Bank har utviklet modeller for å varsle finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.<sup>4</sup> Det blå feltet i figur 3.24 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningemetoder. Figuren viser at sannsynlighetene for krise er redusert siden finanskrisen, men at det er en viss spredning mellom anslagene fra de ulike modellene.

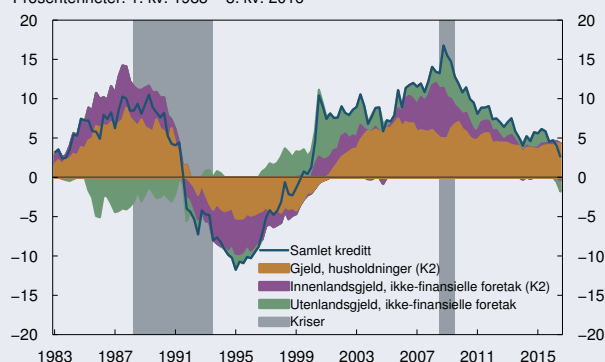
1 Se også Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», *Norges Bank Memo* 1/2013.  
 2 Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene. Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningemetoder for trendene, se side 30 i *Pengepolitisk rapport* 2/13.  
 3 Baselkomiteen for banktilsyn har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP, se Bank for International Settlements (2010) *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*.  
 4 Se ramme på side 40 i *Pengepolitisk rapport* 3/14 og Anundsen A., K. Gerdrup, F. Hansen og K. Kragh-Sørensen (2014) «Bubbles and crises: The role of house prices and credit», *Norges Bank Working Paper* 14/2014.

Figur 3.16 Kredittgap. Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



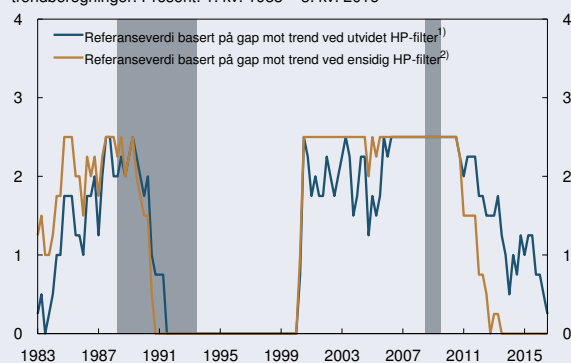
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge.  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975.  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.  
 Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Dekomponert kredittgap. Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra trend ved utvidet HP-filter<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



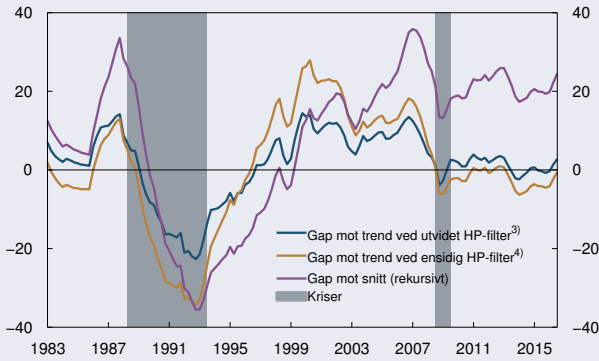
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge.  
 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel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

Figur 3.18 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



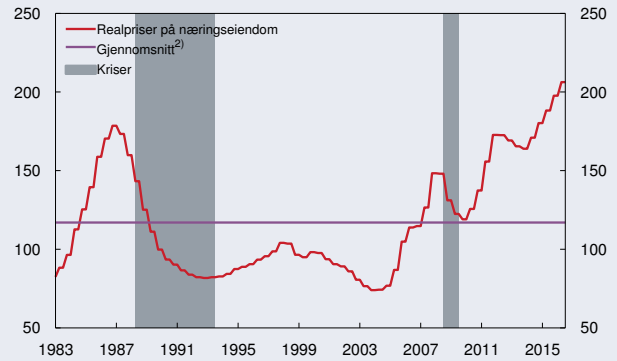
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.  
 Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.19 Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



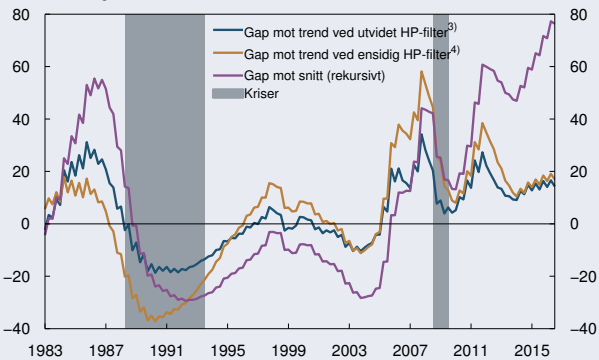
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt ekskludert utbytte.  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978.  
 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: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.20 Realpriser på næringsseiendom.<sup>1)</sup> Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



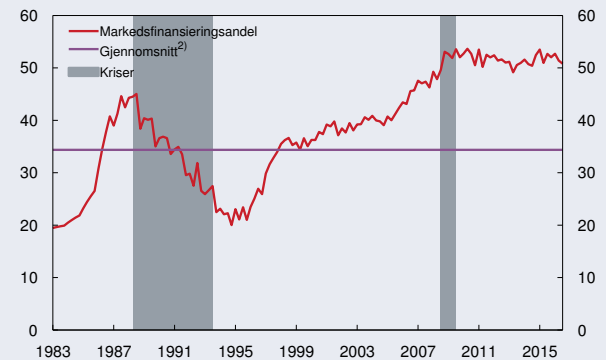
1) Beregnede salgpriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.  
 2) Basert på data fra 1. kv. 1981.  
 Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.21 Næringsseiendomsprisgap. Realpriser på næringsseiendom<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



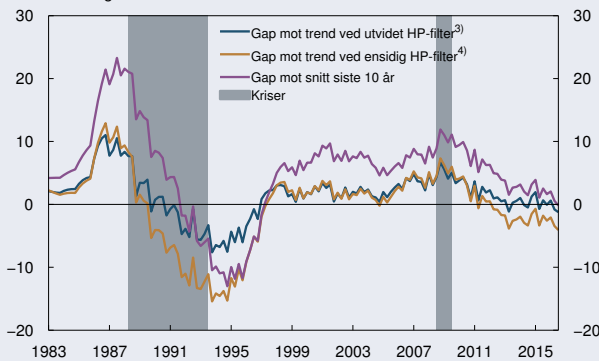
1) Beregnede salgpriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981.  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
 4) Ensidig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

