

The image features the Norges Bank logo and the text 'NORGES BANK' in white. The logo consists of a stylized 'NB' with decorative flourishes. The background is a light blue gradient with abstract, overlapping circular patterns in white and light blue. On the left side, there is a vertical blue bar with a white geometric pattern.

 NORGES BANK

Pengepolitisk rapport
med vurdering av finansiell stabilitet

4 | 13
desember

Norges Banks rapportserie nr. 4-2013

Pengepolitisk rapport
med vurdering av finansiell stabilitet
4/2013



Norges Bank

Oslo 2013

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

E-post: central.bank@norges-bank.no

Internett: <http://www.norges-bank.no>

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Media AS

Teksten er satt med 10½ pkt Times New Roman / 9½ pkt Univers

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 23. oktober 2013 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 20. november 2013 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 4. desember en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 27. mars 2014. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering". Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

Rapporten er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Innhold

Hovedstyrets vurdering	7
1. Utsiktene for pengepolitikken	10
Den økonomiske situasjonen	10
Utsiktene fremover	12
Kryssjekker av renteprognosen	16
Rammer:	
- Kriterier for en god rentebane	18
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/13	20
2. Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer	22
Rammer:	
- Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer	29
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	30
- Bufferguiden – referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen	32
3. Nærmere om den økonomiske utviklingen	34
Internasjonal økonomi	34
Valutamarkeder	38
Norske banker	39
Konsumpriser	42
Norsk realøkonomi	44
Vedlegg	
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	53
Tabeller og detaljerte anslag	54

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 2. desember 2013 kl 12.00.
Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 4. desember 2013.

Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Gjennomføring

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

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

Beslutningsprosess

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

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

Rapportering

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

Finansiell stabilitet – motsyklisk kapitalbuffer

Norges Bank har fått hovedansvaret for å utarbeide grunnlag for og gi råd om beslutningen om en motsyklisk kapitalbuffer. Målet med bufferen er å gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget utveksler Norges Bank og Finanstilsynet relevant informasjon og vurderinger. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet.

Norges Bank vil tilrå at bufferen 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 skal bufferen kunne tæres på for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

En bred vurdering av strukturen og sårbarheten i det norske finanssystemet vil publiseres i den årlige rapporten Finansiell stabilitet i fjerde kvartal.

Hovedstyrets vurdering

Hovedstyret vedtok i sitt møte den 18. september 2013 at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 5. desember 2013, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. I Pengepolitisk rapport 3/13, publisert 19. september, ble det pekt på at vekstutsiktene ute var moderate og lite endret fra juni. I mange industriland hadde veksten tiltatt, og den forventede renteoppgangen ute var fremskyndet noe. Her hjemme var utsiktene for produksjon og sysselsetting litt svekket, men kapasitetsutnyttningen var fortsatt nær et normalt nivå. Prisveksten hadde steget raskt opp til 2,5 prosent og var høyere enn ventet, men noe av oppgangen ble vurdert som midlertidig. Fremover var drivkreftene for inflasjonen fortsatt moderate. Samtidig hadde kronen svekket seg. Analysen i rapporten tilsa en styringsrente på 1,5 prosent fram mot sommeren 2014. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at inflasjonen ville være i underkant av 2½ prosent de neste årene og at kapasitetsutnyttningen ville holde seg nær et normalt nivå.

I sine drøftinger på møtet 23. oktober 2013 pekte hovedstyret på at den økonomiske veksten hos våre handelspartnere hadde vært om lag som ventet, men den forventede renteoppgangen ute var igjen skjøvet ut i tid. Her hjemme tydet ny informasjon på at norsk økonomi ikke utviklet seg vesentlig annerledes enn lagt til grunn. Det kunne imidlertid se ut til at husholdningenes etterspørsel var litt svakere enn ventet, og boligprisene hadde flatet ut. Konsumprisveksten i september hadde vært lavere enn ventet, men samtidig hadde kronen svekket seg ytterligere. Hovedstyret besluttet å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent.

I sine drøftinger 20. november og 4. desember festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere er fortsatt moderat, men samlet sett er de internasjonale vekstutsiktene litt svakere enn tidligere anslått.

- Styringsrentene er nær null i mange land, og markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er lavere enn i september. Den europeiske sentralbanken (ESB) satte ned sin styringsrente til 0,25 prosent i november. I de største industrilandene ventes de første renteøkningene nå i 2015.

- Kronen har svekket seg. Hittil i fjerde kvartal har kronen, målt ved den importveide kronkursindeksen I-44, vært om lag 3,5 prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/13.

- Bankenes utlånsrenter på boliglån holdt seg uendret i tredje kvartal.

- Veksten i norsk økonomi ser ut til å bli noe lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/13. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i oktober at veksten i produksjonen hadde avtatt noe mer enn ventet, og de nedjusterte samtidig sine forventninger om veksten fremover. Den registrerte arbeidsledigheten har økt litt mer enn ventet i forrige rapport.

- Boligprisene hadde falt den siste tiden, og vært lavere enn ventet. Husholdningenes gjeldsvekst holder seg oppe.

- Konsumprisveksten de siste par månedene har vært noe lavere enn anslått. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,9 prosent i oktober.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av pengepolitikken at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon avveies mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å være robust, blant annet gjennom å ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. En robust pengepolitikk søker også å ta hensyn til at vi ikke kjenner økonomiens virkemåte fullt ut. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen.

Styringsrentene hos mange av våre handelspartnere er nær null. I Norge har styringsrenten vært 1,5 prosent siden mars 2012. De rentene publikum står overfor, er høyere. Underliggende inflasjon anslås nå å være mellom 1¾ og 2¼ prosent. Kapasitetsutnyttningen er trolig nær et normalt nivå.

Hovedstyret har merket seg at analysene i denne rapporten tilsier en styringsrente på dagens nivå fram mot sommeren 2015, og at den deretter økes gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten tilsier analysen i rapporten at prisveksten vil ta seg opp mot 2½ prosent mot slutten av prognoseperioden, og at kapasitetsutnyttningen holder seg nær et normalt nivå.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at vekstutsiktene hos våre handelspartnere er noe svekket. Det er fortsatt betydelig usikkerhet knyttet til den økonomiske utviklingen i Europa. I flere land gjennomføres nå struktur-reformer, men det tar tid før disse bidrar til økt vekstevne.

Kronen har fortsatt å svekke seg gjennom høsten, delvis som følge av noe svakere nøkkeltall for norsk økonomi. Begrenset likviditet i markedet for norske kroner kan ha bidratt til å forsterke utslagene i kronekursen. Forventninger om pengepolitikken ute har også påvirket kronekursen gjennom høsten. Det ble pekt på at temaene i valutamarkedet skifter fort.

Hovedstyret var opptatt av utviklingen i boligmarkedet. Boligpriser og husholdningenes gjeld har lenge steget mer enn inntektene. Flere indikatorer tyder på at aktiviteten i boligmarkedet har avtatt. Hovedstyret mente at det nå er usikkerhet om den videre utviklingen i boligprisene. I diskusjonen ble det pekt på at store endringer i boligprisene vil kunne påvirke husholdningenes etter-spørsel.

Veksten i norsk økonomi er moderat. Hovedstyret merket seg at veksten har avtatt i de fleste næringene, og at andelen bedrifter i Regionalt nettverk som melder om kapasitetsproblemer har falt det siste halve året. Bedriftene har gjennom året gradvis nedjustert sine forventninger om veksten fremover.

Hovedstyret diskuterte forhold som har påvirket konsumprisveksten det siste halve året, herunder betydningen av metodeomlegginger. Selv om endringer i målemetoder kan redusere målefeil over tid, vil det i en overgangsperiode være vanskeligere å vurdere nivået på den underliggende inflasjonen.

I drøftingen av pengepolitikken ble det lagt vekt på at prisveksten har vært noe lavere enn anslått. Samtidig har veksten i norsk økonomi avtatt, og boligprisene har vært lavere enn tidligere lagt til grunn. Kapasitetsutnyttningen er trolig nær et normalt nivå, men ser ut til å avta litt raskere enn ventet. På den andre siden har kronen svekket seg mye. Hovedstyret merket seg at analysene i denne rapporten tilsier en noe lavere prognose for styringsrenten enn i forrige rapport.

Hovedstyret la vekt på usikkerheten om utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting fremover, og mente at det taler for å gå forsiktig fram i rentesettingen. Det ble også pekt på at en reduksjon i styringsrenten kan øke risikoen for at oppbyggingen av finansielle ubalanser igjen tiltar. Etter en samlet vurdering mente derfor hovedstyret at styringsrenten bør ligge på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 4. desember å holde renten uendret på 1,5 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 27. mars 2014, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Øystein Olsen
5. desember 2013

1 Utsiktene for pengepolitikken

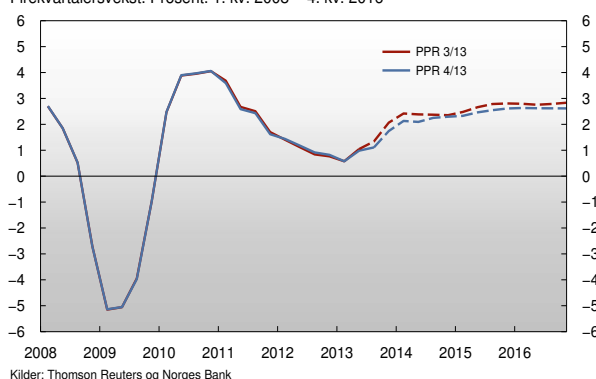
Den økonomiske situasjonen

Internasjonalt fortsetter den moderate økonomiske oppgangen. Veksten i industrilandene ser ut til å bli litt lavere enn tidligere anslått. I USA har veksten tatt seg opp, men usikkerhet om den økonomiske politikken har midlertidig bidratt til å dempe aktiviteten. I Europa er det tegn til bedring, men arbeidsledigheten holder seg høy. De store handelsunderskuddene i Spania og Italia er redusert, og renten på statsgjeld faller. Veksten i fremvoksende økonomier har avtatt det siste året, men er fortsatt høyere enn i industrilandene. Situasjonen i finansmarkedene i viktige fremvoksende økonomier har stabilisert seg etter sommeren, og kapitalinngangen har tiltatt noe. Det skyldes blant annet at den amerikanske sentralbankens nedtrapping av obligasjonskjøp ser ut til å ha blitt skjøvet ut i tid. Veksten hos våre handelspartnere ventes å ta seg opp de neste årene, men det er utsikter til litt lavere vekst enn anslått i forrige rapport, se figur 1.1, og nærmere omtale i kapittel 3. Prisen på råolje er om lag uendret siden september og er nå rundt 110 dollar per fat.

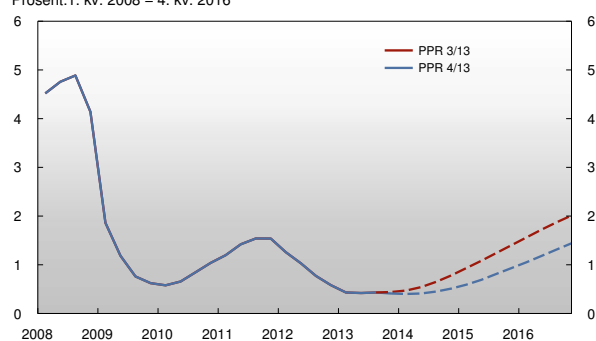
Styringsrentene er nær null i mange land. Den europeiske sentralbanken (ESB) satte ned styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,25 prosent i november. Samtidig fortsetter den amerikanske sentralbanken sine obligasjonskjøp i samme omfang som tidligere. Det har bidratt til fall i de kortsiktige rentene. Markedsaktørene tror nå det tar enda lengre tid før styringsrentene ute øker enn ved publiseringen av Pengepolitisk rapport 3/13, se figur 1.2. I de største industrilandene ventes nå de første renteøkningene i løpet av 2015. Utsiktene til fortsatt ekspansiv pengepolitikk fra flere sentralbanker er trolig en viktig årsak til at aksjekursene har steget. Langsiktige renter internasjonalt har variert mye, men er samlet sett litt lavere enn ved forrige rapport.

Kronen har svekket seg siden Pengepolitisk rapport 3/13. Enkelte svake økonomiske nøkkeltall for norsk økonomi og et fall i markedsaktørenes forventninger til den norske styringsrenten har trolig bidratt til svekkelsen. Bevegelsen i kronen er likevel vesentlig større enn det utviklingen i rentedifferansen mot utlandet skulle tilsi. Begrenset likviditet i markedet for norske kroner har trolig bidratt til at

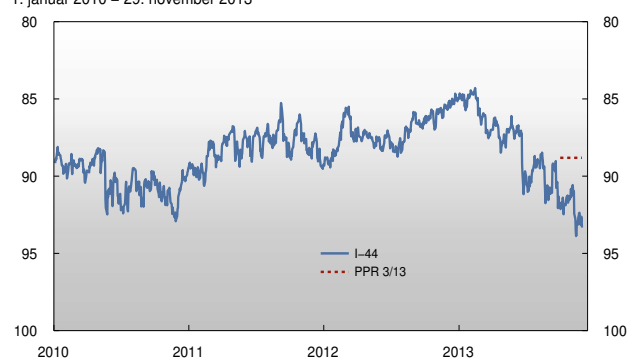
Figur 1.1 BNP hos handelspartnere i PPR 3/13 og PPR 4/13. Volum. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



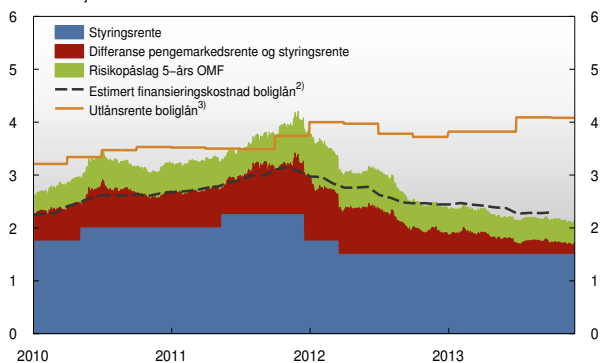
Figur 1.2 Pengemarkedsrente hos handelspartnere¹⁾ i PPR 3/13 og PPR 4/13. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.3 Importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾ 1. januar 2010 – 29. november 2013



Figur 1.4 Utlånsrente boliglån¹⁾ og finansieringskostnader.
Prosent. 1. januar 2010 – 29. november 2013



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

kronekursen har svingt mer enn normalt. Så langt i fjerde kvartal har kronen, målt ved den importveide kronekursindeksen I-44, vært om lag 3,5 prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/13, se figur 1.3. Vi legger til grunn at kronen vil styrke seg noe fremover.

Norske banker har fortsatt god tilgang på markedsfinansiering. Risikopåslaget i tremåneders pengemarkedsrente er kommet ned under nivåene fra før finanskrisen. Påslaget ventes å holde seg rundt ¼ prosentenheter fremover. Risikopåslaget på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og bankobligasjoner er om lag uendret siden Pengepolitisk rapport 3/13. Bankenes utlånsrenter på boliglån holdt seg uendret i tredje kvartal på om lag 4 prosent, se figur 1.4. Utlånsrentene til husholdninger, som også omfatter lån til andre formål enn bolig, økte svakt. For foretakene har bankens utlånsrenter holdt seg stabile. Utlånsmarginene til bankene har vært litt høyere enn anslått.

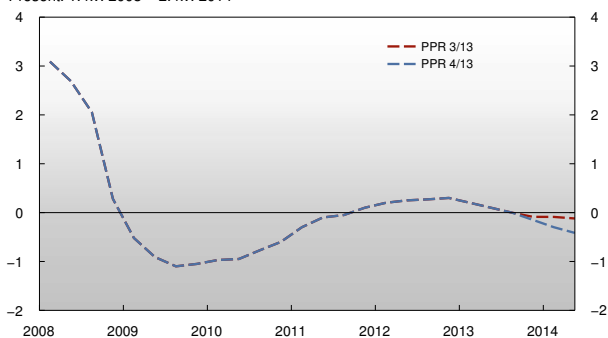
Figur 1.5 Vekst i produksjon i regionalt nettverk. Aggregert.
Siste 3 måneder og 6 måneder fram. Annualisert. Prosent. Januar 2003 – april 2014



Kilde: Norges Bank

Veksttakten i norsk økonomi har avtatt i år. BNP for Fastlands-Norge økte med 0,5 prosent fra andre til tredje kvartal. Veksten har avtatt i de fleste næringene. Det har vært lav vekst i privat forbruk, og husholdningenes sparing er historisk høy. Lave investeringer i foretakene i fastlandsøkonomien bidrar også til å dempe veksten her hjemme. Svak vekst hos våre handelspartnere har sammen med et høyt kostnadsnivå i Norge bidratt til at eksporten har vokst lite. I oktober rapporterte bedriftene i Norges Banks regionale nettverk om litt svakere produksjonsvekst, se figur 1.5. Samtidig nedjusterte de sine forventninger til veksten fremover. Andelen bedrifter som meldte om kapasitetsproblemer har falt noe. Den svakere utviklingen i produksjonen gjenspeiles i mindre grad i arbeidsmarkedet selv om ledigheten har økt. I november var den registrerte arbeidsledigheten 2,8 prosent av arbeidsstyrken. Arbeidsledigheten har steget noe mer enn ventet i forrige rapport. Sysselsetningsveksten har vært nokså høy, mens produktivitsveksten fortsatt har vært svak. Samlet vurderes kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi å ha avtatt, men være nær et normalt nivå, se figur 1.6. Kapasitetsutnyttningen ser nå ut til å være noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Figur 1.6 Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i PPR 3/13 og PPR 4/13.
Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2014



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

Boligprisene har falt de siste månedene, og vært lavere enn lagt til grunn, se figur 1.7. Omsetningen av boliger har avtatt, og formidlingstiden og antall usolgte boliger har økt. Denne utviklingen må ses i sammenheng med at både boligpriser og husholdningenes gjeldsbelastning

var kommet opp på høye nivåer. Husholdningenes til-litsindikatorer har falt og kan tyde på at husholdningene er usikre på den økonomiske utviklingen og egen inntektsvekst fremover. Sammen med noe økte utlånsrenter kan det ha bidratt til at husholdningene er blitt mer forsiktede. Gjeldsbelastningen har fortsatt å øke fra et allerede høyt nivå. Det tar tid før endringer i boligprisene får gjennomslag i husholdningenes gjeldsopptak.

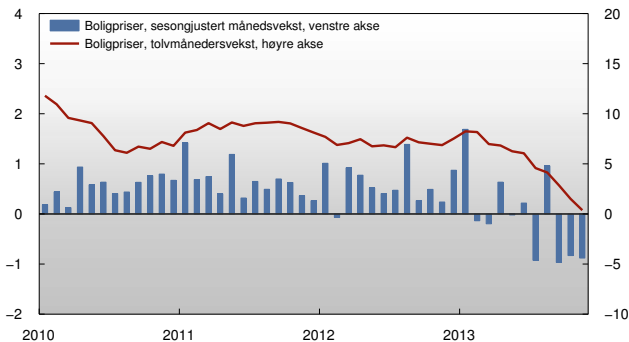
Konsumprisveksten har variert mye de siste månedene, blant annet som følge av metodeendringer. Prisene er nå lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/13. Veksten i prisene på importerte konsumvarer har falt etter en kraftig økning i sommer og var negativ i oktober. Tolv-

månedersveksten i konsumprisene (KPI) var 2,4 prosent i oktober. Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) steg med 1,9 prosent, se figur 1.8. Underliggende inflasjon anslås å være mellom 1¾ og 2¼ prosent.

Utsiktene fremover

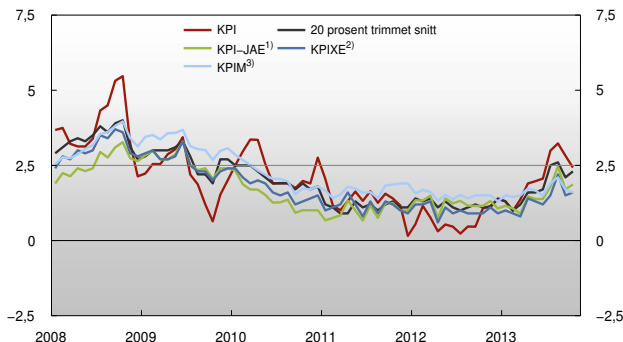
Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 1.9. Inflasjonsforventningene holder seg nær inflasjonsmålet, se figur 1.10.

Figur 1.7 Boligpriser.¹⁾ Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst. Prosent. Januar 2010 – november 2013



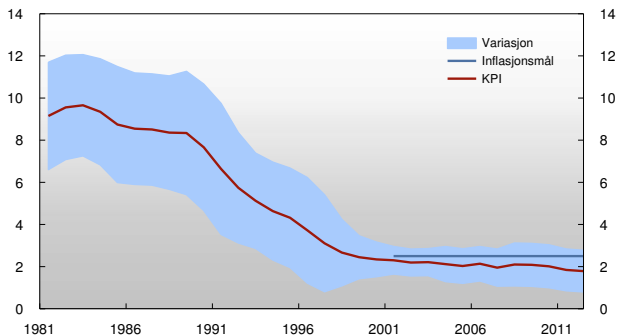
1) Boligpriser i kroner per kvadratmeter
Kilder: Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 1.8 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – oktober 2013



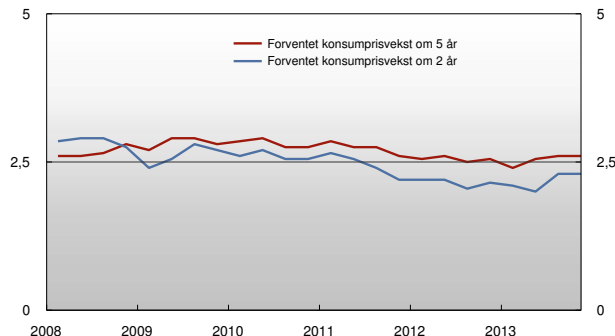
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realitidstall. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank. Fra og med juni-tallene 2013 har beregningemetoden for KPIXE blitt endret. For mer informasjon, se Norges Banks hjemmesider
3) Modellbasert indikator for underliggende inflasjon. Se *Aktuell kommentar* 5/2010 fra Norges Bank
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI. Prosent. 1981 – 2012



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

Figur 1.10 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

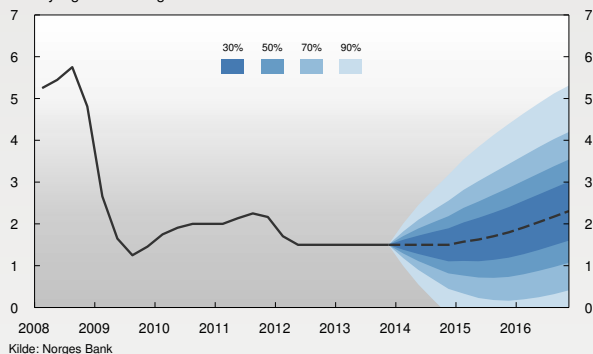
Styringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å være robust, blant annet gjennom å ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. En robust pengepolitikk søker også å ta hensyn til at vi ikke kjenner økonomiens virkemåte fullt ut, se ramme om kriterier for en god rentebane side 18.

