



NORGES BANK

3 | 14

SEPTEMBER

# 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](mailto:central.bank@norges-bank.no)  
Internett: <http://www.norges-bank.no>

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

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

## Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

I møtet 6. august 2014 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 3. september 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 17. september 2014 en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 11. desember 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](http://www.norges-bank.no).

# INNHold

---

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN</b>	<b>7</b>
RAMME:	
Forutsetninger om petroleumsinvesteringer og finanspolitikken	13
<b>2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>14</b>
Kryssjekker av renteprognosen	17
RAMMER:	
- Kriterier for en god rentebane	20
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/14	22
<b>3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>24</b>
Indikatorer for finansielle ubalanser	24
Beslutning om motsyklisk kapitalbuffer	24
Bankenes tilpasning	28
Endringer i det norske kapitaldekningsregelverket	29
RAMMER:	
- Trendberegninger og referanseverdier for bufferkravet	30
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	32
<b>UTDYPINGER</b>	<b>33</b>
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	34
- Virkninger av økonomiske sanksjoner mellom Russland, USA og Europa	38
- Modeller for tidlig varsling av finansielle kriser	40
<b>VEDLEGG</b>	<b>43</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	44
Tabeller og detaljerte anslag	45

---

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 11. september 2014.  
Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 17. september 2014.

# Pengepolitikken i Norge

## MÅL

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

## GJENNOMFØRING

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

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

## BESLUTNINGSPROSESS

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

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

## RAPPORTERING

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

# Motsyklisk kapitalbuffer

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

Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer ble fastsatt av Regjeringen 4. oktober 2013. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Rådet og en oppsummerende begrunnelse sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag. Kravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge, etter hvert også filialer av utenlandske banker.

Norges Bank vil tilrå at bufferkravet økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer vil bli vurdert i lys av øvrige krav til bankene. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

# HOVEDSTYRETS VURDERING

Hovedstyret diskuterte strategien for pengepolitikken på møtene 3. og 17. september 2014. Utgangspunktet for diskusjonen var strategien som hovedstyret vedtok i sitt møte 18. juni 2014 og analysen i Pengepolitisk rapport 2/14. Analysen i Pengepolitisk rapport 2/14 tilsa en styringsrente på om lag 1,5 prosent ut 2015, og at den deretter ville økes gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville ligge noe under, men nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å kunne avta noe det nærmeste året, men ble ventet å øke igjen mot slutten av anslagsperioden til nær et normalt nivå.

I sine drøftinger 3. og 17. september festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Hos Norges handelspartnere har veksten samlet sett vært litt lavere enn ventet, og utsiktene er noe svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. For handelspartnerne samlet anslås veksten å ta seg opp fra 2 prosent i år til 2½ prosent de neste årene.
- Styringsrentene er nær null hos flere av våre handelspartnere. I Sverige satte Riksbanken ned styringsrenten til 0,25 prosent i juli. Den europeiske sentralbanken satte ned styringsrenten til 0,05 prosent i begynnelsen av september og varslet samtidig at det vil komme ytterligere pengepolitiske tiltak. Markedsaktørenes forventninger tilsier at renteoppgangen ute igjen er skjøvet ut i tid.
- Kronen har svekket seg. Hittil i tredje kvartal er kronen, målt ved den importveide kronekursen (I-44), om lag 1¾ prosent svakere enn anslått i forrige rapport.
- Bankenes utlånsrenter har utviklet seg om lag som ventet. Utlånsrentene publikum står overfor, er fortsatt betydelig høyere enn styringsrenten.
- Veksten i norsk økonomi, målt ved kvartalsvis nasjonalregnskap, var sterkere enn ventet i andre kvartal. Bedriftene i regionalt nettverk meldte i august på den annen side om fortsatt moderat vekst i produksjonen. Den registrerte arbeidsledig-

heten har vært relativt stabil og litt lavere enn ventet. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi anslås fortsatt å være nær et normalt nivå, og har trolig avtatt litt mindre enn tidligere antatt.

- Boligprisene har tatt seg opp og steget om lag som anslått i forrige rapport. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt og vært litt lavere enn ventet.
- Inflasjonen har vært høyere enn ventet. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,2 prosent i august. Underliggende inflasjon anslås å ligge mellom 2 og 2½ prosent.

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

Hovedstyret merket seg at analysene i denne rapporten tilsier at utsiktene for inflasjon og produksjon er lite endret. Analysen innebærer at styringsrenten holdes på dagens nivå ut neste år, og at den deretter økes gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten vil prisveksten ligge noe under, men nær 2,5 prosent gjennom prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen vil kunne avta litt det nærmeste året, men ventes deretter å øke igjen til nær et normalt nivå.

Hovedstyret pekte på at det er usikkerhet om veksttakten i norsk økonomi. Veksten tok seg markert opp i andre kvartal, men mye av oppgangen kan trolig forklares av midlertidige forhold, som særlig høy produksjon av elektrisk kraft og fisk. Det ble vist til at bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte om moderat vekst i produksjonen. Petroleumsinvesteringene ventes fortsatt å falle mye neste år, og det er usikkert hvor store ringvirkninger det får. Samtidig bidrar noe svakere vekstutsikter ute og

konflikten mellom Russland og Ukraina til økt usikkerhet om utviklingen for norske eksportører.

Konsumprisveksten har vært noe høyere enn ventet. Svingninger i matvareprisene har ført til større bevegelser i konsumprisindeksen enn normalt gjennom sommeren. Det ble pekt på at metodeendringer kan ha endret sesongmønsteret i konsumprisindeksen. Store variasjoner i prisveksten fra måned til måned øker usikkerheten om utviklingen i prisene på kort sikt.

Hovedstyret drøftet også utviklingen i boligmarkedet. Omsetningen i boligmarkedet har økt, det er færre usolgte boliger, og boligbyggingen tiltar. Samtidig ble det trukket fram at prisoppgangen hittil i år kan være en gjeninnhenting etter den svake utviklingen i boligmarkedet gjennom høsten i fjor. Dersom finansielle

ubalanser bygger seg videre opp, er det nærliggende å vurdere kravet til motsyklisk kapitalbuffer i bankene.

I vurderingen av pengepolitikken den nærmeste tiden ble det lagt vekt på at utsiktene for norsk økonomi er lite endret. Drivkreftene for inflasjon og produksjon fremover er fortsatt moderate. Etter en samlet vurdering mente hovedstyret at styringsrenten bør ligge på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 17. september 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 11. desember 2014, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Øystein Olsen  
18. september 2014

# 1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

Den moderate økonomiske oppgangen fortsetter i industrilandene, men usikkerheten om utviklingen fremover i Europa har økt. I USA har BNP-veksten tatt seg raskt opp etter at aktiviteten falt i vinter, se figur 1.1. Det er god vekst i privat konsum og investeringer, og bedringen i arbeidsmarkedet fortsetter. I Storbritannia ventes den solide veksten å fortsette fremover. BNP stagnerte i euroområdet i andre kvartal, med fall i aktivitetsnivået i Tyskland og Italia. Også i Sverige har veksten vært lavere enn ventet, og i Japan falt BNP i første halvår. Bedrede kredittforhold, mindre stram finanspolitikk og fortsatt ekspansiv pengepolitikk vil kunne bidra til at veksten tar seg opp i de fleste industriland de nærmeste årene.

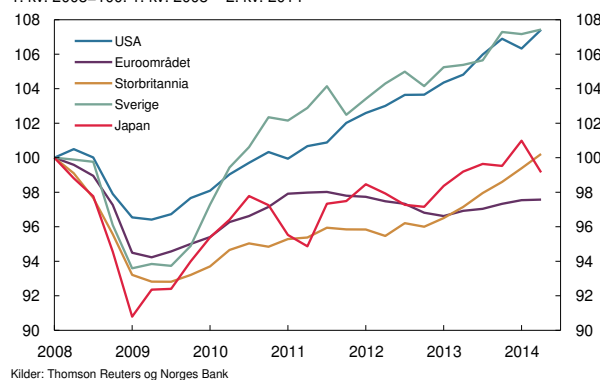
I Kina avtar veksten i eiendomsinvesteringene, og sammen med lavere kredittvekst ventes det å bidra til lavere økonomisk vekst i årene fremover. I Russland og Brasil er det utsikter til noe lavere vekst enn anslått i forrige rapport, mens i fremvoksende økonomier i Asia er vekstutsiktene om lag som i juni. Fortsatt svak innenlandsk etterspørsel har ført til lavere import og en bedring av driftsbalansene i flere land. Fremover venter vi at høyere etterspørsel fra industrialiserte land bidrar til økt vekst i fremvoksende økonomier.

Samlet sett ser det ut til at den økonomiske veksten ute blir noe lavere i år og neste år enn anslått i forrige rapport, se figur 1.2 og tabell 3 i vedlegget. Veksten hos Norges handelspartnere anslås å ta seg opp fra 1,4 prosent i fjor til 2 prosent i år. Utover i prognoseperioden venter vi en vekst på rundt 2½ prosent årlig. Verdensøkonomien anslås samlet å vokse med 2¾ prosent i år, litt under gjennomsnittet for de siste 30 årene. For en nærmere omtale av utviklingen i ulike regioner, se utdypingen på side 34.

Veksten i konsumprisene er lav i de fleste industriland, se figur 1.3. I euroområdet var prisveksten i august 0,3 prosent, mens i Sverige var den enda lavere. De langsiktige inflasjonsforventningene har avtatt noe i euroområdet, mens de er stabile i USA og Storbritannia. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere samlet sett anslås å tilta fra 1½ prosent i år til 2¼ prosent utover i prognoseperioden, se tabell 4 i vedlegget.

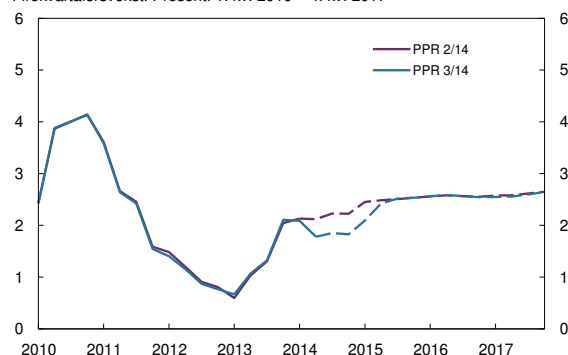
Oljeprisen har falt med vel 10 dollar siden juni, og er nå under 100 dollar per fat. Fallet henger trolig

Figur 1.1 BNP. Sesongjustert volumindeks. 1. kv. 2008=100. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2014



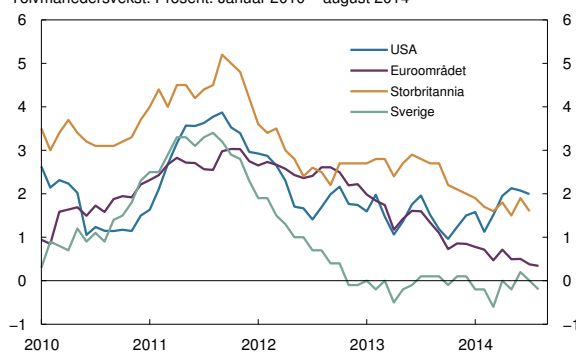
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 BNP hos handelspartnere i PPR 2/14 og PPR 3/14. Volum. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017<sup>1)</sup>



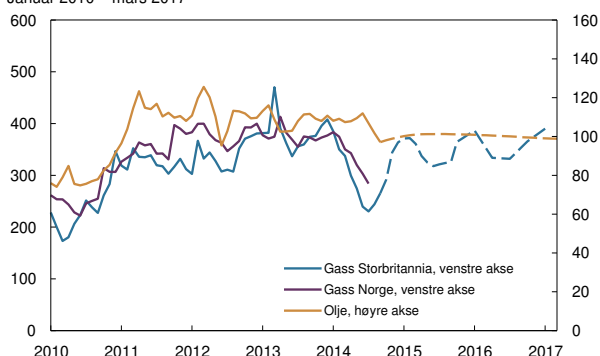
1) Anslag fra 3. kvartal 2014 (stiplet)  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – august 2014<sup>1)</sup>



1) Til og med juli 2014 for USA og Storbritannia.  
Kilder: Eurostat og Bureau of Labour Statistics

Figur 1.4 Priser på råolje og naturgass.<sup>1)</sup>  
Januar 2010 – mars 2017<sup>2) 3)</sup>

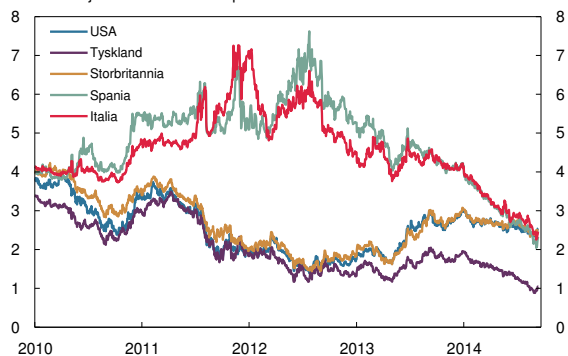


1) USD per fat for olje og USD per tusen standard kubikkmeter (Sm<sup>3</sup>) for gass  
2) For september 2014 er siste observasjon (11. september 2014) brukt for oljepris og britisk gasspris  
3) Terminpriser fra september 2014

Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sammen med svakere global vekst enn ventet. Det er fortsatt sterk vekst i oljeproduksjonen i Nord-Amerika. Bortfallet av oljeproduksjon som følge av urolighetene i Irak har i tillegg blitt mindre enn markedsaktørene ventet. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, som indikerer en liten oppgang i oljeprisen fremover, se figur 1.4. Prisene på de lengste terminkontraktene for olje har steget siden begynnelsen av 2014 og er nå over 95 dollar per fat. Det kan ses i sammenheng med vedvarende uro i Midtøsten og frykt for at økningen i oljeproduksjonen over tid kan bli vesentlig lavere enn tidligere ventet. Eksportprisen på norsk gass har falt videre siden forrige rapport. Prisen på britisk gass har steget en del, og terminprisene antyder ytterligere noe oppgang. Råvareprisene på metaller har steget noe, blant annet har aluminiumsprisen økt med 10 prosent. Prisene på matvarer har falt.

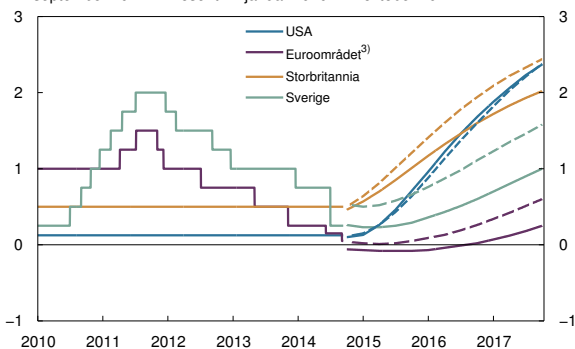
Figur 1.5 Rente 10-års statsobligasjoner.  
Prosent. 1. januar 2010 – 11. september 2014



Kilde: Bloomberg

Langsiktige internasjonale renter har falt siden Pengepolitisk rapport 2/14, se figur 1.5. Svakere vekstutsikter, økt geopolitisk usikkerhet og forventninger om fortsatt svært ekspansiv pengepolitikk i flere land har trolig bidratt til rentenedgangen. Aksjekurser i Europa har falt noe siden forrige rentemøte. Amerikanske aksjemarkeder er fortsatt nær rekordhøye nivåer.

Figur 1.6 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 12. juni 2014 og 11. september 2014.<sup>1)</sup> Prosent. 1. januar 2010 – 1. oktober 2017<sup>2)</sup>



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 12. juni 2014. Tynne linjer viser terminrenter per 11. september 2014. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter  
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 4. kvartal 2014  
3) Enia for euroområdet fra 3. kvartal 2014

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Styringsrentene holder seg nær null i mange land. Den europeiske sentralbanken (ESB) kuttet i begynnelsen av september styringsrenten til 0,05 prosent. I tillegg offentliggjorde ESB at de vil starte kjøp av private obligasjoner fra oktober. I Sverige har Riksbankens rentekutt i juli, fra 0,75 prosent til 0,25 prosent, ført til en markert nedgang i markedets forventninger til styringsrenten, se figur 1.6. I Storbritannia ventes første renteøkning å komme i første kvartal 2015. I USA ventes første renteøkning andre kvartal 2015. For våre handelspartnere sett under ett er markedsaktørenes forventninger til pengemarkedsrentene ute lavere enn ved forrige rapport, se figur 1.7.

Kronekursen svekket seg markert etter fremleggelsen av forrige pengepolitiske rapport. I perioden etter viste flere økonomiske indikatorer for norsk økonomi en sterkere utvikling enn markedsaktørene forventet, og kronen styrket seg. Den siste tiden har enkelte økonomiske indikatorer overrasket markedsaktørene noe i motsatt retning, og norske renteforventninger har falt. Det har bidratt til at kronekursen har svekket



seg igjen. Hittil i tredje kvartal er kronen, målt ved den importveide kronkursindeksen I-44, om lag 1¾ prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/14, se figur 1.8.