Figur 3.22 Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



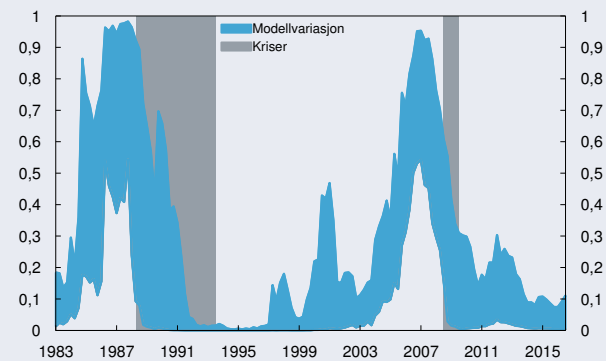
1) Alle banker og OMF-kreditforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker.  
 2) Basert på data fra 4. kv. 1975.  
 Kilde: Norges Bank

Figur 3.23 Markedsfinansieringsgap. Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



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

Figur 3.24 Estimerte kritesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

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

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

Erfaringer fra tidligere finansielle kriser i Norge og andre land viser at både bankene og låntakerne ofte tar stor risiko i perioder med sterk kredittvekst. I en høykonjunktur kan kreditt som stiger raskere enn verdiskapingen, gi signaler om oppbygging av ubalanser. Stigende 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) realpriser på næringseiendom og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner.<sup>2</sup> De fire indikatorene har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet.

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 46. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

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

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et virkemiddel for å finstyre økonomien. Bufferkravet bør ikke uten videre trappes ned, selv om det er tegn til at finansielle ubalanser avtar. I lange perioder med lave utlåns- 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 kredittpraksis forsterker tilbakeslaget. Bufferkravet skal ikke reduseres for å avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

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

<sup>3</sup> Se ESRB (2014) *Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates*.



# UTDYPINGER

---

Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land  
Arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning

---

# INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

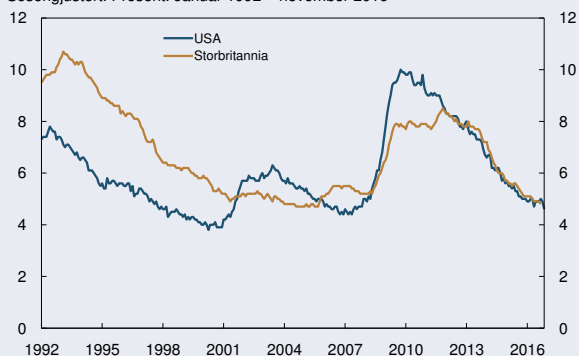
I USA har veksten tiltatt gjennom året, om lag i tråd med anslagene i Pengepolitisk rapport 3/16. God vekst i sysselsettingen over lang tid og lav arbeidsledighet, se figur 1, peker mot et stramt arbeidsmarked og tilnærmet full kapasitetsutnyttning. På den annen side har yrkesdeltakelsen falt klart mer enn den demografiske utviklingen skulle tilsi de siste årene, og sysselsettingsraten er fortsatt lavere enn før krisen, se figur 2. Det er usikkert om dette reflekterer fortsatt svak etterspørsel etter arbeidskraft eller også mer varige endringer i arbeidstilbudet. Bedriftene rapporterer om relativt høy kapasitetsutnyttning, men investeringsveksten har fortsatt å avta i alle sektorer.

Bedringen i arbeidsmarkedet vil bidra til fortsatt god vekst i privat konsum. Høyere etterspørsel vil videre kunne føre til økte investeringer. I tillegg har den påtroppende presidenten varslet betydelige skattelettelser og omfattende infrastrukturinvesteringer. Begge disse forholdene trekker i retning av høyere vekst i både offentlig og privat etterspørsel. Den samlede effekten av finanspolitikken er imidlertid svært usikker, og vil blant annet avhenge av hvordan skattelettelsene og infrastrukturinvesteringer blir finansiert. Fordelingen av skattelettelsene mellom de ulike inntektsgruppene vil også ha stor betydning. Videre vil trolig endringer i immigrasjons-, helse- og handels-

politikken, samt endrede offentlige reguleringer i flere sektorer, ha omfattende økonomiske konsekvenser på lengre sikt. Mange av de varslede endringene kan bidra til økt inflasjon. De finansielle forholdene har blitt strammere etter presidentvalget. Dollaren har styrket seg, og det har vært en markert økning i både kortsiktige og langsiktige renter. Samlet legger vi til grunn at BNP-veksten vil holde seg på rundt 2 prosent ut anslagsperioden, uendret fra forrige rapport.

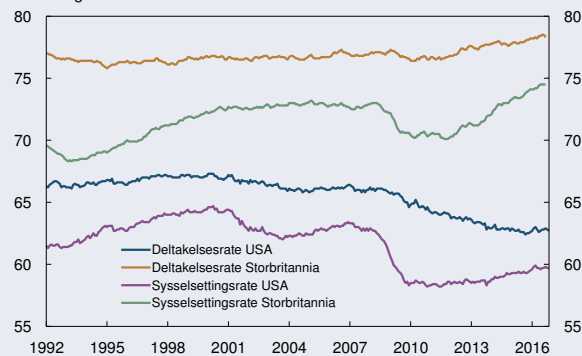
Veksten i Storbritannia avtok noe fra andre til tredje kvartal, men var klart høyere enn lagt til grunn i september. Vi ventet at veksten ville avta mer markert i etterkant av folkeavstemningen, fordi økt usikkerhet ville dempe både konsum og investeringer. God vekst i tjenestesektoren veier opp for en svak utvikling i bygg- og anleggsektoren og i industriproduksjonen. Den sterke innenlandske etterspørselen har, til tross for svekkelsen av britiske pund siden EU-avstemningen, ført til et betydelig underskudd på driftsbalansen, som nå er det største blant de viktigste industrialiserte landene, se figur 3. Bedringen i arbeidsmarkedet har fortsatt. Sysselsettingsraten er nå på et historisk høyt nivå, blant annet som følge av økende pensjonsalder for kvinner, mens arbeidsledigheten er på et historisk lavt nivå, se figur 1 og 2. Flere forhold indikerer likevel at det fortsatt er ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Det har blant annet vært

Figur 1 Storbritannia og USA. Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 1992 – november 2016<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Siste observasjon for Storbritannia er september 2016.  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Storbritannia og USA. Sysselsetting og yrkesdeltakelse som andel av befolkningen i arbeidsfør alder. Prosent. Januar 1992 – november 2016<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Siste observasjon for Storbritannia er september 2016.  
Kilde: Thomson Reuters

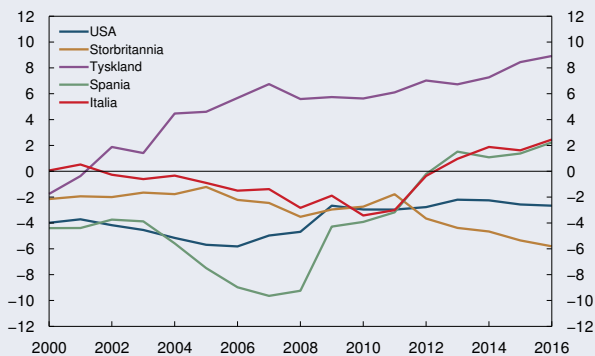
en videre økning i andelen som jobber deltid eller er selvstendig næringsdrivende, og lønnsveksten har forblitt moderat.