Styringsrenten er 1,5 prosent. Det er betydelig forskjell mellom styringsrenten og de rentene publikum står overfor. Utlånsrenten på boliglån ligger for de fleste husholdninger rundt 4 prosent, mens mange bedrifter betaler en rente på rundt 4,5 prosent på sine banklån.

I Pengepolitisk rapport 3/13 ble styringsrenten anslått å bli liggende på dagens nivå fram til sommeren 2014. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå. Med en slik renteutvikling var det utsikter til at prisveksten ville være litt lavere enn inflasjonsmålet gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å holde seg nær et normalt nivå de neste årene.

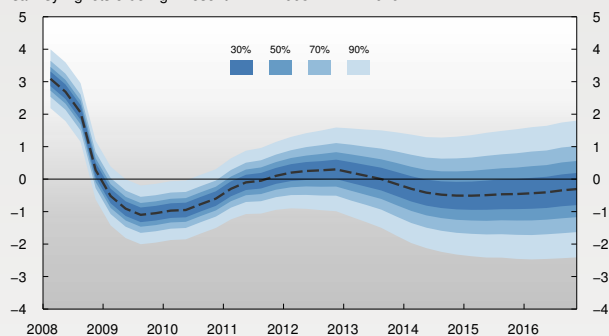
Veksten i norsk økonomi ser nå ut til å avta noe mer enn vi så for oss i september. Veksten i privat konsum ventes å holde seg lav den nærmeste tiden, men vil kunne ta seg noe opp igjen som følge av fortsatt god vekst i disponibel inntekt. Utflatingen i boligprisene vil etter hvert kunne bidra til noe lavere vekst i boliginvesteringene. Det anslås

Figur 1.11a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



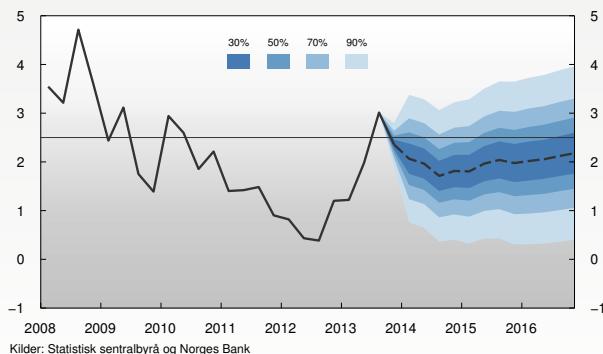
Kilde: Norges Bank

Figur 1.11b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



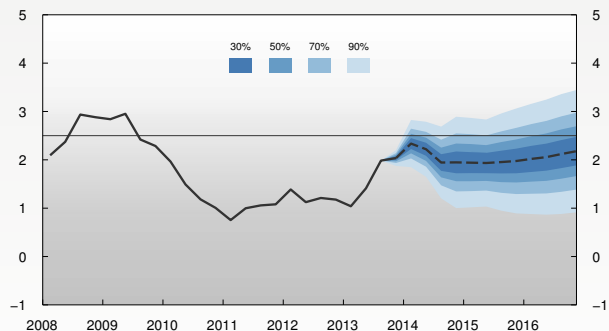
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 1.11c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



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

også en svak vekst i foretaksinvesteringene. Eksporten kan stige noe raskere som følge av svekkelsen av kronen, samtidig som veksten ute trolig tiltar de neste årene. Et høyt norsk kostnadsnivå vil likevel kunne dempe aktiviteten i mange næringer. Samlet legger vi til grunn at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil avta noe den nærmeste tiden.

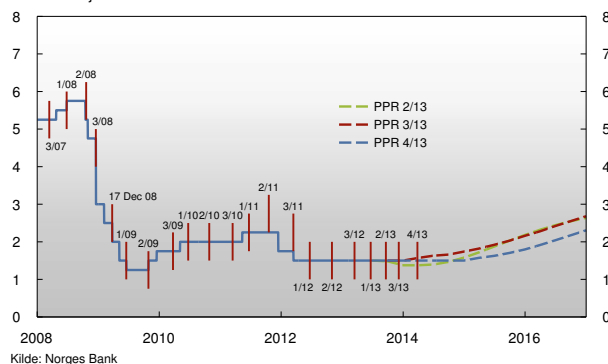
Vi venter at lønnsveksten fremover kan bli lavere enn vi så for oss i forrige rapport. Lønnsveksten anslås nå til 3½ prosent i 2014. En svakere konjunkturutvikling her hjemme kan sammen med lav kostnadsvekst hos våre handelspartnere få betydning for lønnsoppgjørene de neste årene. I tillegg bidrar trolig den høye arbeidsinnvandringen til å dempe veksten i lønningene.

Veksten i konsumprisene de siste månedene har vært noe lavere enn vi anslo i forrige rapport. Metodene for å måle prisutviklingen i husleier og på mat- og drikkevarer i konsumprisindeksen er endret. På kort sikt har det bidratt til økt usikkerhet om den underliggende prisutviklingen, men også isolert sett gitt litt høyere prisvekst. Avtakende kapasitetsutnyttning kan dempe prisveksten på norsk-produserte varer og tjenester fremover. Samtidig er kronen svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/13. Det bidrar isolert sett til litt høyere prisvekst på importerte konsumvarer fremover. Samlet er det utsikter til at prisveksten kan bli noe lavere enn tidligere anslått den nærmeste tiden.

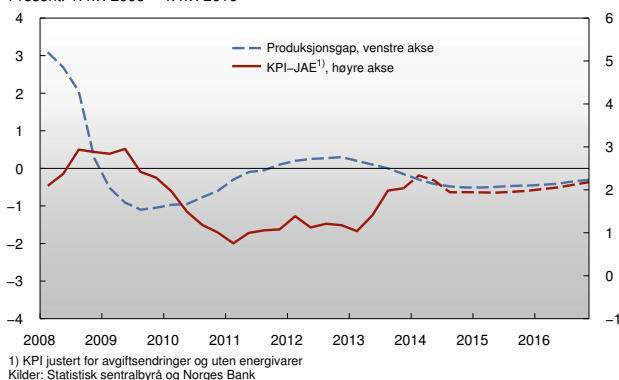
Siden forrige rapport er den forventede oppgangen i rentene ute skjøvet ytterligere ut i tid. Her hjemme har prisveksten vært lavere enn anslått. Samtidig avtar veksten i norsk økonomi, og boligprisveksten har vært lavere enn tidligere lagt til grunn. Kapasitetsutnyttningen er fortsatt nær et normalt nivå, men ser ut til å avta noe mer enn ventet. På den andre siden har kronen svekket seg mye. Ny informasjon trekker samlet i retning av en litt lavere prognose for styringsrenten.

Konsumprisveksten har variert mye siden i sommer, og det har vært store bevegelser i kronekursen. Usikkerheten om utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting har økt. Det taler for å gå forsiktig fram i rentesettingen. Selv om veksten i boligprisene har avtatt den siste tiden, har boligpriser og gjeld lenge steget mer enn inntektene. En reduksjon i styringsrenten kan øke risikoen for at oppbyggingen av finansielle ubalanser igjen tiltar.

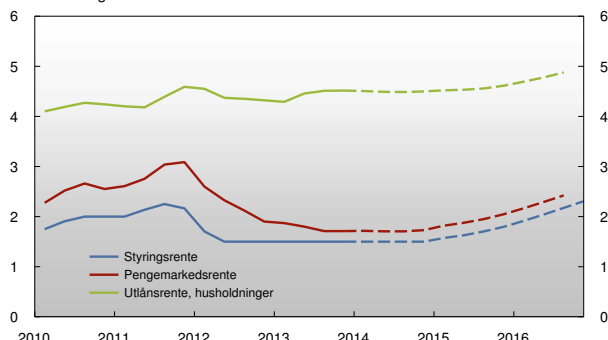
Figur 1.12 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2016



Figur 1.13 Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016

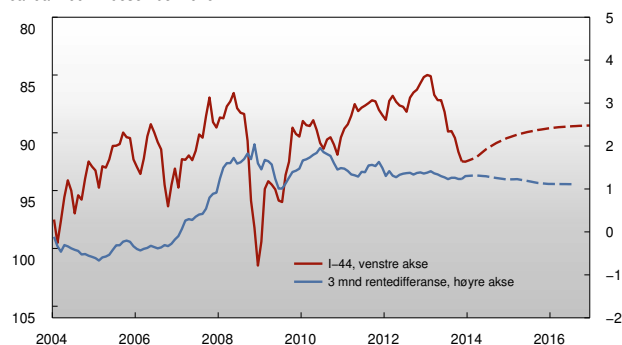


Figur 1.14 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og utlånsrente til husholdninger²⁾ i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2016



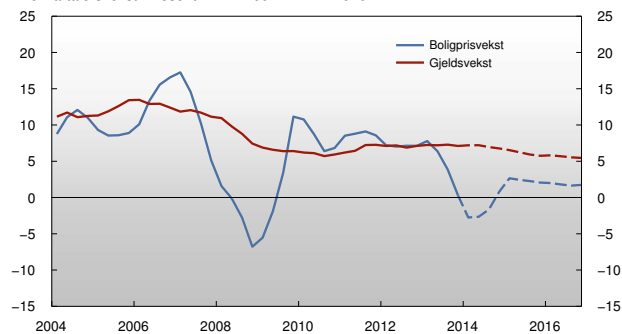
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾. Januar 2004 – desember 2016



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.16 Husholdningenes gjeldsvekst¹⁾ og boligprisvekst. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2016



1) Fra 1. januar 2012 ble den norske standarden for institusjonell sektorgrupping endret. For gjeldsveksten innebærer det brudd i statistikken fra og med mars 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendomsmeidlerforetakenes forening (EFF), Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

Analysene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på dagens nivå fram til sommeren 2015 og at den deretter økes gradvis, se figur 1.11 a-d og figur 1.12. Prognosen for styringsrenten er noe lavere enn i forrige rapport, og oppgangen i styringsrenten anslås å komme noe senere, se ramme side 20.

Med en slik prognose for styringsrenten er det utsikter til at prisveksten vil ligge rundt 2 prosent den nærmeste tiden, for så å ta seg opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen anslås å holde seg nær et normalt nivå, se figur 1.13.

Påslaget i pengemarkedet ventes å holde seg rundt ¼ prosentenheter fremover. Bankenes utlånsrenter anslås å følge utviklingen i pengemarkedsrenten den nærmeste tiden, men kan øke noe mindre lenger ut i prognoseperioden, se figur 1.14. Rentedifferansen mot utlandet ventes å være nokså stabil. I anslagene har vi lagt til grunn at kronen styrker seg noe det nærmeste året, men holder seg svakere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.15.

BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med om lag 2 prosent i 2014 og 2½ prosent i 2015. Arbeidsledigheten ventes å stige litt. Lønnsveksten anslås å øke til 3¾ prosent i 2015 og 4 prosent i 2016. Med en slik utvikling i lønnsveksten øker husholdningenes kjøpekraft noe mindre enn i forrige rapport. Vi anslår at det private forbruket vokser med i underkant av 2 prosent neste år før veksten tar seg opp til om lag 3 prosent årlig i resten av prognoseperioden. Spareraten holder seg høy, men avtar noe etterhvert. Det neste året venter vi en svakere boligprisutvikling enn i forrige rapport, se figur 1.16. Veksten i boligprisene anslås å være lavere enn veksten i husholdningenes inntekter i årene som kommer. Boliginvesteringene ventes å vokse mindre i årene fremover enn vi har sett de siste par årene. Vi anslår at veksten i petroleumsinvesteringene avtar markert fra neste år, men aktiviteten vil trolig fortsatt holde seg høy i oljerelaterte næringer. Veksten ute anslås å ta seg noe opp, og sammen med svekkelsen av kronen kan det bidra til høyere vekst i eksporten.

Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Pengepolitikken kan reagere på

endringer i de økonomiske utsiktene, eller dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg annerledes enn vi har lagt til grunn.

Det er usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.11 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten. Figur 1.17 viser at renten med stor sannsynlighet vil ligge innenfor det intervallet hovedstyret har vedtatt fram til 27. mars 2014. Det er imidlertid også en viss sannsynlighet for at renten blir satt høyere eller lavere enn intervallet tilsier. Høsten 2008 ble norsk økonomi utsatt for store forstyrrelser gjennom den internasjonale finanskrisen, og styringsrenten ble satt lavere enn den nedre grensen i intervallet, se figur 1.12.

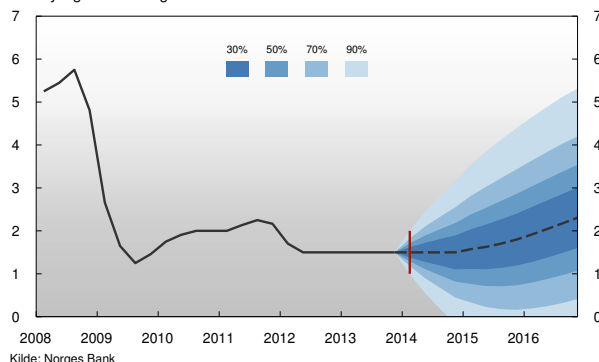
Anslagene i denne rapporten tilsier at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi holder seg nær et normalt nivå. Vi kan ikke utelukke at avdempingen i den økonomiske veksten forsterkes. Faller boligprisene mer enn lagt til grunn, kan det skje en ytterligere demping i konsumet og i aktiviteten. Arbeidsledigheten kan da bli høyere enn vi nå anslår, og lønnsveksten lavere. Det vil virke dempende på prisveksten. Skulle utsiktene for prisveksten eller veksten i produksjon og sysselsetting bli vesentlig svakere enn anslått, kan styringsrenten bli satt lavere enn prognosen i denne rapporten.

Renten kan også bli satt raskere opp enn vi nå ser for oss. Vi kan ikke utelukke at de underliggende drivkreftene for prisveksten er sterkere enn vi har lagt til grunn. Blant annet kan lav produktivitetsvekst slå sterkere ut i bedriftenes kostnader enn vi anslår. Kronen kan også bli svakere enn vi har lagt til grunn og bidra til høyere prisvekst fremover. Da kan renteoppgangen komme tidligere enn i referansebanen.

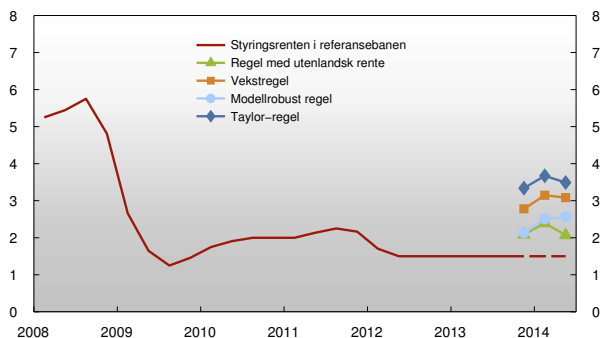
Kryssjekker av renteprognosen

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive en rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. I vekstregelen er produksjonsgapet erstattet med et vekstgap. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået hos våre handelspartnere kan

Figur 1.17 Anslag på styringsrenten i referansebanen og strategiintervall med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.18 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2014

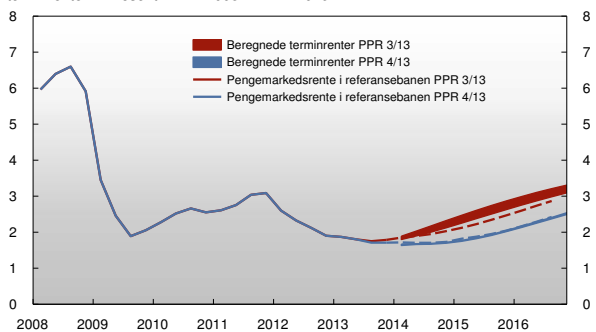


1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser (KPI-JAE) og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente
Kilde: Norges Bank

medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Den modellrobuste regelen¹ er basert på beregninger i ulike modeller for norsk økonomi. Denne regelen legger større vekt på produksjonsgapet og inflasjonen enn hva Taylor-regelen gjør. I tillegg legger den vekt på renten i forrige periode.

De enkle reglene indikerer en styringsrente som ligger over vår prognose den nærmeste tiden, se figur 1.18. Reglene baserer seg på informasjon om den observerte inflasjonen. Den midlertidige høye inflasjonen får derfor effekt, mens den mer moderate prisveksten fremover i liten grad fanges opp i reglene. Disse reglene fanger heller ikke opp at forskjellen mellom pengemarkedsrenten og bankens utlånsrenter er betydelig større enn tidligere.

Figur 1.19 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016

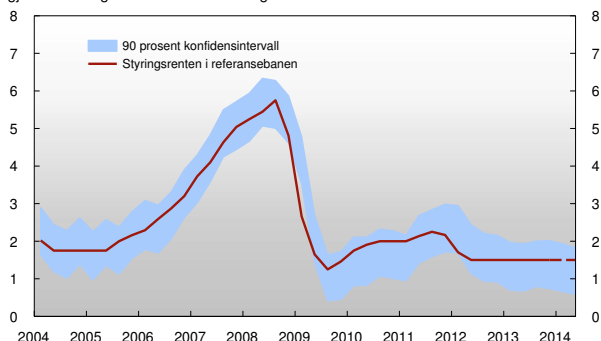


1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det røde og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 30. august – 12. september 2013 og 18. november – 29. november 2013.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognosen. De beregnede terminrentene ligger på linje med prognosen for pengemarkedsrenten i denne rapporten for hele prognoseperioden, se figur 1.19.

En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 1.20 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parametrene i denne modellen er estimert på historiske sammenhenger. I fremskrivningene er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger nær midten i dette intervallet.

Figur 1.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2014



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 3. kv. 2013. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008
Kilde: Norges Bank

1 For nærmere analyse av denne og andre enkle pengepolitiske regler, se Staff Memo 16/2012 og 17/2012

Kriterier for en god rentebane

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

Norges Bank legger også vekt på at pengepolitikken skal være robust. Vi kjenner ikke økonomiens virkemåte fullt ut, og det kan være usikkerhet knyttet til tilstanden i økonomien. I tillegg vil det ofte inntreffe hendelser som er vanskelige å forutse. Pengepolitikken søker samtidig å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Langvarig oppgang i kreditt og formuespriser øker faren for at finansielle ubalanser kan utløse eller forsterke tilbakeslag i økonomien.

Følgende kriterier kan være en rettesnor for en god rentebane:

1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

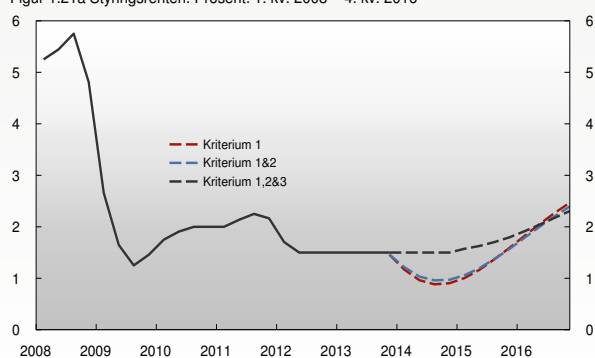
2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

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

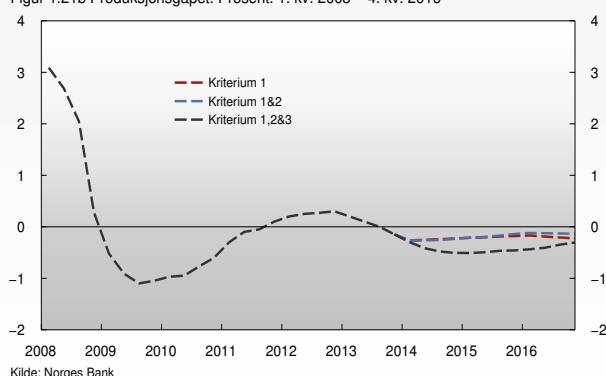
3. **Pengepolitikken er robust:**

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

Figur 1.21a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.21b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



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

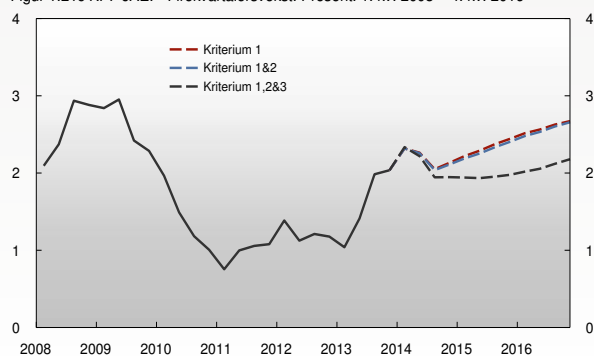
Figurene 1.21 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.

