



NORGES BANK

1 | 14 MARS

PENGEPOLITISK RAPPORT

MED VURDERING AV
FINANSIELL STABILITET

Norges Bank

Oslo 2014

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

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

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

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

I møtet 12. februar 2014 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 12. mars 2014 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 26. mars 2014 en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 19. juni 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	5
1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN	7
RAMME:	
- Forutsetninger om petroleumsinvesteringer og finanspolitikken	13
2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN	14
Kryssjekker av renteprognosen	19
RAMMER:	
- Kriterier for en god rentebane	20
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 4/13	22
3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	24
Finansielle ubalanser	24
Bankenes tilpasning	28
RAMMER:	
- Norges Banks råd og Finansdepartementets beslutning 4. kvartal 2013	31
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	32
- Foreløpige anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB)	34
UTDYPINGER	35
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	36
- Lav prisvekst i euroområdet	39
- Utviklingen i norske kroner	42
- Den nøytrale og den normale renten	44
VEDLEGG	47
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten	48
Tabeller og detaljerte anslag	49

Pengepolitikken i Norge

MÅL

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

GJENNOMFØRING

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

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

BESLUTNINGSPROSESS

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

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

RAPPORTERING

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

Motsyklisk kapitalbuffer

Norges Bank skal utarbeide et beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om kravet til den motsykliske kapitalbufferen til bankene fire ganger i året. 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 bufferkravet økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer vil bli vurdert i lys av øvrige krav til bankene. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

HOVEDSTYRETS VURDERING

Hovedstyret diskuterte strategien for pengepolitikken på møtene 12. mars og 26. mars 2014. Utgangspunktet for diskusjonen var strategien som hovedstyret vedtok i sitt møte den 4. desember 2013, som innebar at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 27. mars 2014, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. Analysen i Pengepolitisk rapport 4/13, publisert 5. desember, tilsa en styringsrente på 1,5 prosent fram mot sommeren 2015, og at den deretter ville økes gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at inflasjonen ville ta seg opp mot 2½ prosent mot slutten av prognoseperioden, og at kapasitetsutnyttingen ville holde seg nær et normalt nivå.

I sitt møte 12. februar 2014 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til Pengepolitisk rapport 1/14, herunder hvilke faktorer som kan forklare utviklingen i husholdningenes sparing.

I sine drøftinger 12. mars og 26. mars festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere er fortsatt moderat. Samlet sett er de internasjonale vekstutsiktene om lag som tidligere anslått.
- Styringsrentene er nær null i mange land. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. I Sverige satte Riksbanken styringsrenten ned til 0,75 prosent i desember.
- Kronen svekket seg fram til begynnelsen av februar, men har siden styrket seg igjen. Kronen har i gjennomsnitt vært noe svakere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 4/13.
- Bankenes utlånsrenter på boliglån og utlånsrentene til foretak var om lag uendret i fjerde kvartal 2013.
- Veksten i norsk økonomi er fortsatt moderat og på linje med anslagene i forrige rapport. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i februar at produksjonsveksten var om lag uendret fra oktober, og de ventet at veksten kunne ta seg litt opp fremover. Veksten i petroleumsinvesteringene ventes å avta markert fra og med i år, og vil

kunne bli lavere enn tidligere lagt til grunn. Også boliginvesteringene ser ut til å kunne utvikle seg litt svakere enn tidligere anslått. Arbeidsledigheten har vært om lag uendret.

- Boligprisene har vært om lag uendret de siste månedene, og er nå noe høyere enn anslått i forrige rapport. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe.
- Lønnsveksten i 2013 ble 3,9 prosent, som er noe høyere enn anslått i forrige rapport. Veksten i konsumprisene har vært marginalt høyere enn anslått. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,4 prosent i februar.

I drøftingen av utsiktene for utviklingen i norsk og internasjonal økonomi diskuterte hovedstyret den kraftige svekkelsen av kronen gjennom fjoråret. Kronesvekkelsen var langt større enn fallet i rentedifferansen mot våre handelspartnere skulle tilsi. Det ble drøftet ulike forhold som kan ha ligget bak denne utviklingen. Den siste tiden har kronen styrket seg noe igjen. I diskusjonen ble det trukket fram at utviklingen i kronen fremover er usikker og at temaene i valutamarkedet skifter fort.

Veksten i norsk økonomi har avtatt det siste året. Det ble pekt på at norsk økonomi nå blir mer avhengig av vekst i andre næringer enn petroleumsnæringen. Eksporten fra Fastlands-Norge kan øke etter hvert som veksten ute tar seg opp, men det høye kostnadsnivået her hjemme gjør det mer utfordrende for norske bedrifter å ta del i oppgangen hos våre handelspartnere.

Veksten i det private forbruket har vært moderat og spareraten har økt til et høyt nivå. Høy gjeldsbelastning og usikkerhet om den økonomiske utviklingen, strammere kredittpraksis i bankene, demografiske endringer og pensjonsreformen har trolig bidratt til at husholdningene har økt sparingen. Noen av disse faktorene kan bidra til at spareraten øker videre og at veksten i privat konsum blir lav fremover. Samtidig er spareraten nå høy sett i et historisk perspektiv, og det kan tilsi at spareraten etter hvert vil flate ut eller falle noe.

Hovedstyret viste til at prisveksten har steget, og var opptatt av hvor mye kronesvekkelsen gjennom fjoråret påvirker konsumprisene. Samtidig er det usikkerhet om lønnsveksten fremover. Lønnsveksten i fjor ble høyere enn ventet, men et høyt kostnadsnivå og god tilgang på arbeidskraft kan bidra til å holde lønnsveksten nede fremover.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av pengepolitikken at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon avveies mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken bør også være robust. Det er usikkerhet om drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. I tillegg tar en i pengepolitikken hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

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 2 og 2½ prosent. Kapasitetsutnyttningen er trolig nær et normalt nivå.

Hovedstyret har merket seg at utviklingen siden forrige rapport samlet sett har vært i tråd med anslagene fra desember, og at prognosen for styringsrenten er lite endret. Analysene tilsier fortsatt at styringsrenten holdes 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 ligge noe under, men nær 2½ prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen vil kunne avta noe det nærmeste året, men ventes å øke noe igjen mot slutten av anslagsperioden til nær et normalt nivå.

I drøftingen av pengepolitikken den nærmeste tiden ble det lagt vekt på at veksten i norsk økonomi er moderat og at det er utsikter til at kapasitetsutnyttningen kan avta noe fremover. Inflasjonen er nå nær 2,5 prosent, men drivkreftene for inflasjonen lenger fram er fortsatt moderate. Både hensynet til å holde prisveksten nær 2,5 prosent og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene kunne isolert sett tilsa en noe lavere styringsrente. Veksten i boligprisene har avtatt det siste året, men husholdningenes gjeld vokser fremdeles raskere enn inntektene. En lavere styringsrente kan øke risikoen for at boligpriser og gjeld skyter ny fart og at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Det kan øke faren for at finansielle ubalanser lenger fram i tid utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Hovedstyret la også vekt på at det er usikkerhet om drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte, og mente at det taler for å gå forsiktig fram i rentesettingen. Etter en samlet vurdering mente derfor hovedstyret at styringsrenten bør ligge på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 26. mars å holde styringsrenten 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 19. juni 2014, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Øystein Olsen
26. mars 2014

1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

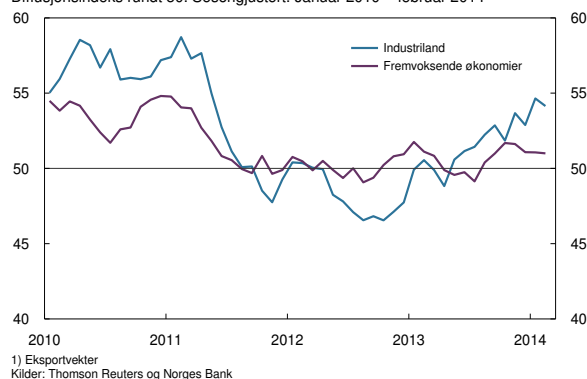
I industrilandene fortsetter den moderate økonomiske oppgangen. Veksten ser ut til å tilta ytterligere, se figur 1.1, og bli noe høyere enn tidligere anslått. I euroområdet har veksten tatt seg opp, men arbeidsledigheten holder seg høy. Makroøkonomiske indikatorer kan tyde på at veksten vil fortsette å øke, men svak inntektsvekst og videre nedbelåning i privat og offentlig sektor vil bidra til å dempe aktiviteten også fremover. I USA er det god vekst i privat etterspørsel, og boligmarkedet har bedret seg. Arbeidsmarkedet preges fortsatt av svak jobbvekst. Også i Storbritannia og Sverige fortsetter oppgangen. De nærmeste årene venter vi at bedre kredittforhold, mindre negative bidrag fra finanspolitikken og fortsatt ekspansiv pengepolitikk bidrar til høyere vekst i de fleste industriland.

Veksten i fremvoksende økonomier har avtatt noe, og ser ut til å bli noe lavere enn tidligere anslått. Starten av 2014 har for flere land vært preget av kapitalutgang og en svekkelse av valutakursen. Land med store driftsbalanseunderskudd er særlig hardt rammet. Fremover vil aktivitetsveksten trolig dempes av strammere kredittpraksis og høyere risikopremier i kredittmarkedene, samt innstramminger i den økonomiske politikken. I Kina var veksten i 2013 litt høyere enn vi la til grunn i forrige rapport, men vekstutsiktene er lite endret.

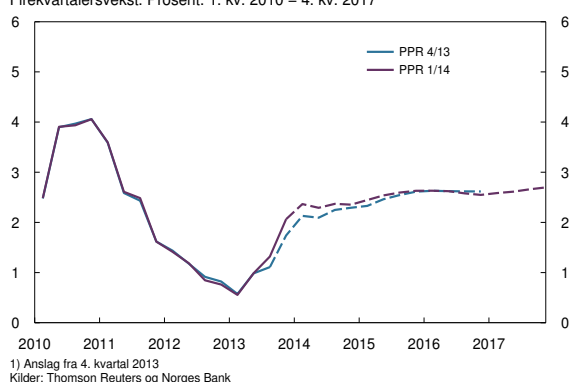
Utsiktene for den økonomiske veksten ute er samlet sett om lag uendret fra forrige rapport, se figur 1.2 og tabell 3 i vedlegget. Veksten hos handelspartnerne sett under ett anslås å ta seg opp fra 1¼ prosent i fjor til 2¼ prosent i år. Utover i prognoseperioden venter vi at veksten holder seg rundt 2½ prosent årlig. Veksten i verdensøkonomien anslås til 3¼ prosent i år, på linje med gjennomsnittet for de siste 30 årene. Se utdypingen på side 36 for en nærmere omtale av utviklingen i ulike regioner og land.

Veksten i konsumprisene har falt i mange industriland, se figur 1.3. For de fleste av våre handelspartnere ser inflasjonen ut til å bli lavere i år enn vi la til grunn i forrige rapport, se tabell 4 i vedlegget. I euroområdet falt prisveksten gjennom fjoråret, og ventes nå å bli liggende i overkant av 1 prosent de nærmeste årene, se nærmere omtale i en egen utdyping på side 39. I Sverige er inflasjonen enda lavere, men ventes å ta seg raskere opp. Langsiktige inflasjonsforventninger ser ut til å være godt forankret i de fleste industriland.

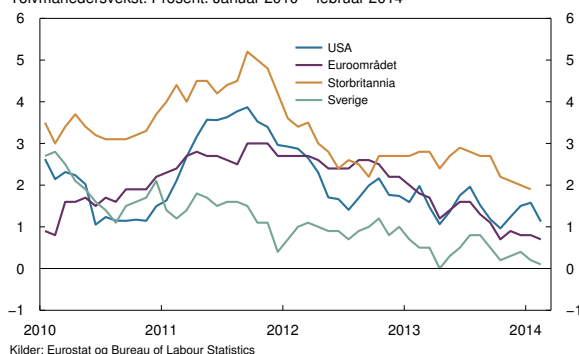
Figur 1.1 Innkjøpsprisindekser for industrien (PMI) i industriland og fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet.¹⁾ Diffusjonsindeks rundt 50. Sesongjustert. Januar 2010 – februar 2014



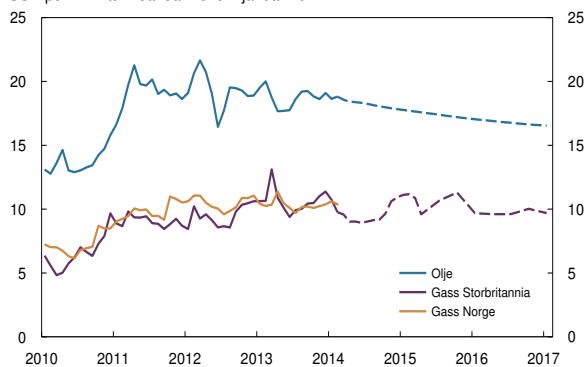
Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne i PPR 4/13 og PPR 1/14. Volum. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017¹⁾



Figur 1.3 Konsumpriser. Tolmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – februar 2014



Figur 1.4 Priser på råolje og naturgass.¹⁾
USD per MMBtu²⁾. Januar 2010 – januar 2017³⁾

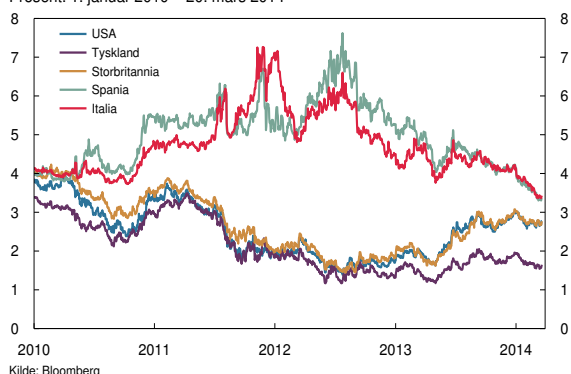


1) For mars 2014 er gjennomsnitt av dagstall brukt for oljepris og britisk gasspris
2) Million British thermal unit
3) Terminpriser fra 2. kvartal 2014
Kilder: IMF, Thomson Reuters, SSB, Finansdepartementet og Norges Bank

Konsumprisveksten hos våre handelspartnere samlet sett anslås å øke fra 1¼ prosent i år, til 2¼ prosent utover i prognoseperioden.

Oljeprisen er nå i overkant av 105 dollar per fat, litt ned fra desember. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Disse prisene indikerer en viss nedgang i oljeprisen fremover, se figur 1.4. Eksportprisen på norsk gass er om lag uendret siden Pengepolitisk rapport 4/13. Råvareprisene på matvarer har steget, mens prisene på metaller har falt noe.

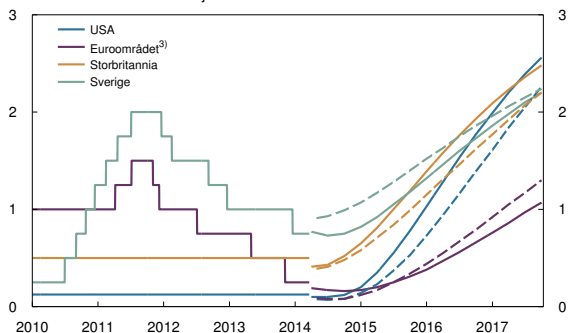
Figur 1.5 Rente 10-års statsobligasjoner.
Prosent. 1. januar 2010 – 20. mars 2014



Kilde: Bloomberg

Statsrentene i de store økonomiene har variert en del, men er samlet sett lite endret siden desember, se figur 1.5. I de gjeldsutsatte eurolandene 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. De viktigste aksjeindeksene i USA og Europa har steget noe siden forrige rapport. Situasjonen i Ukraina har så langt påvirket de internasjonale råvare- og finansmarkedene lite.

Figur 1.6 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 29. november 2013 og 20. mars 2014.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 1. oktober 2017²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 29. november 2013. Tynne linjer viser terminrenter per 20. mars 2014. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 2. kvartal 2014
3) Eonia for euroområdet fra 2. kvartal 2014
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land. I USA er det forventninger om at første renteøkning kan komme noe tidligere enn ventet i desember. Markedsprisingen indikerer nå at første renteendring vil komme i løpet av andre kvartal 2015, se figur 1.6. I Storbritannia har tegn til høyere vekst bidratt til at markedsaktørene nå venter en oppgang i styringsrenten i første kvartal 2015. I euroområdet er forventningene om første renteøkning skjøvet ut i tid, trolig som følge av at inflasjonen har vært lavere enn den europeiske sentralbanken har lagt til grunn. Første renteendring i euroområdet ventes tidligst i første kvartal 2016. I Sverige satte Riksbanken styringsrenten ned fra 1,0 til 0,75 prosent på rentemøtet i desember, og første renteøkning ventes i løpet av våren 2015. For våre handelspartnere sett under ett er markedsaktørenes forventninger til styringsrentene litt lavere enn ved forrige rapport.

Kronekursen svekket seg markert gjennom fjoråret, se figur 1.7. Utsiktene for norsk økonomi svekket seg og den forventede oppgangen i styringsrenten her hjemme ble gradvis skjøvet ut i tid. Svekkelsen av kronen var likevel vesentlig større enn det endringen i den forventede rentedifferansen mot utlandet skulle

tilsi. Risikopremien på kroner økte, trolig som følge av både internasjonale og norske forhold. Se egen utdyping om kronekursen på side 42.

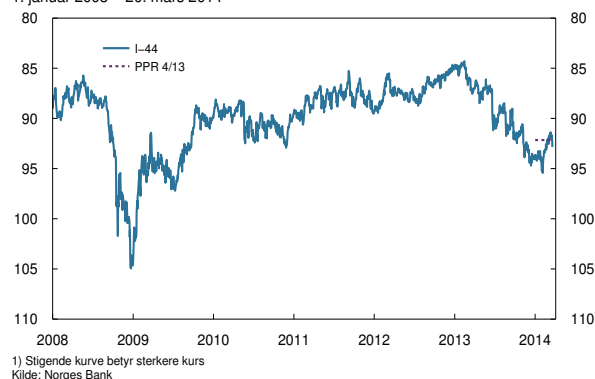
Kronen fortsatte å svekke seg inn i 2014, og kursen var tidlig i februar på det svakeste nivået siden 2009, målt ved den importveide kronekursindeksen (I-44). Den siste tiden har imidlertid kronen styrket seg igjen, trolig fordi en del av forholdene som lå bak økningen i risikopremien i fjor er blitt noe reversert. Hittil i første kvartal har kronekursen i gjennomsnitt vært noe svakere enn anslått i forrige rapport, men kronen er nå nær nivået som ble lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 4/13.