Fremover venter vi noe lavere vekst i privat konsum enn gjennomsnittet de siste årene, etter hvert som høyere prisvekst demper veksten i kjøpekraften. På den annen side indikerer regjeringens nye budsjett en mindre finanspolitisk tilstramming enn tidligere lagt til grunn, noe som isolert sett bidrar til å øke vekstanslaget. På lengre sikt synes utsiktene for britisk økonomi fremdeles svake, først og fremst som følge av den betydelige usikkerheten om rammebetingelsene for økonomien de neste årene. Vi venter fortsatt at denne usikkerheten vil dempe foretaksinvesteringene, men vi legger til grunn et noe mindre fall enn i forrige rapport. Storbritannia vil være et fullverdig EU-medlem til utmeldingsprosessen er ferdigstilt, men vi venter at aktørene vil begynne å tilpasse seg etter hvert som det fremtidige forholdet mellom partene avklares. Statsminister May har varslet at den formelle utmeldingsprosessen vil starte våren 2017. Samlet venter vi at BNP-veksten skal avta fra 2,1 prosent i år til 1,4 prosent i 2017, før veksten tar seg gradvis opp de påfølgende årene. Siden forrige rapport er anslaget for 2017 oppjustert, mens anslagene er nedjustert noe i 2018 og 2019.

Den moderate oppgangen i euroområdet fortsetter, drevet av god vekst i innenlandsk etterspørsel. BNP-veksten var om lag uendret fra andre til tredje kvartal, som lagt til grunn i forrige rapport. Så langt i fjerde kvartal har veksten holdt seg noe bedre oppe enn ventet. Privat konsum har stått for halvparten av økningen i BNP de siste to årene. Det har vært stabil vekst i sysselsettingen, og husholdningenes kjøpekraft har økt som følge av den lave prisveksten. Arbeidsledigheten har avtatt til i underkant av 10 prosent. Vi venter at konsumet fremdeles vil gi det største bidraget til BNP-veksten fremover, drevet av en gradvis økning i lønningene. Vi anslår imidlertid litt lavere veksttakt enn de foregående to årene. Det må ses i lys av at veksten i sysselsettingen ventas å avta noe, samtidig som konsumprisene vil øke når bidraget fra den tidligere nedgangen i råvareprisene faller bort.

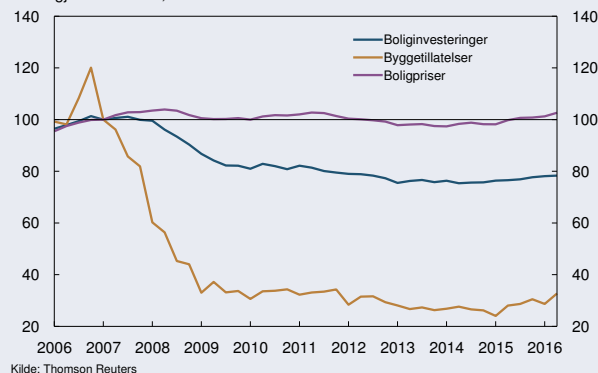
Investeringene i euroområdet har vokst raskere enn BNP så langt i år. Oppgangen er drevet av bedre finansieringsforhold, økt kapasitetsutnyttning og bedre lønnsomhet i deler av foretakssektoren. Samtidig er boligmarkedet i bedring i flere av medlemslandene. Antall byggetillatelser har økt betydelig de siste kvartalene og peker mot høyere boliginvesteringer, se figur 4. En rekke tillitsindikatorer har også tiltatt så langt i fjerde kvartal, se figur 5, og det er god vekst i

Figur 3 Driftsbalanse som andel av BNP. Prosent. Årsgjennomsnitt.<sup>1)</sup> 2000 – 2016



<sup>1)</sup> Observasjoner for 2016 er gjennomsnittet av tilgjengelige data.  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 4 Euroområdet. Boliginvesteringer, byggetillatelser og boligpriser. Sesongjustert. Indeks, 1. kv. 2007 = 100. 1. kv. 2006 – 2. kv. 2016



Kilde: Thomson Reuters

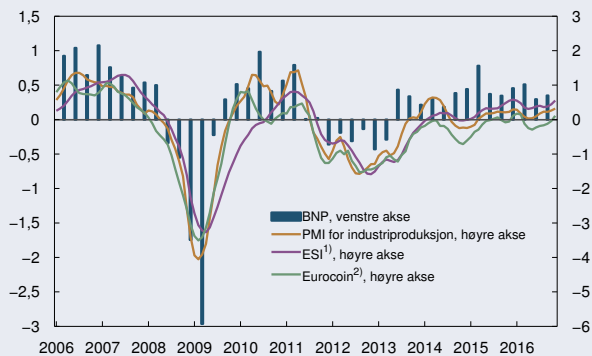
produksjonen av kapitalvarer. Kapasitetsutnyttningen i industrien har økt de siste kvartalene, og er nå høyere enn snittet fra før finanskrisen ifølge enkelte indikatorer. Fremover venter vi at veksten i investeringene vil bli noe sterkere enn tidligere lagt til grunn, men fortsatt lavere enn i tidligere oppgangskonjunkturer. Det skyldes blant annet utsikter til moderat vekst i innenlandsk etterspørsel, kombinert med forventninger om at vekstpotensialet er på vei ned. Politisk usikkerhet, knyttet til både Storbritannias utmelding av EU og politiske prosesser i flere euro-land, vil trolig også dempe investeringene. Videre bidrar lav lønnsomhet og en stor andel misligholdte lån i mange europeiske banker til å begrense banksektorens evne til å støtte opp under en raskere oppgang i investeringene.