Dersom pengepolitikken hadde som eneste mål å holde inflasjonen på inflasjonsmålet, ville styringsrenten ifølge en teknisk modellanalyse bli satt raskt ned mot 1 prosent (se rød linje i figurene).¹ Inflasjonen ville da ta seg opp til 2,5 prosent i begynnelsen av 2016. Ifølge den tekniske modellanalysen vil styringsrenten følge en nokså lik utvikling når det tas hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting (se blå linje). Det reflekterer at disse hensynene nå trekker i samme retning.

Pengepolitikken søker også å være robust, blant annet gjennom å ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. En reduksjon i styringsrenten nå kan øke risikoen for at oppbyggingen av finansielle ubalanser igjen tiltar. En robust pengepolitikk søker også å ta hensyn til at vi ikke kjenner økonomiens virkemåte fullt ut. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. Hensynet til robusthet bidrar til å trekke rentebanen opp. I referansebanen (se sort linje) ligger derfor styringsrenten høyere enn det som følger av en teknisk modellanalyse der en ikke tar hensyn til robusthet.

1 I modellanalysen har vi benyttet vår makroøkonomiske modell NEMO

Figur 1.21c KPI-JAE.¹⁾ Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



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

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/13

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er litt lavere enn prognosen i Pengepolitisk rapport 3/13, se figur 1.22. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane (se egen ramme side 18), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 1.23 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.¹ De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

Kronen har svekket seg og er svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Svekkelsen av kronen er større enn det utviklingen i rentedifferansen mot utlandet skulle tilsi. En svakere krone bidrar isolert sett både til høyere prisvekst og høyere aktivitet i økonomien. Det trekker i retning av en høyere styringsrente, se svarte søyler.

Utsiktene for den økonomiske veksten ute er noe svekket siden forrige pengepolitiske rapport. Det trekker i retning av noe lavere styringsrente her hjemme, se oransje søyler.

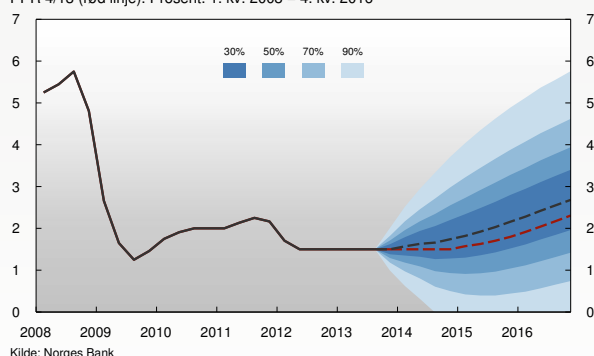
Markedsaktørene tror nå det tar enda lengre tid før styringsrentene ute øker enn ved publiseringen av Pengepolitisk rapport 3/13. Lavere renter ute trekker i retning av lavere rente også her hjemme, se lyseblå søyler.

Kapasitetsutnyttningen ser ut til å avta noe, og bli liggende lavere enn anslått i forrige rapport. Utsikter til lavere kapasitetsutnyttning trekker i retning av en lavere styringsrente, se røde søyler.

Veksten i konsumprisene har vært lavere enn ventet siden Pengepolitisk rapport 3/13. Det trekker i retning av en lavere styringsrente, se blå søyler. Vi venter at lønnsveksten blir noe lavere enn anslått i forrige rapport. Nedjusteringen er noe større enn det som følger av at prisveksten har vært lavere og at kapasitetsutnyttningen nå ser ut til å avta noe raskere enn ventet i forrige rapport. Utsikter til lavere lønnsvekst trekker i retning av en lavere styringsrente, se gule søyler.

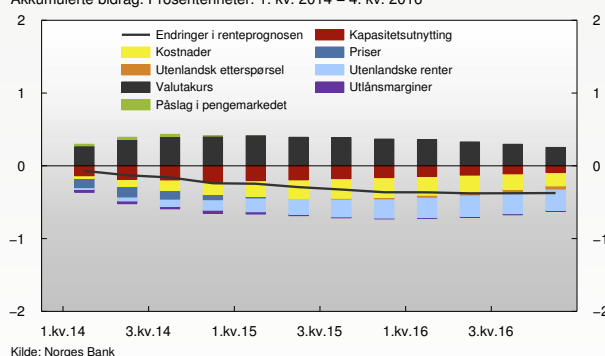
Bankenes utlånsmarginer har vært litt høyere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Fremover venter vi at utlånsmarginene blir liggende marginalt høyere enn tidligere anslått. Dette trekker i retning av en lavere styringsrente, se lilla søyler.

Figur 1.22 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/13 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 4/13 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

Figur 1.23 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 3/13. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

Påslaget i pengemarkedet har vært litt lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/13. Det trekker i retning av en høyere styringsrente, se grønne søyler. Som i forrige rapport legger vi til grunn at påslaget fremover blir om lag ¼ prosent.

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

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

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 4/13. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/13 i parentes

	2013	2014	2015	2016
KPI	2¼ (0)	2 (-¼)	2 (0)	2 (0)
KPI-JAE ¹⁾	1½ (-¼)	2 (-¼)	2 (0)	2 (0)
Årslønn ²⁾	3½ (0)	3½ (-½)	3¾ (-½)	4 (-¼)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ³⁾	2¼ (0)	2 (-¾)	3 (0)	3 (¼)
BNP Fastlands-Norge	1¾ (0)	2 (-¼)	2½ (-¼)	3 (¼)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴⁾	0 (0)	-½ (-¼)	-½ (-¼)	-¼ (0)
Sysselsetting, personer (KNR)	1¼ (0)	1 (0)	1 (0)	1 (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2¾ (0)	3 (¼)	3 (0)	3 (0)
Nivå				
Styringsrente ⁵⁾	1½ (0)	1½ (-¼)	1¾ (-¼)	2 (-½)
Importveid valutakurs (I-44) ⁶⁾	89 (1)	91¼ (3¼)	89¾ (2)	89½ (1¾)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁷⁾	½ (0)	½ (0)	¾ (-½)	1¼ (-½)

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

2) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

7) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

2 Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

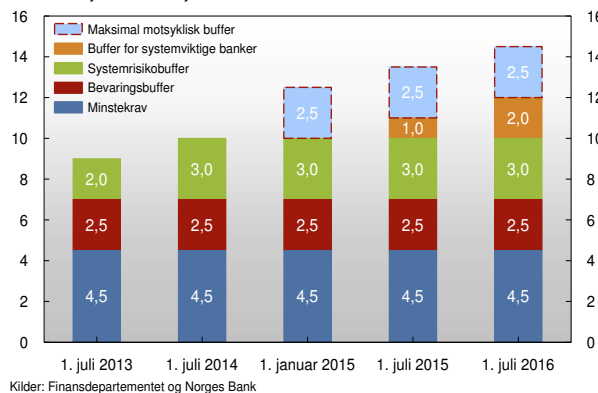
I oktober fastsatte Regjeringen forskrift om motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 29. Motsyklisk kapitalbuffer er et av flere elementer i det nye regelverket for bankenes kapitaldekning som ble vedtatt av Stortinget i juni, se figur 2.1. Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag. Kravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge, etter hvert også filialer av utenlandske banker.¹ Finansdepartementet skal fastsette nivået på den motsykliske bufferen hvert kvartal. Regjeringen har gitt Norges Bank i oppdrag å lage et beslutningsgrunnlag og gi departementet råd om nivået. Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen, og en oppsummerende begrunnelse, sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av denne rapporten. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 30. Bankene bør bygge opp og holde en motsyklisk buffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal bufferen kunne tæres på. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene stramme mindre inn på sine utlån i nedgangstider enn de ellers ville gjort. Det vil kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker tilbakeslaget. Når bufferen økes i gode tider, vil det dessuten kunne bidra til å dempe høy kredittvekst og redusere oppbygging av systemrisiko.

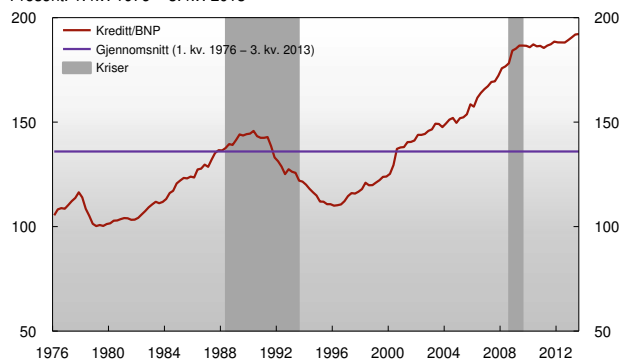
Norges Bank har festet seg ved fire indikatorer for oppbygging av finansielle ubalanser: i) Samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 foretak for Fastlands-Norge) som andel av BNP for Fastlands-Norge, ii) boligpriser i forhold til husholdningenes disponible inntekt, iii) salgspriser på næringsseidendom, og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner. Rådet vil bygge på en vurdering av nivåene på indikatorene og en sammenlikning

¹ For utenlandske filialer i Norge vil kravet først med sikkerhet gjelde fra 2016, og da kun gradvis. Det er opp til tilsynsmyndighetene i filialenes hjemland om kravet skal gjelde før 2016

Figur 2.1 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016

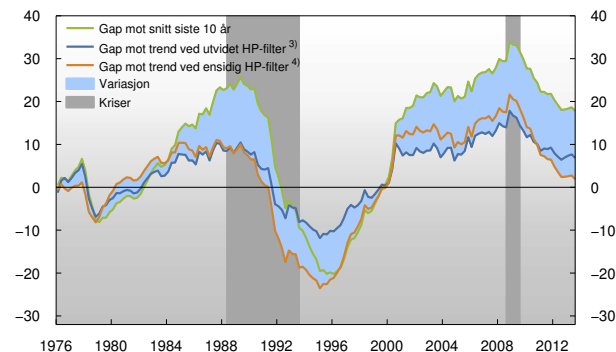


Figur 2.2 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2013²⁾



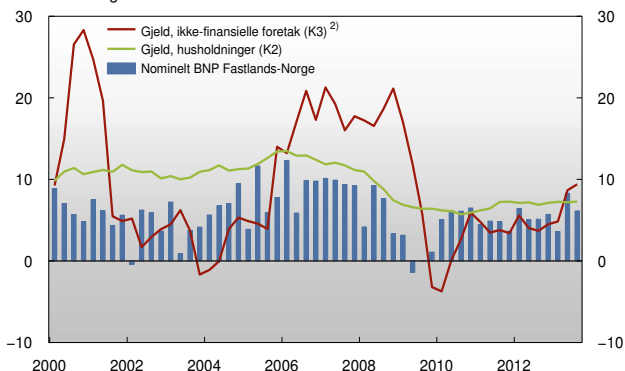
¹⁾ Summen av K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (samlet økonomi for 1995) og K2 husholdninger
²⁾ Anslag for september på utenlandsgjeld i ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge

Figur 2.3 Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2013²⁾



¹⁾ Summen av K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (samlet økonomi for 1995) og K2 husholdninger
²⁾ Anslag for september på utenlandsgjeld i ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge
³⁾ Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
⁴⁾ Ensidig Hodrick Prescott-filter, Lambda = 400 000

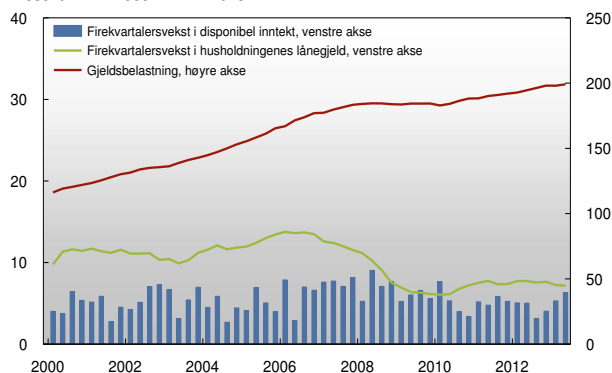
Figur 2.4 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2013¹⁾



1) Anslag for september på utenlandsgjeld i ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsk gjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

av nåsituasjonen med historiske trender.² Trendene kan si noe om hva som er et opprettholdbart nivå på indikatorene. Avstanden mellom indikatorene og trendene kan slik sett tjene som et mål på finansielle ubalanser. Det vil ikke være noen mekanisk sammenheng mellom utviklingen i enkeltindikatorer og rådet om den motsykliske kapitalbufferen. Etter hvert som vi høster erfaringer og vinner ny innsikt, vil indikatorene kunne videreutvikles. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra EU gjennom Det europeiske risikorådet (ESRB), se ramme på side 32. ESRB er forventet å komme med sine første anbefalinger i løpet av 2014.

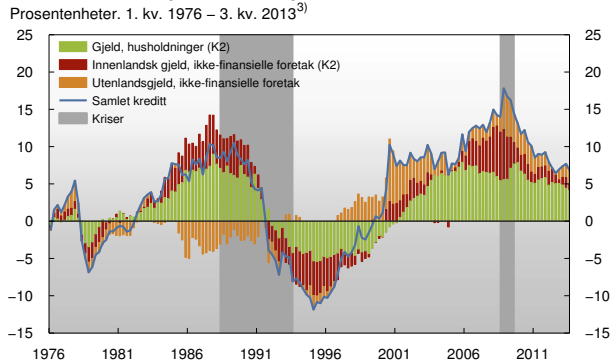
Figur 2.5 Husholdningenes gjeldsbelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2013



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien markert raskere enn verdiskapingen, se figur 2.2. 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. Siden finanskrisen har kredittveksten kommet noe ned og er mer på linje med veksten i fastlandsøkonomien. Samlet kreditt som andel av BNP er likevel på et historisk høyt nivå. Indikatoren ligger også høyere enn de beregnede historiske trendene, se figur 2.3, men gapene mellom indikatoren og trendene er blitt mindre de siste årene.

Figur 2.6 Dekomponert kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnet trend²⁾. Prosentenheter. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2013³⁾



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

Det er i hovedsak husholdningene som har holdt den samlede gjeldsveksten oppe etter finanskrisen, se figur 2.4. Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskere enn inntektene, og gjeldsbelastningen øker dermed videre, se figur 2.5. Når gjeldsbelastningen øker, blir husholdningene mer sårbare for inntektsbortfall og renteøkninger. Det vil ta tid før lavere boligprisvekst slår ut i lavere gjeldsvekst i husholdningene. Fordi boligprisene har steget over lang tid, vil boliger som omsettes nå, i gjennomsnitt forde større gjeldsoptak enn da de ble omsatt forrige gang. Det er dermed utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning vil øke fremover.

Husholdningene har spart mye de siste årene. Formue som lett kan trekkes på, gjør husholdningene mer robuste. Men formuen er skjevt fordelt, og det er husholdningene med lav gjeldsbelastning som har økt sin finansformue i forhold til gjelden. Forholdet mellom finansformue og

2 Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene: Et ensidig Hodrick Prescott-filter som anvendt av Baselinekomiteen, et Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose, samt en gjennomsnittsberegning. For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser i Pengepolitisk rapport 2/13

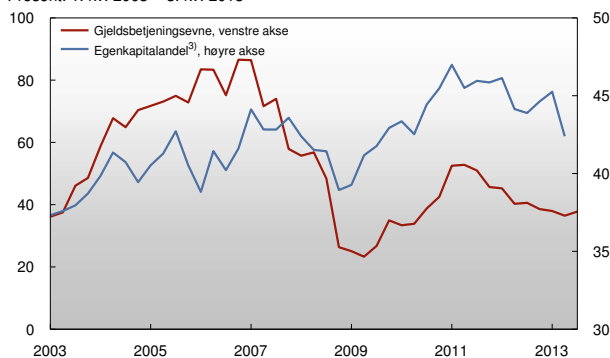
gjeld er stabilt i gruppene med høy og middels gjeldsbelastning.

Gjeldsveksten til de ikke-finansielle foretakene i Fastlands-Norge var svært høy i årene før finanskrisen, men avtok til et mer moderat nivå etter krisen, se figur 2.4. De siste kvartalene har veksten tiltatt noe, og fra august 2012 til august 2013 økte fastlandsforetakenes samlede gjeld med 9 prosent. Foretakenes kreditt gir fremdeles et positivt bidrag til det samlede kredittgapet, se figur 2.6. I et historisk perspektiv er norske foretak høyt belånte. Det stiller krav om god fremtidig inntjening for at gjelden skal kunne betjenes. Gjeldsbetjeningsevnen og egenkapitalandelen i børsnoterte foretak har falt de siste årene, se figur 2.7. Svekket gjeldsbetjeningsevne er tidligere blitt etterfulgt av en økning i andelen misligholdte lån og utlånstap i bankene.

Det siste året har bankenes samlede lån til foretak vært nær uendret, se figur 2.8, men bankgjeld er fremdeles foretakenes viktigste finansieringskilde. Veksten i foretakenes lån fra det norske obligasjonsmarkedet er høy, men har avtatt noe fra første halvår i 2013. Obligasjonsfinansiering er først og fremst et alternativ for større foretak. Lån fra utenlandske kilder har økt kraftig det siste året. Veksten i utenlandsgjelden har historisk variert mye.

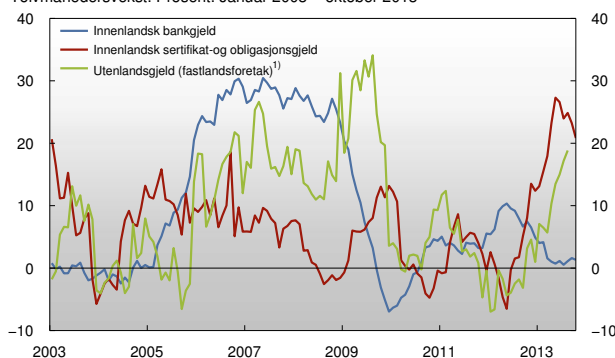
I Norges Banks utlånsundersøkelse fra oktober meldte bankene at de ville lette noe på kredittpraksisen overfor foretak i fjerde kvartal. De rapporterte også at de ville redusere utlånsmarginene. I samme undersøkelse svarte bankene at de forventet noe lavere etterspørsel etter kreditt fra foretak i fjerde kvartal. I NHOs spørreundersøkelse blant medlemsbedriftene for fjerde kvartal oppgir ¼ av

Figur 2.7 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ og egenkapitalandel²⁾ i børsnoterte foretak. Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2013



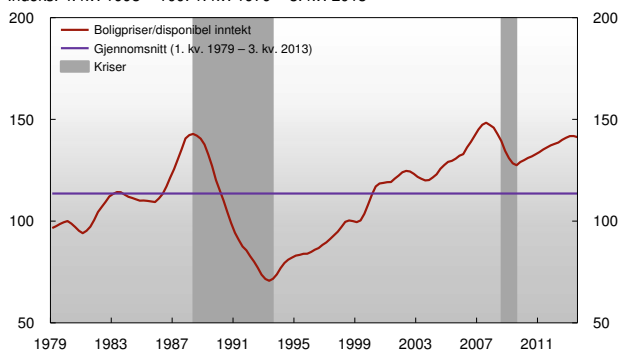
1) Resultat for skatt pluss av- og nedskrivninger siste fire kvartaler i prosent av rentebærende gjeld for ikke-finansielle foretak som er med i OBX-indeksen, ekskludert Statoil
2) Egenkapital i prosent av eiendeler for ikke-finansielle foretak på Oslo Børs
3) Til og med 2. kv. 2013
Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.8 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2003 – oktober 2013



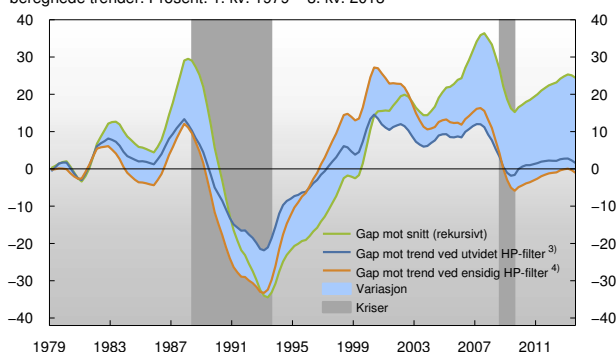
1) Til og med august 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 3. kv. 2013



1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 2.10 Boligprisgap. Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1979 – 3. kv. 2013

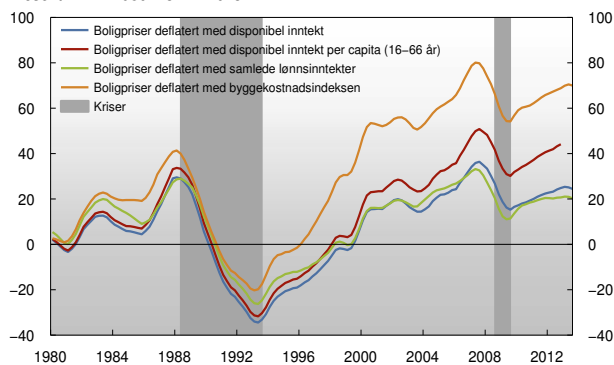


1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda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

bedriftene at situasjonen i bankene og finansmarkedene bidrar til at de utsetter investeringsprosjekter. Det utgjør en liten økning fra tidligere, men manglende tilgang på kreditt og finansiering rangeres fremdeles nederst blant en rekke investeringshindre. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk er også blitt spurt om de opplever at bankene har strammet inn på kredittpraksisen. Av bedriftene som mente at spørsmålet var relevant, svarte 24 prosent at kredittpraksisen var strammere, 17 prosent at den var lettere og 58 prosent at den var uendret de siste seks månedene. Den høye gjeldsveksten til foretak den siste tiden tyder på at foretakene samlet sett har god tilgang til kreditt. Men tilgangen varierer mellom ulike typer foretak. Fordi bankenes utlånsvekst er lav, kan enkelte foretak som ikke har tilgang til obligasjonsmarkedet eller utenlandsfinansiering, ha opplevd at kreditttilbudet er blitt strammere.