Norske banker har god tilgang på markedsfinansiering. Risikopåslaget i tremåneders pengemarkedsrente ventes å holde seg rundt ¼ prosentenheter fremover. Risikopåslagene bankene betaler for ny lang-siktig markedsfinansiering har falt siden forrige rapport, og det gjennomsnittlige risikopåslaget på bankenes utestående obligasjonsgjeld har flatet ut, se figur 1.8. Både bankenes utlånsrenter på boliglån og utlånsrentene til foretak var om lag uendret i fjerde kvartal, se figur 1.9, som anslått i forrige rapport. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse melder om lettelser i kredittpraksisen overfor husholdningene.

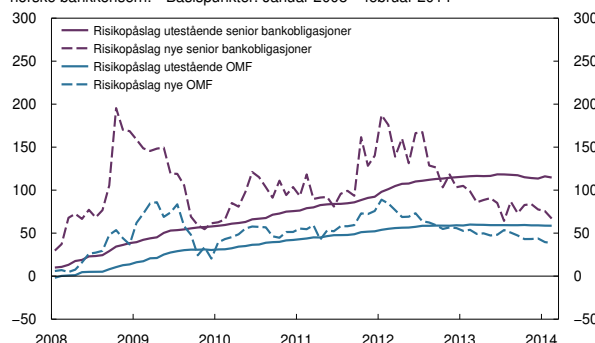
Veksten i norsk økonomi avtok gjennom fjoråret. Ifølge det regionale nettverket har nedgangen i veksten vært bredt basert, se figur 1.10. I varehandelen var veksten svært lav mot slutten av fjoråret. Innen bygg og anlegg og oljerelatert virksomhet har veksten avtatt mye, men fra høye nivåer. Ifølge nasjonalregnskapet økte BNP for Fastlands-Norge med 0,6 prosent i fjerde kvartal. Det var litt høyere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 4/13. Samtidig meldte bedriftene i vårt regionale nettverk i februar om uendret produktionsvekst, som er noe svakere enn våre anslag for veksten i fastlands-økonomien fra forrige rapport.

Sysselsettingsveksten har holdt seg oppe det siste året, mens produktivitetsveksten har vært svak. Arbeidsledigheten økte gjennom fjoråret, men har den siste tiden vært stabil. I februar var den registrerte arbeidsledigheten 2,7 prosent av arbeidsstyrken, se figur 1.11.

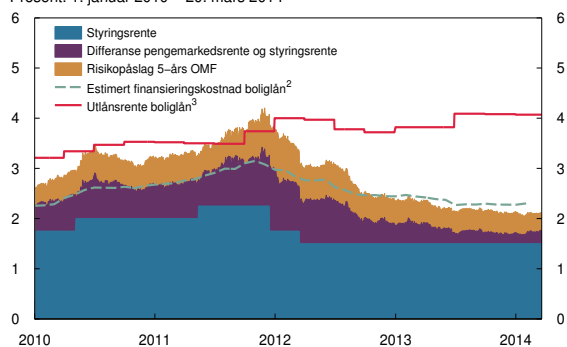
Figur 1.7 Importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾
1. januar 2008 – 20. mars 2014



Figur 1.8 Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske bankkonnern.²⁾ Basispunkter. Januar 2008 – februar 2014



Figur 1.9 Utlånsrente boliglån¹⁾ og finansieringskostnader. Prosent. 1. januar 2010 – 20. mars 2014

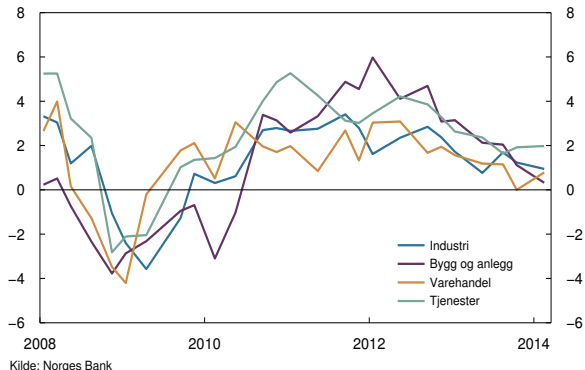


Husholdningenes etterspørsel har vært moderat, og sparingen har kommet opp på et høyt nivå. Høy gjeldsbelastning og usikkerhet om den økonomiske utviklingen, pensjonsreformen, demografiske endringer og strammere kredittpraksis har trolig bidratt til at husholdningene har økt sparingen. Siden forrige rapport har det private forbruket vært noe svakere enn ventet, og husholdningenes tillitsindikatorer har falt. Det kan tilsa at den moderate veksten i privat konsum fortsetter, og at spareraten vil øke videre den nærmeste tiden. Boligprisene falt noe gjennom høsten, men har de siste månedene vært om lag uendret, se figur 1.12. Boligprisene har vært litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt litt og var i januar under 7 prosent, noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

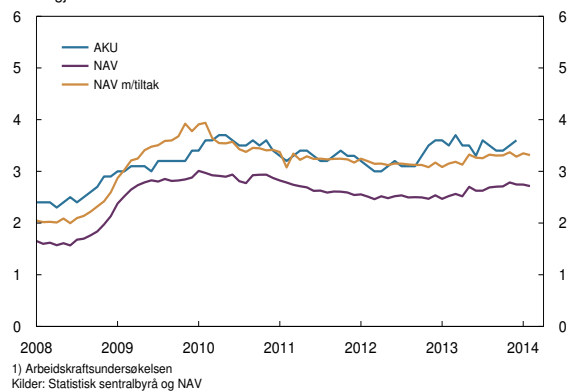
Salget av nye boliger falt i høst og ligger fremdeles på et lavt nivå. Bedriftene i vårt regionale nettverk venter lav vekst i byggeaktiviteten fremover. Boliginvesteringene fortsatte å øke gjennom fjoråret, men vi venter nå at disse investeringene vil kunne falle noe den nærmeste tiden. Veksten i petroleumsinvesteringene, som lenge har vært høy og gitt sterke vekstimpulser til norsk økonomi, anslås å avta markert fra og med i år. Eksportveksten anslås å ta seg noe opp som følge av svekkelsen av kronen og økt vekst ute. Moderate vekstutsikter både hjemme og ute og et høyt kostnadsnivå vil trolig bidra til fortsatt svak vekst i foretaksinvesteringene.

De nærmeste kvartalene venter vi en vekst i norsk økonomi i underkant av 1/2 prosent, om lag som i

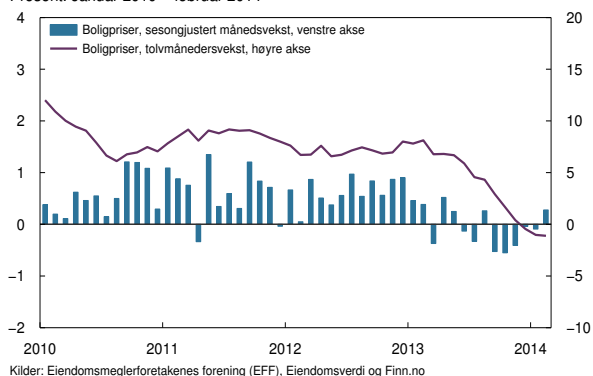
Figur 1.10 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder. Annualisert. Prosent. Januar 2008 – februar 2014



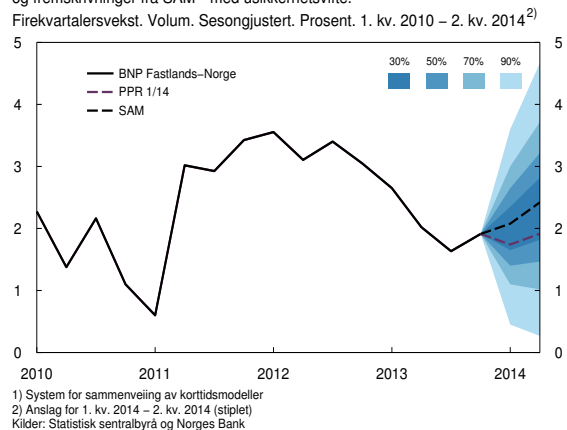
Figur 1.11 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – februar 2014



Figur 1.12 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – februar 2014



Figur 1.13 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvitte.



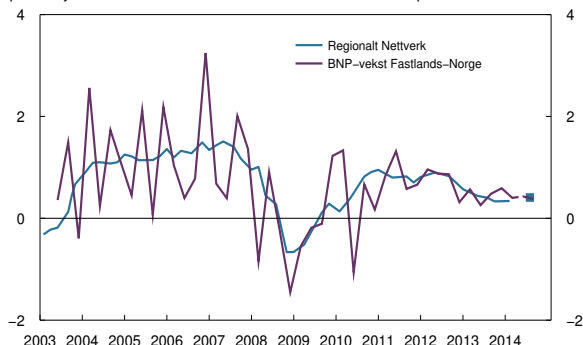
forrige rapport. Anslagene for BNP for Fastlands-Norge er litt lavere enn prognosene fra vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.13. Vi har lagt vekt på at bedriftene i vårt regionale nettverk i februar ventet at veksten kun ville ta seg marginalt opp, se figur 1.14.

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vurderes å ha avtatt litt det siste året, men er trolig fortsatt nær et normalt nivå. Ifølge vårt regionale nettverk har andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer falt, se figur 1.15. Bedriftene melder også at tilgangen på arbeidskraft er bedre. Den registrerte arbeidsledigheten har de tre siste månedene vært stabil og nær et gjennomsnitt for de siste 15 årene. Samlet ser det ut til at kapasitetsutnyttningen har

avtatt i tråd med anslagene fra forrige rapport, og anslagene for de nærmeste kvartalene er om lag uendret.

Lønnsveksten i 2013 var noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslår årslønnsveksten i fjor til 3,9 prosent. Kronesvekkelsen gjennom 2013 har økt lønnsevn i flere eksportbedrifter. Samtidig vil god vekst i tilgangen på arbeidskraft, en moderat konjunkturutvikling her hjemme og fortsatt lav lønnsvekst ute ha en dempende virkning på lønnsveksten. Lønnsoverhenget inn i 2014 anslås av TBU til ¾ prosent. Bedriftene i vårt regionale nettverk anslår lønnsveksten i år til 3½ prosent.

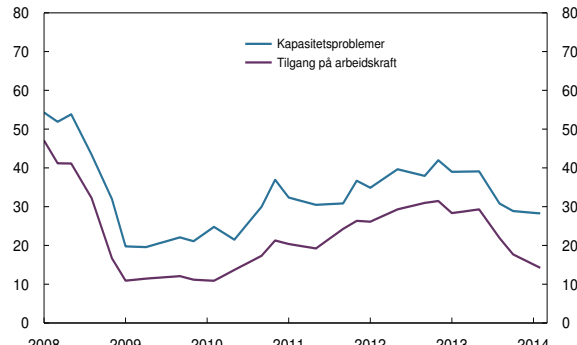
Figur 1.14 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. Januar 2003 – september 2014²⁾



1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er februar 2014. Siste observasjon for BNP-vekst er 4. kvartal 2013. Anslag for 1. kv. 2014 – 2. kv. 2014 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

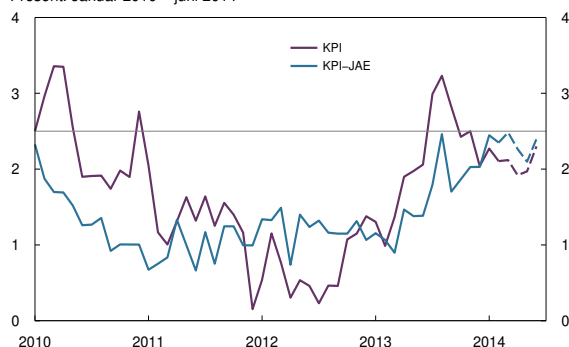
Figur 1.15 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾ i Regionalt nettverk Prosent. Januar 2008 – februar 2014



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

Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 KPI og KPI-JAE.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – juni 2014²⁾

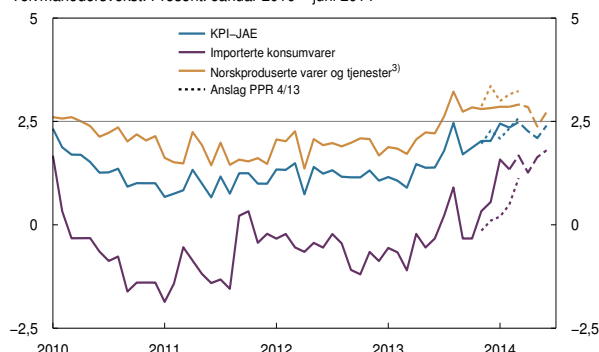


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) Anslag for mars 2014 – juni 2014 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.17 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – juni 2014²⁾



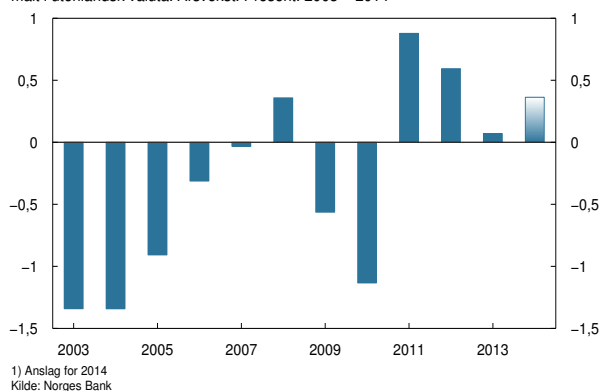
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) Anslag for mars 2014 – juni 2014 (stiplet)

3) Norges Banks beregninger

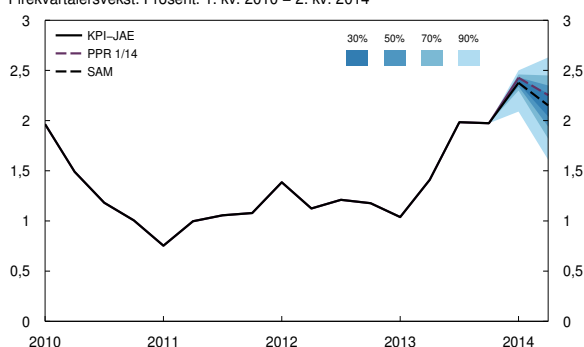
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.18 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2014¹⁾



Figur 1.19 KPI-JAE.¹⁾ Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte.

Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2014³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) System for sammenværing av korttidsmodeller

3) Anslag for 1. kv. 2014 – 2. kv. 2014 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten har vært marginalt høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 4/13. I februar var årsveksten i konsumprisene (KPI) 2,1 prosent, se figur 1.16. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 2,4 prosent. Den underliggende prisveksten anslås å være mellom 2 og 2½ prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har vært i underkant av 3 prosent de siste månedene, noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.17. Husleiene økte mye gjennom 2013, men veksten har falt litt de siste månedene. Veksten i matvareprisene har holdt seg høy. Høy vekst i husleiene og matvareprisene det siste året må ses i sammenheng med at metodene for å måle prisutviklingen på disse gruppene i KPI er endret. Over tid har prisene på norskproduserte varer og tjenester utviklet seg i takt med kostnadene til bedrifter som leverer til husholdningssektoren. Veksten i lønnskostnader per enhet for husholdningsrettede næringer har de siste årene vært nokså stabil på rundt 2½ prosent. Vi anslår at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil avta noe de neste månedene.

Prisveksten på importerte konsumvarer har økt mye de siste månedene, og vært høyere enn ventet, se figur 1.17. Tolv månedersveksten var 1,3 prosent i februar. Det er særlig prisene på klær og på biler som har tiltatt den siste tiden. Gjennomslaget fra valutakursen til konsumprisene kan ha kommet noe raskere enn vi tidligere har lagt til grunn. Vi venter at de internasjonale prisimpulsene til norske konsumpriser blir litt sterkere enn i fjor, se figur 1.18. Samtidig har kronen vært noe svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Vi legger til grunn at prisveksten på importerte konsumvarer tiltar til rundt 1¾ prosent fram mot sommeren.

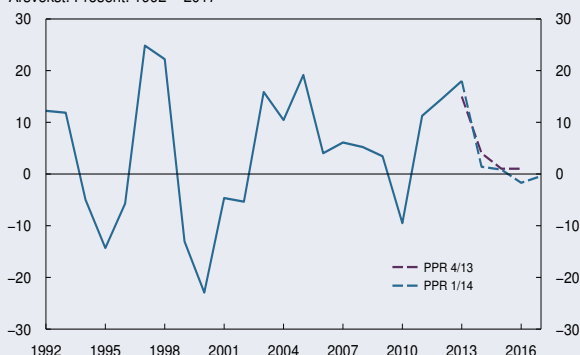
Samlet venter vi en tolv månedersvekst i konsumprisene målt ved KPI-JAE på nær 2¼ prosent de nærmeste månedene. Det er litt høyere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 4/13, og gjenspeiler høyere priser på importerte konsumvarer. Anslagene for KPI-JAE er på linje med anslagene fra vårt system for sammenværing av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.19.

FORUTSETNINGER OM PETROLEUMSINVESTERINGER OG FINANSPOLITIKKEN

Investeringene i petroleumsvirksomheten har kommet opp på et høyt nivå, drevet av høye priser på olje og gass. Fremover venter vi en utflating i nivået på petroleumsinvesteringene, se figur 1.20. Avdempingen må ses i sammenheng med at det høye investeringsnivået i seg selv begrenser potensialet for videre vekst. Samtidig har det høye kostnadsnivået på norsk sokkel kombinert med utsikter til noe lavere olje- og gasspriser ført til utsettelse av en del prosjekter den siste tiden. Anslagene er noe lavere enn i forrige rapport.