Veksten i eksporten fra euroområdet anslås å avta i år som følge av svak vekst i eksportmarkedene, samtidig som valutakursen har styrket seg noe det siste året. Vi venter at euroområdets markedsandeler ikke vil øke fremover, slik at eksporten de neste årene vil utvikle seg i tråd med etterspørselsveksten. Importveksten er ventet å tilta i takt med økt investeringsvekst, og bidraget fra nettoeksporten til veksten i BNP kan dermed bli negativt de neste årene.

Samlet sett venter vi at veksten i euroområdet vil avta fra 1,6 prosent i år til 1,4 prosent neste år. Sammenliknet med forrige rapport er vekstanslagene for begge årene justert litt opp som følge av bedre utvikling enn ventet så langt i 2016 og utsikter til noe høyere investeringsvekst. Anslaget for 2019 er nedjustert litt, til 1,4 prosent, som følge av nye vurderinger av vekstpotensialet i Frankrike og Italia.

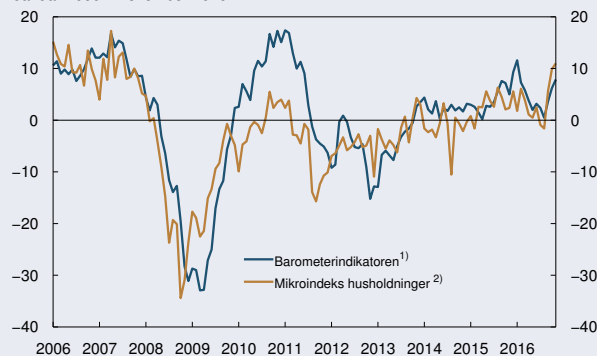
I Sverige er BNP-veksten avtakende, etter svært høy vekst i 2014 og 2015 drevet av sterk innenlandsk etterspørsel. Høy innvandring har bidratt til økt offentlig pengebruk de siste årene, men antallet nye asylsøknader faller nå kraftig, fra over 160 000 i 2015 til litt over 25 000 hittil i år. Som følge av dette har vi nedjustert anslaget for offentlig etterspørsel fremover. I tredje kvartal vokste BNP med 0,5 prosent, omtrent halvparten av den gjennomsnittlige kvartalsveksten i 2015. Privat konsum har utviklet seg svakt så langt i år, men bidro positivt til veksten i tredje kvartal. Fremover er det tegn til en videre bedring i privat konsum, med en oppgang i tillitsindikatorer hos husholdninger og foretak de siste månedene, se figur 6. I tillegg vil en svakere svensk krone bedre konkurransevnen til eksportindustrien. Vi venter som i forrige rapport at veksten i Sverige i 2016 vil bli 3,1 prosent og i overkant av 2 prosent i de påfølgende årene.

Figur 5 Euroområdet. BNP. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 3. kv. 2016. Tillitsindikatorer. Normalisert rundt 0. Januar 2006 – november 2016



1) Economic Sentiment Indicator (ESI) er en tillitsindikator for euroområdet.  
2) Eurocoin er en samleindeks over den økonomiske situasjonen i euroområdet.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 6 Sverige. Tillitsindikatorer. Avvik fra historisk gjennomsnitt. Januar 2006 – november 2016



1) Samleindikator for husholdninger og næringsliv.  
2) Husholdningenes syn på egen økonomi.  
Kilde: Konjunkturinstituttet

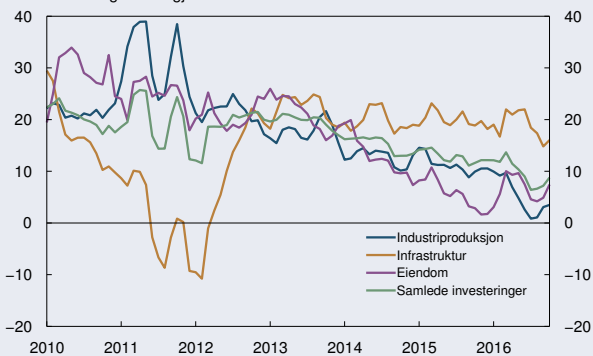
I Kina blir veksten fortsatt understøttet av økonomiske tiltak fra myndighetene. Utviklingen har vært sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport, i hovedsak som følge av en ny oppgang i boligmarkedet. Det har redusert sannsynligheten for et brått fall i veksttakten på kort sikt. Veksten i samlede investeringer avtok betydelig i første halvår, men har nå tatt seg noe opp igjen, drevet av videre oppgang i boliginvesteringer, se figur 7. Vi venter at nye reguleringer i eiendomsmarkedet og tiltak for å begrense kredittveksten vil svekke veksten i boliginvesteringene neste år. Anslagene for BNP-veksten er oppjustert til 6,5 prosent i år og 6,1 prosent neste år, mens de er uendret på lengre sikt.

I fremvoksende økonomier utenom Kina er vekstutsiktene noe svekket som følge av høy volatilitet i finansmarkedene og strammere finansieringsforhold i etterkant av presidentvalget i USA. Aksje- og obligasjonspriser har falt, og en bredt basert valutakursvekkelse reflekterer betydelig kapitalutgang. Mange selskaper har lån i dollar, og en sterkere dollar vil øke kostnaden ved tilbakebetaling. Forventninger om økte renter i USA fikk lignende effekter på finansmarkedene i fremvoksende økonomier våren 2013, og bidro til at veksten avtok i mange land. Senere har de fundamentale forholdene i flere av de mest utsatte landene bedret seg. Blant annet er driftsbalanseunderskuddene

betydelig redusert, se figur 8. Vi venter derfor ikke like store effekter på veksten nå. Samlet er vekstanslaget for fremvoksende økonomier utenom Kina nedjustert med 0,1 prosentenheter i 2016 og 2017.

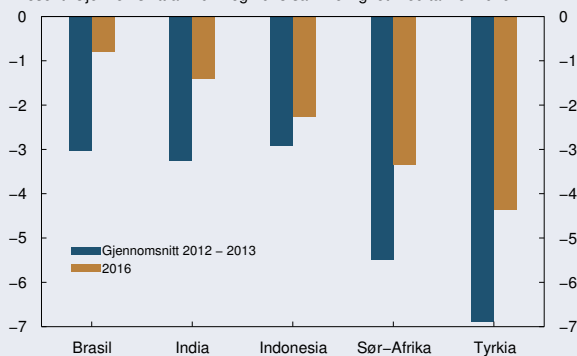
I Brasil og Russland er det fortsatt utsikter til en forsiktig oppgang, hjulpet av høyere råvarepriser, bedret konsumenttillit og pengepolitiske lettelser etter at inflasjonen har avtatt fra svært høye nivåer. I Brasil vedvarer den store politiske usikkerheten, spesielt om hvilke reformer interimregjeringen får gjennomslag for. I India er veksten fortsatt god, drevet av sterk vekst i innenlandsk etterspørsel. Vekstanslagene for inneværende og neste år er likevel nedjusterte fordi vi venter at implementeringen av en rekke strukturreformer vil dempe veksten på kort sikt. På lengre sikt venter vi at reformene vil bidra til å øke vekstpotensialet.