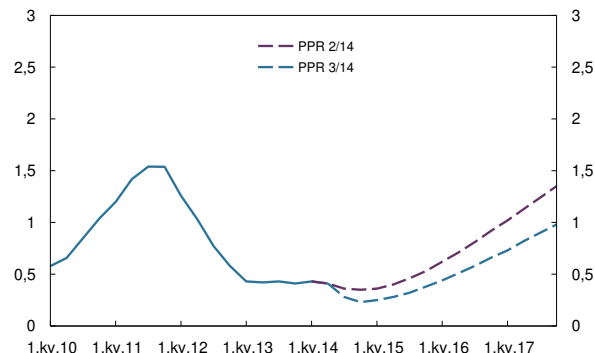
Norske banker har god tilgang på markedsfinansiering. Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente har falt noe siden forrige rapport, men ventes å holde seg rundt ¼ prosentenhet fremover. Risiko-påslagene på ny langsiktig markedsfinansiering har falt noe siden forrige rapport, se figur 1.9. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte i andre kvartal om økt låneetterspørsel fra husholdningene og fall i utlånsmarginene.

Veksten i norsk økonomi er trolig fortsatt moderat. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap økte BNP for Fastlands-Norge med 1,2 prosent i andre kvartal 2014. Veksten var høyere enn ventet i forrige rapport. Særlig høy eksport av kraft og fisk trakk veksten opp. Disse næringene påvirkes i stor grad av naturgitte forhold som kan gi nokså store, kortsiktige svingninger i produksjonen. Månedstall for juli og august indikerer at kraftproduksjonen vil falle igjen fra andre til tredje kvartal. BNP-tallene i andre kvartal ble også trukket opp av høy vekst i deler av tjenestesektoren, som vurderes å være midlertidig. Samlet tilsier dette at BNP-veksten blir forholdsvis lav i tredje kvartal. Regionalt nettverk fanger normalt godt tendensen i produksjonen, men variasjonene er mindre enn i nasjonalregnskapet. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i august om fortsatt moderat produksjonsvekst, om lag uendret fra mai. Veksten avtok litt i industrien og steg noe i bygg og anlegg, se figur 1.10.

Arbeidsledigheten har holdt seg stabil den siste tiden, se figur 1.11. I august var den registrerte arbeidsledigheten 2,8 prosent av arbeidsstyrken, litt lavere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Sysselsettingen har steget noe mer enn ventet, men det er utsikter til noe svakere vekst i sysselsettingen fremover. Høy befolkningsvekst vil trolig bidra til at veksten i arbeidsstyrken fortsetter, selv om etterspørselen etter arbeidskraft kan bli mer moderat. Vi venter derfor at arbeidsledigheten vil kunne øke litt de nærmeste kvartalene.

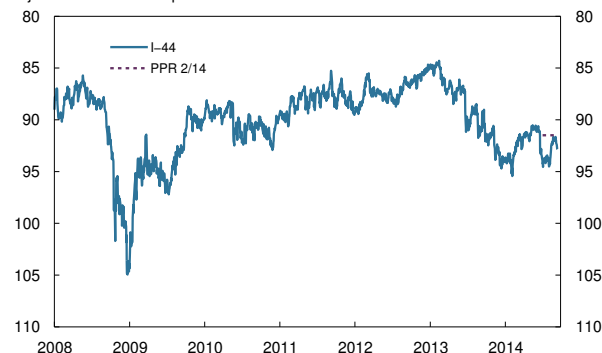
De siste årene har veksten i husholdningenes konsum vært moderat og spareraten økende. Husholdnin-

Figur 1.7 Pengemarkedsrente hos handelsparterne i PPR 2/14 og PPR 3/14.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017



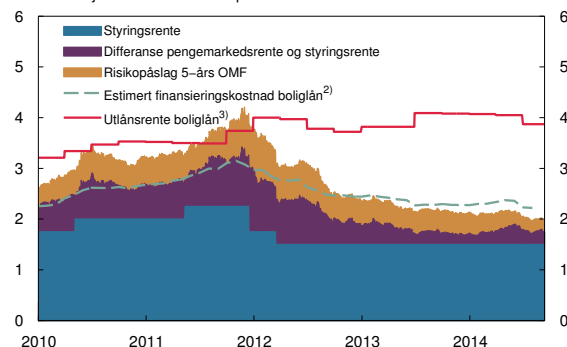
1) Stiplede blå og lilla linjer viser terminrenter henholdsvis per 11. september 2014 og 12. juni 2014  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.8 Importveid valutakursindeks (I-44).<sup>1)</sup> 1. januar 2008 – 11. september 2014



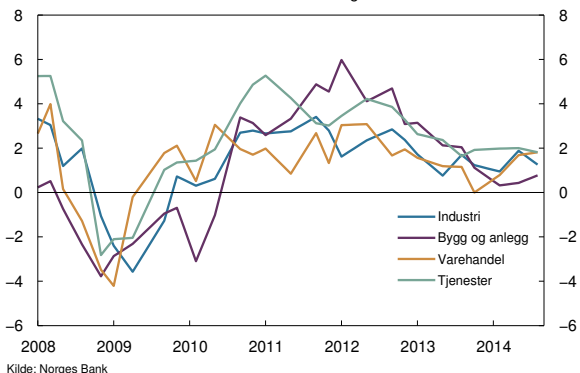
1) Stigende kurve betyr sterkere kurs  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.9 Utlånsrente boliglån<sup>1)</sup> og finansieringskostnader. Prosent. 1. januar 2010 – 11. september 2014



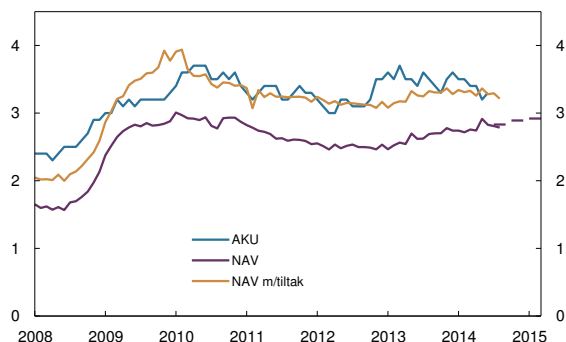
1) Utlånsrenten på rammelån med pant i bolig gilt av alle banker og kredittforetak i Norge  
2) Estimert ut fra vektet rente på beholdning av OMF-lån og vektet innskuddsrente  
3) Rammelån  
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



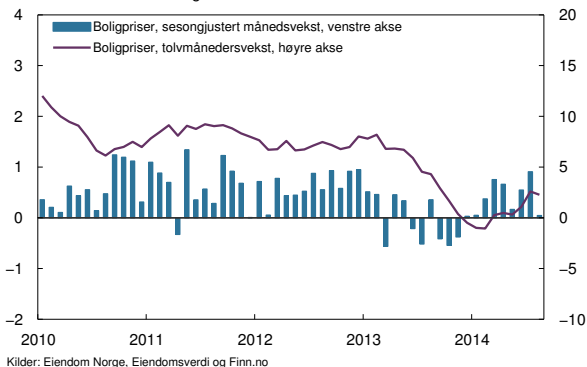
Kilde: Norges Bank

Figur 1.11 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – mars 2015<sup>2)</sup>



1) Arbeidskraftundersøkelsen  
2) Anslag for september 2014 – mars 2015 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

Figur 1.12 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest. Prosent. Januar 2010 – august 2014



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

genes tillitsindikatorer har steget noe, mens bedriftene i vårt regionale nettverk meldte om fortsatt moderat vekst i husholdningsrettede næringer. Anslagene for privat konsum er lite endret fra juni, men veksten inneværende år kan bli litt høyere enn tidligere anslått.

Boligprisene og omsetningen i boligmarkedet har tatt seg opp igjen det siste halve året. Samtidig er formidlingstiden, målt i antall dager fra boligene første gang ble annonsert til de ble solgt, fremdeles høy sammenliknet med de tre foregående årene. Boligprisene har de siste månedene steget om lag som anslått i forrige rapport, og var i august 2,3 prosent høyere enn i samme måned i fjor, se figur 1.12. Husholdningenes gjeldsvekst er i underkant av 7 prosent og ventes å ligge på dette nivået fremover.

Veksten i boliginvesteringene har vært svak de siste kvartalene. Salget av nye boliger er fortsatt moderat. Igangsettingen har tatt seg noe opp gjennom året. Antallet igangsatte boliger forventes å bli i underkant av 29 000 i år, ned fra 30 000 i fjor, men likevel høyere enn anslått i forrige rapport. Det innebærer at veksten i boliginvesteringene kan ta seg noe raskere opp enn tidligere lagt til grunn.

Petroleumsinvesteringene har steget mye over flere år, men veksten har som ventet avtatt markert de siste kvartalene. Investeringstillingen for petroleumsvirksomheten indikerer noe lavere investeringer i år enn tidligere og fortsatt betydelig fall neste år, se egen ramme side 13. Investeringene i fastlandsbedriftene økte noe i andre kvartal i år, men har avtatt det siste året. Samlet er anslagene for foretaksinvesteringene lite endret fra forrige rapport. Beskjeden vekst i norske eksportmarkeder sammen med høy norsk kostnadsvekst, har de siste årene bidratt til at eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har utviklet seg svakt. Russlands importforbud for flere matvarer, herunder sjømat, innebærer at et eksportmarked faller bort. Virkningene på norsk økonomi er trolig begrenset, men det er utsikter til at eksporten fremover kan bli noe lavere enn tidligere anslått, se egen utdyping side 38 for en nærmere omtale av virkningene av de russiske sanksjonene. Tiltakende vekst ute ventes imidlertid å bidra til at eksportveksten tar seg noe opp fremover.

Veksten i norsk fastlandsøkonomi anslås å bli lav i tredje kvartal, men vokse med om lag ½ prosent per kvartal de påfølgende kvartalene. Det er som anslått i forrige rapport. Boliginvesteringene ser ut til å kunne ta seg noe raskere opp enn tidligere antatt, mens eksporten av tradisjonelle varer og tjenester vil kunne utvikle seg noe svakere enn anslått i forrige rapport. Anslagene for BNP for Fastlands-Norge er litt lavere enn prognosene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller, se figur 1.13. Vi har lagt vekt på at bedriftene i vårt regionale nettverk fortsatt venter moderat vekst i produksjonen fremover, se figur 1.14.

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien har avtatt litt det siste året, men er trolig fortsatt nær et normalt nivå. Ifølge vårt regionale nettverk er andelen av bedrifter som melder om kapasitetsproblemer om lag uendret, se figur 1.15. Den registrerte ledigheten har holdt seg stabil på 2,8 prosent, og vært noe lavere enn ventet. Samlet ser det ut til at kapasitetsutnyttningen har falt litt mindre enn lagt til grunn i juni.

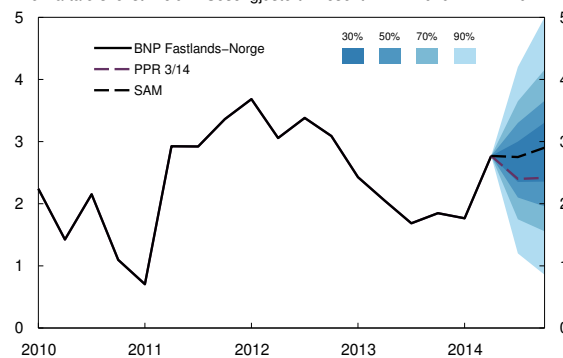
Lønnsveksten i 2014 anslås til 3½ prosent, uendret fra Pengepolitisk rapport 2/14. Anslaget er på linje med forventningene fra Regionalt nettverk og gjennomsnittet av forventningene til partene i arbeidslivet i forventningsundersøkelsen fra Opinion.

Prisveksten har vært høyere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. I juli var årsveksten i konsumprisene (KPI) 2,2 prosent, men avtok til 2,1 prosent i august, se figur 1.16. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var veksten 2,2 prosent i august, ned fra 2,6 prosent i juli. Den underliggende prisveksten anslås å være mellom 2 og 2½ prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har vært i underkant 3 prosent så langt i år. Prisveksten har vært noe høyere enn ventet i forrige rapport, se figur 1.17. I juli var særlig prisveksten på matvarer og alkoholfrie drikkevarer overraskende høy, men i august falt prisene på disse varene noe igjen. Statistisk sentralbyrås metodeendringer fra januar 2013 i målingen av prisene på mat og alkoholfrie drikkevarer kan ha bidratt til å endre sesongmønstret i KPI-JAE, og gitt høyere prisvekst. Vi har lagt til grunn at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil holde seg i underkant av 3 prosent den nærmeste tiden.

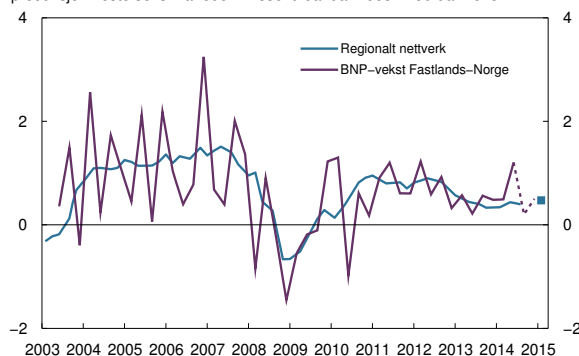
Figur 1.13 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte.

Firekvarteralsvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2014<sup>2)</sup>



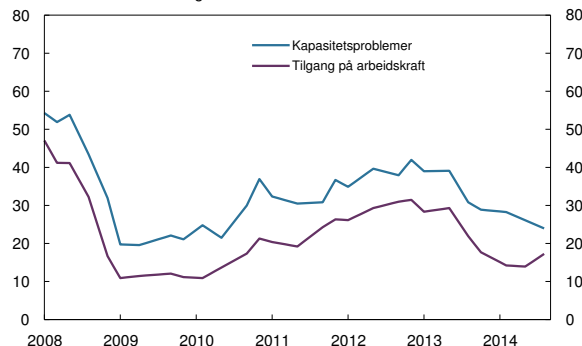
1) System for sammenveiling av korttidsmodeller  
2) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. Januar 2003 – februar 2015<sup>2)</sup>



1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum  
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er august 2014. Siste observasjon for BNP-vekst er 2. kvartal 2014. Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft<sup>1)</sup> i Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2008 – august 2014



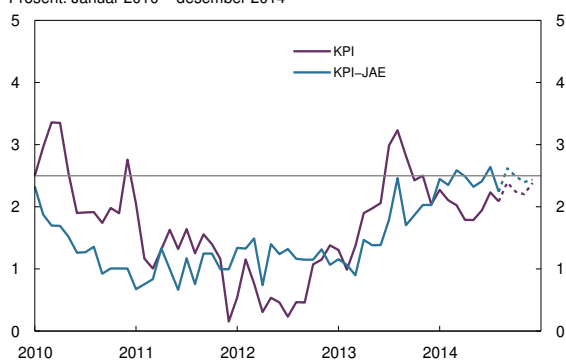
1) Andel av kontaktdrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen  
Kilde: Norges Bank

Prisveksten på importerte konsumvarer steg gjennom fjoråret og har holdt seg oppe så langt i år. Det må ses i lys av kronesvekkelsen gjennom mesteparten av 2013 og i januar 2014. Tolvmånedersveksten på importerte konsumvarer var 1,1 prosent i august, om lag som anslått i PPR 2/14. Internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser anslås å være litt sterkere enn i fjor, se figur 1.18, men anslaget er om lag uendret fra forrige rapport. Vi ventet at prisveksten på impor-

terte konsumvarer vil holde seg oppe de nærmeste månedene, men deretter avta etter hvert som effekten av kronesvekkelsen fases ut.

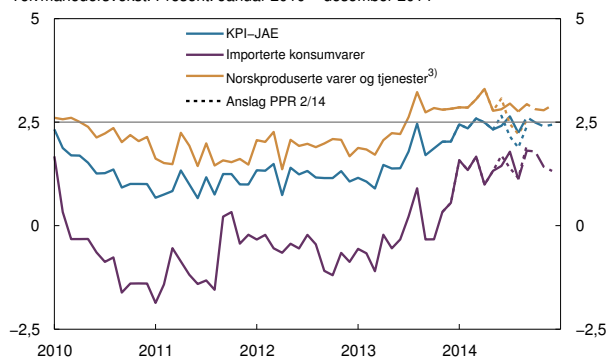
Tolvmånedersveksten i KPI-JAE anslås å ligge noe høyere enn tidligere antatt den nærmeste tiden, se figur 1.17. Anslagene for KPI-JAE er i tråd med fremskrivningene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.19.