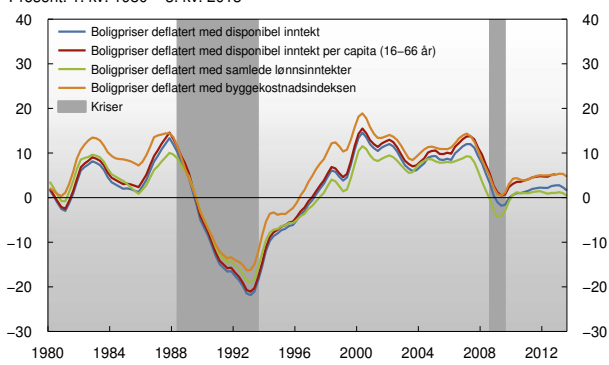
Eiendom spiller rollen som både formuesobjekt og panteobjekt, og boligprisene påvirker husholdningenes ønske om og mulighet til å låne. Vekselvirkninger mellom husholdningenes kreditt og boligpriser kan bidra til oppbygging av ubalanser og til å forsterke tilbakeslag i økonomien. Boligprisene har lenge vokst raskere enn husholdningenes disponible inntekt, se figur 2.9. I det siste har boligprisindikatoren flatet ut, og gapet mellom indikatoren og beregnede historiske trender er blitt mindre, se figur 2.10. En sammenlikning mellom boligprisene og ulike inntekts- og kostnadsmål viser at boligprisene fremdeles er høyere enn historiske trender, se figur 2.11 og 2.12. Gapene kan tyde på at boligprisveksten de siste årene har vært høyere enn det som er opprettholdbart over tid.

Figur 2.11 Alternative boligprisindikatorer som avvik fra et rekursivt gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 1980 – 3. kv. 2013



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 2.12 Alternative boligprisindikatorer som avvik fra utvidet HP-trend¹⁾. Prosent. 1. kv. 1980 – 3. kv. 2013



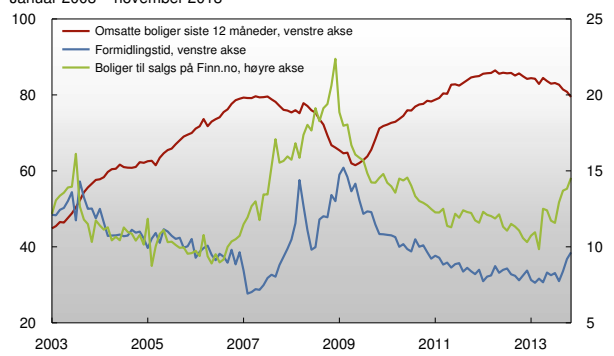
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 2.13 Sesongjusterte boligpriser. 1000 kroner per kvadratmeter. Januar 2012 – november 2013



Kilder: Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 2.14 Omsetning, usolgte boliger og formidlingstid.¹⁾ Januar 2003 – november 2013



1) Omsetning og boliger til salgs (sesongjustert) i 1000 boliger. Formidlingstid (sesongjustert) i antall dager
Kilder: Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Finn.no og Eiendomsverdi

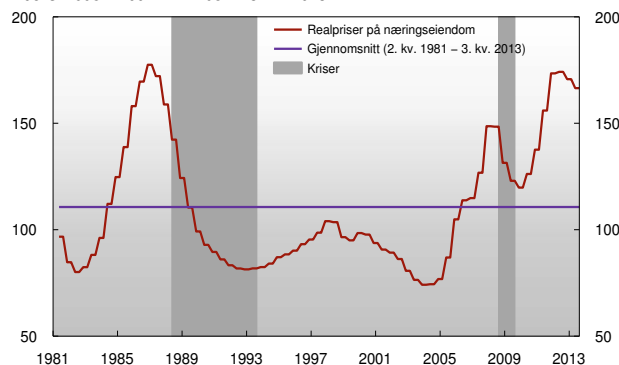
Boligprisveksten avtok sist vinter, og siden sommeren har prisene falt, se figur 2.13. Samtidig er omsetningen lavere, og formidlingstiden og antall usolgte boliger har økt, se figur 2.14. Avdempingen må ses i sammenheng med at boligprisene lenge har vokst raskt og er kommet opp på høye nivåer. Noe svakere utvikling i norsk økonomi, lavere forbrukertillit og økte utlånsrenter har trolig også bidratt til å dempe boligprisveksten.

Fortsetter boligprisene å vokse saktere enn inntektene, vil gapene i figur 2.10 lukkes. En gradvis avmatning i boligprisene vil kunne føre til at ubalansene i boligmarkedet etter hvert bygges ned. Skulle boligprisene raskt falle mye, kan det utløse eller forsterke et tilbakeslag i norsk økonomi og gi økte tap i bankene.

Etter flere år med vekst har næringseiendomsindikatoren falt litt det siste året, se figur 2.15. Indikatoren er fremdeles betydelig høyere enn de beregnede historiske trendene, se figur 2.16. Næringseiendom er den enkelt-næringen norske banker har mest utlån til, og bankene er særlig eksponert mot handels- og kontorsegmentet. Det er stor variasjon i prisutviklingen i ulike segmenter og regioner. Næringseiendomsindikatoren tar utgangspunkt i beregnede salgpriser på kontorlokaler med høy standard i Oslo, et segment som har hatt høy prisvekst over flere år. Det siste halvåret har omfanget av ledige kontorlokaler i Osloregionen økt noe, se figur 2.17. Økningen skyldes i stor grad ferdigstillelse av nye kontorbygg. En svakere utvikling i norsk økonomi kan dempe næringslivets etterspørsel etter næringseiendom. Mer kapasitet og redusert etterspørsel vil kunne bidra til lavere prisvekst fremover.

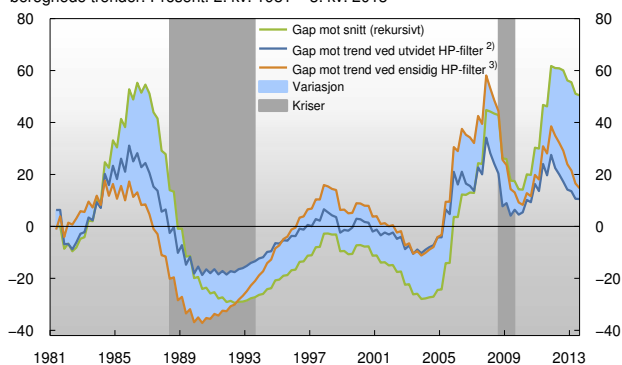
Andelen av virksomheten til norske banker og kredittforetak finansiert med lån fra penge- og kredittmarkedene økte kraftig fra 2005 til 2008, se figur 2.18. God tilgang til markedsfinansiering gjorde at bankkonsernene lett kunne vokse og møte den høye etterspørselen etter kreditt fra foretak og husholdninger. Den raske veksten bidro til oppbygging av risiko i det finansielle systemet. God vekst i innskudd kombinert med moderat utlånsvekst begrenser for tiden behovet for å øke markedsfinansieringen, og de siste årene har indikatoren flatet ut og falt noe. Det har redusert gapene mellom indikatoren og de beregnede historiske trendene, se figur 2.19. En betydelig del av innskuddsveksten de siste årene har kommet fra utenlandske kilder, herunder pengemarkedsfond. Slike

Figur 2.15 Realpriser på næringseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 3. kv. 2013



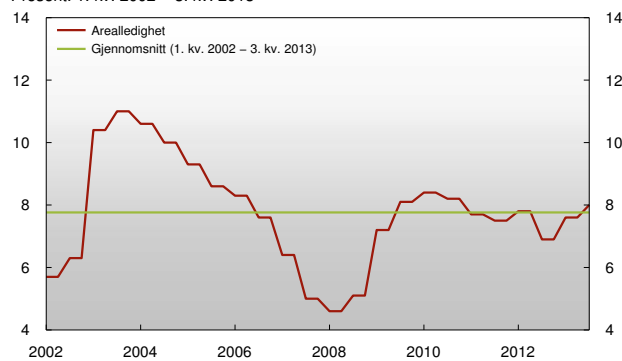
1) Beregnede salgpriser på kontorlokaler i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.16 Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 2. kv. 1981 – 3. kv. 2013



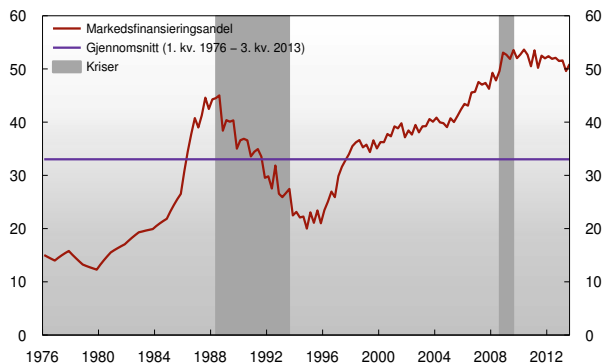
1) Beregnede salgpriser på kontorlokaler i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå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

Figur 2.17 Arealledighet for kontorer i Oslo, Asker og Bærum.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2002 – 3. kv. 2013



1) Antall kvadratmeter ledig i prosent av total eiendomsmasse. Halvårstall
Kilde: DNB Næringsmegling

Figur 2.18 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel.²⁾ Prosent. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2013



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

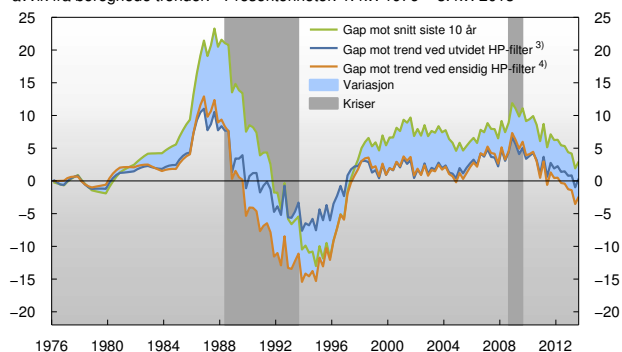
innskudd kan være lite stabile. Dersom vi klassifiserer innskudd fra utenlandske pengemarkedsfond som markedsfinansiering, dempes fallet i indikatoren, se figur 2.20.

De siste årene har de største bankene hatt betydelige innskudd i utenlandske sentralbanker. Slike innskudd er trygge og lett tilgjengelige. Den kortsiktige markedsfinansieringen som motsvares av disse innskuddene, bidrar i liten grad til kredittvekst og risikoppbygging. Norske banker har siden finanskrisen bedret sin finansierungsstruktur og redusert sin likviditetsrisiko.

De fire indikatorene for finansielle ubalanser er på historisk høye nivåer. Den siste tiden har gapene mellom indikatorene og de beregnede historiske trendene flatet ut eller falt. Bankenes tilpasning til de skjerpede kapitalkravene, herunder forventninger om en motsyklisk kapitalbuffer, kan ha bidratt til det. Analysene tyder likevel på at det fortsatt er fare for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Det første kriteriet for en god motsyklisk kapitalbuffer taler dermed for at bankene burde holde en slik buffer.

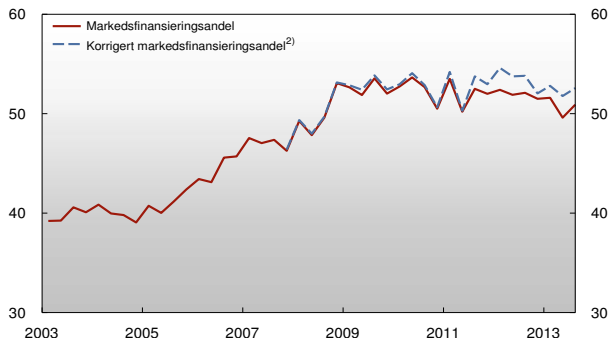
Det andre kriteriet for en god motsyklisk buffer er at bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene. Det gjelder særlig når nye krav introduseres. På kort sikt kan økte kapitalkrav dempe veksten i kreditt og samlet verdiskaping. Når kredittveksten er sterk, kan en økt buffer bidra til å bremse oppbygging av finansielle ubalanser. Øker kapitalkravene til bankene for raskt, kan resultatet bli en kraftig innstramning i kreditten.

Figur 2.19 Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2013



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

Figur 2.20 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2013

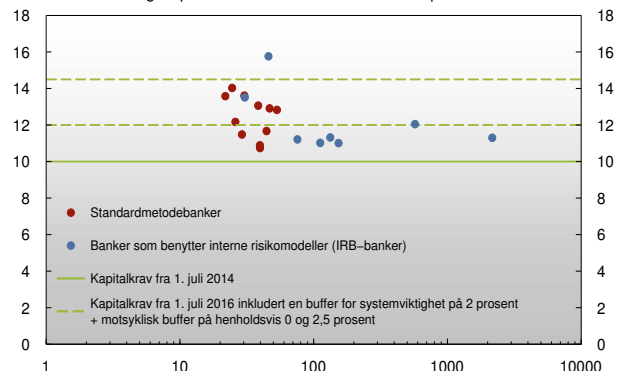


1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge
2) Kundeinnskudd fra utenlandske «andre finansielle foretak» er omklassifisert til markedsfinansiering
Kilde: Norges Bank

3 Dette er en beregnet størrelse da opptjent delårsresultat fratrukket utbytte-disponering først legges til ren kjernekapital ved årsskiftet

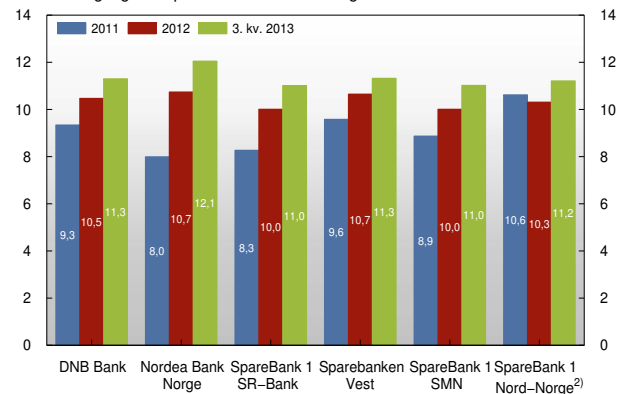
Ved krav om en full motsyklisk kapitalbuffer, i tillegg til en buffer for systemviktighet på 2 prosent, vil flere av bankene måtte gjøre tilpasninger utover det de har gjort så langt. Egenkapitalemisjoner gjør det mulig for bankene raskt å tilfredsstille økte kapitalkrav uten å måtte begrense sin utlånskapasitet. Hittil i år har SpareBank 1 Nord-Norge og Sparebanken Møre emittert. Bankene kan også velge å selge unna eiendeler eller holde tilbake på nye utlån for raskere å kunne øke kapitaldekningen. Velger bankene å begrense kredittveksten, kan de ha mest å hente på å redusere veksten i utlån til foretak. Det skyldes at foretakslån på marginen har høyere risikovekter enn husholdningslån. En innstramning av bankenes kreditt til foretak vil kunne gjøre det mer krevende å få lån for foretak som har bankene som eneste finansieringskilde.

Figur 2.21 Bankkonsernenes¹⁾ rene kjernekapitaldekning.²⁾ Prosent. Forvaltningskapital³⁾. Milliarder kroner. Per 30. september 2013



1) Bankkonsern med forvaltningskapital større enn 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
 2) Tillagt hele resultatet per 30. september 2013
 3) Logaritmisk skala
 Kilder: Bankkonsernenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 2.22 Ren kjernekapitaldekning for store norske bankkonsern. Prosent. Utgangen av perioden. 2011 – 2012 og 3. kv. 2013¹⁾



1) Tillagt hele resultatet per 30. september 2013
 2) Effekten av egenkapitalemisjonen inngår ikke i tallet for 3. kv. 2013
 Kilder: Bankkonsernenes resultatrapporter og Norges Bank

Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer¹

§ 1

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre institusjonene mer solide og robuste overfor utlånstap i en framtidig lavkonjunktur og dempe faren for at bankene skal bidra til å forsterke en eventuell nedgangskonjunktur ved å redusere sin kredittgivning.

Forskriften §§ 1- 4 gjelder myndighetenes arbeid med motsyklisk kapitalbuffer. Forskriften § 5 gjelder finansinstitusjoner som er omfattet av kravet til motsyklisk buffer etter finansieringsvirksomhetsloven § 2-9 e.

§ 2

Finansdepartementet skal fastsette nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Motsyklisk kapitalbuffer skal bestå av ren kjernekapital. Nivået skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent. I særlige tilfeller kan nivået også settes høyere enn 2,5 prosent.

Beslutning om nivået på den motsykliske kapitalbufferen skal fattes hvert kvartal. Første beslutning om nivå på bufferen og beslutning om å øke nivået skal normalt tidligst tre i kraft 12 måneder etter at beslutningen er fattet. I særlige tilfelle kan tidligere ikrafttredelse besluttes. Beslutning om å redusere nivået kan tre i kraft umiddelbart. Nivået skal endres i trinn på en eller flere ganger 0,25 prosentenheter.

§ 3

Norges Bank skal hvert kvartal utarbeide et grunnlag for beslutningen om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. I dette arbeidet skal Norges Bank og Finanstilsynet utveksle relevant informasjon og vurderinger. Beslutningsgrunnlaget skal inneholde oversikt over forholdet mellom kreditt og BNP og hvordan dette avviker fra den langsiktige trenden, samt andre indikatorer, og Norges Banks vurdering av systemrisiko som bygges opp eller er bygget opp over tid.

Norges Bank skal fire ganger i året, senest innen utgangen av hvert kvartal, gi departementet råd om beslutning om nivået på den motsykliske kapitalbufferen, inkludert råd om i hvilken grad norske finansinstitusjoner bør oppfylle krav til motsyklisk kapitalbuffer for den del av virksomheten som drives i andre land. Rådet skal bygge på Norges Banks beslutningsgrunnlag og eventuelle råd fra Det europeiske risikorådet (ESRB).

Dersom Norges Bank gir råd om en reduksjon av bufferkravet, skal beslutningsgrunnlaget også inneholde Norges Banks anslag på når Norges Bank vil gi råd om å øke bufferkravet.

§ 4

Finansdepartementet fastsetter i hvilken grad norske finansinstitusjoner skal oppfylle krav til motsyklisk kapitalbuffer fastsatt av andre lands myndigheter for den del av virksomheten som drives i vedkommende land, samt eventuelt bufferkrav for virksomhet i land der myndighetene ikke har fastsatt eget bufferkrav.

§ 5

Beregningsgrunnlaget for den motsykliske kapitalbufferen skal, med mindre annet er fastsatt i forskrift eller ved fastsettelsen av nivået på bufferen, være det samme som beregningsgrunnlaget for minstekravet til ansvarlig kapitaldekning.

En finansinstitusjon som er omfattet av kravet til motsyklisk kapitalbuffer skal, når det er fastsatt nivå på bufferen, beregne sitt institusjonsspesifikke krav til motsyklisk kapitalbuffer. Finanstilsynet kan fastsette nærmere regler om finansinstitusjoners beregning av sitt institusjonsspesifikke krav til motsyklisk kapitalbuffer.

§ 6

Forskriften trer i kraft 15. oktober 2013.

¹ Fastsatt ved kongelig resolusjon 4. oktober 2013

Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer 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.

I en høykonjunktur vil kreditt som stiger raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, gi signaler om oppbygging av ubalanser. Stigende bolig- og eiendomspriser går gjerne sammen med tiltakende gjeldsvekst. Når bankene endrer sin tilpasning og finansierer en større andel av sine eiendeler direkte i

finansmarkedet, vokser de raskere og systemrisikoen øker.

Råd fra Norges Bank om å bygge opp en motsyklisk kapitalbuffer vil som en hovedregel ta utgangspunkt i fire nøkkelindikatorer: i) Samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 foretak for Fastlands-Norge) som andel av BNP for Fastlands-Norge, ii) boligpriser i forhold til husholdningenes disponible inntekt, iii) salgspriser på næringseiendom², og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner. Samlet gir de fire indikatorene signaler om sårbarhet og finansielle ubalanser.³ De har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet.

Som grunnlag for rådet om den motsykliske kapitalbufferen vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorene og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender. Avstanden mellom indikatorene og de beregnede trendene kan tjene som et mål på finansielle ubalanser. Når den faktiske utviklingen avviker mye fra trenden, kan det være tegn på at utviklingen ikke er opprettholdbar over tid. Det kan signalisere fremtidige finansielle kriser. Samtidig er det stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene og dermed til målingen av de finansielle

ubalansene. Statistiske metoder og økonomisk teori kan være til hjelp, men gir ikke noe entydig svar. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder for trendene. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske risikorådet (ESRB). ESRB er forventet å komme med sine første anbefalinger i løpet av 2014.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra ESRB og rådet om den motsykliske bufferen. Rådet vil bygge på bankens faglige skjønn, hvor også andre forhold vil trekkes inn i vurderingen.

Størrelsen på bufferen vil vurderes i sammenheng med øvrige krav til bankene, særlig når nye krav introduseres. Økte kapitalkrav kan føre til at banker strammer inn på kreditten til husholdninger og foretak. I perioder med høy kredittvekst kan det bidra til å dempe oppbyggingen av ubalanser. Den samlede økningen i kapitalkravene bør ikke begrense tilgangen på kreditt så mye at det bidrar til et tilbakeslag i norsk økonomi.

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et virkemiddel for å finstyre økonomien. Hensynet til robusthet tilsier at kapitalbufferen ikke uten videre trappes ned selv om det er tegn til at finansielle ubalanser

skulle avta. I lange perioder med lave tap og vekst i formuespriser og kreditt vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal bufferen kunne tæres på. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene stramme mindre inn på sine utlån i nedgangstider enn de ellers ville gjort. Det vil kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

Nøkkelindikatorene er lite egnet til å gi signaler om når bufferkravet skal senkes. Annen informasjon, som uro i markedene og utsikter til tap i bankene, vil da være mer relevant. Et råd om at bankene kan få tære på bufferen, vil bygge på en vurdering av om kapitalkravet kan bidra til en brå innstramming i bankenes utlånspraksis. Kapitalbufferen skal ikke frigis for å avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

- 1 Se også Norges Bank Memo 1/2013
- 2 Indikatoren er basert på OPAK sine beregnede salgspriser for kontorlokaler i Oslo som tar utgangspunkt i anslåtte leiepriser fra Dagens Næringslivs eiendomsindeks
- 3 Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av nøkkelindikatorer videreutvikles

Bufferguiden – referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen

Ifølge EUs kapitalkravsdirektiv¹ skal nasjonale myndigheter hvert kvartal beregne en veiledende referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen («bufferguide»). Referanseverdien skal baseres på det såkalte kredittgapet. Kredittgapet er avviket mellom samlet kreditt som andel av nominelt BNP og en beregnet langsiktig trend for det samme forholdstallet. Ifølge direktivet skal referanseverdien også kunne ta hensyn til særegenheter ved den nasjonale økonomien.