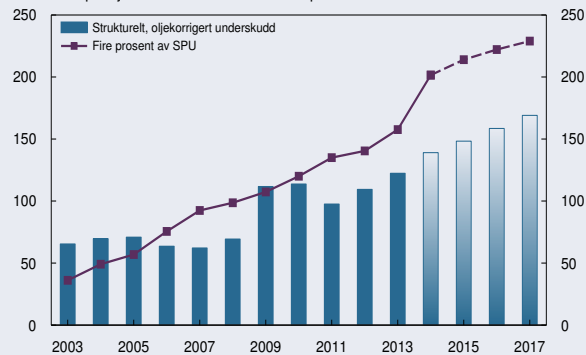
Forutsetningene om finanspolitikken bygger på det vedtatte budsjettet for 2014. Høy avkastning på Statens pensjonfond utland gjennom fjoråret bidrar til at bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle oljekorrigerte underskuddet, i år kan komme ned mot $2\frac{3}{4}$ prosent av verdien av fondet. Dette til tross for at bruken av oljepenger ventes å tilta raskere enn den økonomiske aktiviteten for øvrig. Fremover legger vi til grunn at bruken av oljepenger som andel av fastlands-BNP vil vokse i om lag samme takt som den har gjort siden handlingsregelen ble innført i 2001. Med utsikter til fortsatt vekst i verdien av fondet kan bruken av oljepenger bli liggende under 3 prosent av fondet gjennom prognoseperioden, se figur 1.21.

Figur 1.20 Petroleumsinvesteringer. Faste 2011-priser
Årsvekst. Prosent. 1992 – 2017¹⁾



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

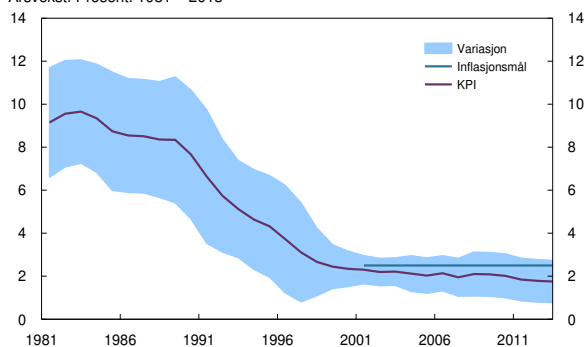
Figur 1.21 Det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Faste 2014-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2017¹⁾



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

2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

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

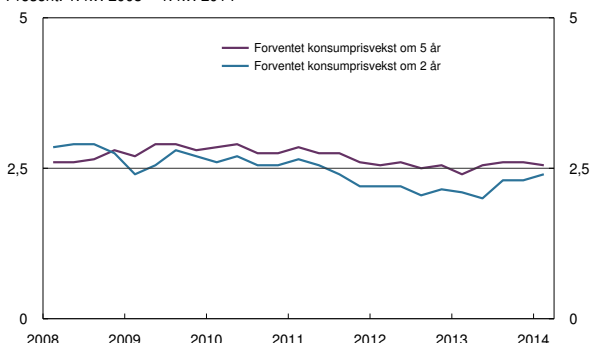


1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 2.1. Inflasjonsforventningene holder seg nær inflasjonsmålet, se figur 2.2.

Styringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å være robust, blant annet ved å ta hensyn til at det er usikkerhet om drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte. I tillegg vil det være robust å ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp, se ramme om kriterier for en god rentebane side 20.

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

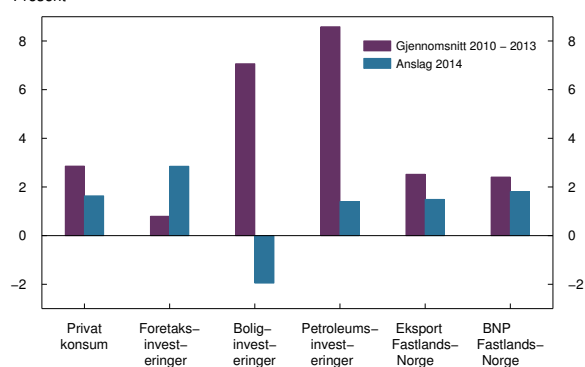


1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien
Kilder: TNS Gallup og Opinion

Styringsrenten er 1,5 prosent, og lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå, se egen utdyping på side 44. Styringsrenten er lav blant annet fordi rentene ute er svært lave. Samtidig er det 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 4½ prosent på sine banklån.

I Pengepolitisk rapport 4/13 ble styringsrenten anslått å bli liggende på dagens nivå fram mot sommeren 2015. Deretter ble det anslått en gradvis økning i styringsrenten. Med en slik renteutvikling var det utsikter til at prisveksten ville ta seg opp mot 2½ prosent mot slutten av prognoseperioden, og at kapasitetsutnyttningen ville holde seg nær et normalt nivå.

Figur 2.3 BNP-vekst og årsvekst i utvalgte etterspørselskomponenter. Prosent

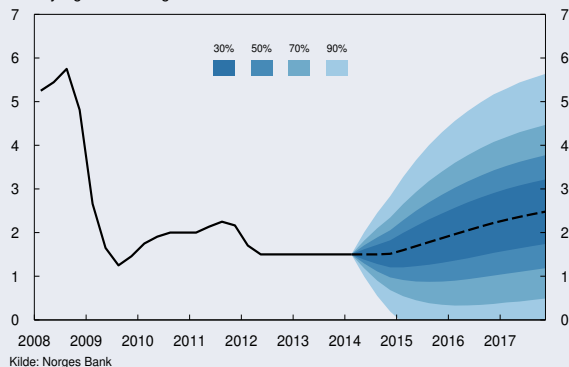


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten har de siste månedene vært marginalt høyere enn ventet. Kronen har vært litt svakere enn lagt til grunn, men har styrket seg den siste tiden. Lønnsveksten i 2013 ble høyere enn ventet, men drivkreftene for inflasjonen lenger fram er fortsatt moderate. Lønnsveksten inneværende år anslås fortsatt til 3½ prosent. Den underliggende prisveksten anslås nå å være mellom 2 og 2½ prosent. Utsiktene for prisveksten er litt oppjustert fra Pengepolitisk rapport 4/13.

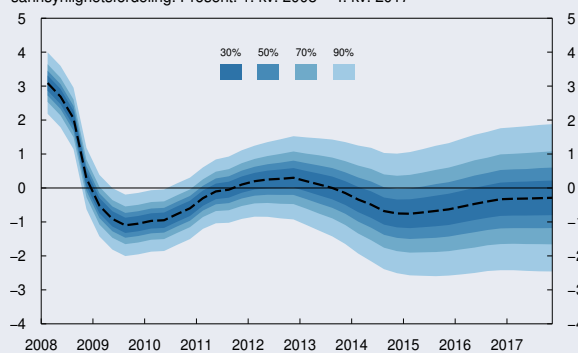
Veksten i norsk økonomi har avtatt, se figur 2.3. Siden forrige rapport har veksten vært om lag som anslått, men drivkreftene fremover vurderes likevel som litt

Figur 2.4a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

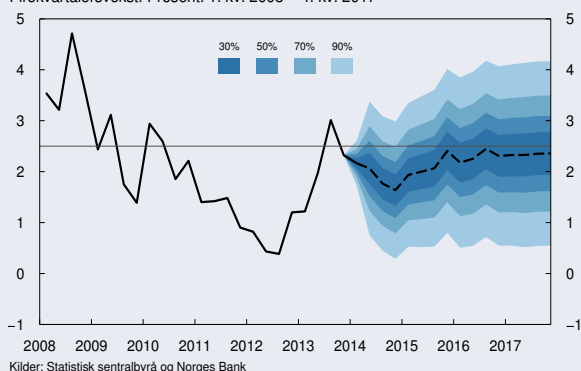
Figur 2.4b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



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

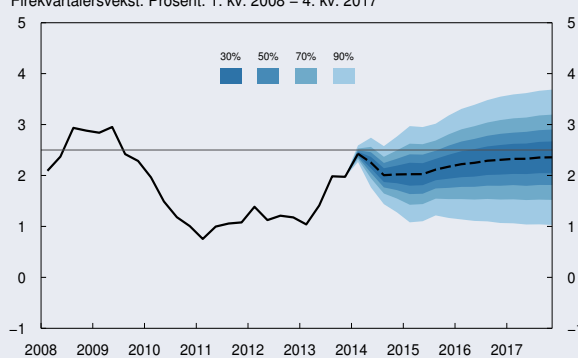
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.4d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

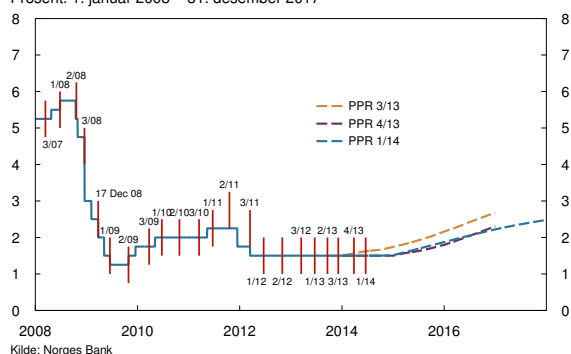
svakere. Veksten i petroleumsinvesteringene og boliginvesteringene her hjemme ser ut til å kunne bli noe lavere enn tidligere anslått. Vekstutsiktene for våre handelspartnere er om lag som tidligere lagt til grunn, mens den forventede oppgangen i rentene ute er skjøvet litt ut i tid.

Boligprisene har vært om lag uendret de siste månedene, og er nå noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Samtidig har husholdningenes gjeldsvekst avtatt og vært litt lavere enn ventet. Indikatorer for finansielle ubalanser er på historisk høye nivåer, men utviklingen den siste tiden tyder på at ubalansene

ikke har bygget seg videre opp fra forrige rapport, se kapittel 3 for en nærmere gjennomgang.

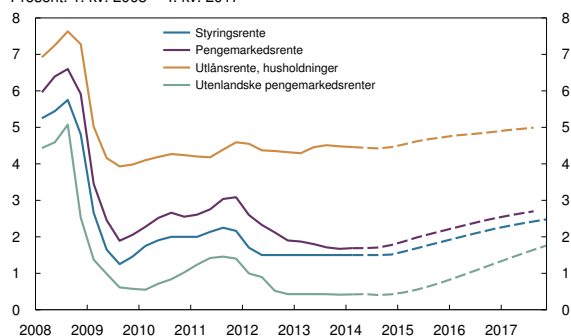
En samlet vurdering av ny informasjon siden forrige rapport tilsier en prognose for styringsrenten om lag som anslått i forrige rapport, se ramme side 22. Det er fremdeles utsikter til at styringsrenten holdes på dagens nivå fram mot sommeren 2015 og at den deretter økes gradvis, se figur 2.4 a-d og figur 2.5. Bankenes utlånsrenter anslås å følge utviklingen i styringsrenten den nærmeste tiden, men kan øke noe mindre lenger ut i prognoseperioden, se figur 2.6.

Figur 2.5 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2017



Kilde: Norges Bank

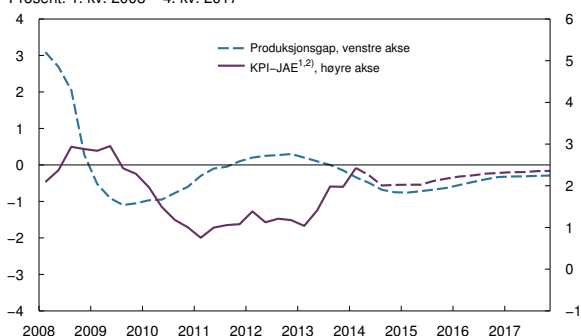
Figur 2.6 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente¹⁾, utlånsrente til husholdninger²⁾ og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017³⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på de varslede renteendringer prisen inn i pengemarkedet
2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger
3) Anslag for 1. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Inflasjon og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) Anslag for 1. kv. 2014 – 4. kv. 2017

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Med en slik prognose for styringsrenten er det utsikter til at prisveksten vil ligge litt under, men nær 2½ prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen vil kunne avta noe det nærmeste året, men ventes å øke noe igjen mot slutten av anslagsperioden til nær et normalt nivå, se figur 2.7.

Både hensynet til å holde veksten i konsumprisene nær 2,5 prosent og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene kunne isolert sett tilsa en noe lavere prognose for styringsrenten, se ramme side 20. På den annen side kan en lavere styringsrente øke risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Det kan øke faren for at finansielle ubalanser lenger fram i tid utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Usikkerhet om drivkreftene i økonomien og økonomiens virkemåte taler samtidig for å gå forsiktig fram i rentesettingen. Ved å ta slike robusthetshensyn vil pengepolitikken, i en usikker verden, kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid.

Veksten i norsk økonomi ventes å ta seg opp fra i underkant av 2 prosent i år til 2½ prosent i 2015 og rundt 3 prosent mot slutten av prognoseperioden. Vi venter at eksporten fra Fastlands-Norge gradvis tar seg opp som følge av at veksten ute tiltar og at kronen har svekket seg det siste året. Samtidig legger vi til grunn at husholdningenes sparing etter hvert vil avta noe, men fortsatt holde seg høy, se figur 2.8. Veksten i privat konsum, som lenge har vært moderat, vil dermed være noe mer i takt med inntektsveksten, se figur 2.9. Vi anslår at veksten i det private forbruket tar seg opp fra om lag 1¾ prosent i år til rundt 3 prosent årlig i resten av prognoseperioden. Petroleumsinvesteringene anslås å holde seg om lag på dagens nivå det neste året for deretter å falle litt. Det innebærer likevel at aktiviteten i de oljerelaterte næringene fortsatt vil være høy. Boliginvesteringene ventes å avta noe den nærmeste tiden, men etter hvert stige noe igjen som følge av fortsatt vekst i boligprisene og høy befolkningsvekst.

Boligprisene anslås å vokse med 2-3 prosent årlig i årene fremover. Det innebærer at veksten i boligprisene vil være lavere enn veksten i husholdningenes inntekter i årene som kommer. Denne utviklingen må ses i sammenheng med at boligprisene har kommet opp på et høyt nivå, og at boligbyggingen har vært

høy de siste årene. Gjeldsveksten ventes å avta noe fremover, se figur 2.10. Samtidig er det utsikter til at husholdningenes gjelds- og rentebelastning øker noe de neste årene, se figur 2.11.

Veksten i produksjonspotensialet anslås å stige noe gjennom perioden. Vi legger til grunn fortsatt høy arbeidsinnvandring, slik at befolkningsveksten også fremover vil bidra forholdsvis mye til produksjonspotensialet. Produktivitetsveksten anslås å ta seg opp til om lag 1½ prosent mot slutten av prognoseperioden.

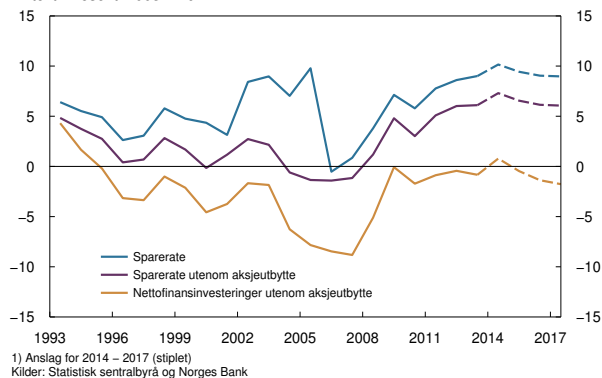
Rentedifferansen mot utlandet ventes å være nokså stabil. I anslagene har vi lagt til grunn at kronen styrker seg noe fremover, se figur 2.12.

Prisveksten ventes å avta fra 2¼ prosent inneværende år til 2 prosent i 2015. Deretter vil prisveksten ta seg noe opp utover i prognoseperioden. Prisveksten på innenlandske varer og tjenester ventes å stige noe gjennom prognoseperioden. Lønnsveksten anslås å øke fra 3½ prosent i år til om lag 4 prosent de neste årene. Kronesvekkelsen vi har bak oss og noe høyere produktivitetsvekst vil kunne gi litt bedre lønnsevne i bedriftene. Selv om arbeidsledigheten kan stige noe, vil ledighetsraten fremover trolig ligge nær et gjennomsnittlig nivå for de siste 15 årene. Fortsatt lav prisvekst ute, og en moderat styrking av kronen, bidrar på den andre siden til at prisveksten på importerte konsumvarer trolig vil avta fra slutten av inneværende år.

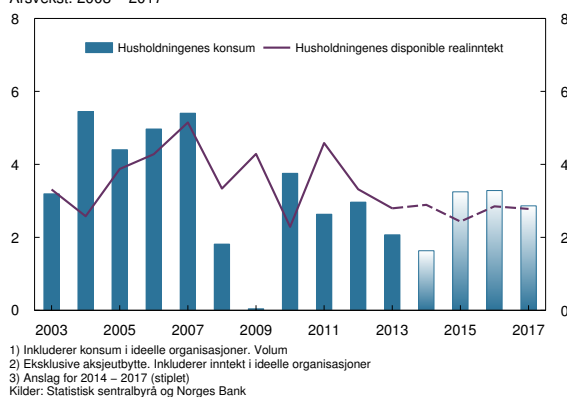
Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Det er usikkerhet knyttet til anslagene.

Til tross for høy inntektsvekst og nokså lavt rentenivå, har veksten i husholdningenes forbruk vært moderat, og spareraten har økt mye de siste årene. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen, strammere kredittpraksis i bankene, demografiske endringer og pensjonsreformen har trolig bidratt til at husholdningene har økt sparingen. Vi har lagt til grunn at spareraten vil flate ut og etter hvert avta noe, men kan ikke utelukke at sparingen fortsetter å øke. Samtidig kan boliginvesteringene falle mer enn vi har lagt til grunn.