Figur 1.16 KPI og KPI-JAE.<sup>1)</sup> Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – desember 2014<sup>2)</sup>



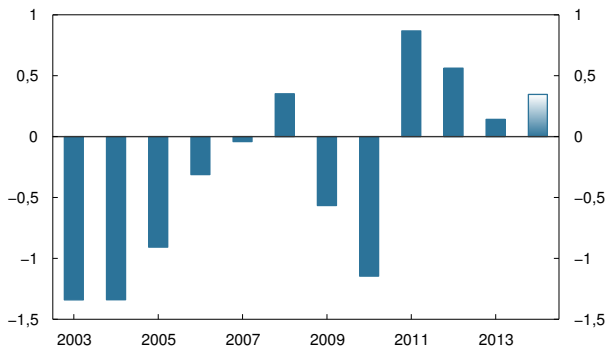
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for september 2014 – desember 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.17 KPI-JAE.<sup>1)</sup> Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2010 – desember 2014<sup>2)</sup>



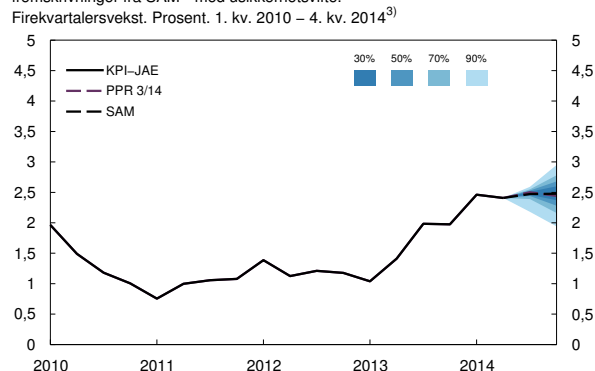
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for september 2014 – desember 2014 (stiplet)  
3) Norges Banks beregninger  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.18 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2014<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2014  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.19 KPI-JAE.<sup>1)</sup> Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvifte.



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

## FORUTSETNINGER OM PETROLEUMSINVESTERINGENE OG FINANSPOLITIKKEN

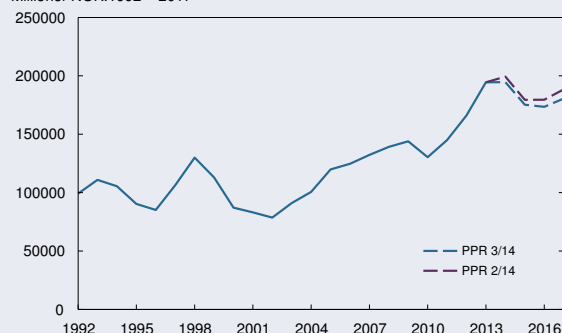
Investeringene i petroleumsvirksomheten har økt betydelig de siste årene, drevet av høye priser på olje og gass. Veksten i aktiviteten har bidratt til at kostnadsnivået på norsk sokkel også har økt sterkt. De høye kostnadene kombinert med utsikter til noe lavere olje- og gasspriser har ført til utsettelse av en del prosjekter den siste tiden. Samtidig vil flere store investeringsprosjekter slutføres i år og de neste årene.

Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil være om lag uendret fra 2013 til 2014, se figur 1.20. Investeringsutgiftene til feltutbygging vil øke kraftig, men dette blir motvirket av lavere investeringer på felt i drift. Til neste år venter vi at utgiftene til feltutbygging og felt i drift vil falle klart, men at leteutgiftene vil holde seg oppe. Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil falle med 10 prosent i 2015 og med ytterligere 1 prosent i 2016. Utbygging av feltene Johan Sverdrup og Johan Castberg ventes å bidra til at petroleumsinvesteringene tar seg opp i 2017.

Forutsetningene om finanspolitikken bygger på Revidert nasjonalbudsjett 2014. Der anslås bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 141 milliarder kroner i 2014. Dette tilsvarer 2,8 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til 2014.

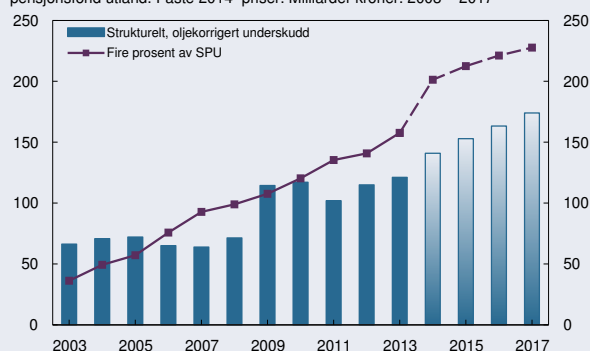
Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslås å utgjøre 5,8 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2014, en økning på 0,7 prosentenheter fra 2013. Siden handlingsregelen ble innført i 2001 har underskuddet målt på denne måten i gjennomsnitt steget med 0,3 prosentenheter årlig. I de kommende årene legger vi til grunn at oljepengebruken vil øke om lag i samme takt som den har gjort siden 2001, målt som andel av fastlands-BNP. Slik fondsverdien anslås i det reviderte budsjettet, innebærer det en bruk av oljepenger på om lag 3 prosent av fondet i 2017, se figur 1.21.

Figur 1.20 Petroleumsinvesteringer. Faste 2010-priser. Millioner NOK. 1992 – 2017<sup>1)</sup>



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

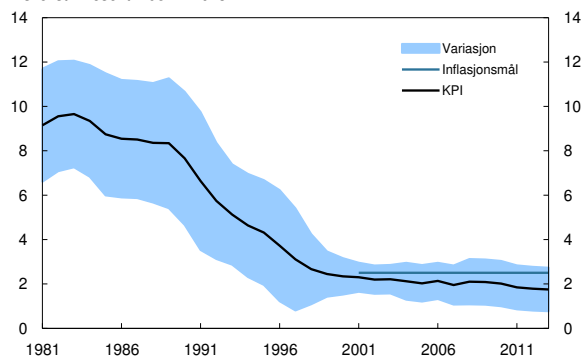
Figur 1.21 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Faste 2014-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2017<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2014 – 2017  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

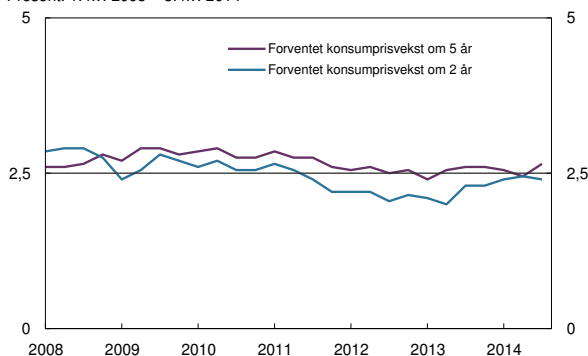
## 2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

Figur 2.1 Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI. Årsvekst. Prosent. 1981 – 2013



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

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2014



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

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

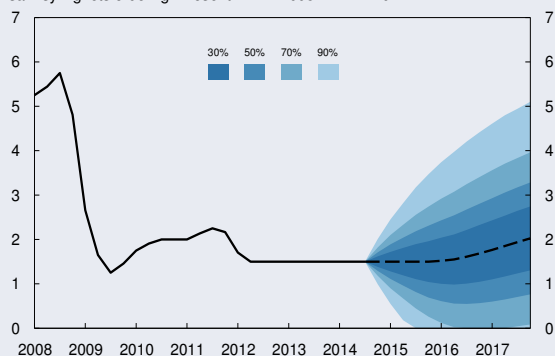
Styrringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker å være robust, blant annet ved å ta hensyn til at det er usikkerhet om nåsituasjonen, drivkreftene i økonomien og økonomiens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

En styrringsrente på 1,5 prosent er lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå. Styrringsrenten er lav blant annet fordi rentene ute er svært lave. Samtidig er det større forskjell enn normalt mellom styrringsrenten og de rentene publikum står overfor. Utlånsrenten på boliglån ligger for de fleste husholdninger i underkant av 4 prosent, mens mange bedrifter betaler en rente på rundt 4½ prosent på sine banklån.

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

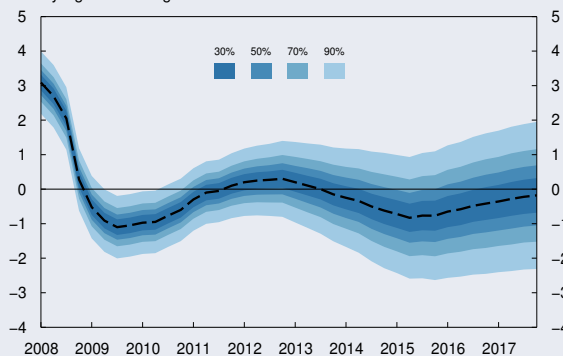
Veksten i konsumprisene har vært høyere enn ventet, men den underliggende prisveksten anslås fortsatt å ligge mellom 2 og 2½ prosent. Prisveksten ventes å bli liggende noe høyere enn tidligere anslått det nærmeste året. Drivkreftene for prisveksten lenger fram er imidlertid fortsatt moderate, og inflasjonsutsiktene er lite endret. Veksten i norsk økonomi i andre kvartal var høyere enn ventet, men denne oppgangen var trolig midlertidig. Vekstutsiktene er moderate. Det ventes fortsatt kraftig fall i petroleumsinvesteringene neste år. Privat konsum har vært litt

Figur 2.3a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017<sup>1)</sup>



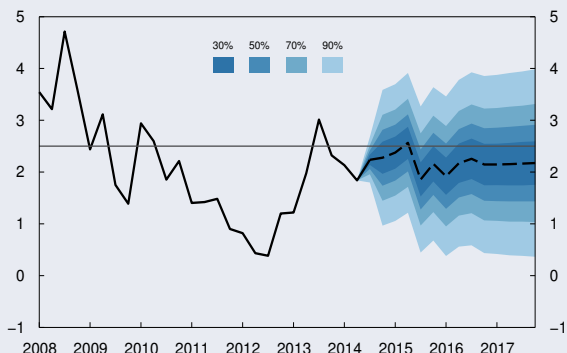
1) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.3b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



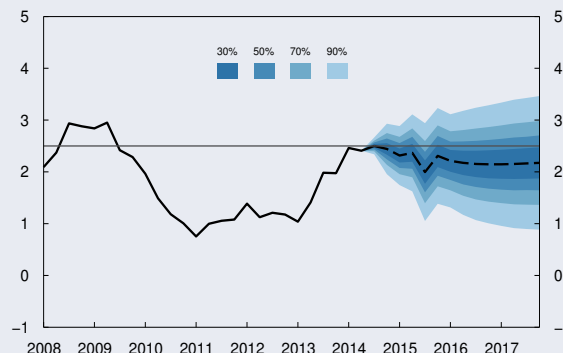
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.3c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017<sup>1)</sup>



1) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.3d Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017<sup>2)</sup>



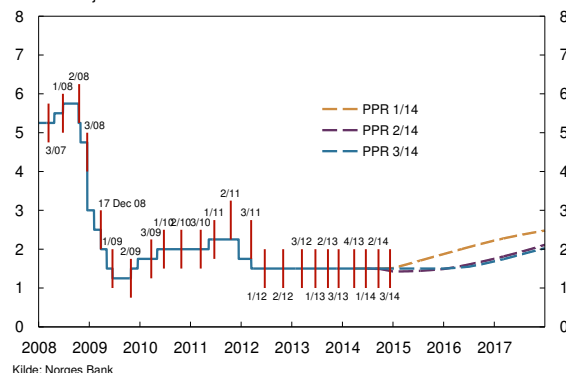
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

høyere enn ventet, men anslås å utvikle seg om lag som anslått i forrige rapport. I tillegg vil det ta tid før veksten ute tar seg opp.

Veksten i boligprisene har vært om lag som ventet, mens husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe. Utviklingen den siste tiden tyder ikke på at finansielle ubalanser bygger seg videre opp, se kapittel 3 for en nærmere gjennomgang.

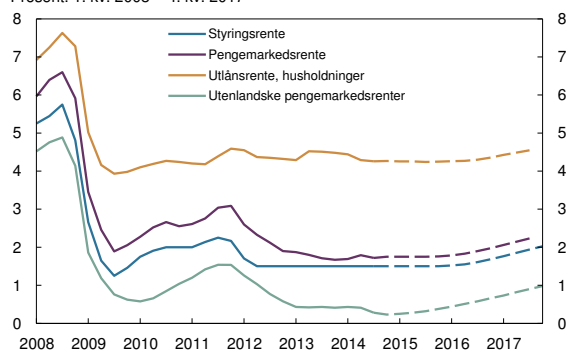
Anslagene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på dagens nivå ut neste år, og at den deretter økes gradvis, se figur 2.3 a-d. Sterkere prisvekst og høyere aktivitet enn ventet gjør at prognosen på kort

Figur 2.4 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2017



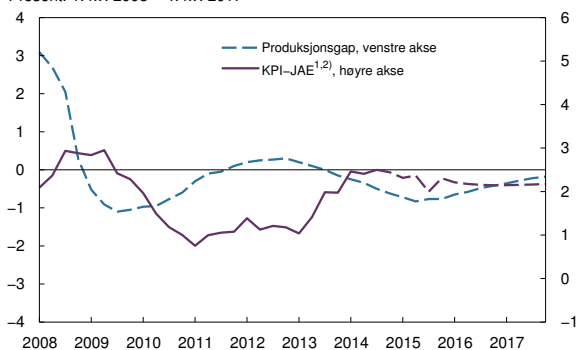
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, utlånsrente til husholdninger<sup>2)</sup> og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017<sup>3)</sup>



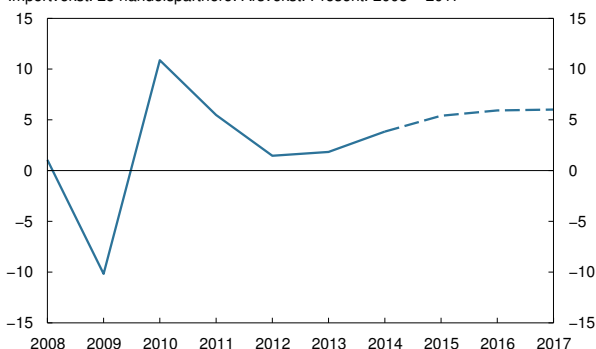
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
 2) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kredittforetak for alle utlån til husholdninger  
 3) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.6 Inflasjon og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Vekst i eksportmarkedene. Importvekst. 25 handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2008 – 2017<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2014 – 2017 (stiplet)  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

sikt er litt høyere enn i forrige rapport. Lenger fram i tid ligger prognosen for styringsrenten litt lavere enn i juni, blant annet fordi den forventede renteoppgangen ute er skjøvet ytterligere ut i tid, se figur 2.4. Det vises til en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringer i renteprognosen i rammen på side 22. Forskjellen mellom bankenes utlånsrenter og styringsrenten ventes å avta litt gjennom prognoseperioden, se figur 2.5.

Med en slik prognose for styringsrenten er det utsikter til at prisveksten vil ligge noe under, men nær 2,5 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen vil kunne avta noe det nærmeste året, men anslås å øke noe igjen mot slutten av perioden til nær et normalt nivå, se figur 2.6. En slik utvikling kunne isolert sett tilsi en noe lavere prognose for styringsrenten, se ramme side 20. En lavere styringsrente kan på den andre siden øke faren for at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Usikkerhet om nåsituasjonen og økonomiens virkemåte taler for å gå forsiktig fram i rentesettingen. Ved å ta slike hensyn sikter pengepolitikken mot å gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid.

Veksten i norsk økonomi ventes å bli 2¼ prosent i år og neste år, og øke til nærmere 3 prosent mot slutten av prognoseperioden. Arbeidsledigheten vil kunne øke noe det nærmeste året, men deretter avta etter hvert som den økonomiske veksten tar seg opp. Vi venter at veksten ute tiltar og bidrar til økt vekst i norsk eksport, se figur 2.7. Samtidig legger vi til grunn at husholdningenes sparing vil avta noe, se figur 2.8. Vi anslår at veksten i det private konsumet tar seg opp fra vel 2 prosent i år til rundt 3 prosent årlig i resten av prognoseperioden, se figur 2.9. Oljeinvesteringene ventes å falle med 10 prosent neste år. Vi legger til grunn at de vil ta seg opp igjen fra 2017.

Boligprisene anslås å vokse med om lag 4 prosent årlig i årene fremover. Det innebærer at veksten i boligprisene vil være lavere enn veksten i husholdningenes inntekter fremover. Gjeldsveksten ventes å avta noe fremover, se figur 2.10. Det er likevel utsikter til at husholdningenes gjelds- og rentebelastning fortsetter å øke noe fremover, se figur 2.11.

Veksten i produksjonspotensialet i fastlandsøkonomien ventes å stige noe gjennom prognoseperioden.