Figur 7 Kina. Investeringer i ulike sektorer. Volum. Tolv månedersvekst. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2010 – oktober 2016



Kilder: CEIC, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 8 Driftsbalanse som andel av BNP i utvalgte fremvoksende økonomier. Prosent. Gjennomsnitt av 2012 og 2013 sammenlignet med tall for 2016.<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> For India viser figuren publiserte data for 2016. For øvrige land oppgis anslag. Kilde: IMF

# ARBEIDSLEDIGHET OG KAPASITETSUTNYTTING

Vurderingen av kapasitetsutnyttningen i økonomien er viktig for pengepolitikken. Kapasitetsutnyttningen eller produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske og den potensielle produksjonen. Den potensielle produksjonen og kapasitetsutnyttningen er ikke observerbar og må anslås.

Norges Banks anslag på den potensielle produksjonen er et resultat av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller, og ikke en mekanisk beregning med utgangspunkt i en enkelt indikator.<sup>1</sup> I tillegg kan trendberegninger på BNP-tall være et utgangspunkt for å anslå den potensielle produksjonen i økonomien. Men BNP-tallene revideres og det er stor usikkerhet om trenden i produksjonen nær slutten av den historiske serien.

Det er en nær sammenheng mellom kapasitetsutnyttning og arbeidsledighet. Arbeidsledighet representerer i seg selv ledige ressurser i økonomien. Samtidig samvarierer arbeidsledigheten godt med produksjonsgapet. Denne sammenhengen omtales ofte som *Okuns lov*.<sup>2</sup> Formelt kan sammenhengen uttrykkes som følger:

1 Se Sturød M. og K. Hagelund (2012) «Nærmere om Norges Banks anslag på produksjonsgapet». *Staff Memo 7/2012*. Norges Bank.  
2 Etter Arthur M. Okun som påpekte sammenhengen i 1962.

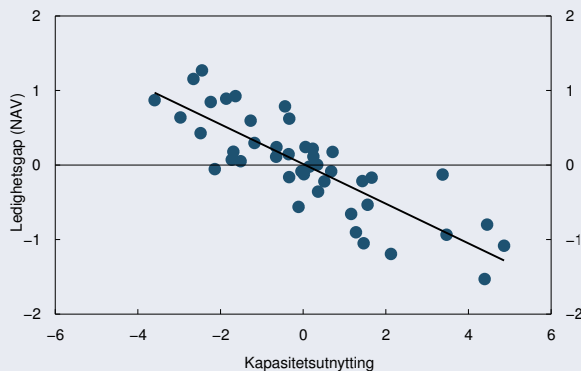
$$u - u^* = \beta (y - y^*) + \varepsilon \quad (1)$$

der  $u$  står for arbeidsledighetsraten og  $y$  står for (logaritmen av) BNP. Trendverdiene for disse variablene er markert med  $*$ . Produksjonsgapet er definert som  $(y - y^*)$ . I likhet med den potensielle produksjonen er trendnivået på arbeidsledigheten ikke observerbart og må anslås. Okunkoeffisienten  $\beta$  sier hvor mye ledighetsgapet ( $u - u^*$ ) endres når kapasitetsutnyttningen endres med én prosentenhets.<sup>3</sup>

Enkle estimeringer på årsdata for perioden fra 1972 til 2015 gir en  $\beta$  for Norge på rundt -0,3, se figur 1 a og 1 b.<sup>4</sup> Det innebærer at en prosentenhets økning i kapasitetsutnyttningen fører til en reduksjon i ledighetsgapet på 0,3 prosentenheter. Sammenhengen mellom ledighet og kapasitetsutnyttning har over tid vært tydelig og forholdsvis stabil, både for AKU- og NAV-ledigheten. I vurderingen av kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi legger derfor Norges Bank betydelig vekt på utviklingen i arbeidsledigheten. AKU

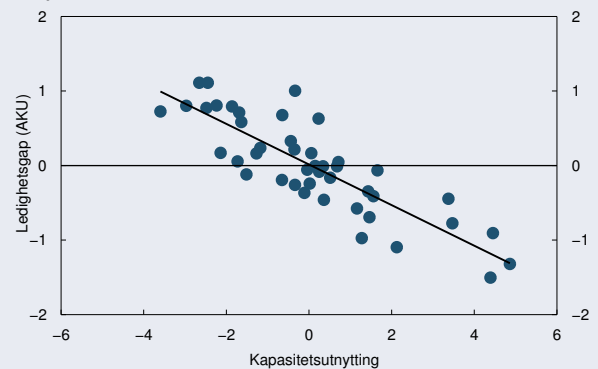
3 Okuns lov på norske data ble også drøftet i utdypingen «Om sammenhengen mellom svingninger i økonomisk aktivitet og arbeidsledighet» i *Pengepolitisk rapport 1/15*. For en internasjonal studie, se Ball L.M., D. Leigh og P. Loungani (2013) «Okun's Law: Fit at Fifty?». *NBER Working Paper No. 18668*.  
4 Trendverdiene for produksjon og ledighet er anslått med et HP-filter med  $\lambda = 100$ . For NAV-ledigheten er Okunkoeffisienten -0,26 (standardavvik=0,03), mens den for AKU-ledigheten er -0,27 (standardavvik=0,03).

Figur 1a Estimert Okuns lov basert på arbeidsledighet i NAV<sup>1)</sup>. 1972 – 2014



1) Registrert arbeidsledighet. Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 1b Estimert Okuns lov basert på arbeidsledighet i AKU<sup>1)</sup>. 1972 – 2014



1) Arbeidskraftundersøkelsen. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

har over tid vist noe høyere arbeidsledighet enn NAV, men de to ledighetsmålene har hatt et nokså likt forløp gjennom konjunktursyklene. Etersom NAV-ledigheten er en fulltelling, foreligger raskt, har lite støy og sjelden revideres har den vært en særlig viktig indikator i vurderingen av kapasitetsutnyttningen.