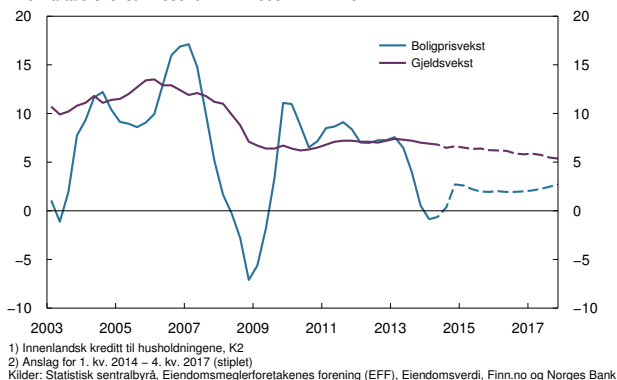
Figur 2.8 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2017¹⁾



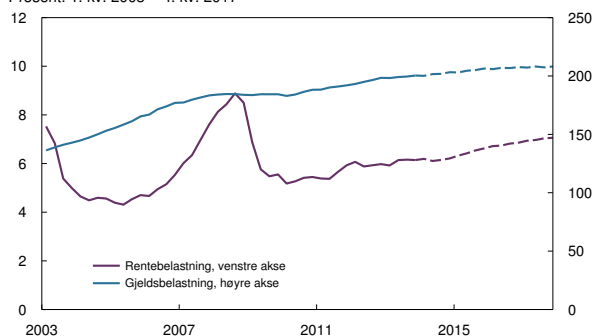
Figur 2.9 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾ Årsvekst. 2003 – 2017³⁾



Figur 2.10 Husholdningenes gjeldsvekst¹⁾ og boligprisvekst Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2017²⁾

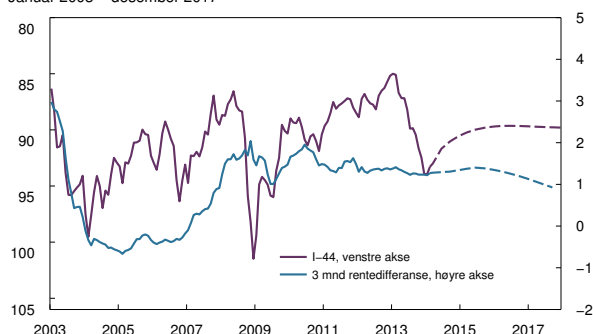


Figur 2.11 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning²⁾. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2017³⁾



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 3. kv. 2012
2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 3. kv. 2012 pluss renteutgifter
3) Anslag for 4. kv. 2013 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾. Januar 2003 – desember 2017³⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
3) Anslag mars 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

I så fall vil veksten i norsk økonomi kunne bli lavere enn vi nå anslår.

Vi har også lagt til grunn at eksporten av tradisjonelle varer tiltar gradvis de neste årene i tråd med at veksten ute tar seg opp. Det høye kostnadsnivået kan føre til at norske eksportbedrifter i mindre grad klarer å ta del i den forventede økningen i markedsveksten ute, og at eksportveksten holder seg lav. På den andre siden legger vi til grunn at petroleumsinvesteringene avtar noe i årene fremover. Skulle oljeprisen holde seg oppe eller øke kan oljeinvesteringene bli noe høyere enn det vi nå anslår.

Kronekursen har beveget seg mye gjennom det siste året, og det er stor usikkerhet om utviklingen fremover. Kronen har styrket seg den siste tiden, men svekkelsen gjennom fjoråret var betydelig. Vi kan ha undervurdert effekten av dette på prisene. Lønnsveksten ble høyere enn ventet i fjor, og vi kan ikke utelukke at lønnsveksten holder seg oppe også i år.

God tilgang på arbeidskraft kan også ha bidratt til å dempe produktivitsveksten de siste årene, men virkningene er svært usikre. Fortsatt høy vekst i arbeidstilbudet og svak investeringsaktivitet vil kunne bidra til at den ventede oppgangen i produktivitsveksten uteblir. Samtidig kan fortsatt høy arbeidsinnvandring, moderat utvikling i norsk økonomi og et høyt kostnadsnivå føre til at lønnsveksten blir lavere enn vi legger til grunn.

Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene, og dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg annerledes enn vi har lagt til grunn. Det er derfor usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 2.4 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten.

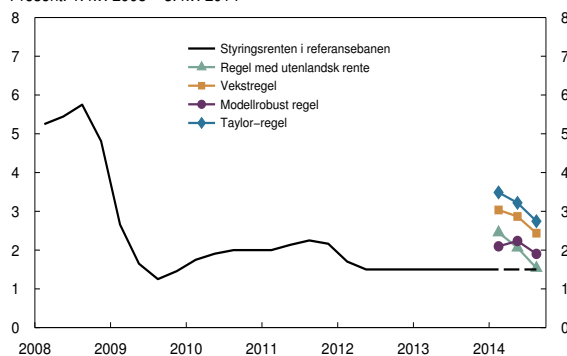
KRYSSJEKKER AV RENTEPROGNOSEN

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive en rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. I vekstregelen er produksjonsgapet erstattet med et vekstgap. Begge disse reglene tilsier en styringsrente rundt 3 prosent, se figur 2.13. 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. Regelen tilsier en styringsrente rundt 2½ prosent. Disse reglene fanger ikke opp at rentene ute er svært lave. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået hos våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Denne regelen tilsier en styringsrente på i overkant av 2 prosent. Alle de enkle reglene indikerer dermed en styringsrente som ligger over vår prognose den nærmeste tiden. Forskjellen mellom pengemarkedsrenten og bankenes utlånsrenter er betydelig større enn normalt, se figur 2.6. Dette forholdet fanges ikke opp i de enkle reglene.

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 2.14.

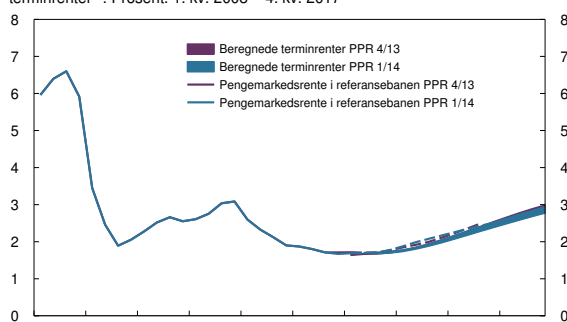
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.15 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten 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 2.13 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2014



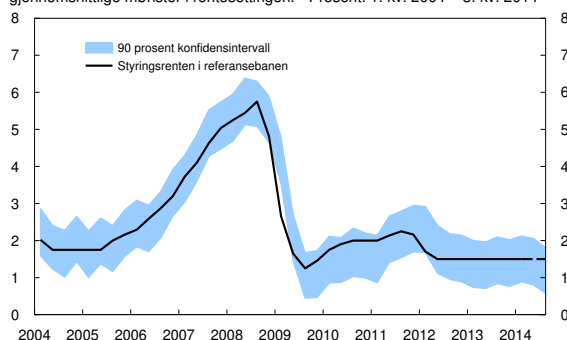
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser (KPI-JAE) og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente
Kilde: Norges Bank

Figur 2.14 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på all varslede renteendringer priset inn i pengemarkedet
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det lille og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 18. november – 29. november 2013 og 7. mars – 20. mars 2014
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.15 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 3. kv. 2014



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere, samt renten i forrige periode. Lnkningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 4. 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

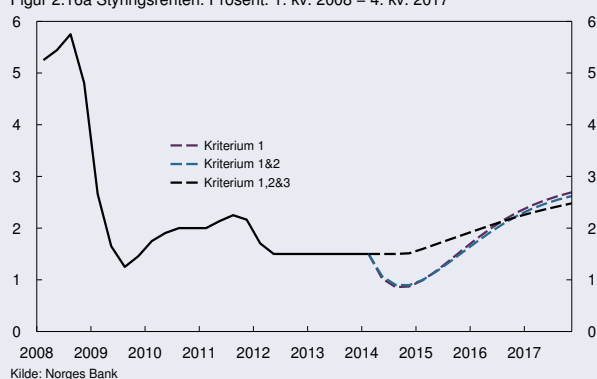
Over tid sikter Norges Bank mot en prisstigning nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikkens 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.

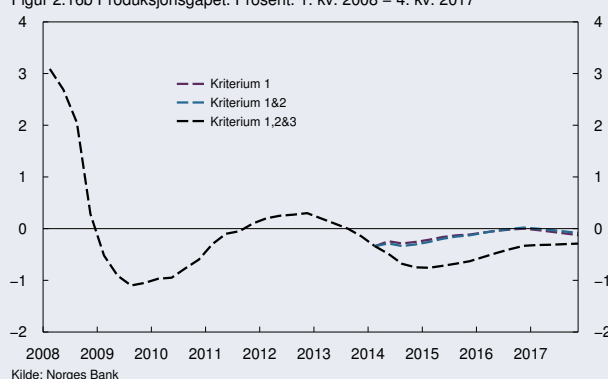
Følgende kriterier kan være en rettesnor for en god rentebane:

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 2.16a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Figur 2.16b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



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.

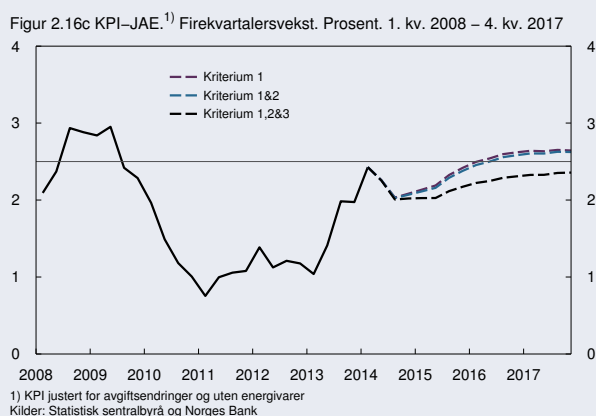
Figurene 2.16 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.

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 lilla linje i figurene).¹ Inflasjonen ville da ta seg opp til 2,5 prosent mot slutten av 2015. Ifølge den tekniske modellanalysen vil styringsrenten følge en nokså lik utvikling når det også 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.

Hensynet til robusthet bidrar til å trekke rentebanen 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. I referansebanen (se svart linje) ligger derfor styringsrenten høyere enn det som følger av en teknisk modellanalyse der det ikke tas hensyn til robusthet.

1 I modellanalysen har vi benyttet vår makroøkonomiske modell NEMO



ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 4/13

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er om lag uendret fra Pengepolitisk rapport 4/13, se figur 2.17. Anslagene for styringsrenten er basert på kriteriene for en god rentebane, se egen ramme side 20, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.18 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.¹ Utviklingen siden desember har i hovedsak vært i tråd med våre anslag fra Pengepolitisk rapport 4/13, og vurderingen av de ulike drivkreftene som påvirker utsiktene for styringsrenten er lite endret. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene, som kommer til uttrykk i søylene i figuren, er derfor marginale. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

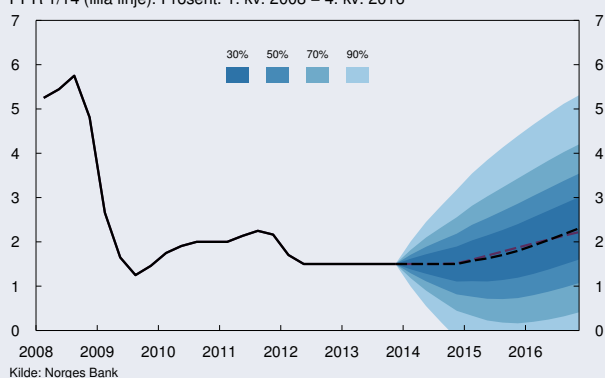
¹ Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO, og basert på kriteriene for en god rentebane

Styringsrentene er nær null hos mange av våre handelspartnere, og markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Lavere renter ute trekker i retning av lavere rente også her hjemme, se lilla søyler.

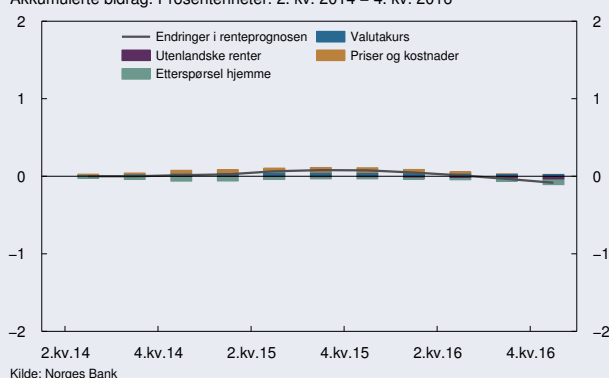
Kronen er nå nær nivået som ble lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 4/13, men har i gjennomsnitt vært noe svakere enn ventet. En svakere krone bidrar isolert sett både til litt høyere prisvekst og litt høyere aktivitet i økonomien. Det trekker i retning av en marginalt høyere styringsrente, se blå søyler.

Veksten i norsk økonomi har vært om lag som anslått. Drivkreftene fremover vurderes likevel som litt svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Petroleumsinvesteringene og boliginvesteringene her hjemme ser ut til å kunne utvikle seg litt svakere enn tidligere lagt til grunn. Utsikter til litt lavere etterspørsel i Norge trekker i retning av en litt lavere styringsrente, se grønne søyler.

Figur 2.17 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 4/13 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/14 (lilla linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 2.18 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 4/13. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kv. 2014 – 4. kv. 2016



Veksten i konsumprisene har vært marginalt høyere enn ventet siden Pengepolitisk rapport 4/13. Lønnsveksten i 2013 ble litt høyere enn ventet, men anslås fortsatt til 3½ prosent i år. Utsiktene for prisveksten den nærmeste tiden er litt oppjustert fra Pengepolitisk rapport 4/13, og tilsier isolert sett en marginalt høyere rentebane, se gule søyler.

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

TABELL 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/14. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/13 i parentes

	2014	2015	2016	2017
KPI	2 (0)	2 (0)	2¼ (¼)	2¼
KPI-JAE ¹	2¼ (¼)	2 (0)	2¼ (¼)	2¼
Årslønn ²	3½ (0)	3¾ (0)	4 (0)	4
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ³	1¾ (-¼)	3¼ (¼)	3 (0)	2¾
BNP Fastlands-Norge	1¾ (-¼)	2½ (0)	3 (0)	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴	-½ (0)	-¾ (-¼)	-½ (-¼)	-¼
Sysselsetting, personer (KNR)	1 (0)	¾ (-¼)	1 (0)	1
Registrert ledighet (rate, nivå)	3 (0)	3 (0)	3 (0)	3
Nivå				
Styrringsrente ⁵	1½ (0)	1¾ (0)	2 (0)	2½
Importveid valutakurs (I-44) ⁶	91½ (¼)	90 (¼)	89¾ (¼)	89¾
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁷	½ (0)	¾ (0)	1¼ (0)	1¾

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 Styrringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

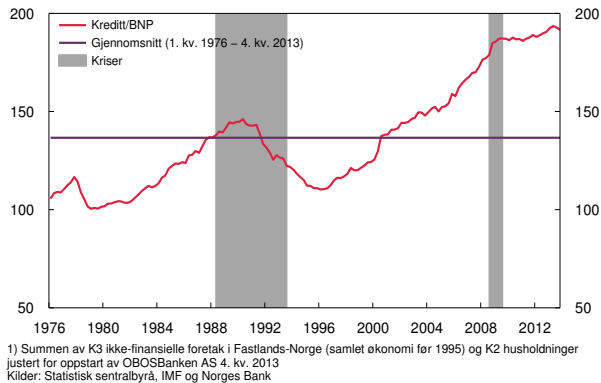
6 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

7 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

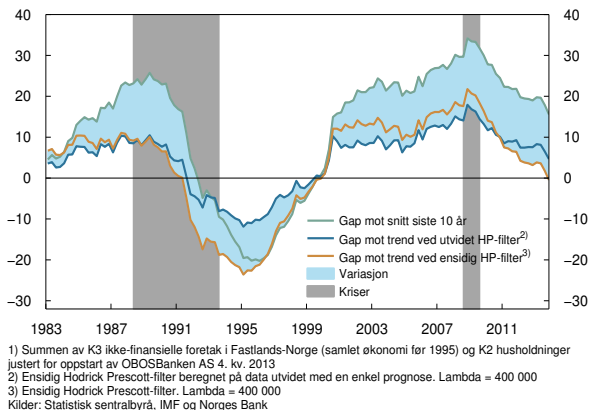
Figur 3.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 4. kv. 2013



Motsyklik kapitalbuffer er et av flere elementer i det nye regelverket for bankenes kapitaldekning som ble vedtatt av Stortinget i juni 2013. Finansdepartementet skal fastsette bufferkravet hvert kvartal. Regjeringen har gitt Norges Bank i oppdrag å lage et beslutningsgrunnlag og gi departementet råd om kravet. I brev av 4. desember 2013 ga banken råd om et krav på 1 prosent fra 1. januar 2015. Bufferkravet ble fastsatt til 1 prosent fra 30. juni 2015, se ramme på side 31.

Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklik kapitalbuffer, se ramme på side 32. Bankene bør bygge opp og holde en motsyklik buffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene, særlig når nye krav introduseres. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

Figur 3.2 Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2013



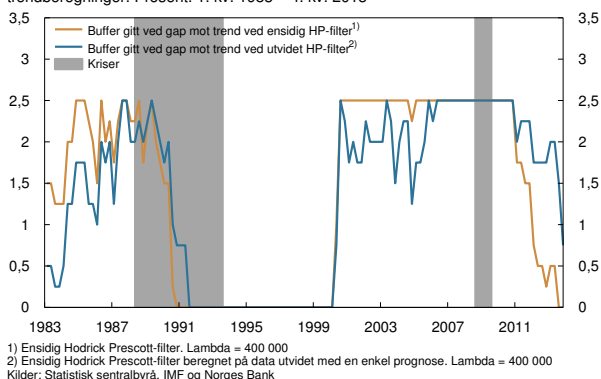
Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). ESRB la fram foreløpige anbefalinger om hvordan bufferkravet skal fastsettes 3. mars 2014, se ramme på side 34.

FINANSIELLE UBALANSER

Norges Bank har festet seg ved fire indikatorer for oppbygging av finansielle ubalanser: i) Samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 foretak i Fastlands-Norge) som andel av BNP for Fastlands-Norge, ii) boligpriser i forhold til husholdningenes disponible inntekt, iii) salgspriser på næringseiendom, og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner.¹ Samlet gir de fire indikatorene signaler om sårbarhet. De har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet. Rådet om den motsykliske kapitalbufferen vil bygge på en vurdering av nivåene på indikatorene og en sammenlikning av nåsituasjonen med historiske trender.² Når indikatorene ligger over trenden, kan det være tegn på at utviklingen ikke er opprettholdbar over tid.

Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlands-økonomien markert raskere enn verdiskapingen,

Figur 3.3 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trenderegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2013



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

2 Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene: Et ensidig Hodrick Prescott-filter som anvendt av Baselkomiteen, 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

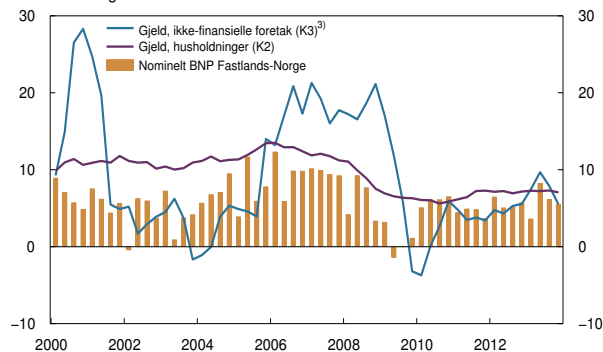
se figur 3.1. Erfaringer fra tidligere finansielle kriser i Norge og andre land viser at både bankene og låntakerne ofte tar stor risiko i perioder med sterk kredittvekst. Siden finanskrisen har kredittveksten kommet noe ned. Nivået på kredittindikatoren er lite endret siden Pengepolitisk rapport 4/13. Samlet kreditt som andel av BNP er likevel på et historisk høyt nivå. Indikatoren ligger også høyere enn to av de tre beregnede historiske trendene, se figur 3.2, men gapene mellom indikatoren og trendene er blitt mindre de siste årene.

Det er stor usikkerhet knyttet til de langsiktige trendene. Baselkomiteen for banktilsyn har foreslått å bruke et ensidig Hodrick Prescott-filter (HP) for å beregne trenden i kredittindikatoren.³ Metoden gir en trend som har fortsatt å stige raskt de siste årene. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Norges Bank legger vekt på en alternativ beregningsmetode for trenden basert på et utvidet HP-filter, som erfaringsmessig gir en bedre ledende indikator for kriser.

Baselkomiteen har også foreslått en enkel regel for å beregne en teknisk referanseverdi for bufferkravet med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP, se ramme på side 32. Anvendt på norske data og med Baselkomiteens trendberegning gir regelen en referanseverdi for bufferkravet på 0 prosent i fjerde kvartal 2013, se figur 3.3. Det europeiske systemrisikorådet åpner for at landene kan beregne flere referanseverdier. Norges Banks alternative trendberegning gir en referanseverdi for bufferkravet på $\frac{3}{4}$ prosent.⁴

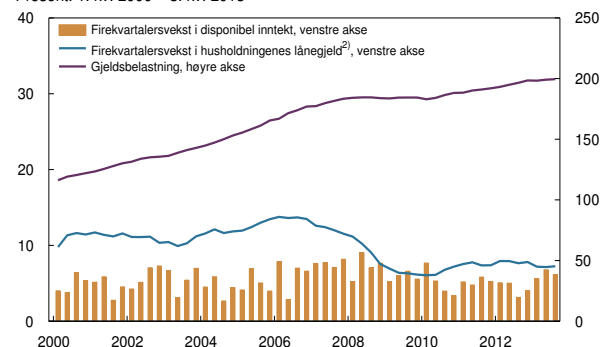
Gjeldsveksten til husholdningene avtok etter finanskrisen og har de siste årene vært nokså stabil, se figur 3.4. Lånegjelden har fortsatt å vokse raskere enn husholdningenes disponible inntekter, og gjeldsbelastningen økte videre i tredje kvartal i fjor, se figur 3.5. Det vil ta tid før lavere boligprisvekst slår ut i lavere gjeldsvekst i husholdningene. Høy gjeldsbelastning kan gjøre husholdningene sårbare for inntektsbortfall og renteøkninger. Husholdningene samlet har en stor finansformue, se figur 3.6. Formue

Figur 3.4 Gjeld i husholdninger¹⁾ og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst.²⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2013



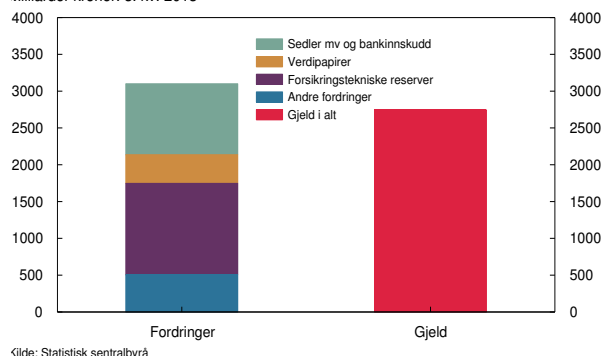
1) Justert for oppstart av OBOSBanken AS 4. kv. 2013
2) Endring i kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet
3) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Husholdningenes gjeldsbelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 3. 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
2) Endring i beholdning målt ved utgangen av kvartalet
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Husholdningenes finansielle fordringer og gjeld. Milliarder kroner. 3. kv. 2013



3 Baselkomiteen for banktilsyn (2010): «Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer», Bank for International Settlements

4 Norges Bank (2013): «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», Norges Bank Memo Nr. 1/2013

som lett kan trekkes på, gjør husholdningene mer robuste. Men gjeld og formue er skjevt fordelt. En betydelig andel av gjelden holdes av husholdninger med små finansielle buffere.

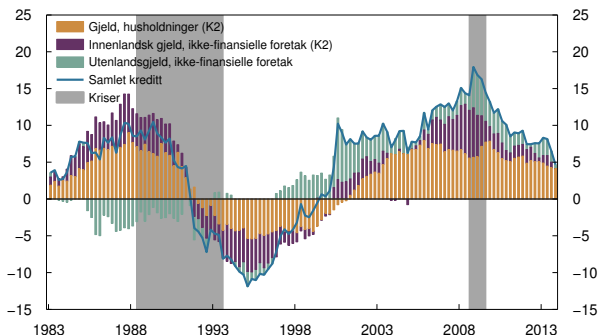
Gjeldsveksten til de ikke-finansielle foretakene i Fastlands-Norge var svært høy i årene før finans-krisen, men avtok til et mer moderat nivå etter krisen, se figur 3.4. Gjelden var i fjerde kvartal 2013 5,5 prosent høyere enn året før. Bidraget fra foretakenes kreditt til det samlede kredittgapet har blitt mindre de siste årene, se figur 3.7. Veksten i den innenlandske obligasjonsgjelden og utenlandsgjelden tiltok markert fra midten av 2012, men har avtatt den siste tiden, se figur 3.8. Veksten i utenlandsgjelden har historisk variert mye. En stor del av denne gjelden er fra uten-

landske selskaper i samme konsern. Bankgjeld er fremdeles foretakenes viktigste finansieringskilde. Veksten i bankenes utlån til foretakene var svak i 2013, men tok seg litt opp mot slutten av året.

Gjeldsbetjeningsevnen i norske børsnoterte foretak har falt noe de siste årene, se figur 3.9. Svekket gjeldsbetjeningsevne er tidligere blitt etterfulgt av en økning i andelen misligholdte lån og utlånstap i bankene. Egenkapitalandelen har også falt litt de siste årene, men var ved utgangen av fjerde kvartal på om lag det samme nivået som året før.

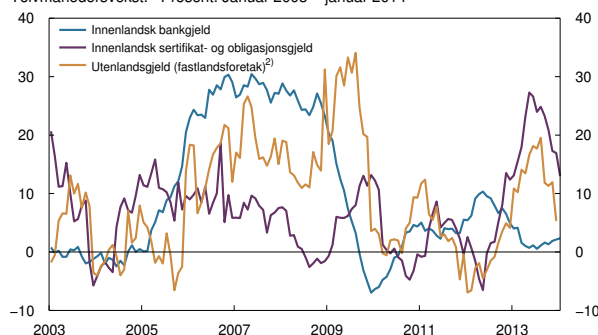
Vekselvirkninger mellom husholdningenes kreditt og boligpriser kan bidra til oppbygging av ubalanser og til å forsterke tilbakeslag i økonomien. Med unntak av

Figur 3.7 Dekomponert kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnet trend²⁾. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2013



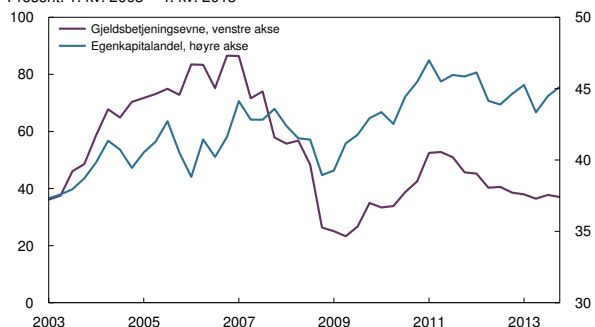
1) Summen av K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (samlet økonomi før 1995) og K2 husholdninger justert for oppstart av OBOSBanken AS 4. kv. 2013
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.8 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst¹⁾. Prosent. Januar 2003 – januar 2014



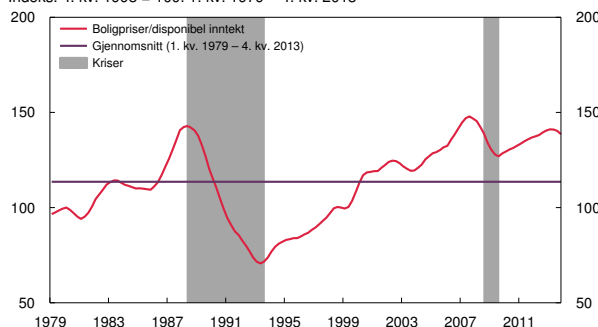
1) Endring i beholdning
2) Til og med desember 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ og egenkapitalandel²⁾ i børsnoterte foretak. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2013



1) Resultat før 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
Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 4. 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/nedsettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

finanskriseårene har boligprisene stort sett økt raskere enn husholdningenes disponible inntekt de siste 20 årene, se figur 3.10. Det siste året har boligprisveksten avtatt, og boligprisindikatoren har falt litt. Gapene mellom denne indikatoren og de beregnede trendene er blitt lavere siden forrige rapport, se figur 3.11.

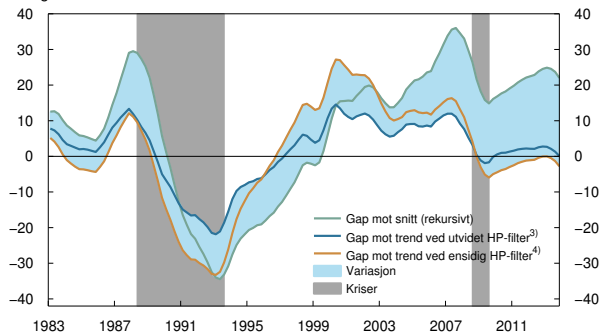
Fortsatt lav vekst i boligprisene vil kunne dempe gjeldsveksten i husholdningene og føre til at de finansielle ubalansene etter hvert bygges ned. Skulle boligprisene falle mye, kan det utløse eller forsterke et tilbakeslag i norsk økonomi og gi økte tap i bankene.

Næringseiendom er den enkeltnæringen norske banker har mest utlån til. Det er stor variasjon i pris-

utviklingen i ulike eiendomsmarkeder og regioner. Nøkkelindikatoren for næringseiendom tar utgangspunkt i beregnede salgspriser på kontorlokaler med høy standard i Oslo, et segment som har hatt høy prisvekst over flere år. Siden sommeren 2012 har indikatoren falt, se figur 3.12, men nivået er fremdeles betydelig høyere enn de beregnede historiske trendene, se figur 3.13.

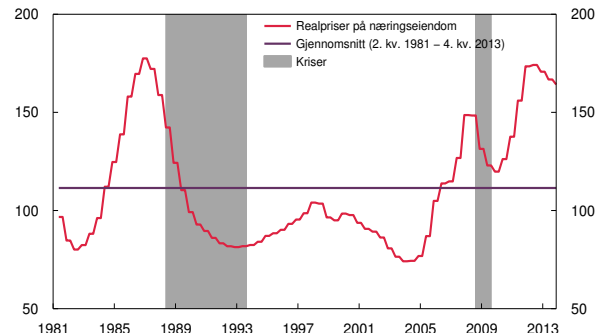
Norske banker og kredittforetak var i økende grad avhengige av penge- og kredittmarkedene for å finansiere den kraftige utlånsveksten fra 2005 til 2008, se figur 3.14. God tilgang til markedsfinansiering gjorde at bankkonsernene lett kunne vokse og møte den høye etterspørselen etter kreditt fra foretak og husholdninger. Vekst i innskudd kombinert med mer

Figur 3.11 Boligprisgap. Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2013



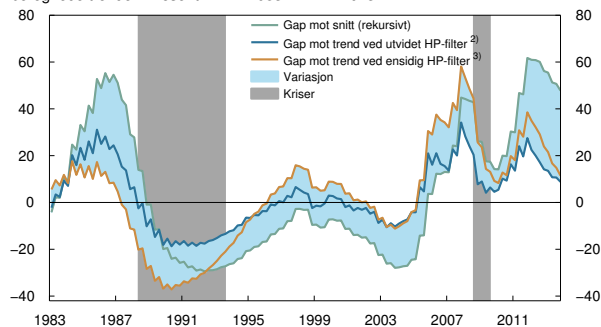
1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 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

Figur 3.12 Realpriser på næringseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 4. kv. 2013



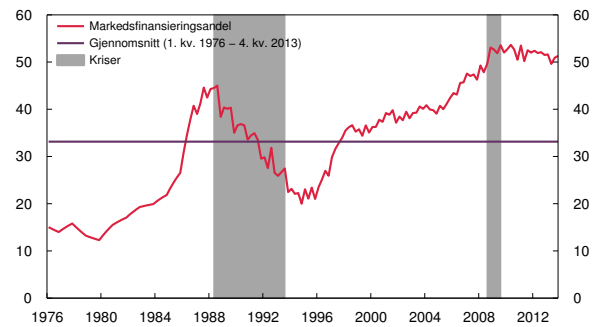
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom¹⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2013



1) Beregnede salgspriser 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 3.14 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel.²⁾ Prosent. 1. kv. 1976 – 4. 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

moderat utlånsvekst de siste årene har bidratt til å stabilisere markedsfinansieringen i bankene. Andelen markedsfinansiering og avstanden til de beregnede trendene var om lag uendret fra tredje til fjerde kvartal i fjor, se figur 3.15.

De fire indikatorene for finansielle ubalanser er på historisk høye nivåer. De er også høyere enn de fleste beregnede langsiktige trendene. Analysene tyder på at finansielle ubalanser har bygd seg opp. Det første kriteriet for en god motsyklisk kapitalbuffer taler dermed for at bankene burde holde en slik buffer. Den siste tiden har indikatorene sluttet å vokse, og gapene er kommet noe ned. Utviklingen tyder på at de finansielle ubalansene ikke bygger seg videre opp. Bankenes tilpasning til de skjerpede kapitalkravene kan ha bidratt til det.

BANKENES TILPASNING

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 krav til økt buffer bidra til å bremse oppbygging av finansielle ubalanser. Øker kapitalkravene til bankene for raskt, kan resultatet bli en kraftig innstramning i kreditten.

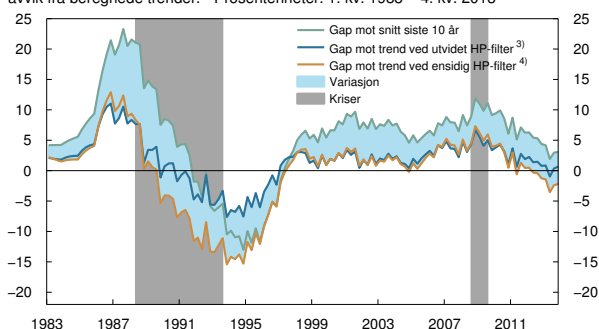
Finansdepartementet fastsatte i desember nivået på den motsykliske bufferen til 1 prosent fra 30. juni 2015.

I årene som kommer vil bankenes kapitalkrav trappes opp uavhengig av nivået på den motsykliske bufferen, se figur 3.16. Et annet element i opptrappingen er kapitalbufferen for systemviktige banker. Finanstilsynet tilrådte i november at DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 Nord-Norge, Sparebanken Sør og Sparebanken Pluss⁵ burde utpekes som nasjonalt systemviktige banker. Finanstilsynet anbefaler at alle disse bankene pålegges et krav om en buffer for systemviktighet på 2 prosent. Regelverket om systemviktige banker har vært ute på høring med høringsfrist 10. februar.

EUs nye kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) trådte i kraft 1. januar 2014. Regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i Norge gjennom EØS-avtalen. Kapital- og bufferkravene i CRD IV ble tatt inn i norsk lov i fjor sommer. Finanstilsynet har utarbeidet forslag til regler som gjennomfører flere av de øvrige bestemmelsene i CRD IV inntil de tas inn i EØS-avtalen. De foreslåtte forskriftsendringene kan føre til at bankenes rapporterte kapitaldekning øker noe. En avklaring ventes etter at høringsrunden avsluttes i mai.⁶

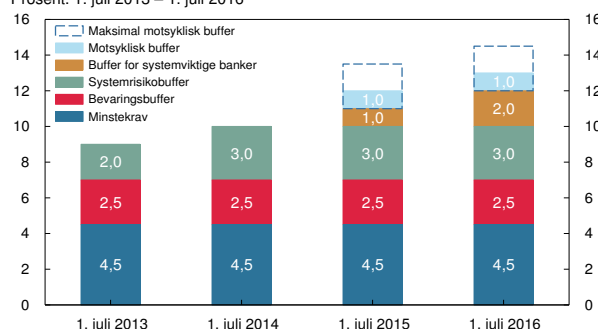
Banker som benytter interne modeller (IRB), må fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad (LGD) på minst 20 prosent i beregningen av risikovekter på boliglån.

Figur 3.15 Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.²⁾ Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. 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 3.16 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



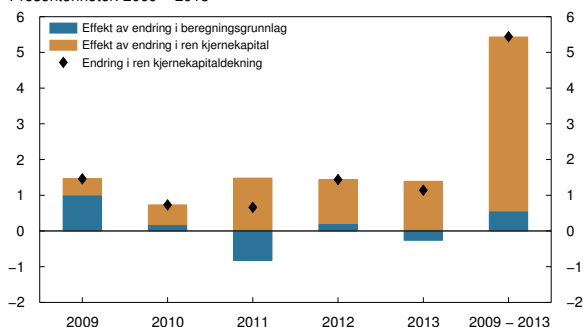
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Det gir en økning i boliglånsvektene for alle de norske IRB-bankene. Reglene slår likevel ulikt ut på kapitaldekningen. De fleste bankene vil fortsatt være bundet av overgangsregelen⁷. For dem vil ikke økningen av boliglånsvektene føre til noen endring i kapitaldekningen. For banker som ikke lenger bindes av overgangsregelen, vil høyere risikovekter på boliglån gi et større beregningsgrunnlag. Kapitaldekningen vil da reduseres. Effektene vil vises i bankenes kapitaldekningstall for første kvartal 2014. Finanstilsynet har også varslet flere innstramminger i kravene til IRB-modellene som benyttes i beregningen av boliglånsvekter. Det kan øke beregningsgrunnlaget ytterligere for enkelte banker.