Produktivitetsveksten er for tiden lav, men anslås å ta seg opp til om lag 1½ prosent i løpet av prognoseperioden. Vi legger fortsatt til grunn forholdsvis høy arbeidsinnvandring, slik at befolkningsveksten også fremover vil bidra til økningen i produksjonspotensialet.

Rentedifferansen mot utlandet ventes å være nokså stabil fremover, men litt høyere enn i forrige rapport. I anslagene har vi lagt til grunn at kronen etter hvert styrker seg noe, se figur 2.12.

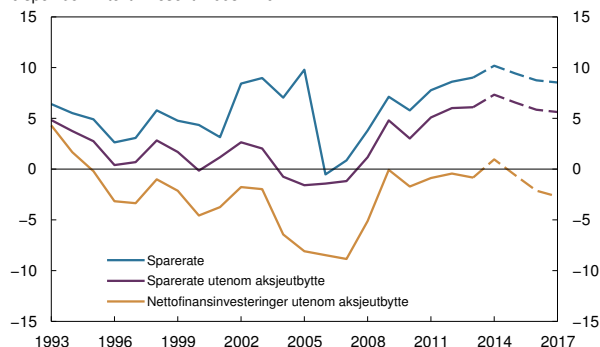
Konsumprisveksten anslås til 2½ prosent i år og 2¼ prosent neste år. Fortsatt lav prisvekst ute og en moderat styrking av kronen, bidrar til at prisveksten på importerte konsumvarer etter hvert trolig vil avta.

Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Det er usikkerhet knyttet til anslagene. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene og dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg annerledes enn vi har lagt til grunn. Det er derfor usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 2.3 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten.

Veksten i norsk økonomi kan bli svakere enn vi nå ser for oss. Internasjonalt var veksten i første halvår lavere enn tidligere lagt til grunn. Det kan vise seg å ta ytterligere tid før veksten ute tiltar. Særlig er det usikkerhet om utviklingen i Europa. Den geopolitiske situasjonen kan også påvirke publikums fremtidsstro og gi negative effekter på konsum og investeringer. Sanksjoner på handel med Russland kan også bidra til at norsk eksport utvikler seg svakere enn det vi nå ser for oss.

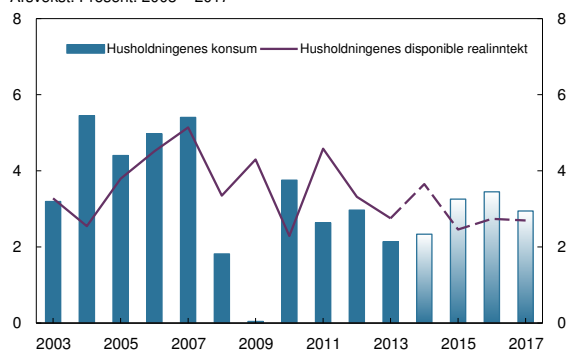
Veksten i norsk økonomi har vært høyere enn ventet i andre kvartal, men vi tror dette er midlertidig. Det kan likevel ikke utelukkes at den høye veksten fortsetter. Redusert usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi vil kunne gi økt optimisme blant foretak og husholdninger. Da kan veksten i norsk økonomi bli høyere enn vi nå anslår.

Figur 2.8 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2017<sup>1)</sup>



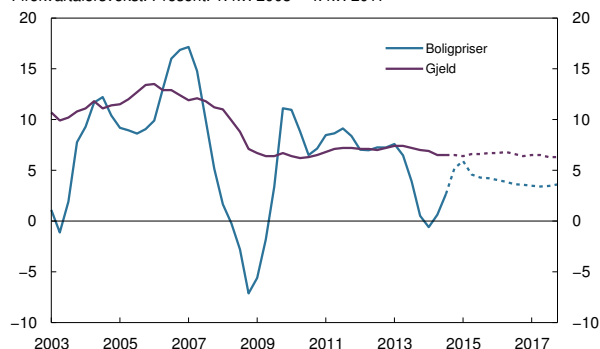
1) Anslag for 2014 – 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt.<sup>2)</sup> Årsvekst. Prosent. 2003 – 2017<sup>3)</sup>



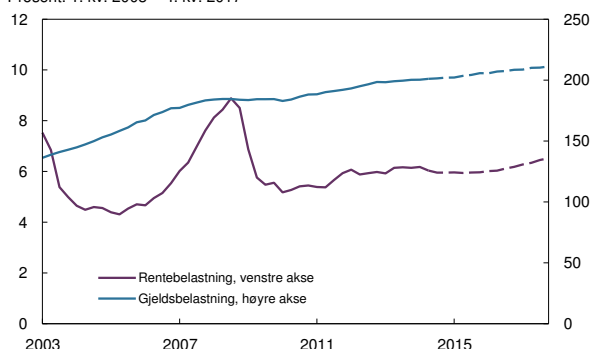
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner  
3) Anslag for 2014 – 2017  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Husholdningenes gjeld<sup>1)</sup> og boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2017<sup>2)</sup>



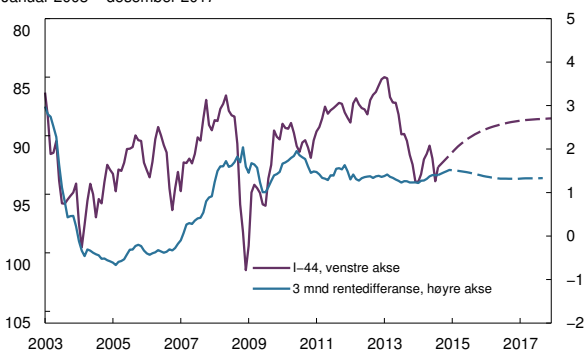
1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2  
2) Anslag for 3. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

Figur 2.11 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> og rentebelastning.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2017<sup>3)</sup>



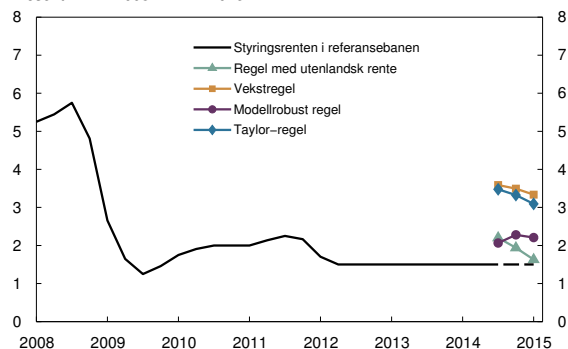
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital 2006 – 3. kv. 2012  
 2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2003 – 2005 og innløsning/nedssettelse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

Figur 2.12 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere og importveid valutakursindeks (I-44).<sup>2)</sup> Januar 2003 – desember 2017<sup>3)</sup>



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på årsvise rentendringer priset inn i pengemarkedet  
 2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs  
 3) Anslag september 2014 – desember 2017 (stiplet)  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.13 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2015



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

## 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 3,5 prosent, se blå og oransje linje i figur 2.13. Den modellbaserte regelen<sup>1</sup> 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 fremover som ligger noe høyere enn prognosen for renten i denne rapporten, se lilla linje i figur 2.13. En enkel regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet tilsier en rente nå rundt 2 prosent. Fremover gir denne regelen en styringsrente som nærmer seg renten i referansebanen, se grønn linje.

Slike enkle regler kan brukes som en kryssjekk på den faktiske rentesettingen, men fanger nødvendigvis ikke opp alle forhold som er relevante for pengepolitikken. Taylor-regelen, vekstregelen og den modellrobuste regelen forholder seg for eksempel ikke til at styringsrenten hos mange av våre handelspartnere er nær null. Disse reglene reagerer på den senere tids oppgang i inflasjon og aktivitetsnivå, men denne oppgangen er trolig midlertidig. Ingen av de enkle reglene fanger opp at forskjellen mellom bankenes utlånsrenter og pengemarkedsrenter er større enn normalt, se figur 2.5.

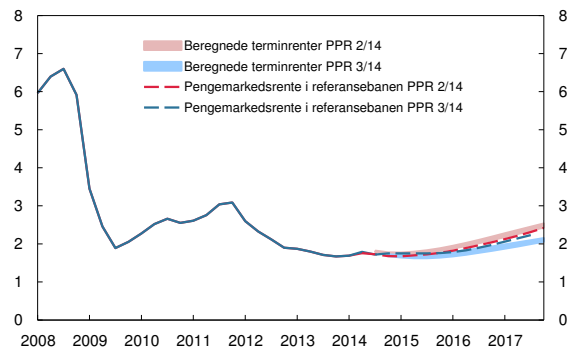
Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognoesen. De beregnede terminrentene ligger på linje med prognosen for pengemarkedsrenten i denne rapporten for hele prognosehorisonten, se figur 2.14.

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-

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

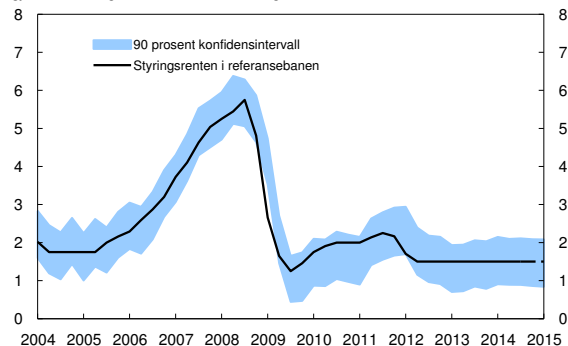
Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parametrene i denne modellen er estimert på historiske sammenhenger. I fremskrivningene er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger nær midten i dette intervallet.

Figur 2.14 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det røde og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 30. mai – 12. juni 2014 og 29. august – 11 september 2014  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.15 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2015



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 2. kv. 2014. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank Staff Memo 3/2008  
 Kilde: Norges Bank

# KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

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

Norges Bank legger også vekt på at pengepolitikken skal være robust. Vi kjenner ikke økonomiens virkemåte fullt ut, og det kan være usikkerhet knyttet til tilstanden i økonomien. 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:*

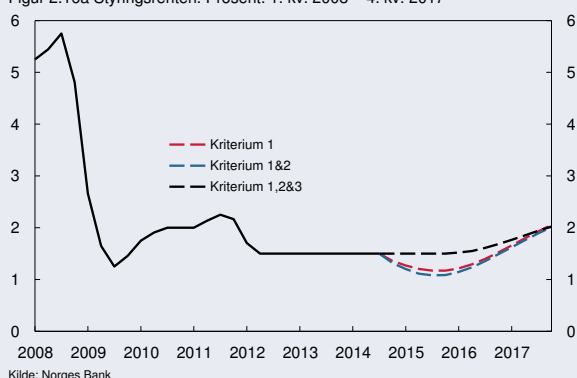
Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien.

## 3. *Pengepolitikken er robust:*

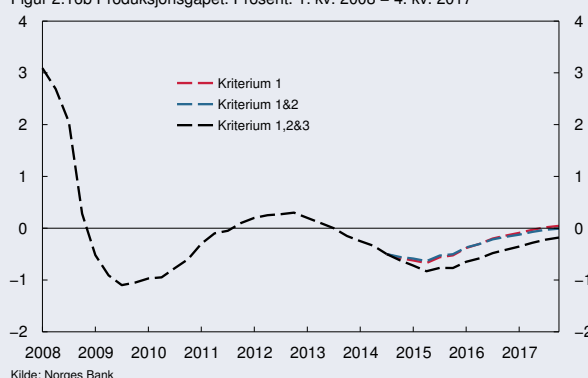
Renten bør settes slik at pengepolitikken demper faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp i økonomien, og slik at en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon er sannsynlig også med alternative forutsetninger om økonomiens virkemåte.

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

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



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



Figurene 2.16 a-c gir en illustrasjon av hvordan ulike pengepolitiske strategier kan tenkes å påvirke utfallet for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen. De ulike banene for styringsrenten avviker når det oppstår en avveining mellom de ulike hensynene i pengepolitikken. Avstanden mellom de ulike banene for styringsrenten vil derfor avhenge av tilstanden i økonomien, men også av hvilke forstyrrelser økonomien utsettes for. Den pengepolitiske reaksjonen på en gitt forstyrrelse vil avhenge av den pengepolitiske strategien. For eksempel vil en sentralbank som ensidig bryr seg om inflasjonen, endre styringsrenten mer ved økt inflasjon enn en sentralbank som også legger vekt på andre hensyn. Både tilstanden i økonomien og hvilke forstyrrelser som treffer økonomien vil endre seg over tid. Dermed vil også avstanden mellom de ulike rentebanene kunne endre seg, selv om vektleggingen av de ulike hensynene ligger fast.

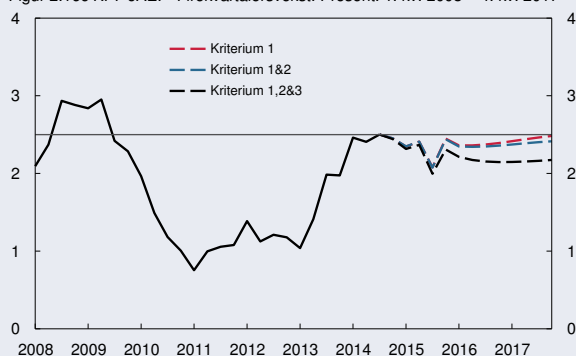
Dersom pengepolitikken hadde som eneste mål å holde inflasjonen på målet, ville styringsrenten ifølge en modellanalyse bli satt raskt ned med om lag 1/2 prosentenheter før styringsrenten deretter økes

gradvis de neste årene, se rød linje i figurene.<sup>1</sup> Ifølge modellanalysen vil styringsrenten holdes lav litt lenger når det også tas hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting, se blå linje.

Hensynet til robusthet bidrar til å trekke rentebanen opp. En robust pengepolitikk søker å ta hensyn til at vi ikke kjenner økonomiens virkemåte fullt ut. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. En reduksjon i styringsrenten nå kan øke faren for at gjeld og boligpriser skyter fart og at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. I referansebanen, se svart linje, ligger styringsrenten noe høyere enn det som følger av en modellanalyse der det ikke tas hensyn til robusthet.

1 I modellanalysen har vi benyttet vår makroøkonomiske modell NEMO

Figur 2.16c KPI-JAE.<sup>1)</sup> Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



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

# ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 2/14

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er om lag uendret fra Pengepolitisk rapport 2/14, se figur 2.17. Anslagene 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.<sup>1</sup> De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

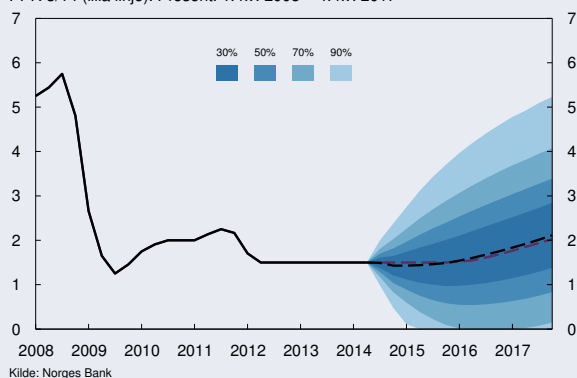
<sup>1</sup> Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO, og basert på kriteriene for en god rentebane

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

Styringsrentene er nær null hos flere av våre handelspartnere. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er litt lavere enn lagt til grunn i juni, i hovedsak drevet av lavere renteforventninger i euroområdet og i Sverige. Lavere renter ute trekker i retning av at også renten her hjemme blir holdt nede lenger, se mørkeblå søyler.

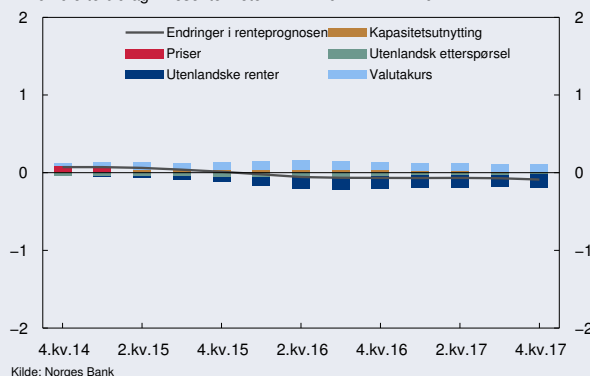
Kronen har i gjennomsnitt vært noe svakere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 2/14. En svakere krone bidrar isolert sett både til litt høyere prisvekst og litt høyere aktivitet i økonomien. Det trekker i retning av en høyere styringsrente, se lyseblå søyler.

Figur 2.17 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/14 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/14 (lilla linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

Figur 2.18 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/14. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2014 – 4. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

Veksten i konsumprisene har vært litt høyere enn ventet siden Pengepolitisk rapport 2/14. Drivkreftene for prisveksten fremover er fortsatt moderate. Litt høyere prisvekst trekker i retning av en marginalt høyere rente de nærmeste kvartalene, se røde søyler.