Baselkomiteen for banktilsyn foreslo i 2010 en metode for å beregne en slik referanseverdi.² Utgangspunktet er kredittgapet beregnet ved bruk av et ensidig Hodrick Prescott (HP)-filter med en glattingsparameter lik 400 000. Denne versjonen av kredittgapet ble valgt fordi det historisk har gitt tidlige signaler om finansielle kriser i et utvalg på 24 land³. Figur 2.23 viser utviklingen i kreditt i forhold til nominelt BNP for Fastlands-Norge og trenden beregnet etter Baselkomiteens metode.

Baselkomiteens foreslåtte regel innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil bufferen variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil

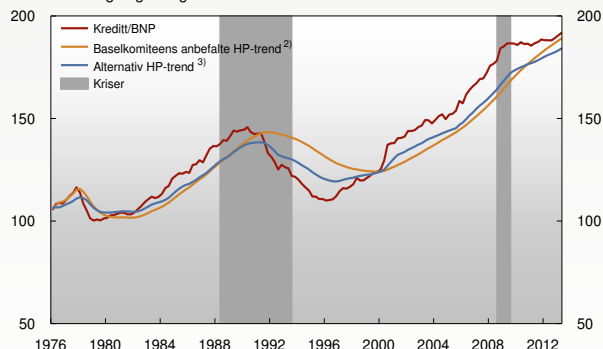
referanseverdien for den motsykliske bufferen være 2,5 prosent. Den nedre terskelverdien er valgt slik at bankene begynner å bygge opp kapital om lag 2–3 år før en potensiell krise, og den øvre terskelverdien er valgt slik at bufferen er på sitt maksimale nivå før en alvorlig bankkrise materialiserer seg.

Baselkomiteens mekaniske regel gir en referanseverdi for den motsykliske bufferen i Norge på ¼ prosent i andre kvartal i år, se figur 2.24. Ifølge Baselkomiteens regel skulle norske banker også ha bygd opp kapitalbufferer før bankkrisen i 1988–1993 og før finanskrisen i 2008–2009.

Det fremgår klart av EUs kapitalkravsdirektiv at bufferguiden kun er ment å være veiledende. Det var også Baselkomiteens syn.⁴ Terskelverdiene i Baselkomiteens regel er basert på et utvalg land som ikke nødvendigvis er representativt for Norge. Det er flere grunner til at det ikke bør være en mekanisk sammenheng mellom kredittgapet og bufferkravet.

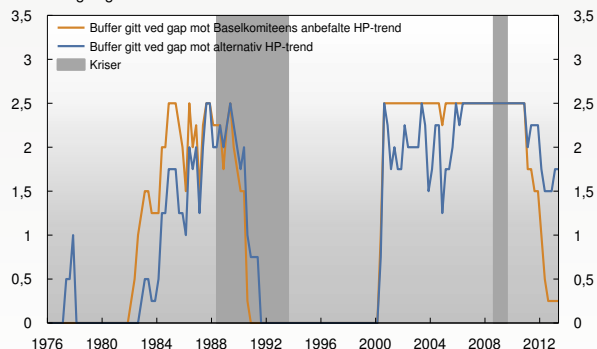
Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av den langsiktige trenden i forholdet mellom kreditt og BNP og dermed til størrelsen på kredittgapet.⁵ Mens kredittindikatoren flatet ut på et historisk høyt nivå etter finanskrisen, har trenden beregnet ved

Figur 2.23 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge og beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2013



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

Figur 2.24 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen under alternative trenderberegninger. Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2013



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

bruk av Baselkomiteens metode fortsatt å stige raskt. Utviklingen i trenden indikerer at veksttakten i forholdet mellom kreditt og BNP fra før finanskrisen er bærekraftig. Dersom veksttakten ikke er bærekraftig, vil kredittgapet og den tilhørende referanseverdien undervurdere de finansielle ubalansene og behovet for en motsyklisk buffer.

Det er velkjent at det er særlig stor usikkerhet om trendberegningen i slutt punktet ved bruk av et HP-filter. I andre sammenhenger hvor trendberegninger brukes, som for eksempel analyser av produksjon og sysselsetting, har Norges Bank vært varsom med å legge for stor vekt på slike usikre beregninger, og søkt å forbedre metoden.⁶ Usikkerheten i trendberegningen kan reduseres ved å utvide dataserien med en enkel prognose før bruk av HP-filteret, se figur 2.23.⁷ Kredittgapet målt som avvik fra denne trenden, har historisk gitt bedre signaler om fremtidige kriser, og gir en referanseverdi for den motsykliske bufferen på 1¼ prosent i andre kvartal i år, se figur 2.24.

Forholdet mellom kreditt og BNP vil ikke alene være tilstrekkelig til å vurdere om systemrisiko bygges opp eller er bygd opp over tid. Nasjonale myndigheter kan ifølge EUs kapitalkravsdirektiv også se på andre indikatorer for oppbygging av systemrisiko ved fastsettelse av den motsykliske kapitalbufferen. Det fremgår også av forskriften om motsyklisk kapitalbuffer.

Sammenhengene i økonomien er mer kompliserte enn enkle indikatorer kan fange opp. Norges Banks råd om nivået på kapitalbufferen vil bygge på bankens faglige skjønn, hvor også andre forhold vil trekkes inn i vurderingen. Kredittgapet og de øvrige nøkkelindikatorer er dessuten lite egnet til å gi signaler om når bufferkravet skal senkes.⁸ Det har blant annet sammenheng med at kredittgapet gjerne fortsetter å vokse etter at en krise har inntruffet. Uro i markedene og utsikter til tap i bankene vil da være mer relevant.

Ifølge forskriften skal Norges Bank ta hensyn til eventuelle råd fra Det europeiske risikorådet (ESRB). Risikorådet arbeider for tiden med å utvikle retningslinjer for hvordan bufferkravet skal fastsettes. Når retningslinjene er på plass, vil anbefalinger fra ESRB om metoder og beregning av veiledende referanseverdier for bufferkravet inngå som en del av beslutningsgrunnlaget.

- 1 Artikkel 136(2), CRD IV
- 2 Baselkomiteen for banktilsyn (2010): «Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer», Bank for International Settlements
- 3 Argentina, Australia, Belgia, Brasil, Canada, Kina, Frankrike, Tyskland, India, Indonesia, Italia, Japan, Korea, Mexico, Nederland, Russland, Saudi-Arabia, Sør-Afrika, Spania, Sverige, Sveits, Tyrkia, Storbritannia og USA
- 4 Baselkomiteen for banktilsyn (2010) skriver blant annet at: «*The guide does not always work well in all jurisdictions at all times. ... Rather than rely mechanically on the credit/GDP guide, authorities are expected to apply judgment in the setting of the buffer in their jurisdiction after using the best information available to gauge the build-up of system-wide risk.*»
- 5 Se Norges Bank Memo 1/2013 og utdyping i Pengepolitisk rapport 2/2013 for nærmere informasjon
- 6 Se for eksempel Hagelund K. og M. Sturød (2012): «Nærmere om Norges Banks anslag på produksjonsgapet», Norges Bank Staff Memo 7/2012
- 7 Se Gerdrup, K., A. Kvinlog og E. Schaanning (2013): «Key indicators for a countercyclical capital buffer in Norway – Trends and uncertainty», Norges Bank Staff Memo 12/2013
- 8 ESRB skal i henhold til CRD IV også komme med veiledning rundt variabler, inkludert kvalitative kriterier, som indikerer hvorvidt bufferen skal beholdes, reduseres eller frigis helt

3 Nærmere om den økonomiske utviklingen

Internasjonal økonomi

Den moderate oppgangen internasjonalt ventes å fortsette, men det er utsikter til litt lavere vekst hos våre handelspartnere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/13. I USA bidrar trolig usikkerhet om den økonomiske politikken til lavere vekst den nærmeste tiden. I euroområdet ventes en gradvis oppgang i veksten, men usikkerheten er fortsatt stor. I fremvoksende økonomier ser det ut til at veksten i år blir som anslått i september, men de neste årene vil veksten være litt lavere enn vi så for oss i forrige rapport.

Vi venter at veksten hos handelspartnerne øker fra 1 prosent i 2013 til 2½ prosent mot slutten av prognoseperioden. Anslagene for årlig vekst er nedjustert med ¼ prosentenheter fra 2013, se tabell 3.1. Den globale veksten anslås å bli 2¼ prosent i år, noe under gjennomsnittet for de siste 30 årene.

De langsiktige internasjonale rentene har variert mye i perioden siden Pengepolitisk rapport 3/13, se figur 3.1. I etterkant av rentemøtet i den amerikanske sentralbanken (Fed) i september falt disse markert. Markedsaktørene ble overrasket over Feds beslutning om ikke å redusere kjøpene av verdipapirer. Senere har økt sysselsettingsvekst i USA og signaler fra Fed etter rentemøtet i oktober ført til at de amerikanske langsiktige rentene har økt litt igjen. Også hos de andre av våre viktigste handelspartnere har tiårs statsrenter falt noe siden forrige pengepolitiske rapport. Deler av nedgangen skyldes at den realøkonomiske utviklingen i flere av de europeiske kjernelandene har vært mindre positiv enn i sommer. I Italia og Spania har de langsiktige rentene fortsatt å falle. Markedsaktørene synes å legge til grunn at risikoen for at disse landene vil misligholde sin gjeld har avtatt.

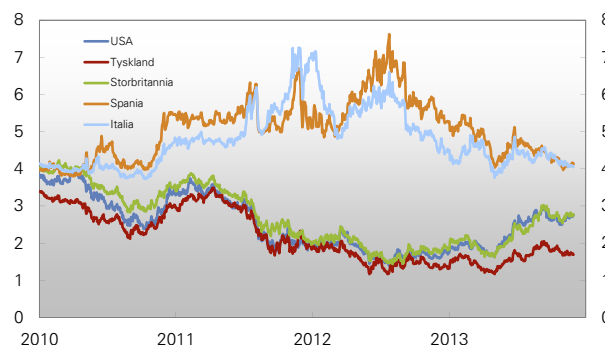
I USA har beslutningen om å videreføre obligasjonskjøpene i samme omfang bidratt til at de kortsiktige rentene har falt markert. Markedsprisingen indikerer nå at første renteheving i USA vil komme i tredje kvartal 2015. Den europeiske sentralbanken (ESB) besluttet på

Tabell 3.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 3/13 i parentes

	Andel av verdens BNP ¹⁾ (prosent)	2013	2014	2015–2016 ²⁾
USA	23	1¾ (0)	2¾ (-¼)	3¼ (0)
Euroområdet	20	-½ (-¼)	1 (0)	1½ (-¼)
Storbritannia	4	1½ (¼)	2½ (¼)	2½ (¼)
Sverige	0,7	1 (-½)	2½ (0)	2¾ (0)
Kina	9	7½ (0)	7¼ (-¼)	7 (-¼)
Fremvoksende økonomier ³⁾	12	3¼ (0)	3¾ (-¼)	4½ (-¼)
Norges handelspartnere ⁴⁾	78	1 (-¼)	2¼ (-¼)	2½ (-¼)
Verden (PPP) ⁵⁾	100	3 (0)	3¾ (0)	4 (-¼)
Verden (markedskurser) ⁵⁾	100	2¼ (-¼)	3¼ (0)	3½ (-¼)

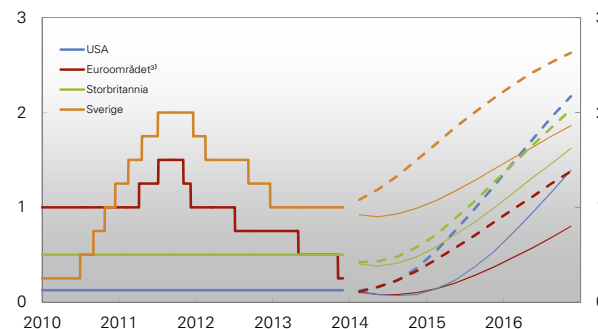
¹⁾ Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta (markedskurser). Gjennomsnitt 2009–2011
²⁾ Gjennomsnittlig vekst per år
³⁾ Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. BNP-vekter
⁴⁾ Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere
⁵⁾ BNP-vekter. Norges Banks anslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF
 Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

Figur 3.1 Rente 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 29. november 2013



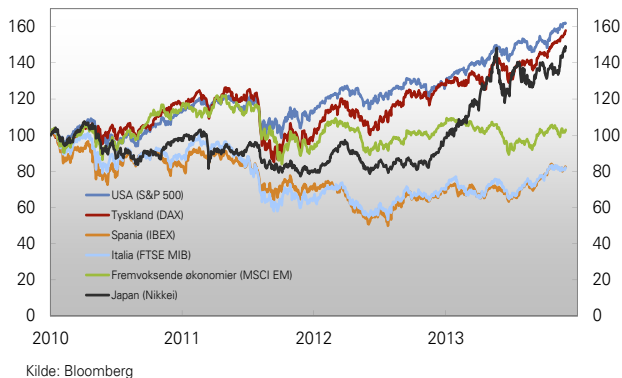
Kilde: Bloomberg

Figur 3.2 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 12. september 2013 og 29. november 2013.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2016²⁾



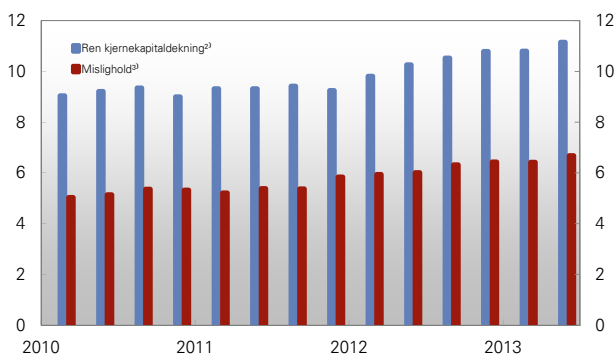
¹⁾ Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 12. september 2013. Tynne linjer viser terminrenter per 29. november 2013. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter
²⁾ Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 1. kvartal 2014
³⁾ EONIA for euroområdet fra 1. kvartal 2014
 Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 3.3 Utvikling i aksjemarkedene.
Indeks. 1. januar 2010 = 100. 1. januar 2010 – 29. november 2013



sitt rentemøte 7. november å sette ned styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,25 prosent, i hovedsak som følge av at prisveksten har vært lavere enn ESB forventet. Samtidig gjentok ESB at signalrentene vil være på dagens nivå eller lavere i en lengre periode. Beslutningen fra ESB har sammen med påvirkningen fra amerikanske renter bidratt til et markert fall i europeiske og britiske renter. Første renteheving fra Bank of England og Den europeiske sentralbanken (ESB) er skjøvet ut i tid og ventes nå i henholdsvis andre og fjerde kvartal 2015, se figur 3.2. Også svenske renter har fulgt utviklingen internasjonalt. Sammen med en svakere utvikling i prisveksten har dette ført til at første renteheving fra Riksbanken nå ventes våren 2015.

Figur 3.4 Ren kjernekapital og mislighold i europeiske banker.¹⁾
1. kv. 2010 – 2. kv. 2013

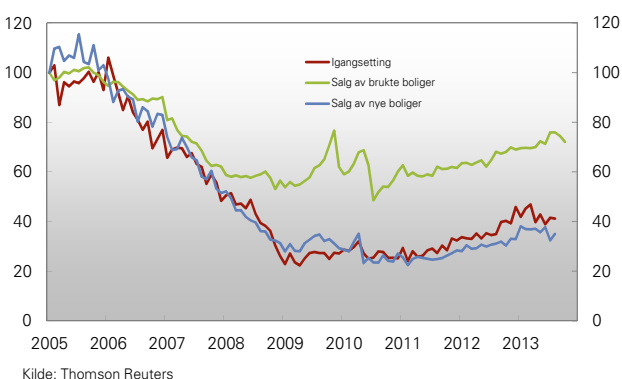


1) Basert på data fra 56 store banker i EØS-området
2) Ren kjernekapital eksklusive hybrider i prosent av risikovektede eiendeler
3) Misligholdte lån i prosent av totale lån
Kilde: European Banking Authority (EBA) Risk Dashboard

Utviklingen i aksjemarkedene har vært positiv siden forrige rapport, se figur 3.3. Utsikter til fortsatt svært ekspansiv pengepolitikk fra flere sentralbanker er trolig en viktig årsak til den globale oppgangen i aksjemarkedene.

Utsiktene for finansiell stabilitet internasjonalt er lite endret det siste kvartalet. Fortsatt oppgang i USA styrker utsiktene for finansiell stabilitet der. Mindre ekspansiv pengepolitikk i USA kan imidlertid gi redusert kapitalinngang til fremvoksende økonomier og en periode med økt volatilitet i finansmarkedene. Bankene i Europa har økt sin kapitaldekning i en periode med svak økonomisk vekst, se figur 3.4. Egenkapitalavkastningen i europeiske banker er på under 4 prosent. Mislighold og tapsutsatte lån i bankene øker fortsatt og demper utsiktene til høyere fortjeneste i flere land. Europeiske myndigheters planlagte gjennomgang av bankenes aktiva kan bidra til å styrke tilliten til bankene. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til virkningene så lenge det ikke er klart hvordan man skal tilføre mer kapital der det viser seg nødvendig.

Figur 3.5 Igangsetting og salg av nye og brukte boliger i USA.
Indeks. Januar 2005 = 100. Januar 2005 – oktober 2013



Vekstutsikter for ulike regioner og land

I USA fortsetter den moderate oppgangen. BNP-veksten i tredje kvartal var som ventet i forrige rapport. Utviklingen de siste månedene har imidlertid vært preget av usikkerhet rundt både penge- og finanspolitikken. Selv om pengepolitikken fortsatt er ekspansiv, er langsiktige renter høyere enn i første halvår i år. Dette har blant annet ført til ny avdemping i deler av boligmarkedet, se figur 3.5. Samtidig har det vært uro rundt finanspolitikken, knyttet til både budsjettet for inneværende finansår og

det såkalte gjeldstaket som begrenser føderale myndigheters låneadgang. Partene er ikke enige om en mer langsiktig løsning på budsjett- og gjeldsspørsmålene. Vi venter at økt usikkerhet vil bidra til noe lavere vekst den nærmeste tiden enn tidligere lagt til grunn.

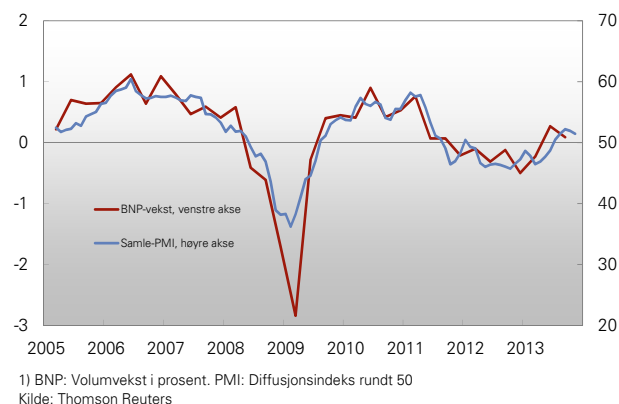
I euroområdet økte BNP for andre kvartal på rad i tredje kvartal. Veksten var om lag som ventet i forrige rapport. Nye tall for første halvår viser imidlertid at veksten fram mot sommeren var noe lavere enn tidligere lagt til grunn. Aktivitetsindikatorer til og med november tyder på moderat oppgang i veksttakten mot slutten av året, se figur 3.6.

På bakgrunn av nye vurderinger av vekstpotensialet og kapasitetsutnyttelsen, er BNP-veksten i euroområdet i 2015 og 2016 justert noe ned. Siden finanskrisen har vekstpotensialet i euroområdet vært holdt nede av lav produktivitetsvekst og fall i arbeidstilbudet. Investeringer og sysselsetting er ventet å ta seg gradvis opp, men potensiell vekst vil trolig holde seg lavere enn i årene før krisen, se Aktuell kommentar 7/2013 for utdyping av utsiktene for potensiell vekst i euroområdet. Samtidig fører svak etterspørselsvekst som følge av lav inntektsvekst og fortsatt reduksjon av gjeld i privat og offentlig sektor til at kapasitetsutnyttelsen blir liggende under normalt nivå ut prognoseperioden, se figur 3.7.

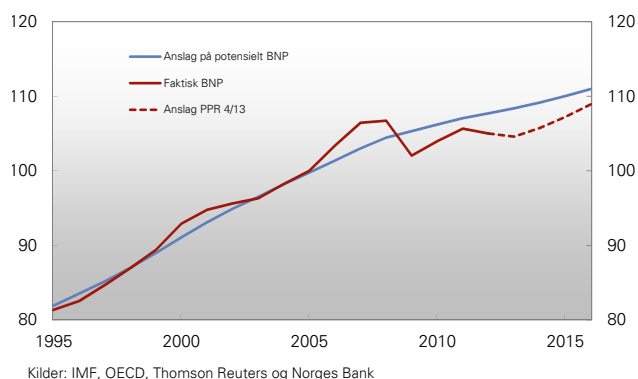
I Storbritannia tiltok veksten ytterligere i tredje kvartal. Utviklingen er bedre enn anslått i forrige rapport. Oppgangen er delvis drevet av en videre bedring i boligmarkedet, med høyere aktivitet i bygg- og anleggssektoren, men også innen industri- og tjenestesektoren har veksten tatt seg opp. Årsveksten i BNP ventes å tilta neste år, drevet av en ekspansiv pengepolitikk og økt aktivitet hos viktige handelspartnere.