En okunkoeffisient på -0,3 er høy i internasjonal sammenheng og gjenspeiler at arbeidsledigheten i Norge historisk har økt forholdsvis lite sammenliknet med andre land når kapasitetsutnyttningen har falt, se figur 2. Det skyldes at arbeidstilbudet i Norge har vært konjunkturfølsomt. I en nedgangskonjunktur har mange tatt utdanning eller av andre grunner trukket seg ut av arbeidsstyrken.

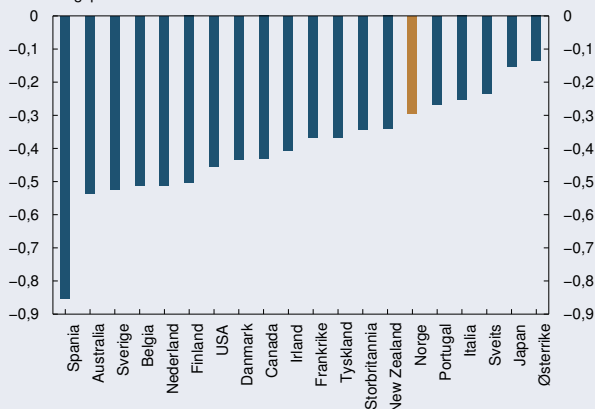
Utviklingen i den siste nedgangskonjunktoren synes å avvike fra dette mønsteret. Siden 2014 har andelen av befolkningen som er sysselsatt falt om lag 1 prosent-enhet, mens andelen av befolkningen som inngår i arbeidsstyrken har vært om lag uendret, se figur 3. Til sammenlikning falt sysselsettingsraten med nesten 3 prosentenheter under finanskrisen, men da gikk yrkesfrekvensen ned med 2 prosentenheter, noe som bidro til å begrense økningen i den målte arbeids-

ledigheten.<sup>5</sup> AKU-ledigheten har økt mer de siste par årene enn under finanskrisen.

Økningen i NAV-ledigheten har vært mer beskjeden. Forholdsvis få av de som svarer at de er jobbsøkere i AKUs spørreundersøkelse, har registrert seg som ledig hos NAV og fornyet registreringen hver 14. dag, slik det kreves for å bli regnet som ledig i NAVs statistikk. Noe av forklaringen på avviket er at AKU har fanget opp en større ledighetsøkning blant unge. Mange av disse vil ikke ha krav på dagpenger, og følgelig ha mindre insentiver til å registrere seg som ledig hos NAV, men vi har ikke en fullgod forklaring på avviket mellom de to ledighetsmålene.<sup>6</sup>

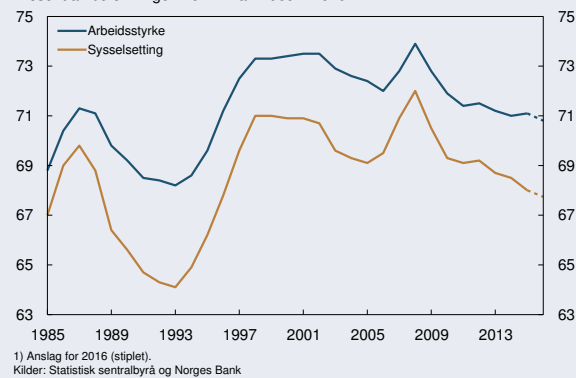
Det uvanlig store avviket mellom AKU- og NAV-ledigheten bidrar til å øke usikkerheten om hvor mye ledige ressurser det for tiden er i norsk økonomi. Med utgangspunkt i de estimerte sammenhengene tilsier AKU-ledigheten at kapasitetsutnyttningen er om lag 4 prosent lavere enn i en normalsituasjon, mens NAV-ledigheten peker i retning av en kapasitetsutnyttning som er rundt 1 prosent lavere enn det normale.<sup>7</sup>

Figur 2 Okunkoeffisienter for et utvalg av land. Estimeringsperiode 1980 – 2011



Kilde: Ball, L. M., D. Leigh og P. Loungani (2013) «Okun's law: Fit at fifty?». NBER Working Paper No. 18668.

Figur 3 Arbeidsstyrke og sysselsetting i AKU. Prosent av befolkningen 15 – 74 år. 1985 – 2016<sup>1)</sup>



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

AKU er en utvalgsundersøkelse. Det kan ha skjedd endringer som gjør at flere av de arbeidsledige enn tidligere blir fanget opp i undersøkelsen. Innenfor okunrammeverket slik det er formulert i ligning (1) kan det tolkes som at trendledigheten,  $u^*$ , går opp. I dette tilfellet vil den markerte økningen i AKU-ledigheten de siste par årene overdrive nedgangen i kapasitetsutnyttningen.

Alternativt kan den markerte økningen i AKU-ledigheten ha sammenheng med at det norske arbeidstilbudet har blitt mindre konjunkturfølsomt enn før. I tidligere nedgangskonjunkturer er det særlig blant de yngste at yrkesdeltakelsen har falt, men i denne nedgangskonjunkturen har yrkesdeltakelsen i denne aldersgruppen holdt seg oppe. Det kan også forklare hvorfor økningen i NAV-ledigheten har vært mindre siden personer i denne aldersgruppen i liten grad har insentiver til å melde seg ledige på arbeidskontorene. Om det norske arbeidstilbudet har blitt mindre fleksibelt, vil det også innebære at sammenhengen mellom AKU-ledigheten og kapasitetsutnyttningen endres. Okunkoeffisienten  $\beta$  blir mer negativ. Arbeidsledigheten vil øke mer i en nedgangskonjunktur og reduseres mer i en oppgangskonjunktur enn før. En gitt økning i arbeidsledigheten vil dermed tilsvare en mindre nedgang i kapasitetsutnyttningen enn tidligere.

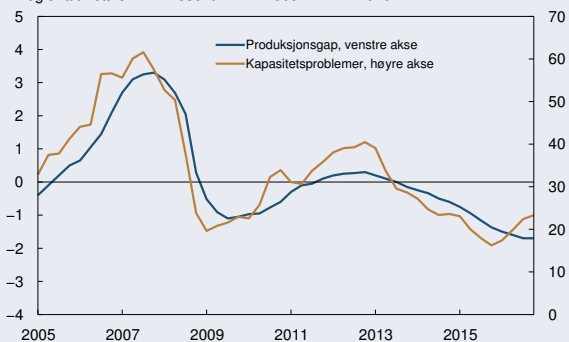
Heller ikke i dette tilfellet vil kapasitetsutnyttningen ha falt så mye som det den forholdsvis høye AKU-ledigheten isolert sett tilsier.