Veksten i norsk økonomi har vært sterkere og arbeidsledigheten noe lavere enn anslått i forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen anslås fortsatt å være nær et

normalt nivå, og har trolig avtatt litt mindre enn tidligere antatt. Drivkreftene fremover vurderes likevel som lite endret fra forrige rapport. Litt høyere kapasitetsutnyttning enn ventet trekker i retning av en litt høyere styringsrente, se oransje søyler.

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

**TABELL 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/14. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/14 i parentes

	2014	2015	2016	2017
KPI	2 (0)	2¼ (¼)	2 (-¼)	2¼ (0)
KPI-JAE <sup>1</sup>	2½ (¼)	2¼ (¼)	2¼ (0)	2¼ (0)
Årslønn <sup>2</sup>	3½ (0)	3½ (0)	4 (0)	4 (0)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>3</sup>	2 (¼)	3¼ (0)	3¼ (0)	2¾ (0)
BNP Fastlands-Norge	2¼ (¼)	2¼ (0)	2¾ (0)	2¾ (-¼)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>4</sup>	-½ (0)	-¾ (0)	-½ (0)	-¼ (0)
Sysselsetting, personer (KNR)	1 (0)	¾ (0)	1 (0)	1¼ (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2¾ (0)	3 (0)	3 (0)	2¾ (0)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>5</sup>	1½ (0)	1½ (0)	1½ (-¼)	2 (0)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>6</sup>	92¼ (¾)	90¼ (¼)	89 (-¼)	88½ (-½)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>7</sup>	¼ (-¼)	¼ (-¼)	½ (-¼)	¾ (-½)

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

7 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

# 3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

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

## INDIKATORER FOR FINANSIELLE UBALANSER

Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien markert raskere enn verdiskapingen, se figur 3.1. Siden finanskrisen har kredittveksten både til husholdninger og foretak kommet noe ned, se figur 3.2. Kredittindikatoren har holdt seg nokså stabil de siste årene.

Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt litt de siste kvartalene. Det kan ha sammenheng med at boligprisveksten avtok gjennom fjoråret. Gjeldsveksten er likevel fortsatt høyere enn inntektsveksten, se figur 3.3. Høy og stigende gjeldsbelastning gjør husholdningene sårbare ved blant annet inntektsbortfall, renteøkninger og fall i boligprisene.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om økt låneetterspørsel i første halvår, se figur 3.4. Det er tegn til at bankene letter på kredittpraksisen overfor husholdningene. I det siste har noen banker varslet lavere utlånsrenter på boliglån for enkelte kundegrupper.

Boligprisene steg lenge raskere enn husholdningenes disponible inntekter, se figur 3.5. I fjor høst falt boligprisene, men de har steget igjen siden november. Siden årsskiftet har boligprisene vokst om lag i takt med inntektene. Omsetningen av boliger har tatt seg opp det siste halvåret, og beholdningen av usolgte boliger har avtatt litt de siste månedene, se figur 3.6.

## BESLUTNING OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

«§ 1

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

§ 2

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

§ 3

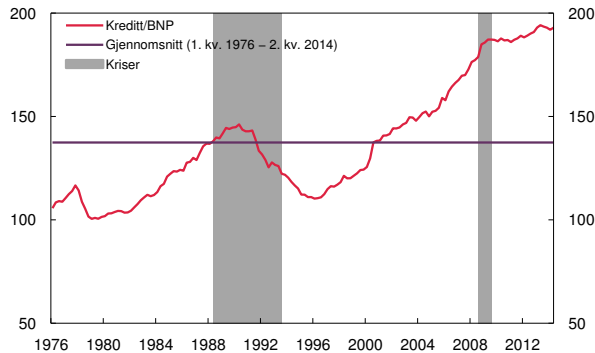
Forskriften trer i kraft straks.»

I brev til Finansdepartementet 18. juni 2014 vurderte Norges Bank at beslutningsgrunnlaget ikke talte for en endring i bufferkravet.<sup>1</sup> Finanstilsynet sluttet seg til Norges Banks råd. Finansdepartementet besluttet 27. juni å holde bufferkravet uendret.

<sup>1</sup> Se *Råd om motsyklisk kapitalbuffer 2. kvartal 2014*, Norges Bank 27. juni 2014

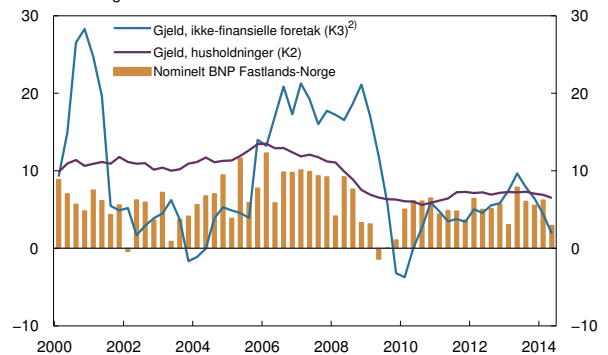


Figur 3.1 Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2014



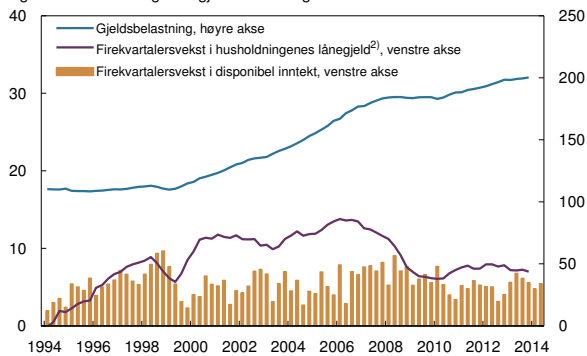
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 inneholder K2 og utenlandsgjeld  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2014



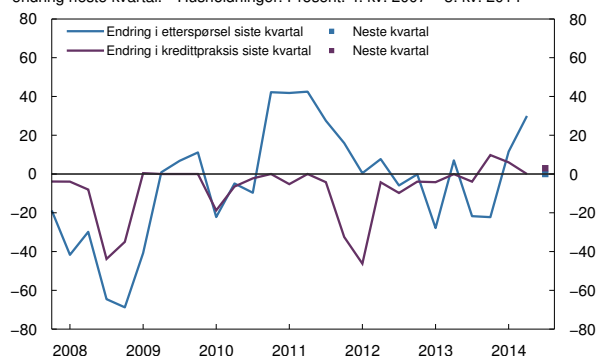
1) Endring i kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet  
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1994 – 2. kv. 2014



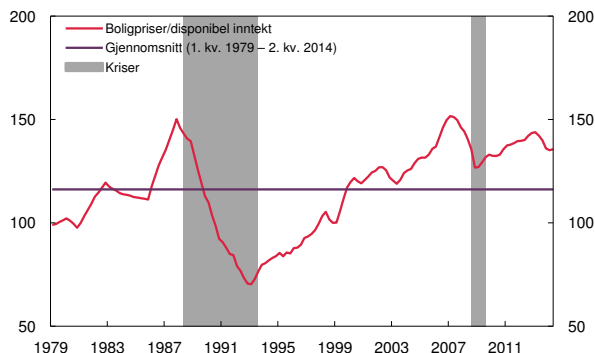
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012  
2) Endring i beholdning målt ved utgangen av kvartalet. Siste observasjon 4. kv. 2013  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Endring i etterspørsel etter lån og kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Husholdninger. Prosent. 4. kv. 2007 – 3. kv. 2014



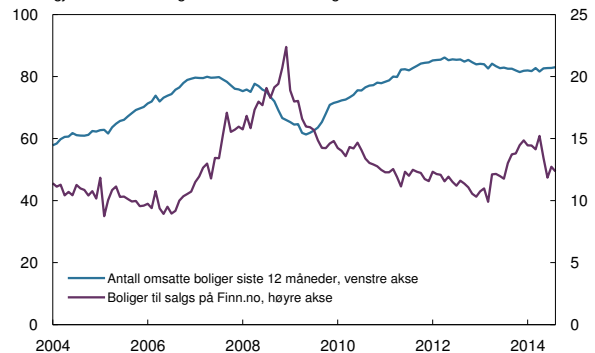
1) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 Boligpriser<sup>1)</sup> i forhold til disponibel inntekt<sup>2)</sup>. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 2. kv. 2014



1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall. Boligprisindeksen siste kvartal. T.o.m. PPR 2/14 ble boligprisindeksen beregnet som et gjennomsnitt av boligprisindeksen over de siste fire kvartalene.  
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 3.6 Antall omsatte boliger og boliger til salgs. Sesongjustert. 1000 boliger. Januar 2004 – august 2014



Kilder: Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

Gjelden i foretakene i Fastlands-Norge har vokst moderat det siste året, se figur 3.2. Bankgjelden, som er foretakenes viktigste kilde til finansiering, har vokst lite, se figur 3.7. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om uendret kredittpraksis og svak økning i etterspørsel etter lån fra foretak i første halvår i år, se figur 3.8. Større foretak har god tilgang på finansiering gjennom obligasjonsmarkedet. Veksten i obligasjonsgjeld har vært høy de siste årene, men har avtatt noe de siste kvartalene.

Gjeldsbetjeningsevnen til norske børsnoterte foretak har steget i det siste, men er fortsatt lavere enn i årene før finanskrisen, se figur 3.9.

Næringseiendom er den enkeltnæringen norske banker har mest utlån til. Utlånene har fortsatt å vokse de siste årene. Veksten i obligasjonsfinansiering har også vært høyere for næringseiendom enn for de fleste andre næringer.

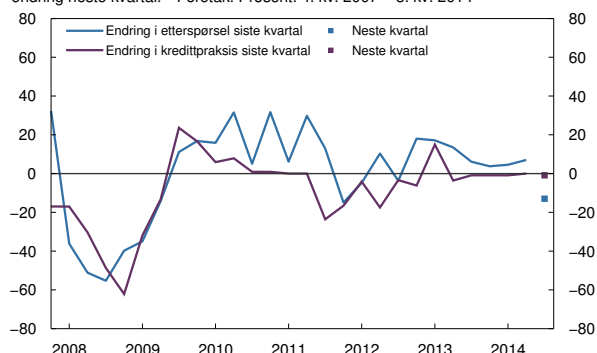
Verdiene på næringsbygg avhenger blant annet av utleieprisene. Leieprisene har historisk svingt mye og kan reagere raskt på endringer i markedsforholdene. De siste årene har leieprisene for attraktive kontorlokaler med sentral beliggenhet i Oslo steget, se figur 3.10. Leieprisene for kontorlokaler med lav standard har vært om lag uendret.

Figur 3.7 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2003 – juli 2014



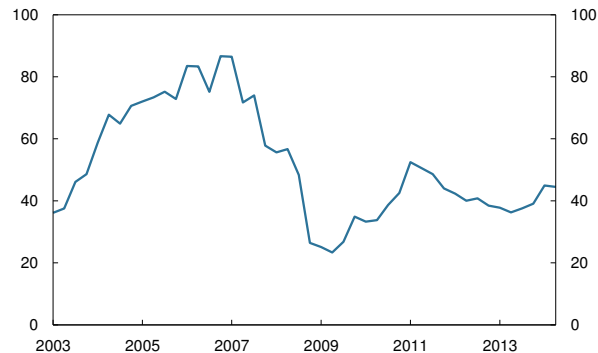
1) Endring i beholdning  
2) Til og med juni 2014  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Endring i etterspørsel etter lån og kredittpraksis siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Foretak. Prosent. 4. kv. 2007 – 3. kv. 2014



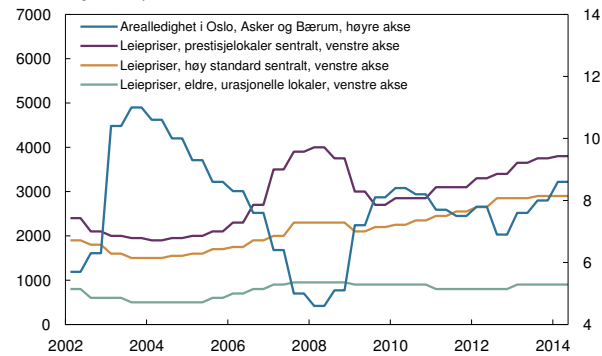
1) Negative tall innebærer lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.9 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> i norske børsnoterte foretak. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2014



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, eksklusive Statoil  
Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Arealledighet<sup>1)</sup> og leiepriser for kontorlokaler i Oslo. Prosent og kroner per kvm. 1. halvår 2002 – 1. halvår 2014



1) Antall kvm ledige kontorlokaler i prosent av totalt antall kvm  
Kilder: DNB Næringsmegling, OPAK, Dagens Næringsliv og Norges Bank

Siden finanskrisen har arealledigheten for kontorlokaler i Oslo ligget rundt 8 prosent, se figur 3.10. Markedsaktører venter omtrent uendret eller noe lavere arealledighet fremover. Det vil kunne bidra til at leieprisene holder seg oppe eller øker noe.

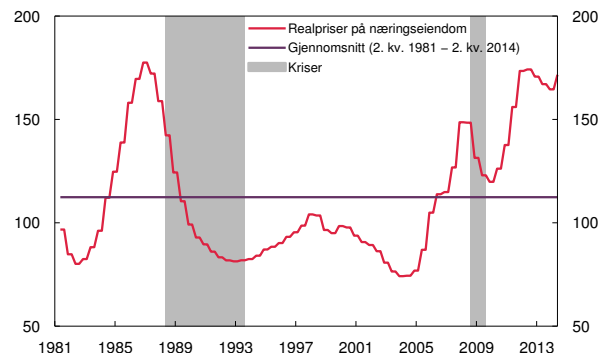
Indikatoren for prisene på næringseiendom, som tar utgangspunkt i beregnede salgspriser på kontorlokaler med høy standard i Oslo, har steget det siste halvåret, se figur 3.11. Indikatoren er på et høyt nivå.

Norske banker var avhengige av markedsfinansiering for å finansiere den kraftige utlånsveksten i årene før finanskrisen, se figur 3.12. De siste årene har høy vekst i innskudd sammen med moderat utlånsvekst bidratt til å stabilisere andelen markedsfinansiering i bankene. Obligasjongjeld i norske kroner og valuta har stått for en stadig større andel av markedsfinansieringen i bankene, se figur 3.13.

De fire indikatorene for finansielle ubalanser er på historisk høye nivåer, se figur 3.1, 3.5, 3.11 og 3.12. De er også høyere enn de fleste beregnede langsiktige trendene, se ramme side 30. Det tyder på at finansielle ubalanser som kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien, har bygd seg opp. Utviklingen den siste tiden tyder på at de finansielle ubalansene ikke bygger seg videre opp. Skulle boligprisene fremover stige markert raskere enn husholdningenes inntekter og gjeldsveksten tilta, kan de finansielle ubalansene igjen øke.

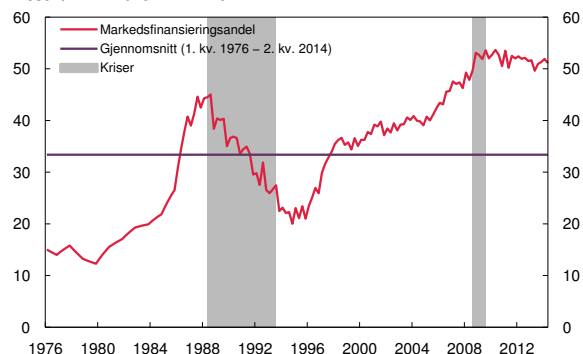
En metode for å varsle finansielle kriser med utgangspunkt i informasjon fra flere indikatorer er beskrevet i utdypingen på side 40.