I Sverige har veksten vært svakere enn ventet. Nye tall viser at BNP var om lag uendret fra første til tredje kvartal i år. Fremover venter vi at veksttakten tar seg opp om lag som tidligere anslått. Tilliten i svenske husholdninger og foretak har fortsatt å øke gjennom høsten, se figur 3.8. Sammen med tiltakende vekst internasjonalt er dette ventet å løfte svensk økonomi. Høy sparerate, god inntektsvekst og ekspansiv økonomisk politikk gir grunnlag for god konsumvekst de nærmeste årene.

Figur 3.6 Euroområdet: Kvartalsvis BNP-vekst og samle-PMI.¹⁾
BNP: 1. kv. 2005 – 3. kv. 2013. PMI: Mars 2005 – november 2013



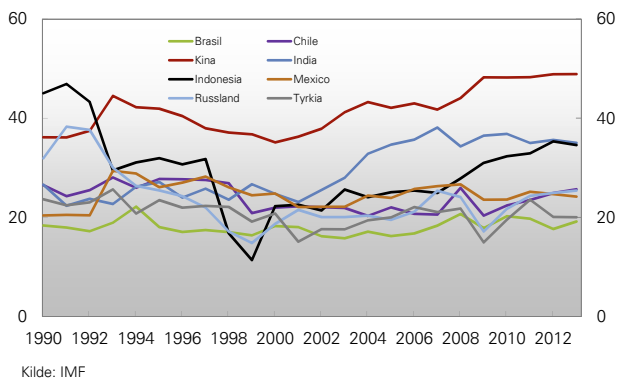
Figur 3.7 Euroområdet: Anslag på potensielt BNP og BNP i faste priser.
Indeks. 2005 = 100. 1995 – 2016



Figur 3.8 Sverige: Tillitsindikator for totalt næringsliv.
Diffusjonsindeks. Januar 2005 – november 2013

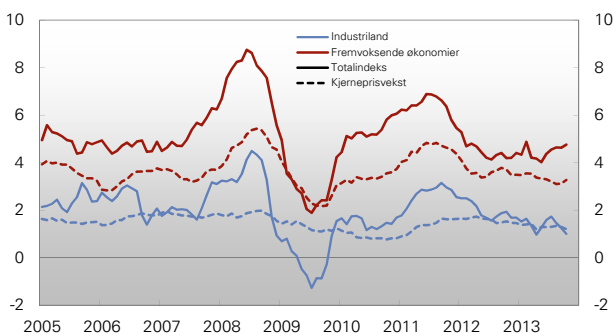


Figur 3.9 Investeringer som andel av BNP. Prosent. 1990 – 2012. Anslag fra IMF for 2013



I Kina tiltok BNP-veksten som ventet i tredje kvartal, men økonomiske indikatorer tyder på noe lavere veksttakt i høst. Økte investeringer har så langt i år stått for over halvparten av veksten. Det er en større andel enn i de to foregående årene. De siste årene har veksttaket i Kina avtatt samtidig som investeringsnivået har vært svært høyt. Det vedvarende høye investeringsnivået har ført til betydelig overkapasitet i deler av industrien, og myndighetene har signalisert reformer for å øke innenlandsk etterspørsel, særlig i husholdningene. Vi venter at utviklingen går i retning av myndighetenes mål, men at omstillingen trolig blir noe mer krevende enn vi tidligere har sett for oss. Lavere kredittvekst og signaler om strammere økonomisk politikk bidrar til at vi venter noe lavere BNP-vekst i Kina enn tidligere anslått.

Figur 3.10 Konsumpriser i industriland og fremvoksende økonomier.¹⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2005 – oktober 2013



1) Vektet med BNP-vekter (PPP). Industriland: Australia, Canada, euroområdet, Japan, Storbritannia og USA. Fremvoksende økonomier: Argentina, Brasil, India, Indonesia, Kina, Mexico, Russland, Sør-Afrika, Sør-Korea og Tyrkia
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

I andre fremvoksende økonomier har makroøkonomiske indikatorer bedret seg noe den siste tiden. Sammen med den amerikanske sentralbankens beslutning om ikke å redusere de månedlige obligasjonskjøpene, har dette ført til stabilisering av forholdene i finansmarkedene. Svekkede valutakurser og noe økt etterspørsel i industriland har bidratt til en bedring i handelsbalansene de siste månedene. Over flere år har veksten i innenlandsk etterspørsel vært svært høy, drevet av ekspansiv økonomisk politikk, rask kredittvekst og høy brutto kapitalinngang. De siste årene har veksten kommet ned, mens inflasjonen og driftsbalanseunderskuddene har økt i mange land. Dette skyldes blant annet manglende strukturreformer som har ført til begrensninger på tilbudssiden av økonomien i viktige land som India, Indonesia og Brasil. I India, Indonesia og Tyrkia vokser arbeidsstyrken raskt, men lave investeringsnivåer vil trolig bidra til å begrense vekstpotensialet, se figur 3.9. Vekstanslagene for fremvoksende økonomier utenom Kina er redusert med ¼ prosentpoeng årlig fra 2014.

Tabell 3.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 3/13 i parentes

	2013	2014	2015–16 ¹⁾
USA	1½ (0)	1¾ (-¼)	2¼ (0)
Euroområdet ²⁾	1½ (0)	1¼ (-¼)	1½ (-¼)
Storbritannia	2½ (0)	2¼ (0)	2 (0)
Sverige	0 (0)	1¼ (-¼)	2½ (0)
Kina	2¾ (0)	3¼ (0)	3¼ (0)
Fremvoksende økonomier ³⁾	6¼ (0)	5¾ (0)	5¼ (-¼)
Norges handelspartnere ⁴⁾	1¾ (0)	2 (-¼)	2¼ (-¼)
Oljepris Brent Blend ⁵⁾	109	109	100

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

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

⁴⁾ Importvekter, 25 viktige handelspartnere

⁵⁾ USD per fat. Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. For 2013 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

Priser

Veksten i konsumprisene er moderat både i industriland og i fremvoksende økonomier, se figur 3.10. Inflasjonen har vært lavere enn ventet i forrige rapport i euroområdet og USA. Langsiktige inflasjonsforventninger synes godt forankret i både USA og Europa. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere samlet sett anslås å øke fra 1¾ prosent i år til 2¼ prosent mot slutten av prognoseperioden i tråd med at veksten ute tar seg opp, se tabell 3.2.

Oljeprisen er rundt 110 dollar per fat, om lag uendret fra forrige rapport. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 3.2. Disse prisene indikerer en nedgang i oljeprisen fremover. Utsikter til lavere vekst enn tidligere antatt i fremvoksende økonomier kan dempe veksten i global oljeetterspørsel, samtidig som oljeproduksjon særlig i USA ser ut til å kunne øke videre.

Eksportprisen på norsk gass holder seg godt oppe, som følge av fortsatt høye priser på olje og britisk gass, se figur 3.11. En lavere oljepris fremover vil ventelig over tid føre til en viss nedgang i eksportprisen for norsk gass.

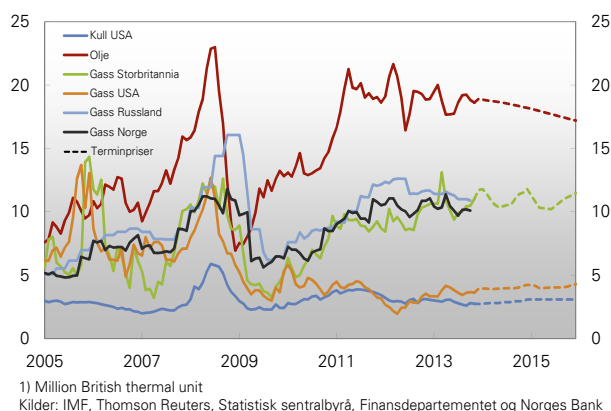
The Economist råvareindeks er om lag uendret fra forrige rapport, se figur 3.12.

Valutamarkeder

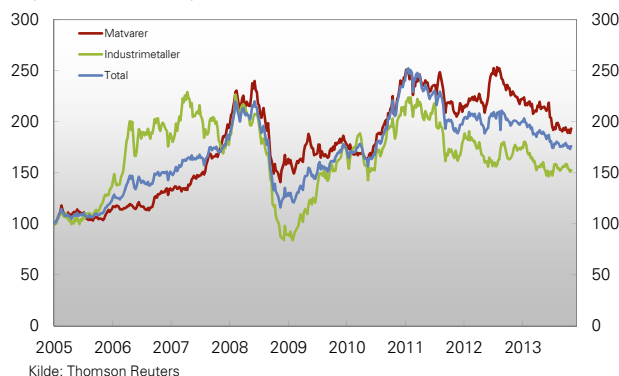
Forventninger til pengepolitikken i de store økonomiene har preget utviklingen i valutamarkedet gjennom høsten. Amerikanske dollar har svingt med markedets forventninger til hvor lenge sentralbanken vil fortsette å kjøpe obligasjoner i markedet. Enkelte gode økonomiske indikatorer har bidratt til at amerikanske dollar samlet sett er sterkere enn ved forrige pengepolitiske rapport. Kursen på euro var i oktober på sitt sterkeste nivå siden 2011. Siden har blant annet lavere prisvekst og et overraskende rentekutt fra den europeiske sentralbanken bidratt til en svakere euro. Samlet sett har det vært små endringer i kursen siden forrige rapport. I Storbritannia er det tegn til at den økonomiske veksten gradvis er i ferd med å ta seg opp, og pundet har styrket seg noe i løpet av perioden.

I Norge har enkelte svake økonomiske indikatorer og lavere styringsrenteforventninger bidratt til at kronen har svekket seg siden forrige rapport. Begrenset likviditet i markedet har gitt større svingninger i kursen enn normalt. Målt ved den importveide valutakursen (I-44) har kronen svekket seg med om lag 9 prosent siden begynnelsen av året, se figur 3.13. Hittil i fjerde kvartal har kronen i gjennomsnitt vært om lag 3,5 prosent svakere enn anslått i forrige rapport. Kronesvekkelsen har vært større enn den historiske sammenhengen med renteforskjellen mot utlandet og oljeprisen skulle tilsi. Vi legger til grunn at kronkursen vil styrke seg noe de kommende kvartalene.

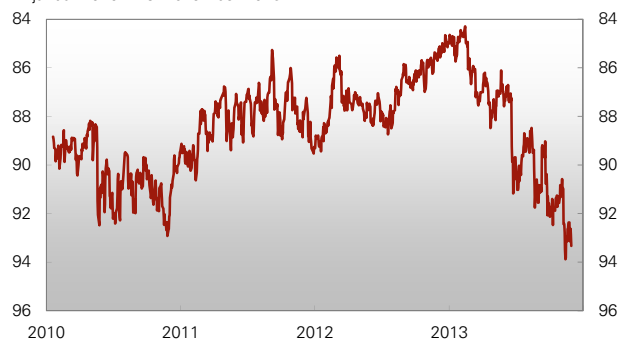
Figur 3.11 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBtu¹⁾. Januar 2005 – desember 2015



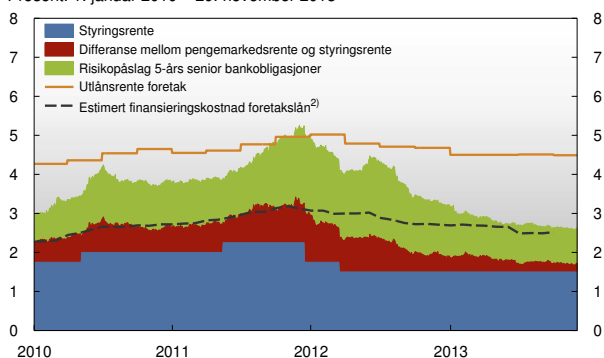
Figur 3.12 Economist råvareindeks. 7. januar 2005 = 100. 7. januar 2005 – 29. november 2013



Figur 3.13 Utviklingen i kronkursen. Importveid valutakurs (I-44)¹⁾. 1. januar 2010 – 29. november 2013

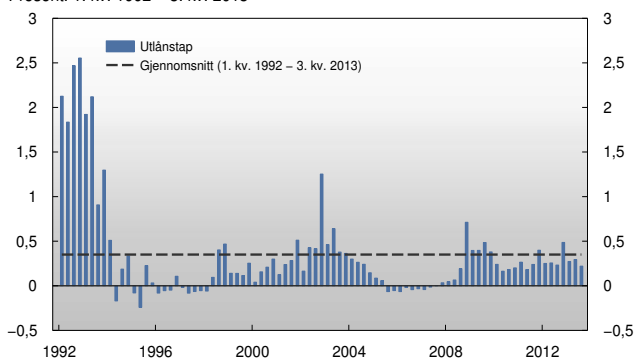


Figur 3.14 Utlånsrente foretakslån¹⁾ og finansieringskostnader.
Prosent. 1. januar 2010 – 29. november 2013



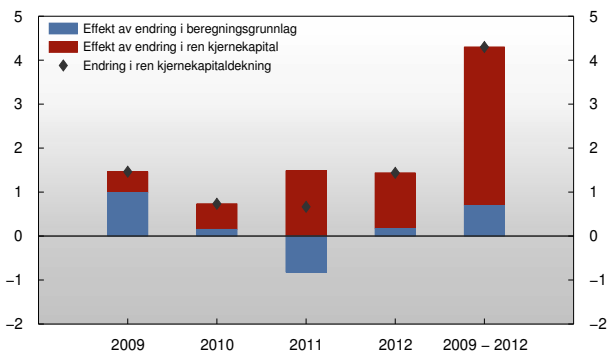
1) Alle banker og kredittforetak i Norge
2) Estimert ut i fra vektet rente på beholdning av senior bankobligasjoner og vektet innskuddsrente
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Bankenes¹⁾ utlånstap som andel av brutto utlån til publikum.
Prosent. 1. kv. 1992 – 3. kv. 2013



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

Figur 3.16 Bidrag til endring i bankenes¹⁾ rene kjernekapitaldekning.
Prosentenheter. 2009 – 2012



1) Vektet gjennomsnitt for de seks største norske bankkonsernene: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN og SpareBank 1 Nord-Norge
Kilder: Bankkonsernernes årsrapporter og Norges Bank

Norske banker

Bankene presenterte gode resultater for tredje kvartal. De største bankkonsernene¹ hadde en egenkapitalavkastning på 14,1 prosent, en økning fra 12,7 prosent i samme kvartal i 2012. Bedringen var hovedsakelig drevet av økte rentemarginer som følge av vårens renteøkning på boliglån. Bankenes utlånsrenter på boliglån holdt seg om lag uendret i tredje kvartal, se figur 1.4. Utlånsrentene til husholdninger, som også omfatter lån til andre formål enn bolig, økte svakt. Hittil i 2013 har utlånsrentene til foretak vært stabile, se figur 3.14. På sikt ventet vi at utlånsrentene vil stige mindre enn pengemarkedsrenten og styringsrenten, se figur 1.14. Utlånsmarginene målt mot pengemarkedsrenten vil dermed avta. Økt kostnadseffektivitet og lave tap bidro også til å øke bankenes inntjening. Utlånstapene som andel av utlån til kunder falt i tredje kvartal og ligger fortsatt under et historisk gjennomsnitt, se figur 3.15.

Fra 1. juli 2014 er kravet til ren kjernekapitaldekning 10,0 prosent og kravet til kapitaldekning 13,5 prosent. Ved utgangen av tredje kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin, se figur 2.21. Dersom hele resultatet for årets tre første kvartaler legges til kjernekapitalen, øker den rene kjernekapitaldekningen til de største bankkonsernene samlet med 0,9 prosentenheter til 11,4 prosent, se figur 2.22. Ikke alle de største bankkonsernene oppfyller neste års krav til kapitaldekning. Differansen mellom kravet til kapitaldekning og kravet til ren kjernekapitaldekning kan dekkes av annen ansvarlig kapital, som fondsobligasjoner og ansvarlig lånekapital. Flere norske banker har hentet inn ny annen ansvarlig kapital de siste månedene. Det tyder på at bankene ikke vil ha problemer med å oppfylle kravet til kapitaldekning.

Bankene kan øke kapitaldekningen på ulike måter. De kan øke kapitalen (telleren i dekningsbrøken) eller redusere det risikovektede beregningsgrunnlaget (nevneren i dekningsbrøken). De største norske bankkonsernene har de siste årene hovedsakelig økt sin rene kjernekapitaldekning gjennom tilbakeholdt overskudd og emisjoner, se figur 3.16. Til tross for at bankenes forvaltningskapital har økt i perioden, har bankene også bedret sin kapitaldekning ved å redusere

1) De største bankkonsernene viser her til de seks største norske bankkonsernene: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Vest og SpareBank 1 Nord-Norge

beregningsgrunnlaget. Det skyldes at bankene har fått godkjent nye modeller for beregning av risikovekter, og at de har vridd utlånsveksten fra foretakslån til boliglån som har lavere risikovekter.

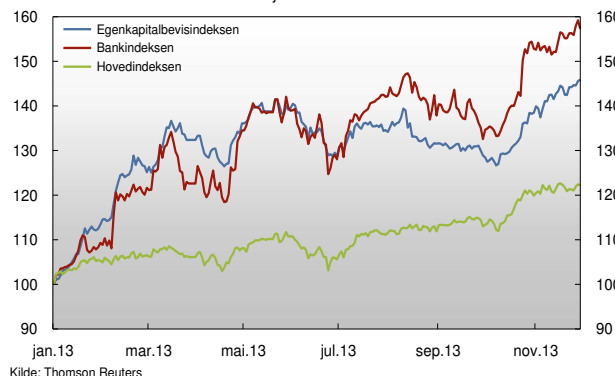
Banker kan se seg tjent med å hente inn ny egenkapital i markedet fremfor å la en innstramning i utlånsveksten gå på bekostning av inntjeningsmuligheter og markedsposisjon. Kursen på norske bankers aksjer og egenkapitalbevis har steget kraftig hittil i år, se figur 3.17. En høyere kurs gjør egenkapitalemisjoner mer attraktive for eksisterende eiere. Ved annonsering av emisjonene til Sparebanken Møre og SpareBank 1 Nord-Norge tidligere i år falt kursen på bankenes egenkapitalbevis. Frykten for kursfall kan gjøre det mindre attraktivt for eksisterende eiere å gå inn for emisjoner.

I juni vedtok Stortinget en opptrappingsplan for kravene til bankenes kapitaldekning, se figur 2.1. Et av elementene i opptrappingen er kapitalbufferen for systemviktige institusjoner. I november sendte Finanstilsynet et brev til Finansdepartementet der de tilrår at DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SR-Bank, SpareBank 1 SMN, Sparebanken Vest, Sparebanken Sør og Sparebanken Pluss² bør anses som nasjonalt systemviktige.³ Finanstilsynet anbefaler at alle disse bankene pålegges en buffer for systemviktighet på 2 prosent. Regelverket om systemviktige institusjoner er nå sendt på høring. En endelig avklaring er ventet etter at høringsrunden avsluttes i februar 2014.

I tillegg til det prosentvise kravet til kapitaldekning er reglene for fastsettelse av bankenes beregningsgrunnlag viktige for hvor mye kapital bankene må holde. I forbindelse med Nasjonalbudsjettet kom Finansdepartementet med regler for beregning av bankenes risikovekter på boliglån. Banker som benytter interne modeller (IRB), må fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad (LGD) på minst 20 prosent i beregningene. Samtidig videreføres overgangsregelen slik den praktiseres i Norge i dag.⁴ Reglene slår ulikt ut for norske IRB-banker. De fleste bankene vil fortsatt være bundet av overgangsregelen. For dem vil ikke økningen av boliglånsvektene føre til

2 Sparebanken Sør og Sparebanken Pluss er vedtatt fusjonert
 3 Se brev til Finansdepartementet 4. november 2013: «Systemviktige finansinstitusjoner og verdipapirforetak»
 4 Overgangsregelen innebærer at beregningsgrunnlaget (sum risikovektede eiendeler) for IRB-banker minst må utgjøre 80 prosent av hva det ville vært med Basel I-regelverket

Figur 3.17 Kursutvikling for bankaksjer, egenkapitalbevis og Oslo Børs. Indeks. 28. desember 2012 = 100. 1. januar 2013 – 29. november 2013



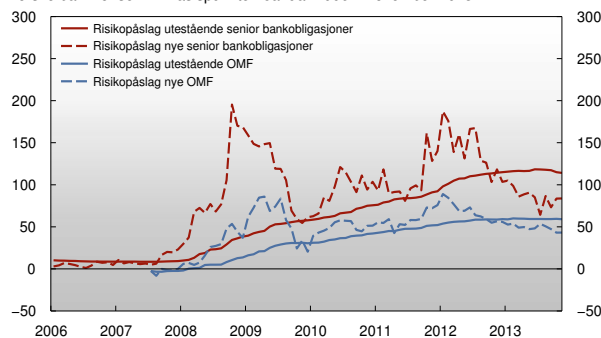
Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.18 Bankenes kvalitative vurderinger av tilgang og risikopåslag på markedsfinansiering.¹⁾ Mars 2008 – oktober 2013

Tilgang finansiering	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kort løpetid NOK						
Kort løpetid valuta						
Lang løpetid NOK						
Lang løpetid valuta						
Påslag finansiering	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kort løpetid NOK						
Kort løpetid valuta						
Lang løpetid NOK						
Lang løpetid valuta						

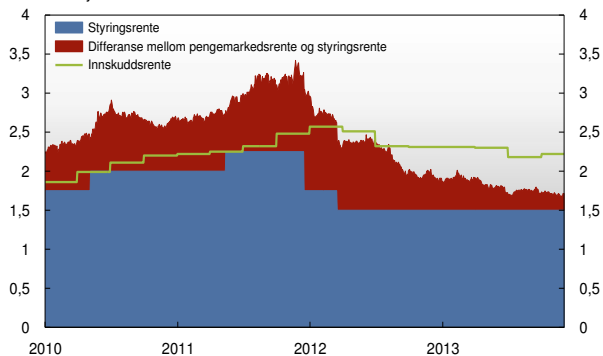
1) Gjennomsnitt av bankene som rapporterer til Norges Banks likviditetsundersøkelse. For kortsiktig finansiering i valuta er bare banker som er aktive i disse markedene medregnet. Rød betyr dårligere tilgang og høyere påslag, grå betyr uendret, mens grønn står for bedre tilgang og lavere påslag. I enkelte perioder med økt markedsuro har bankene rapportert to ganger i måneden
 Kilde: Norges Bank

Figur 3.19 Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske bankkonsern²⁾. Basispunkter. Januar 2006 – november 2013



1) Differanse mot 3-måneders NIBOR
 2) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
 Kilder: Bloomberg, Stamdata, DNB Markets og Norges Bank

Figur 3.20 Innskuddsrente¹⁾ og pengemarkedsrente.
Prosent. 1. januar 2010 – 29. november 2013

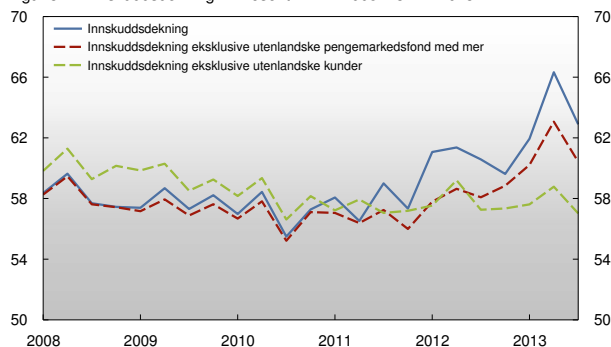


1) Alle banker i Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

noen endring i kapitaldekningen. Enkelte banker vil med økte boliglånsvekter få et beregningsgrunnlag som er høyere enn det overgangsregelen krever. Kapitaldekningen vil da reduseres. Det vil gjøre det noe mer krevende for disse bankene å oppfylle de fremtidige kapitalkravene.