Bankene hadde god lønnsomhet i 2013. Egenkapitalavkastningen i de største bankkonsernene⁸ økte samlet fra 12,3 prosent i 2012 til 13,0 prosent i 2013. Økningen skyldes i hovedsak økte netto renteinntekter, men også økt kostnadseffektivitet og lave utlånsbidro. Ved utgangen av 2013 oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning på 10 prosent fra 1. juli 2014 med god margin. Den rene kjernekapitaldekningen i de største bankkonsernene samlet sett var 11,6 prosent i 2013, en

- 7 Overgangsregelen innebærer at beregningsgrunnlaget (sum risikovektede eiendeler) for IRB-banker minst må utgjøre 80 prosent av hva det ville vært med Basel I-regelverket. Ifølge CRD IV skal overgangsregelen videreføres til 2017
- 8 De største bankkonsernene viser her til de seks største norske bankkonsernene ved utgangen av 2013: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN og SpareBank 1 Nord-Norge

Figur 3.17 Bidrag til endring i de største bankenes¹⁾ rene kjernekapitaldekning. Prosentenheter. 2009 – 2013



1) Vektet gjennomsnitt for de seks største norske bankkonsernene ved utgangen av 2013: DNB Bank, Nordea Bank Norge, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 SMN og SpareBank 1 Nord-Norge

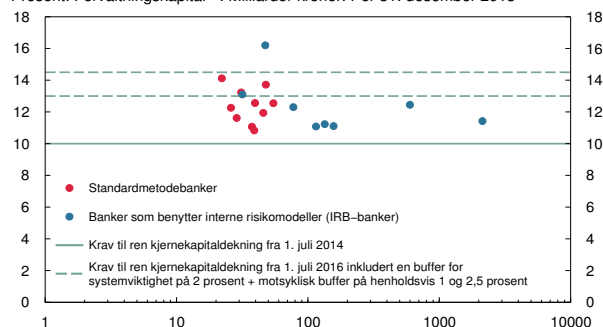
Kilder: Bankkonsernernes årsrapporter og Norges Bank

økning fra 10,5 prosent i 2012. De siste fem årene er den rene kjernekapitaldekningen i de største bankkonsernene hovedsakelig økt gjennom tilbakeholdt overskudd og egenkapitalemisjoner. Men noe av økningen skyldes også redusert beregningsgrunnlag, se figur 3.17. Reduksjonen i beregningsgrunnlaget har sammenheng med at bankene fikk godkjent IRB-modeller for beregning av risikovekter i forbindelse med innføringen av Basel II-regelverket i 2007. I årene etter finanskrisen har bankene også vridd utlånsveksten fra foretakslån til boliglån, som gjennomgående har lavere risikovekter.

De fleste bankene må fortsette å øke kapitaldekningen for å oppfylle kapitalkravene de neste årene, se figur 3.18. Den samlede virkningen av skjerpede krav til IRB-modellene og den foreløpige implementeringen av EUs kapitaldekningsregelverk i norsk regelverk er usikker og vil kunne påvirke kapitalbehovet for enkelte banker.

Utviklingen de siste par årene tyder på at bankene kan øke sin rene kjernekapitaldekning med rundt 1 prosentenhet i året over driften. Egenkapitalemisjoner gjør det mulig for bankene raskt å tilfredsstille økte kapitalkrav uten å måtte begrense sin utlånskapasitet. 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.

Figur 3.18 Bankkonsernernes¹⁾ rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital²⁾. Milliarder kroner. Per 31. desember 2013



1) Bankkonsern med forvaltningskapital større enn 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge

2) Logaritmisk skala

Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

Kredittveksten det siste året tyder på at foretakene samlet sett har god tilgang til kreditt. I NHOs spørreundersøkelse for første kvartal oppgir en firedel av medlemsbedriftene at situasjonen i finansmarkedene og bankene i stor grad bidrar til at bedriften revurderer eller utsetter investeringsprosjekter. Det er litt flere enn på samme tid i fjor. Likevel rangeres manglende tilgang på kreditt og finansiering fremdeles nederst blant en rekke investeringshindre. Tilgangen til kreditt kan variere mellom ulike typer foretak. Obligasjonsfinansiering er først og fremst et alternativ for større foretak. En innstramming av bankenes kreditt til foretak vil kunne gjøre det mer krevende å få lån for foretak som har bankene som eneste finansieringskilde. Bankenes utlånsvekst til foretakene tok seg litt opp mot slutten av fjoråret. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse ventet små endringer i kredittpraksisen overfor foretakene samlet i første kvartal, og noe lettelse i kredittpraksisen overfor foretak innen næringseiendom.

NORGES BANKS RÅD OG FINANSDEPARTEMENTETS BESLUTNING 4. KVARTAL 2013

Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer ble fastsatt av Regjeringen 4. oktober 2013. Finansdepartementet skal fastsette bufferkravet hvert kvartal. Kravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag. Bufferkravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge, etter hvert også filialer av utenlandske banker.¹ Norges Bank skal lage et beslutningsgrunnlag og gi departementet råd om nivået. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Rådet og en oppsummerende begrunnelse sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

I brev til Finansdepartementet 4. desember 2013 ga Norges Bank råd om at kravet til den motsykliske kapitalbufferen ble tatt i bruk og satt til 1 prosent fra 1. januar 2015.²

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

² Norges Banks råd: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/brev-og-uttalelser/2013/brev-4-desember-2013/>

Finanstilsynet sluttet seg til Norges Banks råd om å sette den motsykliske kapitalbufferen til 1 prosent fra 1. januar 2015.

Finansdepartementets beslutning om nivået på den motsykliske kapitalbufferen ble fastsatt i forskrift om nivå på motsyklisk kapitalbuffer 12. desember 2013:

«§ 1

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

§ 2

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

§ 3

Forskriften trer i kraft straks.»

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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 banker vokser raskt og finansierer nye utlån direkte i finansmarkedet, kan systemrisikoen øke.

Råd fra Norges Bank om å øke det motsykliske bufferkravet vil som en hovedregel ta utgangspunkt i fire nøkkelindikatorer: i) Samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 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. Når indikatoren ligger over trenden, kan det være tegn på at utviklingen ikke er opprettholdbar over tid. 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.

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

Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.⁴ 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. Baselkomiteen for banktilsyn foreslo i 2010 en metode for å beregne en slik referanseverdi.⁵ Forslaget innebærer at bufferkravet aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil bufferkravet 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.

Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). 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. Øvrige krav til bankene vil være en del av vurderingen, særlig når nye krav introduseres.

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et virkemiddel for å finstyre økonomien. Hensynet til robusthet tilsier at bufferkravet ikke uten videre trappes ned, selv om det er tegn til at finansielle ubalanser avtar. 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 kan bufferkravet settes ned. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene stramme mindre inn på sine utlån i nedgangstider enn de ellers ville gjort. Det vil kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

Nøkkellindikatorene 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 å senke bufferkravet vil bygge på en vurdering av faren for en brå innstramning i bankenes utlånspraksis. Kapitalkravet skal ikke reduseres for å avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

⁴ Artikkel 136(2), CRD IV

⁵ Baselkomiteen for banktilsyn (2010): «Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer», Bank for International Settlements

FORELØPIGE ANBEFALINGER FRA DET EUROPEISKE SYSTEMRISIKORÅDET (ESRB)

Norges Banks råd om motsyklisk kapitalbuffer skal ta hensyn til anbefalinger fra ESRB. Risikorådet ble opprettet i 2011 og har et overordnet ansvar for å overvåke systemrisikoen i det europeiske finanssystemet. EUs kapitalkravdirektiv (CRD IV) gir ESRB mandat til å rettlede nasjonale myndigheter i EU/EØS-området om hvordan det motsykliske bufferkravet skal fastsettes, herunder

- Overordnede prinsipper for fastsettelse av bufferkravet
- Fremgangsmåter for å beregne den langsiktige trenden i forholdet mellom kreditt og BNP og veiledende referanseverdier for bufferkravet («bufferguide»)
- Veiledning for valg av andre indikatorer for oppbygging av systemrisiko
- Veiledning for valg av indikatorer som kan inngå i vurderingen av om bufferkravet skal reduseres

Retningslinjene fra ESRB vil bli gitt i form av en «ESRB Recommendation», trolig i andre halvår 2014. ESRB vil senere følge opp hvorvidt nasjonale myndigheter følger disse. Dersom anbefalingene ikke blir fulgt vil det måtte forklares («comply or explain»). Den motsykliske kapitalbufferen innføres gradvis i EU fra 2016, med full implementering i 2019. Det gjør at oppfølging fra ESRB overfor nasjonale myndigheter trolig ikke blir aktuelt før 2016.

Risikorådet publiserte 3. mars en håndbok for makroregulering.¹ Med håndboken ønsker ESRB å bidra til

en mer enhetlig tilnærming til makroregulering på tvers av europeiske land. Den inneholder blant annet resultater og foreløpige vurderinger fra ESRBs ekspertgruppe for den motsykliske kapitalbufferen. Norges Bank har deltatt i denne gruppen.

Ekspertgruppen har sammenliknet ulike indikatorer for oppbygging av systemrisiko og vurdert indikatorenes evne til å signalisere fremtidige kriser i EU-landene. Det har vært spesielt fokus på forholdet mellom kreditt og BNP. Gruppen finner støtte for at Baselkomiteens metode for å beregne trenden² i dette forholdet gir en ledende indikator for kriser for EU-landene samlet, men at den ikke fungerer like godt i hvert enkelt land. Gruppen åpner derfor for at land skal kunne bruke andre metoder for å beregne trenden. Empiriske undersøkelser viser også at indikatorer for utviklingen i næringseiendoms- og boligmarkedet kan gi signaler om fremtidig finansiell ustabilitet og derfor kan være nyttige for å vurdere om systemrisiko bygges opp.

Ekspertgruppen finner at det er mer krevende å finne indikatorer som gir robuste signaler om når en finansiell krise er i ferd med å oppstå, og som dermed kan være nyttige i vurderingen av når kapitalbufferen bør frigis. Indikatorer for utviklingen i penge- og kredittmarkedene, slik som kredittforsikringspremier, risikopåslag på OMF og risikopåslag i pengemarkedet, trekkes fram som mulige kandidater. Håndboken peker på at behovet for skjønnsmessige vurderinger vil være særlig stort når det er aktuelt å frigi kapitalbufferen.

¹ Se Det europeiske systemrisikorådet (2014): «The ESRB Handbook on Operationalizing Macro-prudential Policy in the Banking Sector», 3. mars 2014

² Ensiddig Hodrick Prescott-filter, $\lambda = 400\,000$

UTDYPINGER

Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land

Lav prisvekst i euroområdet

Utviklingen i norske kroner

Om den normale renten og den nøytrale renten

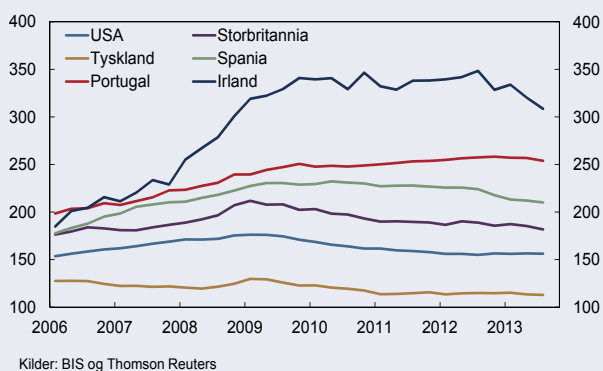
INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

I USA tiltok veksttakten i andre halvår i fjor. Veksten var høyere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 4/13. Det var særlig privat konsum og eksport som bidro til oppgangen, men også foretaksinvesteringer bidro positivt. De siste månedene har det imidlertid vært en avmatning av veksten, med blant annet fall i industriproduksjon, svak utvikling i detaljhandel og et markert fall i en rekke aktivitetsindikatorer. Mye av svekkelsen kan trolig knyttes til ekstremværet som har preget USA denne vinteren. De underliggende vekstforholdene synes fortsatt gode, og vi venter økende vekst de nærmeste årene. Budsjetttavtalen som ble inngått i Kongressen i januar, innebærer en fortsatt stram finanspolitikk, men det negative bidraget til veksten vil avta hvert år fremover. Avtalen har i tillegg bidratt til redusert usikkerhet og noe økt optimisme for både husholdninger og bedrifter. Sammen med en fortsatt ekspansiv pengepolitikk og gode finansieringsforhold ventes dette å understøtte både konsumet og investeringene fremover. Husholdningenes finansielle stilling er også styrket etter de siste årenes nedbetaling av gjeld, se figur 1, samt økte formuespriser. Veksten i privat konsum ventes derfor å tilta gjennom prognoseperioden. Foretaksinvesteringene har vist moderat vekst siden 2010 og er nå tilbake

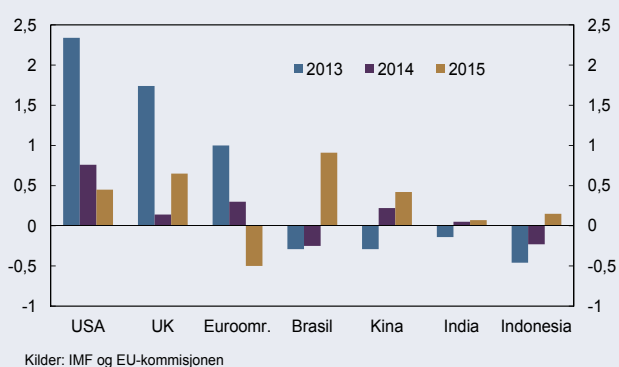
på om lag samme nivå som i 2008. Vi venter noe sterkere vekst i investeringene fremover.

Utviklingen i euroområdet har vært om lag som ventet i forrige rapport. I fjerde kvartal i fjor økte BNP for tredje kvartal på rad. Firekvarteralsendringen i BNP var med det positiv for første gang siden slutten av 2011. Aktivitetsindikatorer til og med februar tyder på at veksttakten i starten av inneværende år var noe høyere enn tidligere ventet. Den europeiske sentralbankens (ESBs) bankutlånsundersøkelse indikerer stabilisering i utlånsbetingelser for bedrifter og husholdninger, samt noe mindre fall i bedriftenes etterspørsel etter lån. Fremover venter vi at produksjonen vil ta seg sakte opp. Innenlandsk etterspørsel støttes av ekspansiv pengepolitikk, bedre finansieringsforhold og mindre kontraktiv finanspolitikk, se figur 2. Relativt lav prisvekst vil bidra positivt til konsumentenes kjøpekraft i flere år fremover. På samme tid vil behovet for nedbelåning i privat og offentlig sektor legge en demper på veksttakten og bidra til at arbeidsledigheten blir værende høy. Importen er ventet å ta seg opp i takt med innenlandsk etterspørsel, men bedre konkurranseevne og høyere global vekst gjør likevel at nettoeksporten bidrar positivt ut prognoseperioden.

Figur 1 Ikke-finansiell sektors bruttogjeld. Prosent av BNP.
1. kv. 2006 – 3. kv. 2013



Figur 2 Endring i strukturell budsjettbalanse som andel av potensielt BNP.
Anslag. Prosentenheter. 2013 – 2015



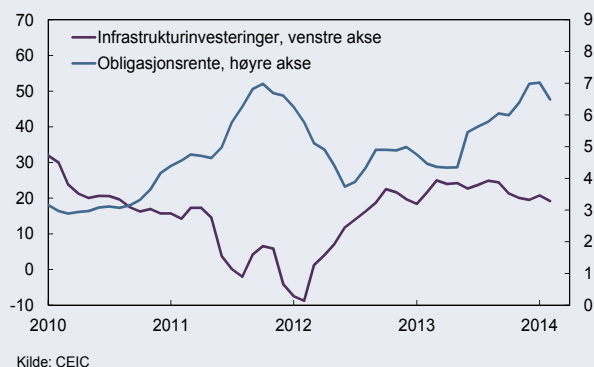
Arbeidet med å etablere en bankunion mellom euro-landene fortsetter. ESB vil virke som felles tilsynsmyndighet fra november i år og gjennomfører i den forbindelse en kvalitetsgjennomgang av bankene den skal overta tilsyn for. En troverdig og grundig gjennomgang av bankenes balanser er ventet å styrke markedsaktørenes tillit til europeiske banker. Arbeidet med å få på plass de øvrige institusjonene i bankunionen fortsetter. Europaparlamentet og Det europeiske rådet er blitt enige om et forslag til felles kriseløsningsmekanisme. Europaparlamentet skal stemme over forslaget i april.

BNP-veksten i Storbritannia var høy i andre halvår av 2013, og årsveksten var den sterkeste siden før finanskrisen. I fjerde kvartal bidro særlig investeringene og nettoeksporten til veksten. Det siste gjenspeiler først og fremst et markert fall i importen, etter beskjeden vekst i privat konsum. Svekkelsen i husholdningenes etterspørsel synes i noen grad å ha fortsatt inn i første kvartal, sammen med en viss moderasjon i industrisektoren. Noe er trolig forbigående effekter knyttet til de siste måneders omfattende flommer. Fremover venter vi at veksten vil holde seg om lag på nivået fra i fjor. Ekspansiv pengepolitikk, den solide bedringen i arbeidsmarkedet, et

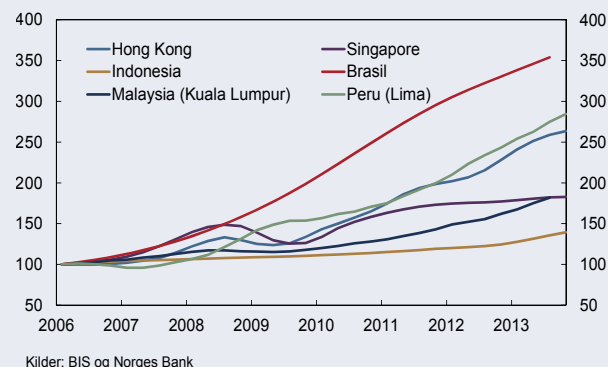
markert lavere inflasjonsforløp og bedre finansieringsforhold ventes å bidra til god vekst i både privat konsum og investeringer. Utover i perioden ventes også at eksporten tar seg opp etter hvert som aktiviteten i euroområdet tiltar og implementeringen av nye regulatoriske regimer for finanssektoren fullføres.