Figur 3.11 Realpriser på næringseiendom.<sup>1)</sup>  
Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 2. kv. 2014



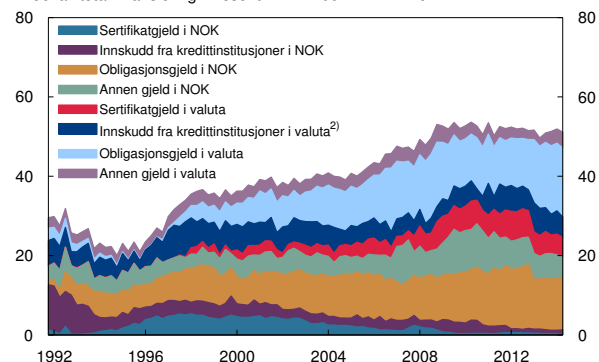
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge  
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel.<sup>2)</sup>  
Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2014



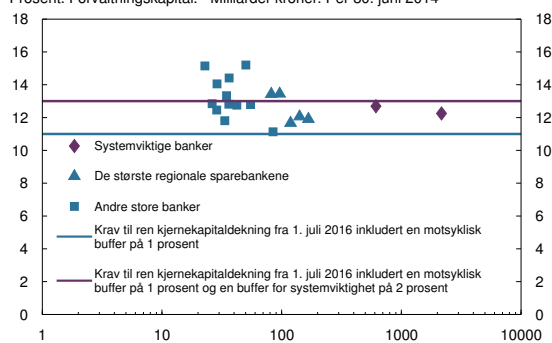
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge  
2) Kvartalstall fram til 1989 er beregnet med lineær interpolering av årstall  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.13 Dekomponering av bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel.  
Andel av total finansiering. Prosent. 4. kv. 1991 – 2. kv. 2014



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

Figur 3.14 Bankkonsernernes<sup>1)</sup> rene kjernekapitaldekning.  
Prosent. Forvaltningskapital.<sup>2)</sup> Milliarder kroner. Per 30. juni 2014<sup>3)</sup>



1) Bankkonsern med forvaltningskapital over 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge  
2) Logaritmisk skala  
3) Det er antatt at hele resultatet for første halvår 2014 legges til ren kjernekapital  
Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

## BANKENES TILPASNING

Ved utgangen av andre kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning på 10 prosent fra 1. juli 2014 med god margin, se figur 3.14. Bankene hadde god lønnsomhet i første halvår i år. De største bankene<sup>1)</sup> vil samlet ha en ren kjernekapitaldekning på 12,4 prosent dersom hele resultatet for første halvår legges til den rene kjernekapitalen.

Utviklingen de siste par årene tyder på at bankene kan øke sin rene kjernekapitaldekning med rundt 1 prosentenheter i året gjennom tilbakeholdt overskudd. 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.

I år har det kommet nye regler for beregninger av risikovekter på boliglån, se boks om det norske kapitaldekningsregelverket på side 29. De nye reglene fører til en økning i risikovektene, men effekten på kapitaldekningen avhenger av om bankene bindes av overgangsregelen. Finansdepartementet har også nylig fastsatt regler som gjennomfører flere av de øvrige bestemmelsene i EUs kapitaldekningsregelverk inntil de tas inn i EØS-avtalen. Virkningen på den rene kjernekapitaldekningen av endringene i risikovektene og de siste regelendringene kan variere mellom bankene. Enkelte banker kan få høyere ren kjernekapitaldekning, mens de fleste trolig får uendret eller noe lavere.

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

## ENDRINGER I DET NORSKE KAPITALDEKNINGSREGELVERKET

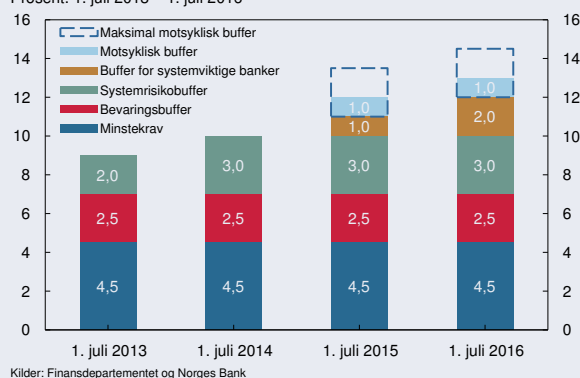
EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) trådte i kraft 1. januar 2014. Regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i Norge gjennom EØS-avtalen. Kapital- og bufferkravene i regelverket trådte i kraft i Norge 1. juli 2013. Figur 3.15 viser opptrapping av kravene fram mot 1. juli 2016.

Finansdepartementet besluttet 22. august regler som gjennomfører flere av de øvrige bestemmelsene i EUs kapitaldekningsregelverk inntil de tas inn i EØS-avtalen. Forskriftsendringene vil isolert sett kunne føre til høyere ren kjernekapitaldekning hos noen banker, og lavere hos andre. Finansdepartementet besluttet samtidig at SMB-rabatten, som innebærer at bankene slipper å holde bevaringsbuffer for utlån til små og mellomstore bedrifter, ikke innføres i norsk regelverk. Det ble også avklart at kravet til systemrisikobuffer vil gjelde for både innenlandske og utenlandske eksponeringer for de systemviktige norske bankene.

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

I år har det også kommet nye regler for beregninger av risikovekter på boliglån. Banker som benytter interne modeller for beregning av risikovekter (IRB) måtte fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad gitt mislighold (LGD) på minst 20 prosent. Det ga en økning i boliglånsvektene for alle norske IRB-banker. 1. juli annonserte Finanstilsynet nye krav til beregningen av misligholdsansynligheten (PD).<sup>3</sup> Endringene må innarbeides i modellene i løpet av andre halvår 2014 og vil reflekteres i bankenes rapporterte kapitaldekning for første kvartal 2015. Ifølge Finanstilsynet vil risikovektene på boliglånsporteføljene stige fra 10–15 prosent ved utgangen av 2013 til 20–25 prosent, som følge av endringene i IRB-modellene. Virkningen på bankenes kapitaldekning vil avhenge av i hvilken grad bankene er bundet av overgangsregelen<sup>4</sup>. For IRB-banker som fortsatt bindes fører ikke økningen av boliglånsvektene til noen endring i kapitaldekningen. For bankene som ikke bindes av overgangsregelen, gir økte boliglånsvekter et høyere beregningsgrunnlag og dermed lavere kapitaldekning.

Figur 3.15 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

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

2 Se Forskrift om identifisering av systemviktige finansinstitusjoner, Finansdepartementet 2014

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

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

# TRENDBEREGNINGER OG REFERANSEVERDIER FOR BUFFERKRAVET<sup>1</sup>

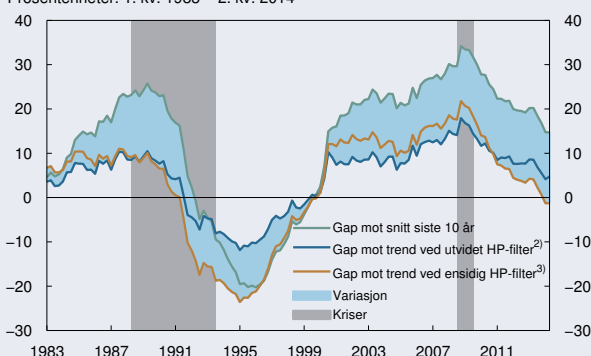
Norges Bank analyserer utviklingen i fire nøkkelindikatorer og sammenlikner nåsituasjonen med langsiktige trender. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene og dermed til målingen av finansielle ubalanser. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder.

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

Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene<sup>2</sup>: et ensidig Hodrick Prescott-filter (HP) som anvendt av Baselkomiteen, et ensidig HP-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose, samt historiske gjennomsnitt. For boligprisene i forhold til disponibel inntekt og real-

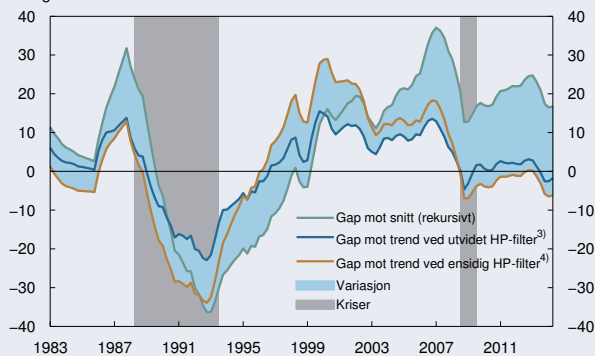
2 For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser på side 30 i *Pengepolitisk rapport 2/13*

Figur 3.16a Kredittgap. Samlet kredit<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2014



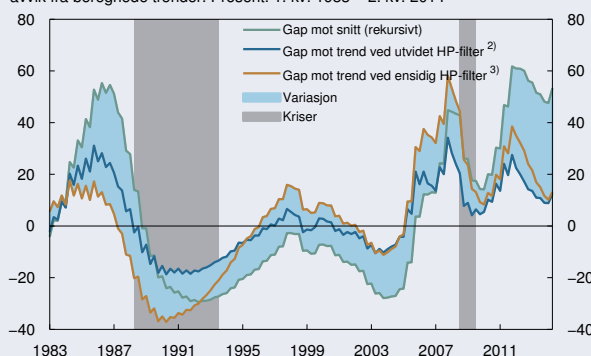
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 inneholder K2 og utenlandsgjeld  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda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

Figur 3.16b Boligprisgap. Boligpriser<sup>1)</sup> i forhold til disponibel inntekt<sup>2)</sup> som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2014



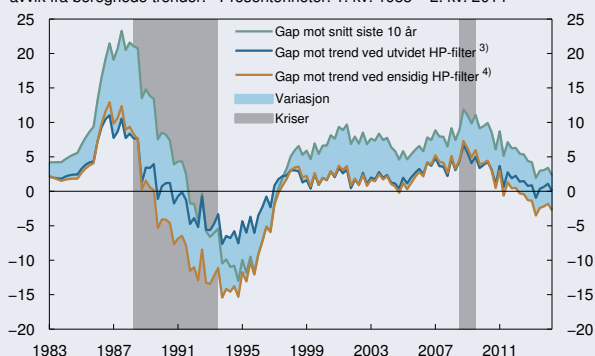
1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall  
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012  
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose.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

Figur 3.16c Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2014



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

Figur 3.16d Markedsfinansieringsgap. Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2014



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

prisene på næringseiendom er gjennomsnittet beregnet rekursivt over hele historien. For kreditt i forhold til BNP og markedsfinansieringsandelen i bankene benyttes et 10-års rullende gjennomsnitt.

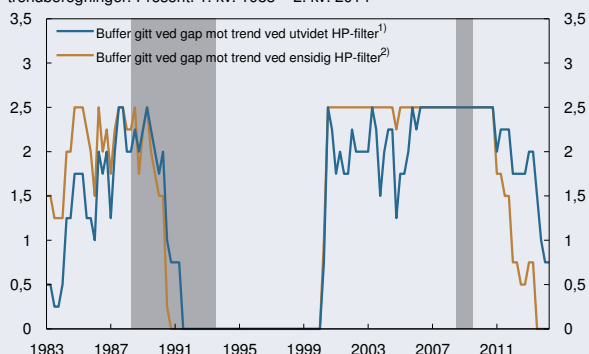
Figur 3.16 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapet mellom indikatoren og trendene er blitt mindre de siste årene, men indikatoren ligger fremdeles høyere enn to av tre trender. Mens kredittindikatoren var nokså stabil i årene etter finanskrisen, har trenden beregnet med det ensidige HP-filteret fortsatt å stige raskt. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Kredittgapet er erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser når trenden er basert på et utvidet HP-filter.

Figur 3.16 b–d viser utviklingen i de øvrige nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Alle indikatorene er på høye nivåer. De siste årene har avviket mellom indikatorene og trendene avtatt, men de fleste gapene er positive.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den motsykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.<sup>3</sup> Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil referanseverdien for bufferkravet variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil referanseverdien være 2,5 prosent. Referanseverdien for bufferkravet blir 0 prosent i andre kvartal 2014 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter, blir referanseverdien  $\frac{3}{4}$  prosent, se figur 3.17.

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

Figur 3.17 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2014



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

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

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 30. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

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

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

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

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

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



# UTDYPINGER

---

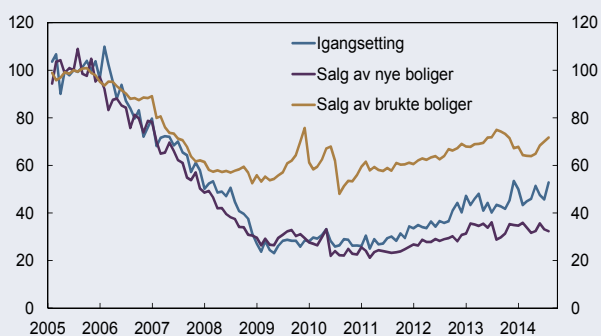
Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land  
Virkninger av økonomiske sanksjoner mellom Russland,  
USA og Europa  
Modeller for tidlig varsling av finansielle kriser

---

# INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

BNP-veksten i USA tiltok kraftig i andre kvartal, etter en svært svak start på året. Både privat konsum og investeringene bidro til veksten, men det var også en solid økning i lagerbeholdningen. Utviklingen var som lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 2/14. Ulike aktivitetsindikatorer tyder på god vekst gjennom sommeren, men det er tegn til at veksttaket avtok noe fra i vår. PMI for industri- og tjenestesektoren samlet falt noe i juli og august, men ligger fortsatt på høye nivåer, og industriproduksjonen har holdt seg oppe. Husholdningenes tillit er også høy, men veksten i detaljhandelen har avtatt de siste månedene. Utviklingen i boligmarkedet er fortsatt ujevn. Mens bruktboligsalget i noen grad har blitt drevet av investorer som har kjøpt boliger på tvangs- og/eller billigsalg, har igangsettingen vært svært volatil og salget av nye boliger har stagnert, se figur 1. BNP-veksten ventes å være om lag 2 prosent i år, før den tar seg opp til rundt 3 prosent for resten av anslagsperioden, se tabell 3 i vedlegget. Vi legger til grunn at husholdningenes etterspørsel vil ta seg videre opp, stimulert av økt inntektsvekst, ekspansiv pengepolitikk og mindre finanspolitiske innstramminger. Samtidig vil gode finansieringsforhold og økt etterspørsel bidra til å understøtte investeringene.

Figur 1 Boligmarkedet i USA. Indeks. Juni 2005 = 100. Januar 2005 – juli 2014

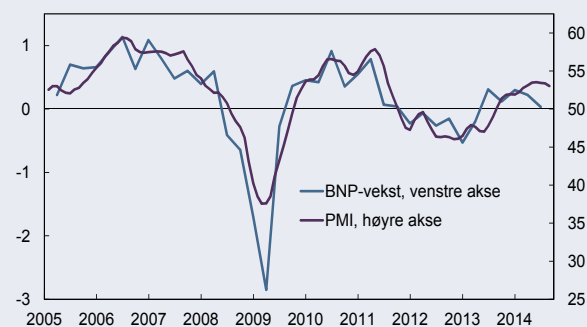


Kilde: Thomson Reuters

Etter flere år med lav prisvekst, tiltok inflasjonstakten i andre kvartal, særlig drevet av tjenestepriser. Vi venter at inflasjonen vil øke videre mot 2¼ prosent gjennom anslagsperioden, i tråd med at kapasitetsutnyttningen øker.

Den gradvise opphenting i euroområdet ser ut til å fortsette, til tross for at utviklingen i vår var svakere enn ventet. I andre kvartal var BNP uendret fra kvartalet før. Privat konsum og nettoeksport bidro positivt, mens investeringer og lager trakk ned. Nivået på industriproduksjonen falt i både mai og juni. Fallet i mai kan til dels forklares med plasseringen av offentlige helligdager, men den svake utviklingen i juni bidrar til økt usikkerhet rundt økonomiens veksttakt ved inngangen til tredje kvartal. God vekst i tysk industriproduksjon og ordreinnngang i juli peker imidlertid mot opphenting i industriproduksjonen i tredje kvartal. Også årsveksten i detaljhandel utenom mat og drivstoff holdt seg bra oppe i juli, og nivået på konsumentenes tillit indikerer at veksten skal fortsette. Surveyindikatorer for industrien har falt, men peker fremdeles mot at den underliggende veksten er høyere enn BNP-tallet for andre kvartal tilsier, se figur 2. Samlet sett ventes derfor veksttaket å ta seg noe opp i

Figur 2 Euroområdet. Kvartalsvis BNP-vekst. Prosent. 1. kvartal 2005 – 2. kvartal 2014. PMI for produksjon, tremåneders gjennomsnitt. Diffusjonsindeks rundt 50. Januar 2005 – august 2014



Kilde: Thomson Reuters

andre halvår, men veksten i år vil bli lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

De siste tiltakene fra Den europeiske sentralbanken (ESB), gradvis bedring i finansieringsforholdene og mindre kontraktiv finanspolitikk vil bidra til å holde etterspørselen i euroområdet oppe. Eksporten ventes å øke i takt med global etterspørsel, og nettoeksporten vil trolig gi et svakt positivt bidrag fra og med neste år. Samtidig vil behovet for å redusere gjelden i privat og offentlig sektor legge en demper på veksttakten også fremover. Farten på nedbelåningen har imidlertid falt siden i fjor sommer, og ESBs utlånsundersøkelse fra andre kvartal melder om lettelser i utlånsvilkår for både bedrifter og husholdninger. Det er usikkert i hvor stor grad konflikten i Ukraina vil virke dempende på husholdningenes forbruk og bedriftenes investeringer, men gitt eurorådets beskjedne eksporteksponering mot Russland venter vi at samlet innvirkning på veksten blir begrenset, se nærmere omtale i utdypingen på side 38 og Aktuell kommentar 6/14.