Markedsfinansiering og innskudd er bankenes viktigste finansieringskilder. Norske banker og kredittforetak har fremdeles god tilgang på markedsfinansiering, se figur 3.18. Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente har falt til om lag 0,20 prosentenheter, som er noe lavere enn både nivået før finanskrisen og anslagene i forrige rapport. Påslaget ventes å holde seg rundt dette nivået ut året, for deretter å stige til et normalnivå på 0,25 prosentenheter. Risikopåslagene på ny langsiktig markedsfinansiering er om lag uendret fra forrige rapport. Etter å ha økt siden 2007 har det gjennomsnittlige risikopåslaget på bankenes utestående obligasjonsgjeld flatet ut, se figur 3.19. Holder påslagene på ny finansiering seg på dagens nivå, vil det gjennomsnittlige påslaget på den utestående obligasjonsgjelden falle noe fremover.

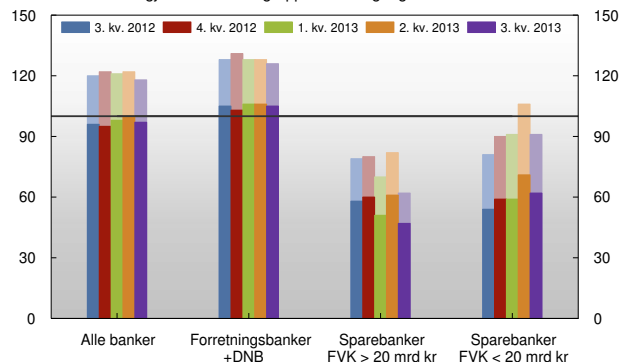
Figur 3.21 Innskuddsdekning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2013



1) Innskuddsdekning er innskudd fra kunder i prosent av brutto utlån til kunder. Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge
Kilde: Norges Bank

Det er usikkert hvordan risikopåslagene på bankenes markedsfinansiering vil utvikle seg. Forslaget til kriseløsningsdirektiv i EU, som legger opp til at eierne av usikrede obligasjoner kan måtte ta tap også utenom konkurs, trekker i retning av økte risikopåslag på seniorobligasjoner fremover. På kort sikt kan usikkerhet om effektene av nedtrapping av obligasjonskjøpene fra sentralbanken i USA også gi høyere risikopåslag. Oppbygging av kapital i bankene trekker i retning av lavere risikopåslag. Videre nedbelåning i Europa og fortsatt høy likviditetstilførsel fra sentralbanker reduserer tilbudet av obligasjoner fra banker og kredittforetak. Det bidrar også til å holde risikopåslagene nede fremover.

Figur 3.22 Bankenes¹⁾ likvide eiendeler i prosent av krav til likvide eiendeler (LCR).²⁾ Konsertall. Vektet gjennomsnitt for gruppen. Per utgangen av kvartalet



1) Alle banker i Norge med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
2) Beregningene bygger på anbefalingene som Baselkomiteen publiserte i 2010. Lysere farger indikerer anslått nivå med de foreslåtte lettelsene Baselkomiteen publiserte i 2013
Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

Bankenes innskuddsrenter falt gjennom første halvår, men økte litt igjen i tredje kvartal. De ligger fremdeles høyere enn pengemarkedsrentene, se figur 3.20. Vi forventer at innskuddsrentene vil nærme seg pengemarkedsrentene, men at innskuddsmarginen vil være negativ også fremover. Norske bankers innskuddsdekning falt i tredje kvartal etter å ha økt markert i første halvår, se figur 3.21. Utviklingen er i hovedsak drevet av variasjon i innskudd fra store aktører i utlandet.

Mange banker er et stykke unna å oppfylle det forventede kortsiktige likviditetskravet (LCR⁵), se figur 3.22. Der- som Baselkomiteens foreslåtte lettelser i kravet gjøres gjeldende, vil bankene bedre sin LCR-oppnåelse.⁶ Kravet om en LCR på 100 prosent skulle i utgangspunktet gjelde fra 2015, men det er nå foreslått en gradvis innfasing fra 2015 til 2019. Finanstilsynet har foreslått at de system- viktige bankene skal oppfylle kravet om en LCR på 100 prosent fra 1. juli 2015.

Det vil trolig også innføres et krav om stabil finansiering (NSFR⁷) fra 2018. Norske banker har gradvis nærmet seg dette kravet og er slik sett blitt mer robuste, men mange banker oppfyller ennå ikke kravet slik det fore- løpig er definert. Finanstilsynet har foreslått at system- viktige banker inntil videre må ha et forholdstall mellom stabil finansiering og illikvide eiendeler på minimum 110 prosent, basert på Finanstilsynets egen definisjon av denne brøken.⁸ De foreslåtte systemviktige bankene ligger godt an til å møte dette kravet.

Konsumpriser

Veksten i konsumprisene har variert mye de siste måned- ene. Etter en kraftig oppgang i prisveksten i sommer har tolv månedersveksten i prisene avtatt igjen, og vært lavere enn anslått siden Pengepolitisk rapport 3/13. I oktober var årsveksten i konsumprisene (KPI) 2,4 prosent, se figur 3.23. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 1,9 prosent. Andre indika- torer for underliggende inflasjon var mellom 1,6 og 2,6 prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har tatt seg opp siden begynnelsen av året, se figur 3.24. Økt kostnadsvekst som følge av lavere produktivitetsvekst har trolig bidratt til å øke prisveksten. Husleiene og prisene på mat- og drikkevarer har økt mye i år, noe som kan ha sammenheng med at metodene for å måle prisutviklingen i disse gruppene i KPI er endret. Over tid vil metodeendringene bedre fange opp pris-

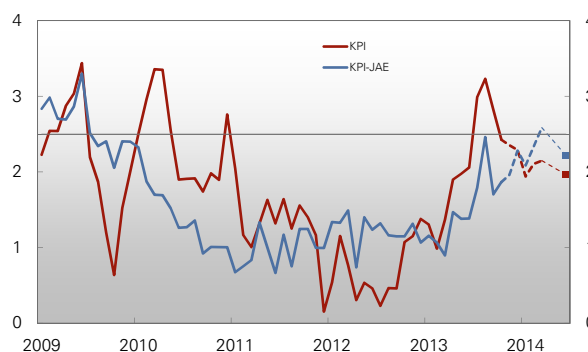
5 LCR står for Liquidity Coverage Ratio og er definert som likvide eiendeler av høy kvalitet i prosent av netto kontantutstrømming over 30 dager i et bestemt scenario med betydelig markedsuro. Kravet er at brøken skal være minimum 100 prosent

6 Den viktigste endringen for norske banker er at foretaksinnskudd antas mer stabile enn tidligere

7 NSFR står for Net Stable Funding Ratio og er definert som stabil finansiering i prosent av lite likvide aktiva. Kravet er at brøken skal være minimum 100 prosent

8 Finanstilsynets likviditetsindikator 1

Figur 3.23 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst²⁾. Prosent. Januar 2009 – juni 2014³⁾



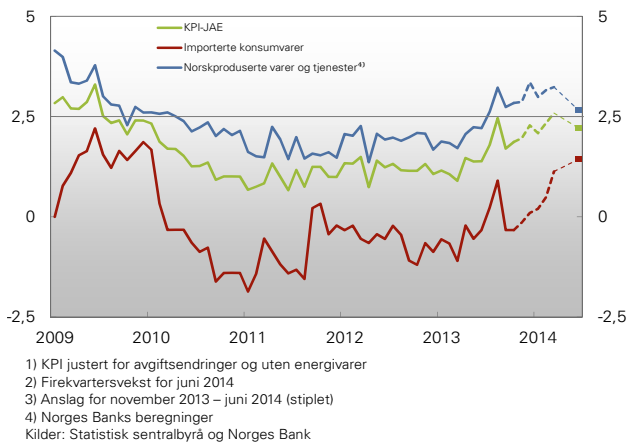
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) Firekvartalersvekst for juni 2014

3) Anslag for november 2013 – juni 2014 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

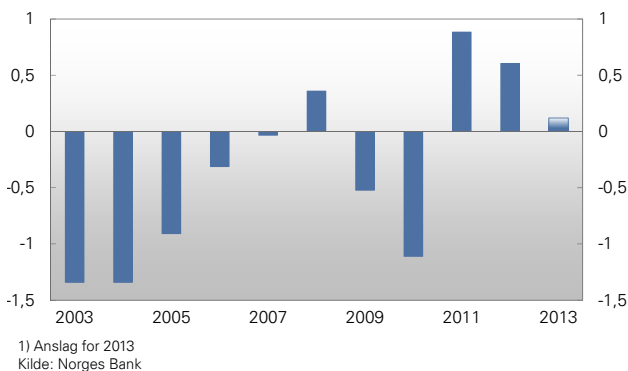
Figur 3.24 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst²⁾. Prosent. Januar 2009 – juni 2014³⁾



utviklingen. Endringene har bidratt til større månedlige fluktasjoner. I en overgangsperiode kan det gjøre det mer krevende å vurdere nivået på den underliggende inflasjonen. Vi anslår at tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester øker til 3¼ prosent i første kvartal 2014, men avtar igjen til 2¾ prosent i andre kvartal. Noe lavere kapasitetsutnyttning vil bidra til å dempe prisveksten

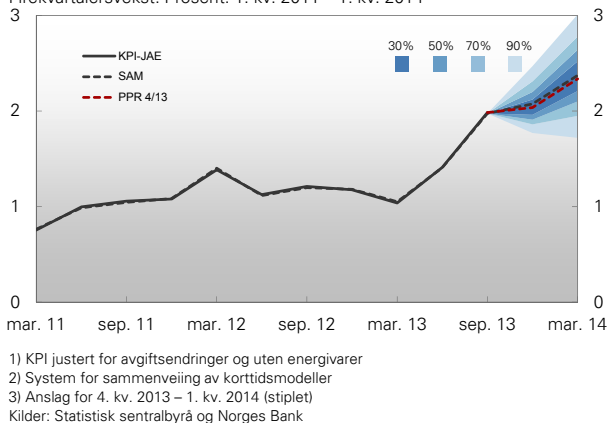
Tolvmånedersveksten i prisene på importerte konsumvarer har også variert mye den siste tiden, se figur 3.24. De to siste månedene har prisveksten på disse varene avtatt, og vært betydelig lavere enn anslått i forrige rapport. Svak vekst i klesprisene og lavere priser på audiovisuelt utstyr har bidratt til lavere prisvekst. Internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser har vært nokså stabile det siste året, se figur 3.25, og anslås nå å være noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Endringer i kronekursen påvirker normalt prisveksten med et tidsetterslep, og svekkelsen av kronekursen det siste halvåret ventes å bidra til høyere prisvekst på importerte konsumvarer fremover. Vi legger til grunn at prisveksten på disse varene øker til ½ prosent i første kvartal neste år og til 1½ prosent i andre kvartal.

Figur 3.25 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2013¹⁾



Samlet venter vi en tolvmånedersvekst i konsumprisene målt ved KPI-JAE på 2½ prosent i første kvartal og 2¼ prosent i andre kvartal neste år. Det er noe lavere enn lagt til grunn i PPR 3/13, og gjenspeiler at konsumprisene de siste månedene var lavere enn ventet. En svakere krone bidrar til at veksten i prisene fra måned til måned anslås noe høyere enn i forrige rapport den nærmeste tiden. Anslagene er i tråd med fremskrivingene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.26.

Figur 3.26 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 1. kv. 2014³⁾



Lave nivåer på elektrisitetsprisene høsten 2012 har ført til at tolvmånedersveksten i elektrisitetsprisene har vært høy i høst. Det har bidratt til å øke årsveksten i KPI siden slutten av fjoråret. Tolvmånedersveksten i energiprisene ventes å avta gradvis. Veksten i KPI for 2013 anslås til 2¼ prosent.

Norsk realøkonomi

Produksjon og kapasitetsutnyttning

Etter noen år med god vekst i norsk økonomi, har aktivitetsveksten avtatt i år. I tredje kvartal var BNP for Fastlands-Norge 1,5 prosent høyere enn ett år tidligere og 0,5 prosent høyere enn kvartalet før. Moderat utvikling i konsumet, lave investeringer i foretakene og lav vekst i eksporten har dempet veksten. BNP for Fastlands-Norge anslås å stige med 1¼ prosent i 2013, ned fra en vekst på 3,4 prosent i fjor. Utenom kraftforsyning anslås veksten i år til 2 prosent.

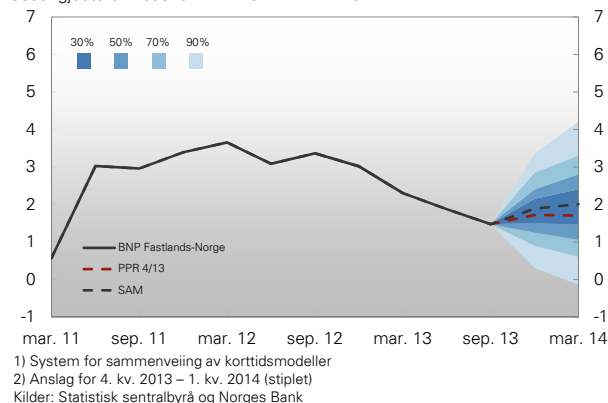
Vi venter at aktiviteten vil fortsette å stige med om lag ½ prosent i kvartalet fram mot neste sommer, og anslår en vekst på 2 prosent i 2014, noe lavere enn i forrige rapport. Det er utsikter til at veksten ute kan ta seg noe opp, og sammen med svekkelsen av kronekursen kan det bidra til høyere eksport. På den andre siden venter vi at etterspørselen fra petroleumsnæringen ikke vil vokse like raskt som den har gjort de siste årene. Utviklingen i boligprisene vil trolig bidra til å dempe veksten i boliginvesteringene, og det er utsikter til at veksten i det private forbruket holder seg moderat.

Våre anslag for BNP er innenfor utfall med høyest sannsynlighet fra fremskrivningene i vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.27.

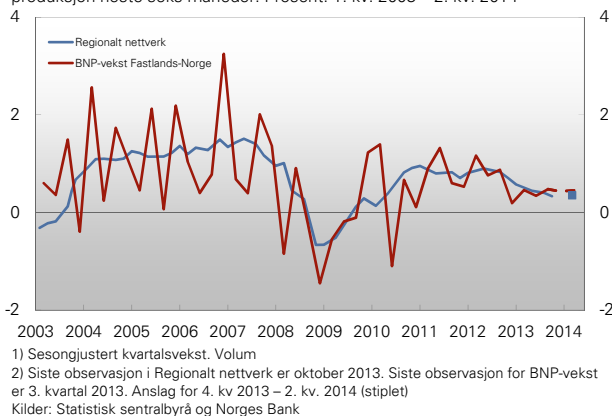
Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i oktober at veksten i produksjonen hadde avtatt noe mer enn ventet, se figur 3.28. Samtidig nedjusterte bedriftene også sine forventninger om produksjonsveksten fremover. Forventningene avtok særlig i oljeleverandørnæringen, hjemmemarkedsindustrien, bygg og anlegg, og varehandelen, mens bedriftene i eksportindustrien rapporterte om lag uendrede vekstforventninger.

Avdempingen i aktivitetsveksten gjenspeiles i at kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien har avtatt noe det siste året. Ifølge vårt regionale nettverk har andelen bedrifter med kapasitetsproblemer falt, se figur 3.29. Bedriftene melder også at tilgangen på arbeidskraft er bedre. Antall registrerte arbeidsledige har økt noe den siste tiden, men målt som andel av arbeidsstyrken er ledigheten nær et gjennomsnitt for de siste 15 årene. Det tilsier at kapasitetsutnyttningen er nokså nær et normalt nivå.

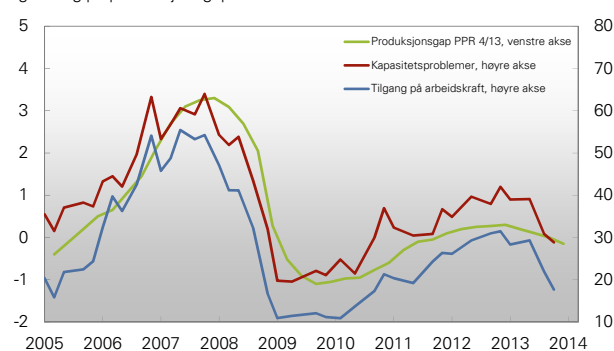
Figur 3.27 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2011 – 1. kv. 2014²⁾



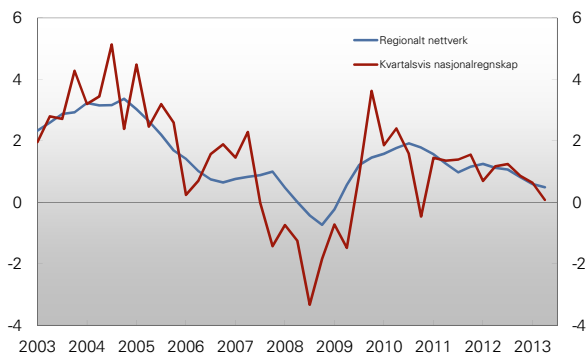
Figur 3.28 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2014²⁾



Figur 3.29 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾ i Regionalt nettverk og anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2013



Figur 3.30 Produktivitet i Fastlands-Norge. Produksjon per sysselsatt.¹⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. 2. kv. 2003 – 3. kv. 2013

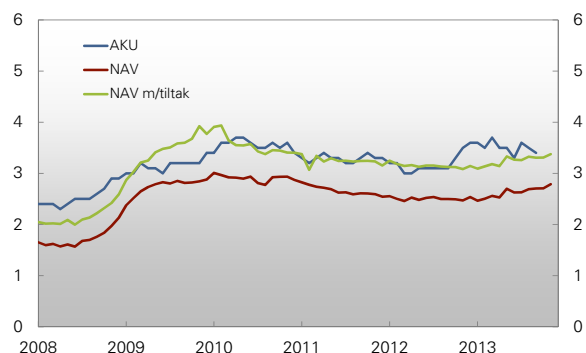


1) Bruttoprodukt per sysselsatt i nasjonalregnskapet
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den svake veksten i produksjonen kunne tilsi at kapasitetsutnyttningen har falt mer enn vi anslår. Vi legger imidlertid til grunn at også veksten i produksjonspotensialet har vært lav. Ifølge nasjonalregnskapet har produktivitsveksten vært svak over noe tid samtidig som det har vært god vekst i sysselsettingen. Det kan tyde på at også den underliggende produktivitsveksten er lav. Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterer at produktivitsveksten har falt videre i andre halvår, se figur 3.30.

Kapasitetsutnyttningen vil trolig fortsette å avta noe de nærmeste kvartalene. Det følger av at veksten i fastlandsøkonomien anslås å være litt lavere enn veksten i produksjonspotensialet. Vi anslår en vekst i potensiell produksjon på i overkant av ½ prosent per kvartal. Befolkningsveksten vil fortsatt bidra forholdsvis mye til produksjonspotensialet, mens den underliggende produktivitsveksten trolig bare vil ta seg litt opp. I år ventes befolkningsutviklingen å øke produksjonspotensialet med om lag 1/4 prosentenheter, mens den underliggende produktivitsveksten bidrar med 3/4 prosentenheter.

Figur 3.31 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV. Prosent. Januar 2008 – november 2013



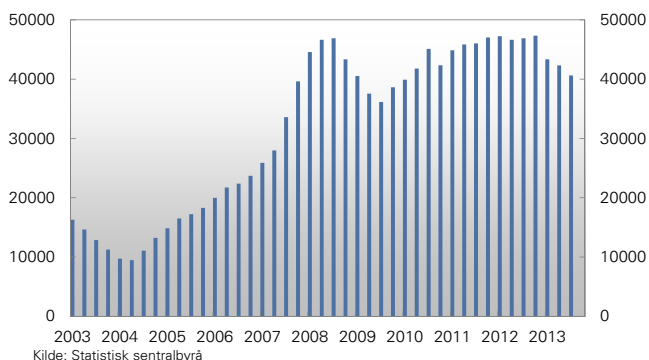
1) Arbeidskraftundersøkelsen
Kilder: Statistisk sentralbyrå og NAV

Arbeidsmarkedet

Den registrerte arbeidsledigheten har økt noe gjennom 2013. I november utgjorde den registrerte arbeidsledigheten 2,8 prosent av arbeidsstyrken, se figur 3.31. Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har ledigheten variert noe mer fra måned til måned. I september var ledighetsraten ifølge AKU 3,4 prosent. Arbeidsledigheten har samlet steget litt mer enn ventet i forrige rapport.