I Sverige var veksten mot slutten av fjoråret sterkere enn ventet i forrige rapport. I tillegg er veksttakten i første til tredje kvartal betydelig oppjustert. Løpende indikatorer peker mot at innenlandsk etterspørsel økte videre i første kvartal i år, og privat sektors tillit er betydelig høyere enn sitt historiske gjennomsnitt. Fremover legger vi til grunn en kvartalsvis BNP-vekst på rundt $\frac{3}{4}$ prosent. Tross relativt svak BNP-vekst i 2013 samlet, steg sysselsettingen gjennom året. Sammen med høy sparerate, kutt i inntektsskatten og lavt rentenivå gir det grunnlag for å vente god vekst i privat konsum fremover. Som i euroområdet bidrar lav prisvekst positivt til konsumentenes kjøpekraft. Både eksport og import er ventet å ta seg betydelig opp etter fall i 2013, og nettoeksportens vekstbidrag er ventet å forbli nær null. Etterhvert som kapasitetsutnyttelsen tar seg opp, vil investeringer være en viktig kilde til vekst.

Figur 3 Kina: Rente på 1 års bedriftsobligasjoner (AA). Infrastrukturinvesteringer. Tolv månedersvekst, tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2010 – februar 2014



Figur 4 Boligpriser i urbane områder. Indeks. 1. kv. 2006 = 100. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2013



Veksten i Kina har vært stabil på rundt 7¾ prosent de siste to årene. I løpet av fjerde kvartal avtok veksttakten som følge av lavere vekst i infrastrukturinvesteringer. Boligmarkedet svekket seg også noe mot slutten av fjoråret. Kredittveksten i Kina var på over 20 prosent i 2013. Obligasjoner og finansieringsprodukter i gråmarkedet sto for over 40 prosent av nye utlån, noe som er en dobling fra 2009. Den kinesiske sentralbanken reduserte likviditetstilførselen i løpet av fjoråret. Mindre likviditet og økte risikopåslag har bidratt til forverring av finansieringsforholdene, noe som ventes å bidra til en videre avdemping av veksten fremover, se figur 3. Som i forrige rapport venter vi at veksten vil avta til 7¼ prosent i år.

Det har også vært en betydelig gjeldsoppbygging i andre fremvoksende økonomier de siste årene, med årlig vekst i bankkreditt på over 25 prosent i land som Brasil, Tyrkia, Singapore og Thailand. Kredittveksten har avtatt den siste tiden, blant annet som følge av strammere regulering for å begrense raskt økende boligpriser, se figur 4. I tillegg har utsiktene til en normalisering av pengepolitikken i vesten ført til reversering av porteføljeinvesteringer. Dette har resultert i svekkede valutakurser, økt volatilitet i markedene og økte renter. Bedrifter og husholdninger som

har tatt opp lån under gode finansieringsforhold, får problemer når rentenivåene nå øker samtidig som veksttakten i økonomiene avtar. Bankutlånsundersøkelser viser økte mislighold, tilstramming i kredittstandarder og fallende låneetterspørsel blant fremvoksende økonomier i Asia.

Utviklingen i kredittmarkedene har bidratt til at vekstutsiktene i fremvoksende økonomier har svekket seg betydelig i løpet av det siste året. Handlingsrommet i den økonomiske politikken er begrenset. Den kraftige depresieringen siden i fjor vår øker kostnadene ved å betjene gjeld i utenlandsk valuta og bidrar til å øke konsumprisveksten gjennom høyere importpriser. Som følge av dette har sentralbankene i land som Tyrkia, Brasil, Sør-Afrika og India strammet til i pengepolitikken. Det er også utsikter til strammere finanspolitikk i mange fremvoksende økonomier etter at økte offentlig utgifter har bidratt til å holde innenlandsk etterspørsel oppe de siste årene, se figur 2. I Russland har veksttakten kommet betydelig ned det siste året på grunn av lavere investeringer, særlig i råvaresektoren. Fortsatt høy kapasitetsutnyttelse og økt usikkerhet knyttet til den politiske situasjonen på Krimhalvøya peker mot lav investeringsvilje også fremover.

LAV PRISVEKST I EUROOMRÅDET

Prisveksten i euroområdet har falt til et lavt nivå. I februar var tolv månedersendringen i den harmoniserte konsumprisindeksen (HICP) 0,7 prosent, ned fra 1,8 prosent ett år tidligere, se figur 1. I første rekke skyldes dette fallende energipriser og lavere matvareprisvekst. Men også indikatorer for underliggende prisvekst har falt, se tabell 1.

Fallet i prisveksten har vært overraskende stort. I september 2013 ventet et gjennomsnitt av prognosemakere at HICP i euroområdet skulle stige med 1,5 prosent i 2014. I mars i år var forventningene justert ned til 0,9 prosent.¹

Den lave prisveksten har ført til bekymringer for deflasjon i euroområdet. Det brå fallet i underliggende prisvekst den siste tiden har gitt næring til uroen, og i januar var det stor oppmerksomhet om at årsveksten i kjerneprisene nådde sitt laveste nivå siden starten av valutaunionen.

1 Consensus Economics

Flere forhold taler imidlertid for at frykten for deflasjon i euroområdet samlet er overdrevet.

- En stor del av fallet i prisveksten den siste tiden skyldes skattereformer. For å redusere underskuddene i offentlige budsjetter har flere av landene i euroområdet økt indirekte skatter og avgifter. En skatte- eller avgiftsøkning vil øke tolv månedersendringen i HICP fra måneden den innføres og ett år frem i tid. Figur 2 viser at skattereformer har bidratt til å øke kjerneinflasjonen siden høsten 2010. Denne effekten er nå i ferd med å uttømmes. Korrigerer vi for effekten av endringer i indirekte skatter og avgifter, har 12-månederveksten i kjerneprisene vært om lag uendret siden april 2013.
- En annen motvekt til deflasjonsfare for euroområdet samlet er at lavere prisvekst i hovedsak skyldes utviklingen i periferilandene – her Italia, Spania, Hellas, Portugal, Irland og Kypros, se tabell 1 og figur 3. Prisveksten har derimot holdt seg bedre oppe i de såkalte kjernelandene – her Tyskland,

TABELL 1 Indikatorer for underliggende prisvekst. Prosentvis endring fra samme periode foregående år

	Kjerne- prisvekst ¹	BNP- deflator ²	Lønninger ³
Euroområdet	0,8	1,2	1,5
Kjerneland	1,1	1,4	2,0
Periferiland	0,3	0,5	0,0
- Italia	0,6	1,1	2,0
- Spania	0,2	0,2	-0,3
- Hellas	-1,4	-2,8	-8,3
- Irland	0,2	0,6	1,3
- Portugal	0,0	2,1	-5,4

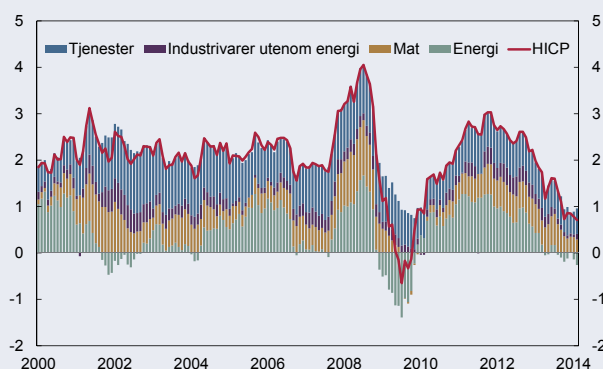
1 HICP uten mat og energi. Gjennomsnitt desember 2013 – februar 2014

2 Tall for 4. kvartal 2013 (3. kvartal for Irland og Portugal)

3 Privat sektor. Tall for 4. kvartal 2013 (2. kvartal for Hellas)

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1 HICP. Bidrag til tolv månedersendring. Prosent. Januar 2000 – februar 2014



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Frankrike, Nederland, Belgia, Østerrike og Finland. Også om vi ser på forventet prisvekst er det periferilandene som trekker gjennomsnittet ned.

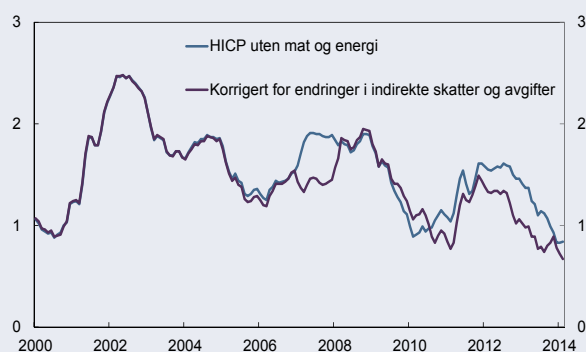
- For enkelte periferiland er negativ eller veldig lav prisvekst nødvendig for å bedre konkurranseevnen. Mange av periferilandene bygde opp stor gjeld til utlandet før finanskrisen. For at de skal få i gang eksportledet vekst og styrke driftsbalansen overfor utlandet, trengs en varig pris- og kostnadsreduksjon relativt til handelspartnerne. Med lav prisvekst i euroområdet samlet, vil det innebære veldig lav eller negativ prisvekst i periferilandene.
- Lav prisvekst som skyldes høy produktivitsvekst er «god deflasjon». Økonomiens vekstpotensial stiger og lønningene kan øke. Spania og Portugal har kuttet enhetskostnader gjennom høy produktivitsvekst. Ettersom deler av produktivitsveksten stammer fra reduksjon i timeverkene, er det imidlertid en risiko for at svekket etterspørsel kan dempe prispresset i økonomien ytterligere.

- Positiv prisvekst i resten av euroområdet vil sikre bedring i konkurranseevnen for land med lav prisvekst. Ettersom prisforskjellene øker vil etterspørselen fra naboland med høyere prisvekst ta seg opp. Det er dermed lite sannsynlig at periferilandene havner i en deflasjonsspiral, der forventninger til fallende priser blir selvforsterkende gjennom å trekke ned økonomisk aktivitet.

For euroområdet samlet venter vi at prisveksten blir værende lav ut året og deretter stiger gradvis. Kapasitetsutnyttelsen er lav, men ventes å ta seg opp. Økt kapasitetsutnyttelse taler for høyere lønnsvekst og økt prissettingsmakt for bedriftene. Markedsbaserte indikatorer tyder også på forventninger om at prisveksten i euroområdet samlet vil bli værende positiv. I tråd med dette er andelen som venter prisfall i euroområdet liten og stabil, se figur 4.

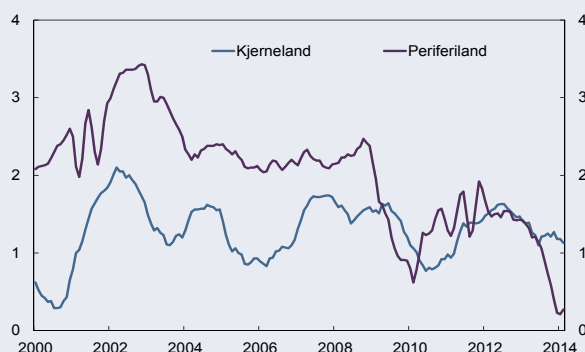
De siste årene har flere medlemsland opplevd perioder med fallende konsumpriser. Ifølge den europeiske sentralbanken er ikke det ensbetydende med

Figur 2 HICP uten mat og energi. Tolv månedersendring med og uten konstante skatter. Prosent. Tremåneders snitt. Januar 2000 – februar 2014



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3 HICP uten mat og energi. Tolv månedersendring. Prosent. Tremåneders snitt. Januar 2000 – februar 2014



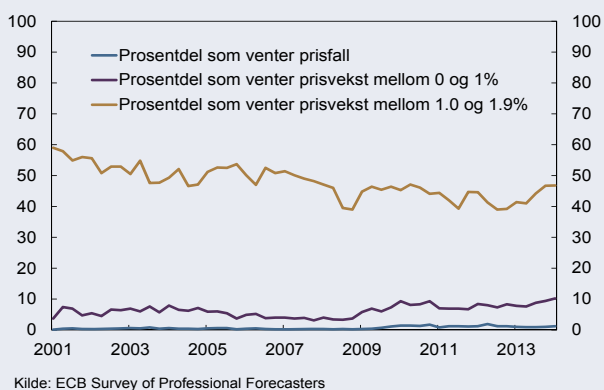
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

deflasjon. I juni 2013 definerte ESB-president Mario Draghi deflasjon som et vedvarende fall i priser på tvers av varer, sektorer og land, med selvpoppfyllende forventninger. Med utgangspunkt i denne definisjonen har vi laget en deflasjonsindikator.

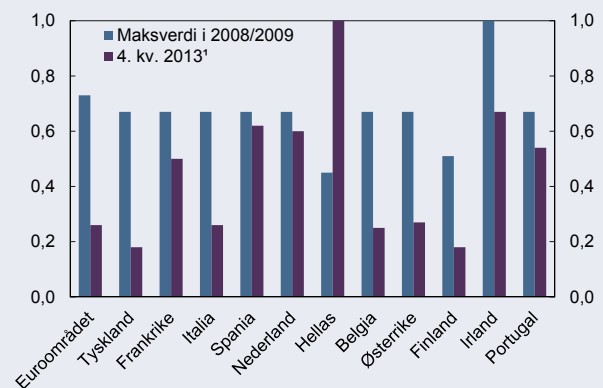
Deflasjonsindikatoren består av tre deler; Andelen indikatorer for prisvekst som viser prisfall (utbredelse), hvor lenge de har gjort det (persistens) og om ytterligere prisfall er ventet (forventning). Alle tre må vise deflasjon for at samleindikatoren skal vise deflasjon. Ved deflasjon tar samleindikatoren verdi 1. Se Aktuell kommentar 1/2014 for en mer detaljert beskrivelse.

Deflasjonsindikatoren viser at euroområdet samlet og flesteparten av enkeltlandene er fjernere fra deflasjon nå enn under finanskrisen, se figur 5. Unntakene er flere av periferilandene, der indikatoren nærmer seg eller overstiger nivåene fra finanskrisen. Utenom Hellas viser imidlertid indikatoren at også periferilandene er langt unna en bredt basert deflasjon.

Figur 4 Fordeling av inflasjonsforventninger 4-5 år fram i tid. 1. kvartal 2001 – 1. kvartal 2014



Figur 5 Deflasjonsindikator. Høyere verdi indikerer lavere pris- og kostnadsvekst. Verdi lik 1 indikerer deflasjon.



1) Deflasjonsindikator uten BNP-deflator og lønn for Portugal og Irland
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

UTVIKLINGEN I NORSKE KRONER

Årene etter finanskrisen i 2008/09 var preget av uvanlig lave renter internasjonalt og betydelig usikkerhet om utsiktene for eurosamarbeidet. Norge hadde bedre økonomisk vekst, høyere renter og mer solide statsfinanser enn de fleste andre industriland. Dette bidro til at norske kroner fremsto som en attraktiv investering, og kronen styrket seg gjennom 2011 og 2012, se figur 1. Tidlig i 2013 nådde den effektive kronekursen sitt sterkeste nivå siden mai 1986.¹

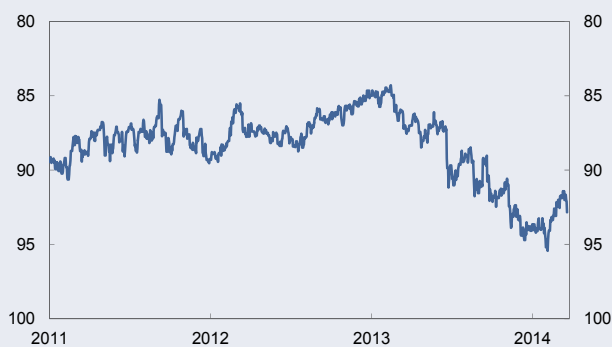
Utover året svekket imidlertid kronen seg med i overkant av 10 prosent. Tegn til svakere vekst i norsk økonomi var trolig en av årsakene. Kronen svekket seg i takt med at både markedsaktørene og Norges Bank justerte ned sine anslag for veksten i BNP for Fastlands-Norge. Svakere vekstutsikter bidro også til en nedrevidering av Norges Banks prognose for styringsrenten gjennom året, se figur 2, og rentedifferansen mot våre handelspartnere falt. Svekkelsen av kronen var imidlertid langt større enn fallet i rentedifferansen mot våre handelspartnere skulle tilsi, se figur 3.² Det var heller ingen klare indikasjoner på at likevektskursen for norske kroner skulle ha skiftet

brått i løpet av 2013. En betydelig del av kronesvekkelsen ble derfor tolket som en økt risikopremie på norske kroner, og bidro dermed til endringen i renteprognosen gjennom året. Dette kommer til uttrykk i de grønne søylene i figur 2.

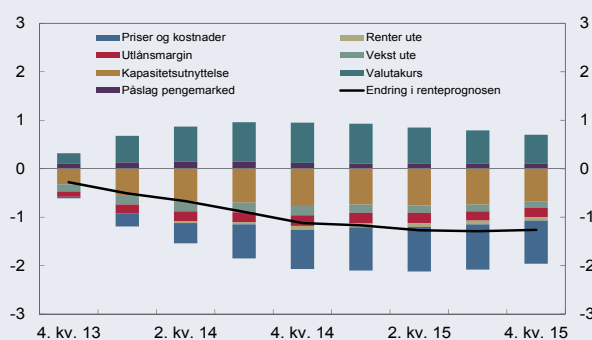
Flere forhold kan belyse hvorfor risikopremien på norske kroner økte gjennom fjoråret. For det første har økningen trolig sammenheng med en bedring av situasjonen i euroområdet. Under statsgjeldskrisen i euroområdet vektet flere investorer ned andelen euro i sine porteføljer, til fordel for valutaer med solide statsfinanser og god økonomisk vekst, deriblant norske kroner. I løpet av fjoråret avtok imidlertid usikkerheten om eurosamarbeidet, og flere av disse investeringene ble trolig reversert.