Konsumprisveksten i euroområdet har vært noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det skyldes

i hovedsak uventet lav vekst i energiprisene. Vi legger til grunn at tolv månedersveksten i den harmoniserte konsumprisindeksen (HICP) blir liggende i underkant av ½ prosent gjennom sommeren og høsten før den gradvis tar seg opp mot slutten av året. Svekkelsen av euroen den siste tiden vil bidra til å trekke opp importert prisvekst.

I Storbritannia fortsatte den sterke utviklingen inn i andre kvartal. Det var god vekst i både tjeneste- og industrisektoren. Veksten var i tråd med anslagene i forrige rapport. Oppsvinget har bidratt til ytterligere forbedring i arbeidsmarkedet, med økt sysselsetting og fallende ledighet. Samtidig er lønnsveksten fortsatt overraskende lav, og reallønnen har falt sammenhengende siden 2009. Noe av fallet skyldes trolig strukturelle endringer i arbeidsmarkedet, blant annet nye pensjons- og stønadsregler og arbeidsinnvandring, som har bidratt til økt arbeidstilbud. I tillegg har produktivetsveksten vært svak. Det kan skyldes lave investeringsrater i årene etter krisen, noe som har bidratt til lavere kapitalintensitet. Det siste halvåret har imidlertid bedriftsinvesteringene tatt seg noe opp, og vi venter en ytterligere vekst gjennom anslagsperioden. Boligmarkedet utgjør stadig en risiko. Bolig-

prisveksten har avtatt noe de siste månedene, men er fortsatt på høye nivåer, særlig i og rundt London, se figur 3. Fremover venter vi god vekst i privat konsum, understøttet av den solide utviklingen i arbeidsmarkedet og noe bedret kjøpekraft. De kommende årene legger vi likevel til grunn noe lavere veksttakt i BNP i tråd med at økonomien nærmer seg full kapasitetsutnyttning. Dersom resultatet av folkeavstemningen i Skottland er at de går ut av unionen, kan det på kort sikt føre til uro i internasjonale finansmarkeder. Det er imidlertid svært usikkert hva de realøkonomiske effektene vil bli både for et eventuelt selvstendig Skottland og for resten av unionen.

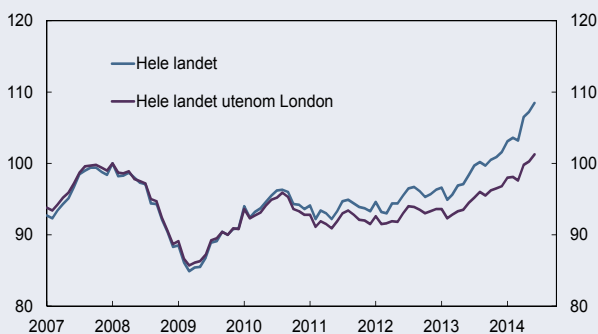
Inflasjonen i Storbritannia er fortsatt lav. Midlertidige forhold bidro til et hopp i konsumprisveksten i juni, men dette ble reversert igjen i juli. Vi venter at tidligere styrking av valutakursen og moderat lønnsvekst vil bidra til at konsumprisveksten når 2 prosent først mot slutten av anslagsperioden.

Opphenting i Sverige har til nå vært drevet av stigende etterspørsel fra husholdningssektoren. BNP-veksten i andre kvartal var lavere enn ventet, særlig fordi eksporten utviklet seg svakere enn lagt til grunn. Vekstbidraget fra innenlandsk etterspørsel steg

derimot fra kvartalet før, og surveyindikatorer tyder på at etterspørselsveksten holder seg oppe også i inneværende kvartal, se figur 4. Et lavt rentenivå, stigende sysselsetting og kutt i inntektsskatten har bidratt til å holde inntektsveksten oppe. De neste par årene ventes i tillegg fallende sparerate å bidra til relativt god vekst i privat konsum. Samtidig har svenske myndigheter advart om at husholdningenes høye gjeldsgrad kan true stabiliteten i det finansielle systemet. Det svenske finanstilsynet har lansert retningslinjer som skal dempe gjeldsveksten. Tiltakene vil kunne virke dempende også på privat konsum og boliginvesteringer. Veksten i foretaksinvesteringene er ventet å ta seg opp i kjølvannet av økt aktivitet i eksportsektoren. Høyere internasjonal etterspørsel og stigende eksportordrer peker mot et oppsving i eksporten, men uroen rundt Ukraina utgjør en ned-siderisiko. Samlet ventes nettoeksportens vekstbidrag å bli svakt negativt i år og neste år.

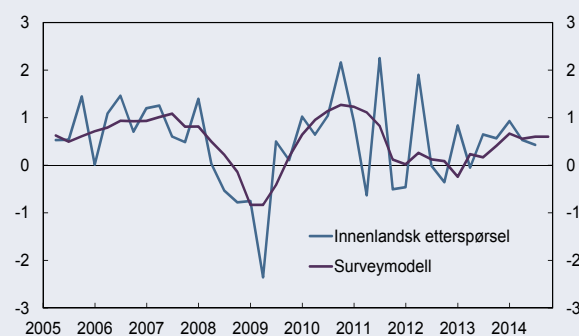
Konsumprisveksten i Sverige er uvanlig lav. For 2014 samlet venter vi nullvekst i KPI. Renteutgifter på boliglån inngår i KPI, og den lave prisveksten er til dels en direkte følge av at Riksbanken har satt ned styringsrenten. Underliggende inflasjon er imidlertid også lav. Dette har sammenheng med lav importert prisvekst,

Figur 3 Boligpriser i Storbritannia. Indeks. Januar 2008 = 100. Januar 2007 – juni 2014



Kilde: Office for National Statistics

Figur 4 Sverige. Kvartalsvekst i innenlandsk etterspørsel<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2014. Surveymodell<sup>2)</sup>. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2014



1) Konsum, investeringer og endringer i lager  
2) Surveymodell angir trend i innenlandsk etterspørsel basert på utvikling i Barometerindikator, PMI og ESI  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

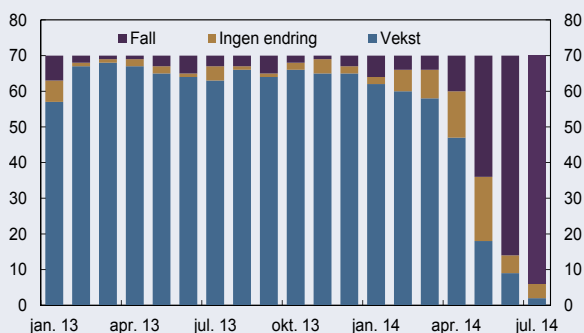
relativt lav kapasitetsutnyttning og trolig også reduksjoner i bedriftenes marginer. Prispresset i svensk økonomi ser ut til å være lavere enn tidligere antatt. Vi venter dermed at oppgangen i prisveksten vil være noe tregere enn tidligere lagt til grunn.

BNP i Kina vokste med 7,4 prosent i første halvår i år sammenliknet med samme periode i fjor. I andre halvår 2013 vokste BNP med 7,8 prosent. Vekstnedgangen kan knyttes til en tydelig avdemping i eiendomsmarkedet. Gjennom sommeren har boligsalget vært i underkant av 10 prosent lavere enn i fjor, og prisene faller nå i de fleste byene, se figur 5. Veksten i eiendomsinvesteringene har avtatt, noe som også har bidratt til lavere vekst i deler av industrien og i tjenestesektoren. BNP-veksten tiltok litt fra første til andre kvartal på grunn av økt vekst i eksport og infrastrukturinvesteringer, men svake makroøkonomiske data ved inngangen til tredje kvartal tyder på at veksttakten igjen kan avta utover høsten. Vi venter at investeringsveksten i det private eiendomsmarkedet vil avta videre fremover, samtidig som kredittveksten vil være svakere enn tidligere. Det har de siste årene vært en særlig rask vekst i utlån fra foretak utenfor det formelle banksystemet, såkalte skyggebanker. Så langt i år har kredittveksten kommet betydelig ned,

og i juli var det fall i samlet utestående kreditt fra skyggebankene. Vi anslår, som i forrige rapport, at veksten i BNP i 2014 vil bli 7¼ prosent, og at veksttakten gradvis avtar videre fra neste år.

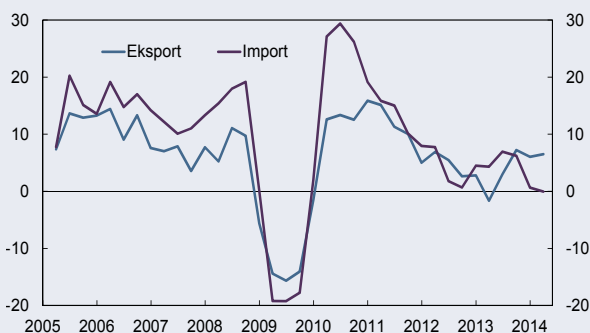
I andre fremvoksende økonomier er vekstutsiktene noe svekket siden forrige rapport. Dette skyldes i hovedsak utviklingen i Russland og Brasil. I Russland ventes det at sanksjoner og økt usikkerhet knyttet til situasjonen i Ukraina vil bidra til at den økonomiske veksten avtar i andre halvår. Importrestriksjoner på matvarer kan også bidra til økende inflasjonspress fremover. I Brasil har BNP falt to kvartaler på rad, drevet av lavere innenlandsk etterspørsel. Høye lagernivåer i industrien samt svekket tillit både blant bedriftene og konsumentene peker mot lav vekst også videre fremover. Blant fremvoksende økonomier i Asia er vekstutsiktene om lag som lagt til grunn i juni. Fortsatt svak innenlandsk etterspørsel har ført til lavere import og en bedring av de eksterne balansene i flere land, se figur 6. Fremover venter vi at veksten skal ta seg gradvis opp, i første omgang som følge av økt etterspørsel fra industriland.

Figur 5 Kina: Boligprisutvikling for private boliger i 70 byer. Antall byer med vekst, ingen endring eller fall i prisene fra måneden før. Januar 2013 – juli 2014



Kilde: CEIC

Figur 6 Eksport og import i fremvoksende økonomier<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kvartal 2005 – 1. kvartal 2014



1) Brasil, Chile, Ungarn, India, Indonesia, Mexico, Polen, Sør-Afrika og Tyrkia. BNP-vekter Kilder: Thomson Reuters, IMF og Norges Bank

# VIRKNINGER AV ØKONOMISKE SANKSJONER MELLOM RUSSLAND, USA OG EUROPA

EU og USA har innført en rekke økonomiske sanksjoner overfor Russland på grunn av konflikten landet har med Ukraina. Norge har sluttet seg til store deler av sanksjonene. Russland har innført motsanksjoner i form av importforbud på en rekke jordbruksprodukter, fisk og andre matvarer fra Norge, USA, Canada, EU og Australia. I denne rammen diskuterer vi mulige virkninger av disse tiltakene på norsk og internasjonal eksport.

Den direkte handelsvirkningen av sanksjonene på norsk eksport er trolig liten, men kan ha en viss innvirkning på eksport av fisk og oljerelaterte produkter.

I 2013 eksporterte Norge sjømat til Russland for 6,5 milliarder kroner. Et bortfall av norsk eksport av sjømat til Russland resten av inneværende år, vil isolert sett kunne gi ½ prosentenheter lavere fastlandseksport i 2014. Det er imidlertid grunn til å vente at norske eksportører av sjømat i noen grad vil kunne finne andre markeder for sine produkter.

I fjor eksporterte Norge varer som i stor grad besto av produkter rettet mot oljeindustrien for om lag 500 millioner kroner til Russland. Det tilsvarer 0,1 prosent av total norsk fastlandseksport. I tillegg ble det eksportert tjenester til Russland for om lag 2 milliarder kroner. En viss andel av disse tjenestene er ikke berørt av sanksjonene.

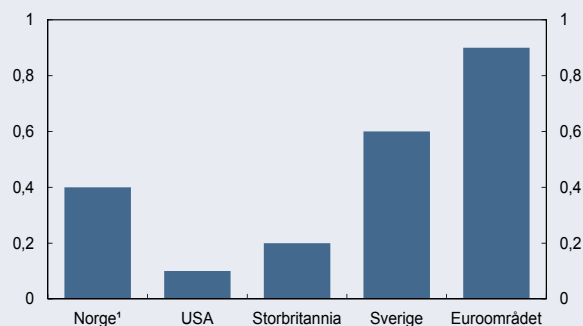
Sanksjonene vil trolig også ha små direkte virkninger på den økonomiske aktiviteten i andre vestlige land.

USA har lite direkte handel med Russland, se figur 1. For Europa har det vært særlig fokus på effektene av Russlands importforbud på mat- og jordbruksvarer, men også der er eksporteksponeringen nokså liten. For EU utgjør de sanksjonerte matvarene mindre enn 4 prosent av samlet eksport til Russland. I de baltiske landene, Polen, Kypros, Hellas og Danmark er eksportandelen av mat noe høyere.

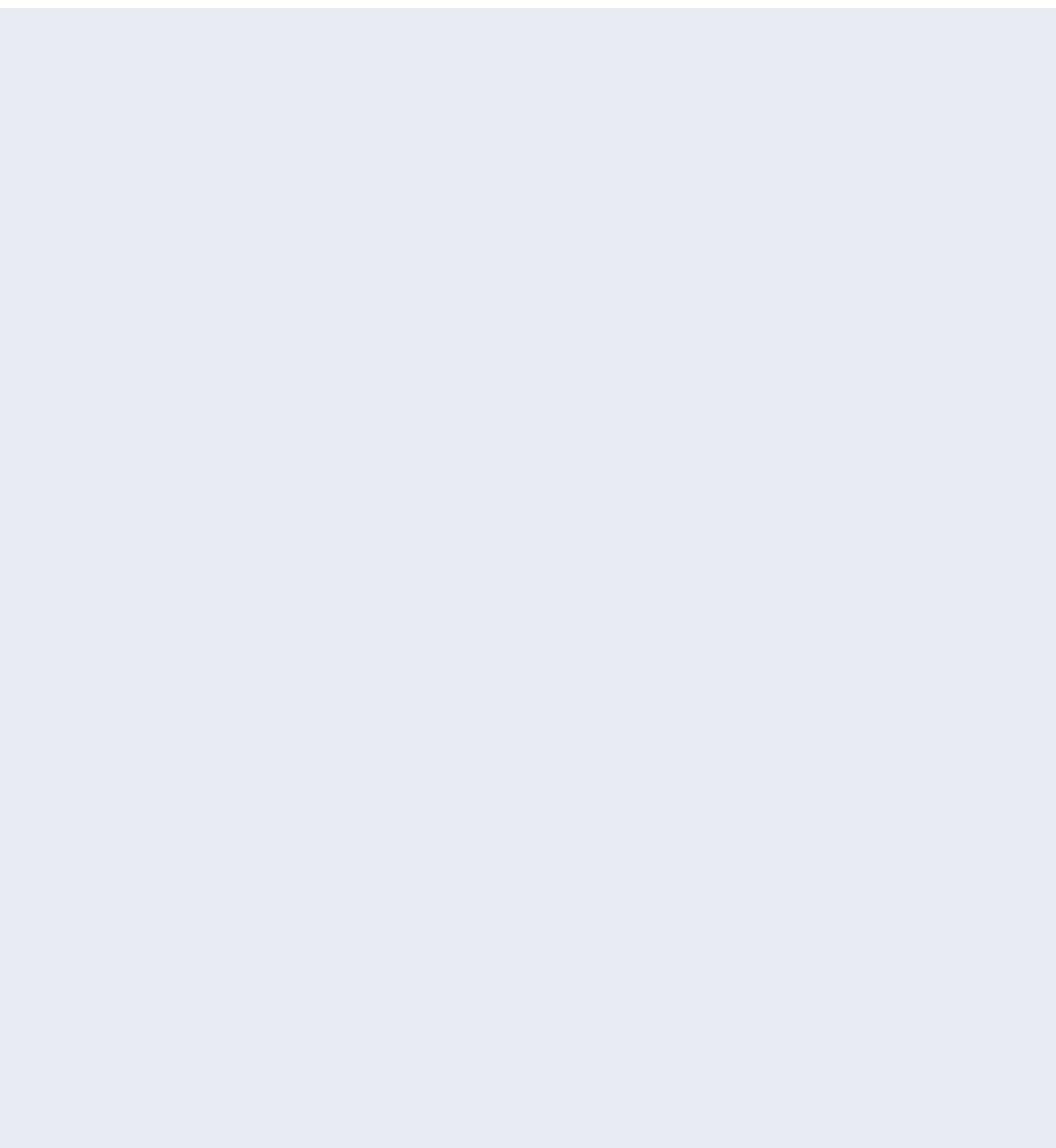
Vestlige bedrifter vil i tillegg merke sanksjoner på eksport til Russland av varer og tjenester knyttet til våpenhandel og oljeutvinning. Det er nokså lite tallmateriale tilgjengelig for å vurdere eksakt hvor stor del av landenes eksport som blir rammet. En tilnærming er å se på eksport av maskinvarer og transportutstyr, selv om denne kategorien også omfatter varer som ikke direkte rammes av sanksjonene. Eksport av maskinvarer og transportutstyr er jevnere fordelt på tvers av EU-landene enn matvareeksporten. For EU samlet utgjør slik eksport til Russland om lag 0,4 prosent av totalt BNP. Det er derfor grunnlag for å vente at virkninger gjennom den direkte handelskanalen blir liten.