Etter flere år med sterk vekst i sysselsettingen har veksten avtatt noe. Ifølge AKU var årsveksten i sysselsettingen 0,6 prosent i september. Veksten i arbeidsstyrken holder seg oppe og var 1,0 prosent i september. Vi anslår en vekst i arbeidsstyrken på 1 prosent i år.

Figur 3.32 Nettoinnvandring siste fire kvartaler. Personer. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2013



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Den svake produktivitsutviklingen den siste tiden kan ha sammenheng med at bedriftene har holdt på arbeidskraften selv om produksjonsveksten har avtatt. Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterer om mer ledig kapasitet enn for ett år siden. Forholdsvis lave investeringer kan også ha bidratt til lavere produktivitsvekst.

Nettoinnvandringen har avtatt litt de siste kvartalene, se figur 3.32. Over de siste fire kvartalene til og med tredje kvartal var nettoinnvandringen litt over 40 000 personer.

Det har bidratt til en befolkningsvekst på 1,2 prosent. Når veksten i etterspørselen etter arbeidskraft avtar, er det grunn til å tro at arbeidsinnvandringen vil avta noe. Dette så vi også i forbindelse med finanskrisen. Likevel legger vi til grunn at arbeidsinnvandringen vil fortsette på et forholdsvis høyt nivå, se tabell 3.3.

Fremover venter vi moderat sysselsettingsvekst. Kontaktene i vårt regionale nettverk forventer lavere sysselsettingsvekst de neste tre månedene, se figur 3.33. Kontaktbedriftene har nå lavere forventninger enn de har hatt de siste tre årene. Vi anslår at sysselsettingen vil øke med i underkant av ¼ prosent de nærmeste kvartalene, mens yrkesdeltakelsen ventes å avta noe. Arbeidsledigheten anslås å øke litt de nærmeste kvartalene.

Lønnsveksten i 2013 anslås til 3½ prosent, uendret fra PPR 3/13. Anslaget er i tråd med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk. Neste år anslår vi en lønnsvekst på 3½ prosent, en nedjustering på ½ prosent-enhet fra sist rapport. Det gjenspeiler noe svakere utsikter for arbeidsmarkedet og noe lavere prisvekst. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter også en lønnsvekst på 3½ prosent i 2014. Lønnsforventningene er høyest innen tjenesteyting og lavest i industrien. Forventningsundersøkelsen fra Opinion Perduco viste i fjerde kvartal at partene i lønnsoppgjøret venter en årslønnsvekst på 3,6 prosent neste år.

Norges Banks lønnsanslag for i år innebærer en real-lønnsvekst for husholdningene som er høyere enn produktivitetsveksten. Produsentprisene ser imidlertid ut til å øke mer enn konsumprisene slik at lønnsandelene i bedriftene kan holde seg nær et gjennomsnittlig historisk nivå, se figur 3.34.

Husholdninger og foretak

Husholdninger

Husholdningenes inntektsvekst har vært høy de siste årene. Samtidig har konsumveksten vært moderat og sparingen har økt til et høyt nivå, se figur 3.35. Stor gjeldsbelastning, pensjonsreformen, demografiske endringer, økt usikkerhet, høyere utlånsrente i bankene og strammere kredittpraksis har trolig bidratt til stigningen i sparingen.

Konsumveksten har avtatt gjennom 2013. Varekonsumet har falt markert gjennom høsten, mens det har vært god

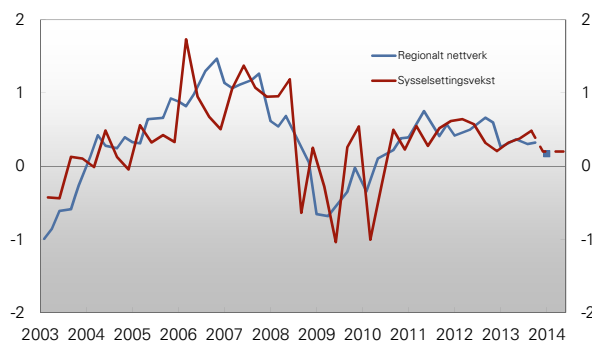
Tabell 3.3. Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	2012	2013	2014
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1,7	1½	1½
Vekst i arbeidsstyrken med uendret yrkesdeltakelse*	1,3	1¼	1¼
Vekst i arbeidsstyrken	1,8	1	1¼

* Yrkesdeltakelsen for hver aldersgruppe er holdt fast på 2007-nivå

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.33 Sysselsetting¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting siste tre måneder og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2014²⁾

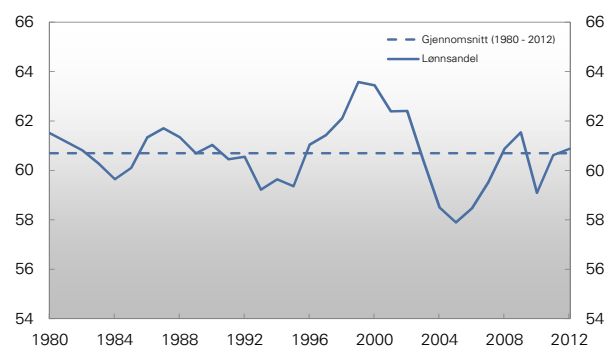


2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

1) Sesongjustert kvartalsvekst i kvartalsvis nasjonalregnskap
2) Siste observasjon for Regionalt nettverk er oktober 2013. Siste sysselsettingsobservasjon i kvartalsvis nasjonalregnskap er 3. kvartal 2013, anslag for 3. kv. 2013 – 2. kv. 2014 (stiplet linje)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

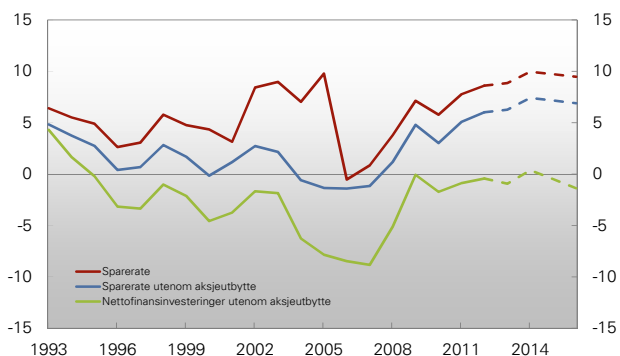
Figur 3.34 Lønnskostnadsandel i Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. 1980 – 2012



1) Utenom offentlig sektor og boligjenester. Lønnskostnader i prosent av brutto faktorinntekt

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

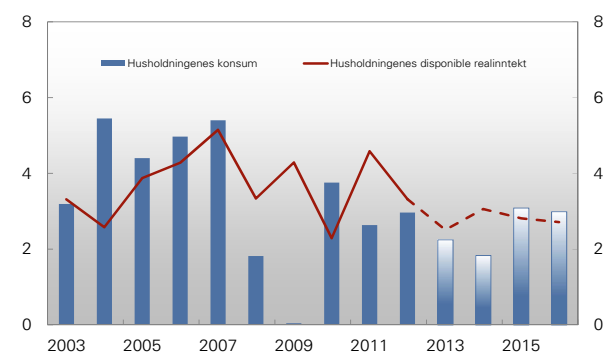
Figur 3.35 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2016¹⁾



1) Anslag for 2013 – 2016 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vekst i tjenestekonsumet og konsumet i utlandet. Indikatorer som måler forbrukertilliten har falt de siste månedene. Sammen med den svake utviklingen i boligmarkedet kan det tyde på at etterspørselen fra husholdningene vil være nokså moderat også i den nærmeste tiden. Utsikter til fortsatt god vekst i den disponible inntekten kan likevel tilsi til at konsumet tar seg noe opp gjennom neste år. Privat konsum anslås å øke med 2¼ prosent i 2013, se figur 3.36. Husholdningenes sparerate anslås å øke til nærmere 9 prosent i år.

Figur 3.36 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2016³⁾

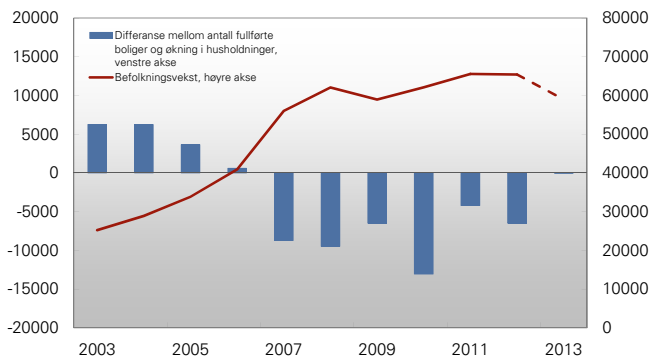


1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner
3) Anslag for 2013 – 2016 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Siden sommeren har boligprisene falt, og var i november 2,2 prosent lavere enn ved årsskiftet. Antall solgte boliger har falt. Samtidig har både formidlingstiden og antall boliger til salgs økt. Økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen og egen inntektsvekst kan ha bidratt til at husholdningene er blitt litt mer forsiktige. Sammen med økte utlånsrenter kan det ha bidratt til å dempe veksten i boligprisene. Avdempingen må også ses i sammenheng med at boligprisene lenge har vokst raskt og har kommet opp på høye nivåer. Husholdningenes gjeldsvekst har holdt seg nokså stabil på i overkant av 7 prosent. Det innebærer at gjelden målt som andel av disponibel inntekt har økt ytterligere fra et allerede høyt nivå. Det vil ta tid før lavere boligpriser og lavere vekst i nybyggingen vil føre til lavere gjeldsvekst i husholdningene.

Boliginvesteringene har kommet opp på et høyt nivå. Det siste året er det igangsatt over 30 000 boliger og vi anslår at det blir fullført i overkant av 27 000 boliger i år. Dette er om lag det samme som økningen i antall husholdninger, se figur 3.37. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i oktober at nybyggingen vil kunne avta fremover som følge av at det selges færre nye boliger. Lavere vekst i nyboligprisene vil også gjøre det mindre lønnsomt å bygge nye boliger. Vi anslår at veksten i boliginvesteringene avtar noe fremover.

Figur 3.37 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger, samt folketilvekst¹⁾. 2003 – 2013



1) Anslag for 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Foretak

De siste årene har det vært sterk vekst i sektorer som leverer til petroleumssektoren, mens det mer tradisjonelle konkurranseutsatte næringslivet har hatt en svakere utvikling med lav vekst i markedene ute. I den siste tiden har produksjonsforventningene i oljeleverandørnæringen avtatt markert, se figur 3.38.

Vekst i markedene ute vil etter hvert bidra til økt etterspørsel rettet mot den tradisjonelle eksportindustrien.

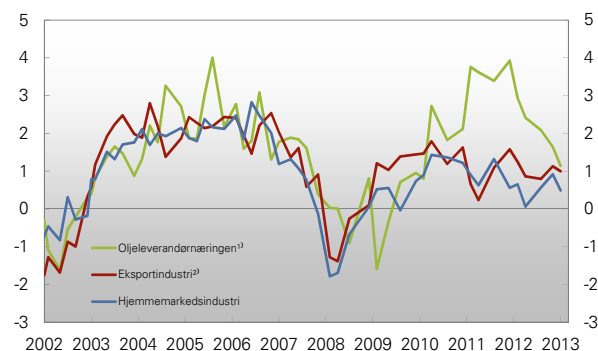
En svakere krone fører også til en bedret kostnadmessig konkurransevne, selv om kostnadsnivået fortsatt er høyt. De siste tallene fra konjunkturbarometeret for industrien og PMI-tallene tyder på en bedret situasjon for denne delen av industrien. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk har meldt om økt produksjonsvekst det siste halve året. Veksten i eksporten av tradisjonelle varer og tjenester anslås å vokse med 1 prosent i år. Anslagene for eksportveksten innebærer fortsatt tap av markedsandeler.

Veksten i etterspørselen rettet mot oljeleverandørene vil trolig avta fremover, se figur 3.39. Investeringene i petroleumsvirksomheten har kommet opp på et høyt nivå, drevet av økte priser på olje og gass. En del store utbygginger vil bidra til å øke investeringene ytterligere noe fremover. Det høye kostnadsnivået på norsk sokkel og forventninger om lavere oljepris vil trolig dempe veksten. Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil vokse med 15 prosent i år, 4 prosent i 2014 og med 1 prosent de påfølgende to årene.

Det har vært forholdsvis svak vekst i foretaksinvesteringene de siste årene. Både industri og næringsseiendom hadde høye investeringer i perioden før finanskrisen. Denne oppbyggingen av realkapital kan ha dempet investeringsveksten i årene etter. I tillegg kan svak utvikling ute og et høyt kostnadsnivå ha bidratt til å dempe investeringsveksten. Med utsikter til moderat vekst i norsk økonomi venter vi at det fortsatt vil være svak utvikling i investeringene de nærmeste kvartalene. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene øker med om lag 1 prosent fra 2012 til 2013.

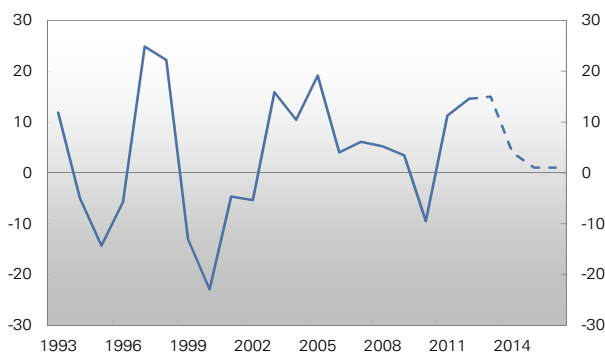
Gjeldsveksten til foretakene har økt den siste tiden, se figur 3.40. Det er særlig utenlandsgjelden som øker mye. Banklån er fortsatt foretakenes viktigste kilde til finansiering, men for større foretak har obligasjonslån blitt en stadig viktigere finansieringskilde. De to siste årene har vi sett en svekkelse i både gjeldsbetjeningsevne og egenkapitalandel i norske børsnoterte foretak. Fremover kan moderat utvikling i foretaksinvesteringene bidra til å dempe kredittveksten.

Figur 3.38 Industri. Forventet produksjonsvekst om et halvt år i Regionalt nettverk. Prosent. Oktober 2002 – oktober 2013



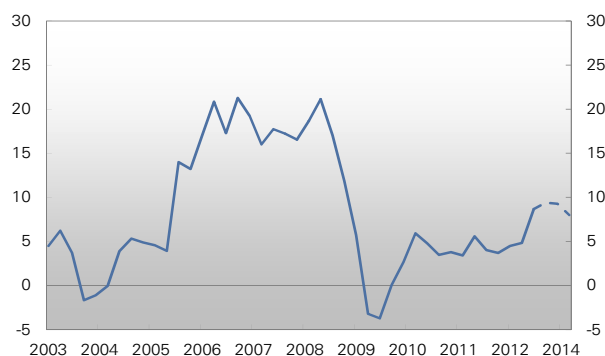
1) Leveranser til petroleumsvirksomhet på norsk sokkel
2) Inkluderer leveranser til petroleumsvirksomhet utenfor norsk sokkel
Kilde: Norges Bank

Figur 3.39 Petroleumsinvesteringer. Faste 2010-priser. Årsvekst. Prosent. 1992 – 2016¹⁾



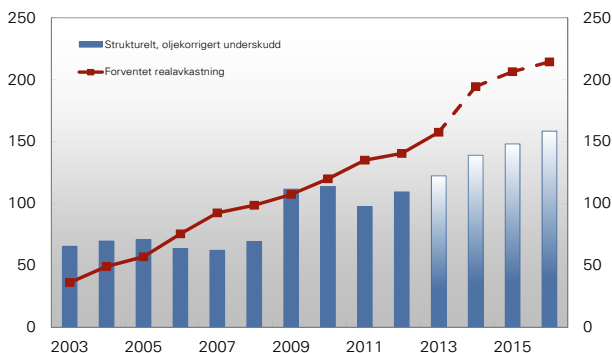
1) Anslag for 2013 – 2016
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.40 Gjeldsvekst i ikke-finansielle foretak¹⁾ for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 - 1. kv. 2014²⁾



1) K3, vekst basert på beholdningstall
2) Anslag for 3. kv. 2013 – 1. kv. 2014
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.41 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2013-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2016¹⁾



1) Anslag for 2013 – 2016
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Finanspolitikken

Forutsetningene om finanspolitikken i denne rapporten tar utgangspunkt i anslagene i tilleggsproposisjonen fra den nye regjeringen. Budsjettforliket i Stortinget legger opp til en bruk av oljepenger som er i tråd med dette.

I år anslås det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet til 119 milliarder kroner, i tråd med anslaget i nysalderingen av statsbudsjettet for 2013. Underskuddet i 2013 utgjør dermed 3,1 prosent av Statens pensjonsfond utland. Anslaget på underskuddet er 6 milliarder kroner lavere enn i det reviderte budsjettet for 2013, som anslagene i sist rapport var basert på.

Underskuddet i 2014 anslås til 139 milliarder kroner, se figur 3.41, eller 5,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. Fra 2013 øker underskuddet målt på denne måten med 0,5 prosentenheter. Underskuddet vokser noe raskere fra 2013 til 2014 enn lagt til grunn i sist rapport, men det må ses i sammenhengen med at underskuddet i 2013 er nedjustert.

Verdien av fondet anslås nå å øke med over 1000 milliarder kroner i løpet av 2013. Dette er som en følge av positiv utvikling i de internasjonale markedene og svekkelsen av kronen. Selv om bruken av oljepenger tiltar, anslås derfor underskuddet å falle til 2,9 prosent av fondskapitalen i 2014.

Den sterke veksten i fondsverdien kan gi et betydelig handlingsrom i finanspolitikken de nærmeste årene. En vesentlig økning i bruken av oljepenger vil imidlertid kunne bidra til ytterligere kostnadsvekst i norsk økonomi. Innsparinger de nærmeste årene kan dessuten lette tilpasningene etter hvert som kostnadene knyttet til en aldrende befolkning for alvor ventes å tilta. Vi legger til grunn at bruken av oljepenger som andel av fastlands-BNP vil vokse om lag i samme takt fremover som den har gjort siden handlingsregelen ble innført i 2001. Slik fondsverdien nå anslås, innebærer det at oljepengebruken vil være nær tre prosent av fondet gjennom prognoseperioden.

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank
Tabeller og detaljerte anslag



Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

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

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før		BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto-investeringer F-Norge	Petroleums-investeringer ¹⁾	Eksport F-Norge ²⁾	Import
2008		0,1	1,5	1,8	2,7	-1,3	5,2	4,5	3,9
2009		-1,6	-1,6	0,0	4,3	-13,2	3,4	-8,4	-12,5
2010		0,5	1,7	3,8	1,3	-4,5	-9,5	7,5	9,0
2011		1,3	2,6	2,6	1,1	6,3	11,3	1,0	3,8
2012		2,9	3,4	3,0	1,8	4,5	14,6	1,1	2,3
2013 ³⁾	1. kv	-0,4	0,5	1,0	0,4	-1,4	1,4	1,6	0,0
	2. kv	1,2	0,3	0,2	0,5	1,1	8,4	-0,9	-0,9
	3. kv	0,7	0,5	0,1	0,5	-0,3	1,5	-1,0	2,6
Nivå 2012, mrd. kroner		2 909	2 191	1 177	621	404	172	454	802

¹⁾ Utvinning og rørtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

³⁾ Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/tolv måneders-vekst i prosent		KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPIXE ²⁾	KPI-JA ³⁾	KPI-JE ⁴⁾	HKPI ⁵⁾
2007		0,7	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008		3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009		2,2	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010		2,4	1,4	1,7	2,4	1,4	2,3
2011		1,3	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2
2012		0,7	1,2	1,0	0,6	1,4	0,4
2013	jan	1,3	1,2	1,0	1,3	1,1	1,2
	feb	1,0	1,1	0,9	0,9	1,0	0,6
	mar	1,4	0,9	0,8	1,3	1,0	1,1
	apr	1,9	1,5	1,4	1,9	1,3	1,8
	mai	2,0	1,4	1,3	2,0	1,4	1,8
	jun	2,1	1,4	1,2	2,1	1,4	1,9
	jul	3,0	1,8	1,5	3,0	1,7	2,8
	aug	3,2	2,5	2,2	3,3	2,4	3,3
	sep	2,8	1,7	1,5	2,8	1,7	2,6
	okt	2,4	1,9	1,6	2,4	1,8	2,3

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

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

³⁾ KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

⁴⁾ KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2012	2012	Anslag			
			2013	2014	2015	2016
Priser og lønninger						
KPI		0,7	2¼	2	2	2
KPI-JAE ¹⁾		1,2	1½	2	2	2
Årslønn ²⁾		4	3½	3½	3¾	4
Realøkonomi						
BNP	2 909	2,9	¾	2¼	2½	2½
BNP for Fastlands-Norge	2 191	3,4	1¾	2	2½	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³⁾		0,3	0	-½	-½	-¼
Sysselsetting, personer, KNR		2,1	1¼	1	1	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,8	1	1¼	1¼	1
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,2	3½	3¾	4	4
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,5	2¾	3	3	3
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴⁾	2 201	2,9	2¼	2	3	3
- Privat konsum	1 177	3,0	2¼	1¾	3	3
- Offentlig konsum	621	1,8	2	2¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	404	4,5	2½	1¾	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁵⁾	172	14,6	15	4	1	1
Eksport fra Fastlands-Norge ⁶⁾	454	1,1	1	1¾	.	.
Import	802	2,3	2¼	3½	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁷⁾		1,6	1½	1½	1¾	2
Importveid valutakurs (I-44) ⁸⁾		87,1	89	91¼	89¾	89½

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

²⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

⁴⁾ Privat og offentlig konsum og brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge

⁵⁾ Utvinning og rørtransport

⁶⁾ Tradisjonelle varer, reisefrafikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

⁷⁾ Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 4 – desember

2013