Samtidig kan vi selvfølgelig ikke utelukke at kapasitetsutnyttningen er så lav som AKU-ledigheten antyder. Den uventet sterke økningen i AKU-ledigheten kan gjenspeile at vekstpotensialet i arbeidsstyrken har vært betydelig høyere enn antatt. Svekkede inntektsutsikter etter oljeprisfallet eller virkninger av pensjonsreformen er blant forholdene som kan ha bidratt til at flere ønsker å arbeide. Hvis et betydelig antall som tidligere valgte å stå utenfor arbeidsstyrken, nå aktivt søker jobb, vil antagelig mange av disse ikke ha opparbeidete dagpengerettigheter. Det kan forklare at de ikke fanges opp i NAVs statistikk.

Usikkerheten om hva avviket mellom de to ledighetsmålene betyr for kapasitetsutnyttningen tilsier at det også legges vekt på andre indikatorer enn arbeidsledigheten.

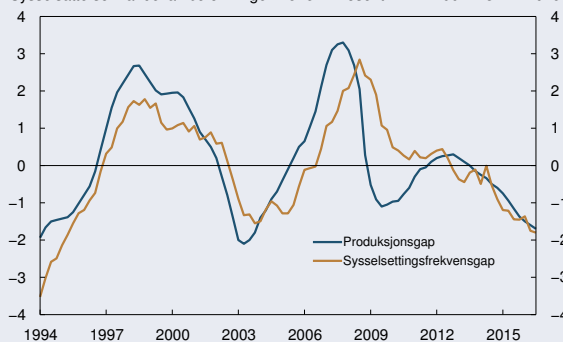
Enkle trendberegninger på BNP for Fastlands-Norge tyder på at kapasitetsutnyttningen er rundt 1–2¼ prosent lavere enn et normalt nivå. Andelen bedrifter i Regionalt nettverk som melder om kapasitetsproblemer har økt noe de siste kvartalene. Den er

Figur 4 Norges Banks produksjonsgap<sup>1)</sup> og kapasitetsproblemer i Regionalt nettverk<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2016



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. Forskøvet et år.  
2) Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen.  
Kilde: Norges Bank

Figur 5 Norges Banks produksjonsgap<sup>1)</sup> og sysselsettingsfrekvensgap<sup>2)</sup>. Sysselsatte som andel av befolkningen 25–54. Prosent. 1. kv. 1994 – 3. kv. 2016



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
2) Avvik fra gjennomsnitt 1994–2016.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



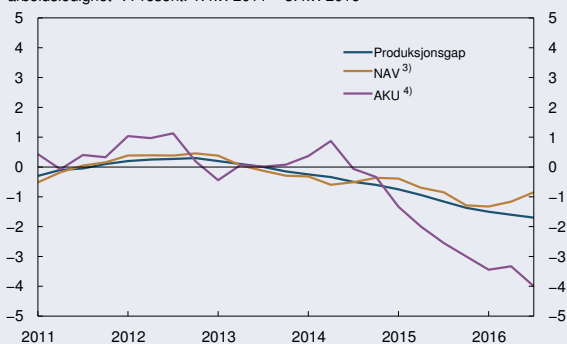
høyere enn under finanskrisen, men ligger fortsatt klart under et normalt nivå, se figur 4.

Sysselsettingen som andel av befolkningen kan også gi informasjon om kapasitetsutnyttningen og kan være spesielt nyttig når det er usikkerhet om det samlede arbeidstilbudet. Lavere sysselsettingsfrekvenser enn normalt vil indikere at det er ledige ressurser i økonomien. Aldersgruppen 25-54 år har sterk tilknytning til arbeidsmarkedet, og vi kan regne med at den normale yrkesfrekvensen er nokså stabil over tid. Sysselsettingsfrekvenser for denne aldersgruppen har falt de siste par årene og ligger 1½-2 prosentenheter under et gjennomsnittsnivå for de siste 20 årene, se figur 5.

Den forholdsvis høye innenlandske konsumprisveksten kan tilsa at kapasitetsutnyttningen holder seg relativt godt oppe selv om noe av prisveksten har sammenheng med svekkelsen av kronen de siste årene. På den annen side kan den lave lønnsveksten indikere en forholdsvis lav kapasitetsutnytting.

Samlet legger vi til grunn at kapasitetsutnyttningen i andre halvår i år er rundt -1¾ prosent. Det er noe lavere enn det NAV-ledigheten indikerer, men høyere enn det AKU-ledigheten isolert sett tilsier, se figur 6.

Figur 6 Norges Banks produksjonsgap<sup>1)</sup> og mål på kapasitetsutnytting utledet fra arbeidsledighet<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2011 – 3. kv. 2016



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

2) Basert på estimerte Okun-sammenhenger og uendret beregnet trendnivå for arbeidsledigheten fra 2015.

3) Registrert arbeidsledighet.

4) Arbeidskraftundersøkelsen.

Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



# VEDLEGG

---

Oversikt over rentemøter i Norges Bank  
Tabeller og detaljerte anslag

---

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

Dato <sup>1</sup>	Styringsrente <sup>2</sup>	Endring
3. mai 2017		
14. mars 2017 <sup>3</sup>		
<b>14. desember 2016</b>	<b>0,50</b>	<b>0</b>
26. oktober 2016	0,50	0
21. september 2016	0,50	0
22. juni 2016	0,50	0
11. mai 2016	0,50	0
16. mars 2016	0,50	-0,25
16. desember 2015	0,75	0
4. november 2015	0,75	0
23. september 2015	0,75	-0,25
17. juni 2015	1,00	-0,25
6. mai 2015	1,25	0
18. mars 2015	1,25	0
10. desember 2014	1,25	-0,25
22. oktober 2014	1,50	0
17. september 2014	1,50	0
18. juni 2014	1,50	0
7. mai 2014	1,50	0
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	1,50	0
31. oktober 2012	1,50	0
29. august 2012	1,50	0
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 2012	1,50	0
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50
19. oktober 2011	2,25	0
21. september 2011	2,25	0
10. august 2011	2,25	0
22. juni 2011	2,25	0
12. mai 2011	2,25	+0,25

1 Fra og med rentemøtet 13. mars 2013 har rentebeslutningen blitt publisert dagen etter rentemøtet.

2 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.