For det andre økte usikkerheten i finansmarkedene da den amerikanske sentralbanken i mai og juni indikerte at en nedtrapping av sentralbankens verdipapirkjøp kunne være nært forestående. De langsiktige rentene i flere av de store industrilandene steg markert. Vedvarende lave renter i de store industri-

Figur 1 Utviklingen i kronekursen.
Importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾ 1. januar 2011 – 20. mars 2014



Figur 2 Endring i prognosen for styringsrenten fra Pengepolitisk rapport 3/12 til Pengepolitisk rapport 4/13. Prosentenheter. 4.kv. 2013 - 4.kv. 2015



Kilde: Norges Bank

landene hadde lenge bidratt til at investorer plasserte mer i valutaer med høyere avkastning, som australske og newzealandske dollar, samt norske kroner. Høyere langsiktige renter i USA og økt volatilitet gjorde disse investeringene mindre attraktive. Samtidig skapte utsiktene til nedtrapping økt usikkerhet slik at likviditeten i flere finansielle markeder ble forverret, deriblant i markedet for norske kroner, se figur 4.³

For det tredje bidro særnorske forhold til å øke risikopremien i norske kroner. Norges Bank la fram en lavere rentebane enn ventet i PPR 2/13 og mange aktører ga uttrykk for økt usikkerhet om renteutsiktene i Norge. I kombinasjon med forholdene ute gjorde det at mange ønsket å selge kroner samtidig. Våre markedskontakter meldte om at likviditeten ble kraftig forverret, noe som forsterket markedsbevegelsene. Det bidro trolig til en svekkelse av kroner utover det renteutviklingen skulle tilsi. Figur 4 viser at likviditeten i norske kroner forverret seg mer enn den gjorde for svenske kroner. Ifølge markedskontakter kunne omsetning av selv små volum gi store kursbevegelser. Utover sensommeren og høsten var utslagene i

kronekursen ved fremleggelse av ny informasjon om norsk økonomi betydelig større enn vanlig. Likviditeten fortsatte å være dårlig ut 2013, og dette gikk sammen med en videre svekkelse av norske kroner.

Den siste tiden har kronekursen styrket seg markert. Rentedifferansen mot våre handelspartnere har økt noe og likviditeten har bedret seg. Dette indikerer at risikopremien i norske kroner er redusert.

- 1 Målt ved KKI. Målt ved I-44 var kronekursen på sitt sterkeste nivå så langt vi har data (august 1989)
- 2 I henhold til teorien om udekket renteparitet (UIP) vil en overraskende økning i rentedifferansen mot utlandet gi en umiddelbar styrking av kronekursen, mens en overraskende reduksjon i rentedifferansen vil gi en umiddelbar svekkelse. Figur 3 viser akkumulert endring i den importveide kronekursen (I-44) siden 2. januar 2013 og akkumulert endring i 5-års rentedifferanse mot handelspartnere i samme periode. Dersom kronekursen kan forklares kun av rentedifferansen skal disse to i henhold til UIP følge hverandre
- 3 En spørreundersøkelse fra den amerikanske sentralbanken om likviditeten i de amerikanske finansmarkedene i perioden mai-juli bekrefter inntrykket fra våre markedskontakter om dårligere likviditet på tvers av finansmarkedene i denne perioden. Se link http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/SCOOS_201309.htm

Figur 3 I-44¹⁾ og 5-års rentedifferanse mot handelspartnere. Akkumulert prosentvis endring siden 2. januar 2013. Prosent. Per 20. mars



1) Negative tall betyr svekkelse av kronekursen
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 4 Forskjell mellom kjøps- og salgskurs i EURNOK og EURSEK.¹⁾ I prosent av midtkurs. 10 dagers glidende gjennomsnitt. 15. januar 2013 – 20. mars 2014.



1) Stigende kurve betyr dårligere likviditet
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

DEN NØYTRALE OG DEN NORMALE RENTEN

I faglitteraturen brukes ofte teoretiske rentebegreper som den *normale* renten og den *nøytrale* renten. Begrepene brukes for å beskrive underliggende økonomiske forhold, og har ikke et normativt innhold. De kan likevel være nyttige referanser i vurderingen av pengepolitikken. Begrepene er ikke alltid like presist definert, og ulike begreper brukes ofte litt om hverandre.¹

Den *nøytrale* realrenten kan forstås som det nivået på realrenten som er konsistent med normal kapasitetsutnytting. Den *nøytrale* realrenten kan variere vesentlig over tid som følge av økonomiske forstyrrelser. For eksempel vil den *nøytrale* realrenten falle i en situasjon der sparevilligheten midlertidig øker.

Den *normale* realrenten kan tolkes som det den *nøytrale* realrenten ville vært i fravær av forstyrrelser. Den *normale* renten er dermed det nivået på renten som kan forventes i mer normale tider, når ulike typer forstyrrelser er faset ut. Den *normale nominelle* renten vil være lik den *normale* realrenten pluss inflasjonsforventninger på lang sikt.

Både den *normale* og den *nøytrale* renten er uobserverbare og vil kunne variere over tid. Den *normale* realrenten vil være nært knyttet til den underliggende vekstevnen, og typisk endre seg gradvis. Den *nøytrale* renten vil i prinsippet endre seg i takt med de ulike forstyrrelsene økonomien blir utsatt for. I eksempelet over vil den *nøytrale* renten ligge under den *normale*

renten så lenge situasjonen med økt sparevillighet vedvarer.

I våre analyser tar vi eksplisitt stilling til det vi mener er en normal styringsrente. Prognosene for styringsrenten vil gå mot dette nivået etter hvert som ulike forstyrrelser fases ut. I pengepolitikken avveies hensynet til lav og stabil inflasjon mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Norges Bank legger også vekt på at pengepolitikken skal være robust. Andre hensyn enn kortsiktig stabilisering av kapasitetsutnyttningen vil derfor kunne føre til at den faktiske styringsrenten avviker fra en *nøytral* rente.

Internasjonalt har både nominelle renter og realrenter avtatt markert siden begynnelsen av 1980-tallet, se figur 1. Lavere faktisk og forventet inflasjon var en viktig faktor bak nedgangen i de nominelle langsiktige rentene på 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. Fallet i realrenter har vært særlig markert de siste 15–20 årene. Utviklingen skyldes dels strukturelle endringer som har gitt friere kapitalbevegelser, og dermed reduserte forskjeller i realrenter på tvers av land, men også en gradvis avmatting i den underliggende veksten. I tillegg har trolig store spareoverskudd i fremvoksende økonomier, særlig Kina, vært en viktig faktor bak fallet i internasjonale realrenter. I kjølvannet av finanskrisen har også investeringsandelen i avanserte økonomier falt betydelig, og den underliggende produktivitetsveksten har avtatt. Ekstraordinære tiltak fra mange sentralbanker har i tillegg trukket lange renter ned de siste årene.

De langsiktige rentene slik de fremkommer i figur 1 er ikke egnet til å vurdere markedets anslag på den *normale* renten. Markedsaktørenes vurdering av det fremtidige rentenivået kommer bedre til uttrykk ved

¹ I enkelte sammenhenger blir den *nøytrale* renten omtalt som den naturlige renten eller en kortsiktig likevektsrente, og den *normale* renten omtales også som en langsiktig *nøytral* rente eller en langsiktig likevektsrente. Disse begrepene drøftes nærmere i «Den *nøytrale* realrenten», Penger og Kreditt 4/2006 og Aktuell Kommentar 1/2010, som finnes på Norges Banks nettsider

implisitte terminrenter.² Langsiktige implisitte renter vil i mindre grad enn spotrenter være påvirket av dagens konjunkturelle situasjon og i større grad reflektere fremtidige vekst- og inflasjonsforventninger. De vil dermed ligge nærmere det nivået på renten som forventes når økonomien er i balanse, og de gir et bedre grunnlag enn spotrentene for å anslå normalnivået på renten. Figur 2 viser 5 års renter om 5 år basert på swaprenter internasjonalt.³ For våre handelspartnere har disse rentene det siste året ligget mellom $2\frac{3}{4}$ og 4 prosent. Disse rentene ligger over tid om lag

- 2 I fravær av løpetidspremier og andre risikopremier kan de implisitte terminrentene tolkes som markedets fremtidige renteforventninger. Med utgangspunkt i for eksempel dagens femårs- og tiårsrente kan en beregne den implisitte femårsrenten om fem år. Det er den renten som er slik at når avkastningen på en femårsinvestering om fem år reinvesteres i ytterligere fem år, så blir den totale forventede avkastningen lik den forventede avkastningen på dagens tiårsinvestering. For nærmere drøfting og tolkning av implisitte terminrenter, se Staff-memo 4/2011 fra Norges Bank
- 3 En swaprente er en rentebytteavtale hvor to parter avtaler å bytte flytende rente (for eksempel 6 måneders LIBOR) mot en fast rente for en bestemt periode. Den ene parten mottar fast rente, swaprenten, og betaler flytende rente, mens den andre parten betaler fast rente og mottar flytende rente. Swaprenten brukes som en indikasjon på markedets renteforventninger for den bestemte perioden

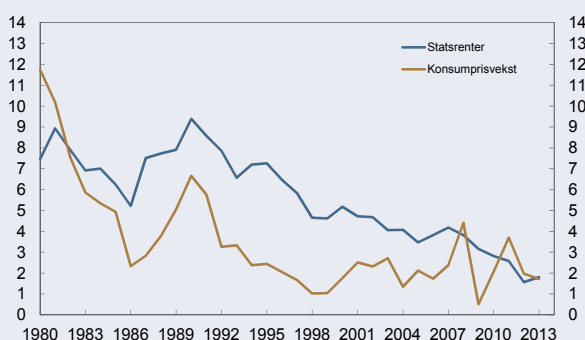
$\frac{1}{4}$ prosentenhet over tilsvarende statsrenter. Med langsiktige inflasjonsforventninger rundt 2 prosent og en premie over risikofrie renter på $\frac{1}{4}$ prosentenhet, skulle internasjonale swaprenter tilsi en normal risikofri realrente ute på mellom $\frac{1}{2}$ og $1\frac{3}{4}$ prosent.

Tilsvarende norske swaprenter har det siste året ligget rundt 4 prosent. Over tid følger de norske rentene utviklingen ute, men ligger gjennomgående litt høyere. Det er forenlig med et noe høyere inflasjonsmål her hjemme. Med langsiktige inflasjonsforventninger nær $2\frac{1}{2}$ prosent og en premie over risikofrie renter på $\frac{1}{4}$ prosentenhet, skulle det tilsi en normal risikofri realrente her hjemme på om lag $1\frac{1}{4}$ prosent.

Norges Banks anslag på den normale renten har blitt gradvis nedjustert i takt med utviklingen internasjonalt.⁴ I våre prognoser har vi i det siste bygget på at en normal pengemarkedsrente her hjemme ligger

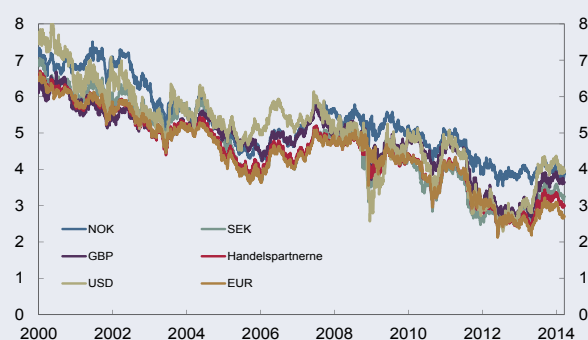
- 4 Se Inflasjonsrapport 1/05, Pengepolitisk rapport 1/10 og Pengepolitisk rapport 1/12 fra Norges Bank

Figur 1 Statsrenter (10 år) og konsumprisvekst blant våre handelspartnere¹⁾
Prosent. 1980 – 2013



1) Tyskland, Sverige, Storbritannia, Frankrike og USA. 25 handelspartnere fra 1991
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2 Femårsrenter om fem år¹⁾ basert på swaprenter
Prosent. 3. januar 2000 - 20. mars 2014



1) Implisitte femårs terminrenter om fem år basert på swaprenter med 5- og 10-års løpetid
Kilde: Bloomberg

rundt 4 prosent, med en tilhørende normal styringsrente litt under 4 prosent. Anslaget er usikkert. Vi kan ikke utelukke at strukturelle utviklingstrekk i internasjonal økonomi kan føre til ytterligere fall i normalrenten.

I kjølvannet av finanskrisen har det vært behov for en tilpasning av gjeldsnivåer i mange land. Nedbelåning i privat og offentlig sektor bidrar til å dempe aktiviteten, og den nøytrale realrenten ute har trolig falt kraftig. I mange land er styringsrentene satt nær null og ulike typer kvantitative lettelser er tatt i bruk for ytterligere å prøve å stimulere aktiviteten. Det vil trolig ta mange år før den økonomiske situasjonen er normalisert.⁵

I markedet ventes det nå en pengemarkedsrente blant våre handelspartnere på rundt 1¾ prosent ved utgangen av 2017, godt under det som kan antas å være en normal rente. Unormalt lave renter ute påvirker den nøytrale renten også her hjemme gjennom valutakurskanalen. I tillegg påvirkes den nøytrale styringsrenten her hjemme av at bankenes utlånsmarginer forventes å være unormalt høye en god stund fremover. Både lavere renter enn normalt ute og høyere utlånsmarginer enn normalt er forstyrrelser som innebærer at den nøytrale renten trolig vil være lavere enn den normale renten i flere år fremover. Det påvirker utsiktene for styringsrenten i våre anslag.

5 Larry Summers har satt fram hypotesen om at den nøytrale realrenten i USA er vesentlig lavere enn null: *"Suppose then that the short-term real interest rate that was consistent with full employment had fallen to negative two or negative three percent. Even with artificial stimulus to demand you wouldn't see any excess demand."* (Larry Summers, 8. November 2013)

VEDLEGG

Oversikt over rentemøter i Norges Bank
Tabeller og detaljerte overslag

OVERSIKT OVER RENTEMØTER I NORGES BANK MED ENDRINGER I STYRINGSRENTEN

Dato	Styringsrente ¹	Endring
18. juni 2014		
7. mai 2014		
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	1,50	0
31. oktober 2012	1,50	0
29. august 2012	1,50	0
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 2012	1,50	0
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50
19. oktober 2011	2,25	0
21. september 2011	2,25	0
10. august 2011	2,25	0
22. juni 2011	2,25	0
12. mai 2011	2,25	+0,25
16. mars 2011	2,00	0
26. januar 2011	2,00	0
15. desember 2010	2,00	0
27. oktober 2010	2,00	0
22. september 2010	2,00	0
11. august 2010	2,00	0
23. juni 2010	2,00	0
5. mai 2010	2,00	+0,25
24. mars 2010	1,75	0
3. februar 2010	1,75	0
16. desember 2009	1,75	+0,25
28. oktober 2009	1,50	+0,25
23. september 2009	1,25	0
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	0,6	2,0	2,1	1,6	4,7	18,0	0,4	2,5
2013 ³ 1. kv	-0,4	0,6	1,0	0,3	2,6	1,9	2,2	1,5
2. kv	1,1	0,3	0,2	0,1	1,8	7,8	0,1	1,1
3. kv	0,8	0,5	0,0	0,3	-2,7	6,3	-2,8	0,9
4. kv	-0,2	0,6	0,4	0,5	0,9	-4,5	-0,7	-1,1
Nivå 2013, mrd. kroner	3 004	2 319	1 233	657	442	207	469	844

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

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

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

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 4/13 i parentes	Andel av verdens BNP ¹ (prosent)	Prosentvis vekst fra foregående år			
		2014	2015	2016	2017
USA	23	2¾ (0)	3¼ (0)	3¼	3¼
Euroområdet	20	1¼ (¼)	1½ (0)	1½	1¾
Storbritannia	4	2¾ (¼)	2½ (0)	2½	2½
Sverige	0,7	2¾ (¼)	3 (½)	2½	2½
Kina	9	7¼ (0)	7 (0)	7	6¾
Fremvoksende økonomier ²	12	3¼ (-½)	4 (-½)	4½	4½
Norges handelspartnere ³	78	2¼ (0)	2½ (0)	2½	2¾
Verden (PPP) ⁴	100	3¾ (0)	4 (0)	4	4
Verden (markedsкурser) ⁴	100	3¼ (0)	3½ (0)	3½	3½

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta (markedsкурser). Gjennomsnitt 2009–2011

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

3 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 4/13 i parentes	Prosentvis vekst fra foregående år			
	2014	2015	2016	2017
USA	1½ (-¼)	2 (0)	2	2¼
Euroområdet	1 (-¼)	1¼ (0)	1½	1¾
Storbritannia	2 (-¼)	2 (0)	2	2
Sverige	½ (-¾)	2¼ (0)	2½	2¼
Kina	3 (-¼)	3½ (0)	3¼	3
Fremvoksende økonomier ¹	6 (¼)	5½ (0)	5¼	5¼
Norges handelspartnere ²	1¾ (-¼)	2¼ (0)	2¼	2¼
Oljepris Brent Blend. USD per fat ³	106	101	98	95

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

2 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

3 Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. For 2014 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

TABELL 5 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2013	2013	2014	2015	2016	2017
Priser og lønninger						
KPI		2,1	2	2	2¼	2¼
KPI-JAE ¹		1,6	2¼	2	2¼	2¼
Årslønn ²		3,9	3½	3¾	4	4
Realøkonomi						
BNP	3 004	0,6	1½	2	2½	2½
BNP for Fastlands-Norge	2 319	2,0	1¾	2½	3	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		0	-½	-¾	-½	-¼
Syssetsetting, personer, KNR		1,2	1	¾	1	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,0	1¼	1	1	1
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,5	3¾	4	4	4
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,6	3	3	3	3
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴	2 332	2,4	1¾	3¼	3	2¾
- Privat konsum	1 233	2,1	1¾	3¼	3¼	2¾
- Offentlig konsum	657	1,6	2	2¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	442	4,7	1¼	4¼	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁵	207	18,0	1½	¾	-1¾	-½
Eksport fra Fastlands-Norge ⁶	469	0,4	1½	2½	.	.
Import	844	2,5	2	4¼	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁷		1,5	1½	1¾	2	2½
Importveid valutakurs (I-44) ⁸		88,9	91½	90	89¾	89¾

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, reisetraffikk 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

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

Pengepolitisk rapport 1|14 – mars