3 Pengepolitisk rapport 1/17 vil bli publisert 16. mars 2017.

## TABELL 1 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 3/16 i parentes	Andel av verdens BNP <sup>1</sup>			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere <sup>4</sup>	2015	2016	2017	2018	2019
USA	16	23	9	2,6	1,6 (0,1)	2,1 (0)	2,2 (0)	2,1 (0)
Euroområdet	12	17	32	1,9	1,6 (0,1)	1,4 (0,1)	1,5 (0)	1,4 (-0,1)
Storbritannia	2	4	10	2,2	2,1 (0,3)	1,4 (0,6)	1,5 (-0,1)	1,6 (-0,3)
Sverige	0,4	0,7	11	3,8	3,1 (0)	2,2 (0)	2,2 (0)	2,1 (0)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	7	10	20	1,5	1,5 (0)	1,7 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2 (-0,1)
Kina	18	14	6	6,9	6,5 (0,1)	6,1 (0,2)	5,7 (0)	5,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	19	11	12	1,1	1,8 (-0,1)	3,2 (-0,1)	3,9 (0)	4 (0)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	73	78	100	2,7	2,2 (0,1)	2,1 (0,1)	2,3 (0)	2,2 (-0,1)
Verden (PPP) <sup>5</sup>	100	100		3,2	3,1 (0,1)	3,4 (0)	3,6 (0)	3,7 (0)
Verden (markedskurser) <sup>5</sup>	100	100		2,6	2,4 (0,1)	2,8 (0,1)	2,9 (-0,1)	2,9 (-0,1)

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta. Gjennomsnitt 2013–2015.

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

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. Aggregatet er sammensatt med BNP-vekter (markedskurser), for å reflektere landenes betydning for global vekst.

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere.

5 BNP-vekter. Tre års glidende gjennomsnitt. Norges Banks anslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

## TABELL 2 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 3/16 i parentes	Handels- partnere <sup>3</sup>	Handels- partnere i rente- aggregatet <sup>4</sup>	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2015	2016	2017	2018	2019
USA	7	21	0,1	1,3 (0,1)	2,3 (0,3)	2,5 (0,4)	2,5 (0,3)
Euroområdet	34	53	0,0	0,2 (0)	1,3 (0,1)	1,3 (0)	1,5 (0)
Storbritannia	8	7	0,0	0,7 (-0,1)	2,5 (0,1)	2,5 (0,3)	2,3 (0,3)
Sverige	15	12	0,0	1 (-0,1)	1,3 (-0,4)	2,1 (-0,4)	2,9 (0,1)
Øvrige industriland <sup>1</sup>	15		0,4	0,4 (-0,1)	1,4 (0,1)	1,6 (0)	1,8 (0)
Kina	12		1,4	2 (0,1)	2,3 (0,4)	2,4 (0)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>2</sup>	10		8,1	5,5 (-0,1)	4,9 (-0,2)	4,9 (-0,1)	4,8 (-0,1)
Norges handelspartnere <sup>3</sup>	100		0,9	1,1 (0)	1,9 (0,1)	2,1 (0)	2,3 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet <sup>4</sup>			0,0	0,6 (0)	1,6 (0,1)	1,8 (0,1)	2,0 (0,1)
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>5</sup>			52	44 (1)	56 (6)	57 (4)	57 (2)

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

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

3 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

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

5 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. 2016 er gjennomsnitt av spotprisene så langt i år. Endring fra PPR 3/16 i parentes, målt i USD per fat.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

## TABELL 3 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/16 i parentes.				
		Anslag				
		2015	2015	2016	2017	2018
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,1	3,6 (0)	2,3 (-0,3)	1,8 (-0,3)	1,7 (-0,1)
KPI-JAE <sup>1</sup>		2,7	3,1 (-0,2)	2,4 (-0,3)	1,8 (-0,3)	1,7 (-0,1)
Årslønn <sup>2</sup>		2,8	2,3 (-0,2)	2,8 (-0,4)	3,2 (-0,2)	3,5 (-0,2)
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	3117	1,6	0,7 (0)	0,5 (-0,8)	1,3 (-0,2)	1,6 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge	2620	1,1	0,7 (-0,2)	1,5 (-0,3)	2,2 (0,1)	2,2 (0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		-1,1	-1,6 (0)	-1,6 (-0,1)	-1,1 (0)	-0,5 (0,2)
Sysselsetting, personer, KNR		0,3	-0,1 (0,2)	0,4 (-0,4)	0,9 (-0,2)	1,0 (0,1)
Arbeidsstyrke, AKU		1,4	0,5 (0,1)	0,5 (-0,2)	0,6 (-0,3)	0,6 (0)
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,4	4,8 (0,1)	4,8 (0,1)	4,6 (0,2)	4,2 (0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0	3,0 (0)	3,1 (0,1)	2,9 (0)	2,8 (0)
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4</sup>	2609	1,8	2,6 (0,1)	2,7 (0)	2,5 (0,3)	1,9 (-0,2)
- Husholdningenes konsum <sup>5</sup>	1341	2,1	1,5 (-0,4)	2,0 (-0,1)	2,3 (0,3)	1,8 (0)
- Foretaksinvesteringer	226	-1,6	2,0 (-0,1)	5,1 (-0,4)	7,4 (2,0)	4,8 (-0,5)
- Boliginvesteringer	162	1,6	8,3 (0,7)	6,4 (2,4)	2,2 (0,7)	0,5 (0)
- Offentlig etterspørsel <sup>6</sup>	880	2,2	3,4 (0,7)	2,5 (-0,1)	1,6 (-0,2)	1,6 (-0,2)
Petroleumsinvesteringer <sup>7</sup>	187	-15,0	-15,2 (0,3)	-11,4 (-7,2)	2,7 (2,7)	5,3 (2,3)
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>8</sup>	609	5,6	-5,4 (-1,4)	2,9 (-0,2)	3,4 (0,2)	3,2 (-0,1)
Import	996	1,6	1,4 (0,8)	3,0 (0)	2,0 (-0,1)	2,1 (-0,6)
<b>Rente og valutakurs (nivå)</b>						
Styringsrente <sup>9</sup>		1,0	0,6 (0)	0,4 (0)	0,4 (0)	0,8 (0,1)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>10</sup>		103,5	105,3 (-0,6)	102,0 (-1,7)	102,6 (-0,4)	101,8 (-0,4)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>11</sup>		0,1	0,1 (0)	0,2 (0,1)	0,3 (0,2)	0,6 (0,4)

1 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 Husholdningenes konsum og private brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge og offentlig etterspørsel.

5 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

6 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

7 Utvinning og rørtransport.

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

9 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

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

11 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

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



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

Pengepolitisk rapport 4|16 – desember