I tillegg til handelskanalen kan russisk økonomi påvirke internasjonal økonomi direkte gjennom turisme, kapitalstrømmer og energiforsyning, og indirekte gjennom tillit og risikovilje i globale finansmarkeder. For en nærmere gjennomgang av disse kanalene for Europa, se Aktuell kommentar 6/2014.

Figur 1 Vareeksport til Russland i prosent av BNP, 2013



1) Fastlandseksport i prosent av BNP for Fastlands-Norge  
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



# MODELLER FOR TIDLIG VARSLING AV FINANSIELLE KRISER

Erfaringer fra Norge og andre land tyder på at det historisk har vært fellestrekk i hvordan kreditt, formuespriser og bankatferd utvikler seg i forkant av finanskriser. De fire nøkkelindikatorerne for finansielle ubalanser, som danner utgangspunktet for vurderingen av den motsykliske kapitalbufferen, har steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet i Norge.

Norges Bank har undersøkt om nøkkelindikatorerne og enkelte andre variabler har vist et systematisk forløp rundt finansielle kriser også når vi ser på flere land.<sup>1</sup> Analysen tar utgangspunkt i data fra 16 OECD-land i perioden 1970 til andre kvartal 2013.<sup>2</sup> Dateringen av de finansielle krisene er basert på internasjonale studier.<sup>3</sup> Datasettet dekker i alt 27 bankkriser, hvorav 11 er knyttet til finanskrisen i 2008.

Figurene 1–4 viser hvordan veksten i kreditt til husholdninger, kreditt til ikke-finansielle foretak, boligpriser og andelen markedsfinansiering i bankene har utviklet seg i en periode på fire år før og etter starten på de finansielle krisene som inngår i studien. Figurene viser veksten i tallseriene fratrukket gjennom-

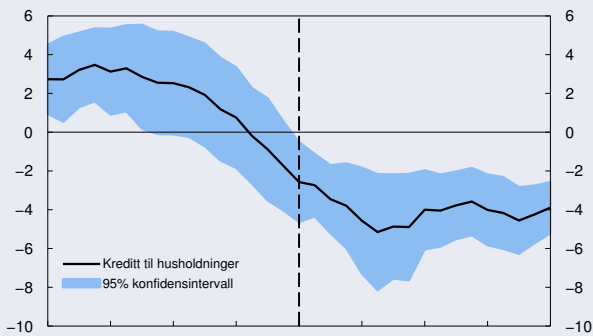
snittlig vekst i normale perioder.<sup>4</sup> Som det fremgår av figur 1, når veksten i kreditt til husholdningene sitt toppunkt om lag 3–4 år før en krise. Veksten i kreditt til ikke-finansielle foretak når sitt toppunkt noe senere, om lag 1–2 år før en krise. Veksten er signifikant høyere enn i normale perioder allerede 3–4 år før en krise. Boligprisveksten er også høy forut for kriser og når sitt toppunkt om lag 2 år før en krise. Det samme gjelder den kvartalsvise endringen i markedsfinansieringsandelen i bankene.

I det neste steget i analysen kombineres variabler som har vist en særegen utvikling i empiriske modeller.<sup>5</sup> Prediksjonen fra modellene kan tolkes som en sannsynlighet for at økonomien er i en førkriseperiode. Førkriseperioden er her definert til å være ett til tre år før krisen. Modellspesifikasjoner basert på ulike kombinasjoner av forklaringsvariablene er testet ut. Forklaringsvariablene inngår på vekstform eller som avvik fra beregnede langsiktige trender, såkalte gap.<sup>6</sup>

- 1 Analysen vil bli dokumentert i et kommende Norges Bank Staff Memo av Anundsen m.fl. (2014). Rent teknisk er modellene av typen logit
- 2 Australia, Belgia, Canada, Finland, Frankrike, Tyskland, Italia, Japan, Korea, Nederland, Norge, Spania, Sverige, Sveits, Storbritannia og USA. For å fange opp strukturelle forskjeller mellom land inngår landspesifikke faste faktorer
- 3 Se blant annet Laeven og Valencia (2012): Systemic Banking Crises Database: An Update, IMF Working Paper, No. 163

- 4 Metoden er nærmere beskrevet i Gourinchas, P.-O. og M. Obstfeld (2012): Stories of the twentieth century for the twenty-first. *American Economic Journal - Macroeconomics* 4 (4)
- 5 Det er i tråd med anbefalingene fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Se Detken m.fl. (2014): Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options. ESRB Occasional Paper Series, No. 5/June 2014
- 6 Avvik fra trend er beregnet ved et ensidig, utvidet Hodrick Prescott-filter ( $\lambda=400\,000$ ). Kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak er målt som andel av BNP. Boligpriser er målt i forhold til husholdningenes disponible inntekt. I modellene inngår også realveksten i boligpriser og samlet kreditt, samt utviklingen i bruttonasjonalproduktet

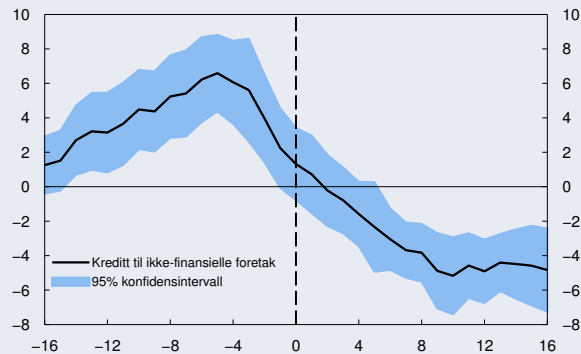
Figur 1 Forløp for kredittvekst<sup>1</sup> til husholdninger rundt finansielle kriser. Avvik fra normale tider.<sup>2</sup> Firekvartalersvekst. Prosentenheter



- 1 Kreditt er deflateret med konsumprisindeksen
- 2 Figuren viser den gjennomsnittlige utviklingen seksten kvartaler før og seksten kvartaler etter en finansiell krise relativt til "normale tider". Normale tider defineres som alle perioder utenfor vinduet i figuren

Kilde: Norges Bank

Figur 2 Forløp for kredittvekst<sup>1</sup> til ikke-finansielle foretak rundt finansielle kriser. Avvik fra normale tider.<sup>2</sup> Firekvartalersvekst. Prosentenheter



- 1 Kreditt er deflateret med konsumprisindeksen
- 2 Figuren viser den gjennomsnittlige utviklingen seksten kvartaler før og seksten kvartaler etter en finansiell krise relativt til "normale tider". Normale tider defineres som alle perioder utenfor vinduet i figuren

Kilde: Norges Bank



Både kredittgapet for husholdninger og ikke-finansielle foretak inngår signifikant i modellene og bidrar til at den estimerte kritesannsynligheten øker. I tillegg har veksten i kreditt en selvstendig betydning. Boligpriser som vokser sterkere enn husholdningenes inntekter slik at boligprisgapet øker, bidrar også. Sterk samvariasjon mellom boligpriser og kredittutviklingen i husholdningene gjør at det er vanskelig å skille virkningen av disse to fra hverandre. Andelen markedsfinansiering i bankene får også vekt i modellene.

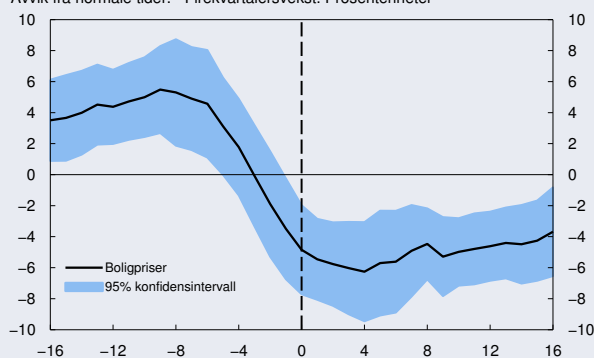
Samlet bekrefter de empiriske resultatene at Norges Banks nøkkelindikatorer for finansielle ubalanser er nyttige indikatorer for tidlig varsling av kriser, også i andre land. Resultatene viser dessuten at lav egenkapital i bankene kan være et varsel om fremtidig ustabilitet.

Det blå feltet i figur 5 viser estimerte kritesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trendberegningmetoder. Vi ser at kritesannsynlighetene økte markert i årene forut for bankkrisen i 1988–1993 og finanskrisen i 2008–2009<sup>7</sup>. Begge disse periodene var kjennetegnet av rask vekst i kreditt- og eiendomspriser, samt en brå økning i bankenes markedsfinansieringsandel. Figuren viser at de estimerte kritesannsynlighetene har kommet ned siden finanskrisen, men at spredningen mellom anslagene er stor. Modellene har sterke ikke-lineære virkninger. Skulle boligprisene på ny stige raskere enn husholdningenes inntekter og gjeldsveksten tilta, kan de estimerte kritesannsynlighetene øke raskt.

Modellene gir anslag på sannsynligheten for en finansiell krise noen år fram i tid. En samlet risikovurdering må betrakte både sannsynlighet og konsekvens. Dersom kostnadene ved en krise er store nok, kan systemrisikoen være betydelig selv om sannsynligheten virker liten. Erfaringsmessig vil en sannsynlighet over 10–20 prosent måtte anses som høy.

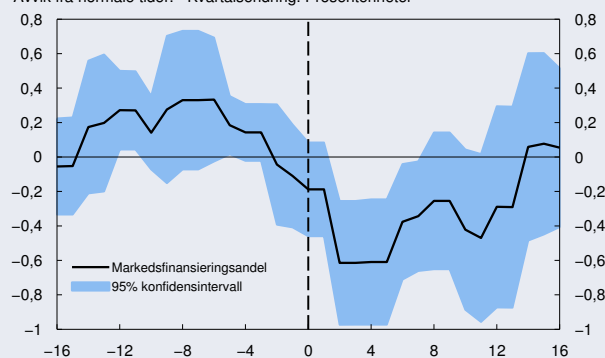
7 Selv om finanskrisen ikke ble utløst av innenlandske forhold, indikerer denne analysen at det finansielle systemet var sårbart forut for krisen. Norske myndigheter valgte å iverksette tiltak for å bedre tilgangen på finansiering og styrke bankenes soliditet

Figur 3 Forløp for vekst i boligpriser<sup>1)</sup> rundt finansielle kriser. Avvik fra normale tider.<sup>2)</sup> Firekvartalersvekst. Prosentenheter



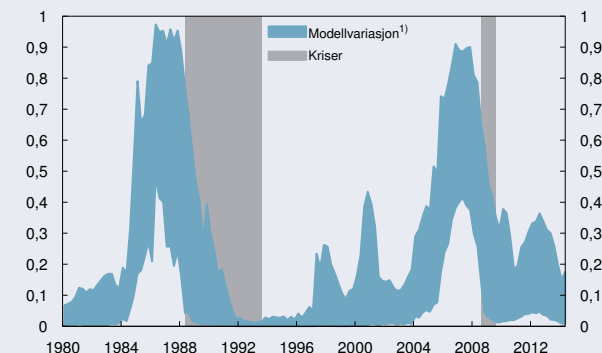
1) Boligpriser er deflaterede med konsumprisindeksen  
2) Figuren viser den gjennomsnittlige utviklingen seksten kvartaler før og seksten kvartaler etter en finansiell krise relativt til "normale tider". Normale tider defineres som alle perioder utenfor vinduet i figuren  
Kilde: Norges Bank

Figur 4 Forløp for bankenes markedsfinansieringsandel rundt finansielle kriser. Avvik fra normale tider.<sup>1)</sup> Kvartalsendring. Prosentenheter



1) Figuren viser den gjennomsnittlige utviklingen seksten kvartaler før og seksten kvartaler etter en finansiell krise relativt til "normale tider". Normale tider defineres som alle perioder utenfor vinduet i figuren  
Kilde: Norges Bank

Figur 5 Estimerte kritesannsynligheter fra ulike modellspekifikasjoner. 1. kv. 1980 – 2. kv. 2014



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

Empiriske modeller kan være til støtte i vurderingen av systemrisiko. Systemrisiko kan også ha andre opphav enn de som fanges opp av modellene. Norges Bank ser derfor på flere indikatorer og anvender faglig skjønn i sin vurdering.

# VEDLEGG

---

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte overslag

---

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

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

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

## TABELL 1 MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer <sup>1</sup>	Eksport F-Norge <sup>2</sup>	Import
2008	0,1	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	1,8	4,4	17,1	1,9	2,9
2013 <sup>3</sup> 3. kv	0,8	0,6	0,0	0,3	-0,2	6,2	1,3	3,4
4. kv	-0,2	0,5	0,4	0,7	1,0	-3,1	0,4	-0,4
2014 1. kv	0,2	0,5	0,9	0,7	-2,1	-1,5	-1,1	-2,4
2. kv	0,9	1,2	0,8	0,6	1,3	0,0	4,6	0,9
Nivå 2013, mrd. kroner	3 011	2 314	1 234	658	441	208	478	848

- 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 <sup>1</sup>	KPIXE <sup>2</sup>	KPI-JA <sup>3</sup>	KPI-JE <sup>4</sup>	HKPI <sup>5</sup>
2007	0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010	2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,3
2011	1,2	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2
2012	0,8	1,2	1,0	0,6	1,4	0,4
2013	2,1	1,6	1,4	2,1	1,6	2,0
2014 jan	2,3	2,4	2,2	2,3	2,4	2,1
feb	2,1	2,4	2,1	2,1	2,4	1,9
mar	2,0	2,6	2,4	2,0	2,6	1,8
apr	1,8	2,5	2,3	1,8	2,6	1,5
mai	1,8	2,3	2,2	1,8	2,3	1,6
jun	1,9	2,4	2,3	1,8	2,4	1,8
jul	2,2	2,6	2,6	2,2	2,6	2,2
aug	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,9

- 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 2/14 i parentes	Andel av verdens BNP		Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markedskurser <sup>1</sup>	2013	2014	2015	2016	2017
USA	20	23	2,2	2 (-1/4)	3 (0)	3¼ (0)	2¾ (-1/2)
Euroområdet	14	18	-0,4	¾ (-1/4)	1¼ (-1/4)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	3	4	1,7	3 (0)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (0)
Sverige	½	¾	1,6	1¾ (-¾)	3 (0)	2¾ (0)	2½ (0)
Kina	15	10	7,7	7¼ (0)	6¾ (0)	6¾ (0)	6½ (0)
Fremvoksende økonomier <sup>2</sup>	16	12	3,2	2¼ (-1/2)	3¼ (-1/4)	4¼ (0)	4¼ (0)
Norges handelspartnere <sup>3</sup>	74	78	1,4	2 (-1/4)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (0)
Verden (PPP) <sup>4</sup>	100	100	3	3¼ (-1/4)	3¾ (0)	4 (0)	4 (0)
Verden (markedskurser) <sup>4</sup>	100	100	2½	2¾ (-1/4)	3¼ (0)	3½ (0)	3½ (0)

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

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

3 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

## TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 2/14 i parentes	Prosentvis vekst fra foregående år				
	2013	2014	2015	2016	2017
USA	1,5	2 (1/4)	2 (0)	2 (0)	2¼ (0)
Euroområdet	1,4	½ (0)	1 (0)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2,6	1¾ (0)	1¾ (-1/4)	2 (0)	2 (0)
Sverige	0	0 (0)	1½ (-1/4)	2½ (0)	2¼ (0)
Kina	2,6	2½ (-1/4)	2¾ (-1/4)	3 (0)	3 (0)
Fremvoksende økonomier <sup>1</sup>	6,5	6½ (1/2)	5¾ (1/4)	5¼ (0)	5¼ (0)
Norges handelspartnere <sup>2</sup>	1,7	1½ (0)	1¾ (-1/4)	2¼ (0)	2¼ (0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>3</sup>	109	105	102	100	99

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
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,1	2	2¼	2	2¼
KPI-JAE <sup>1</sup>		1,6	2½	2¼	2¼	2¼
Årslønn <sup>2</sup>		3,9	3½	3½	4	4
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	3011	0,6	1¾	1¾	2¼	2½
BNP for Fastlands-Norge	2314	2,0	2¼	2¼	2¾	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		0,0	-½	-¾	-½	-¼
Sysselsetting, personer, KNR		1,2	1	¾	1	1¼
Arbeidsstyrke, AKU		1,0	1	1	1	1
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,5	3¼	3½	3½	3¼
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,6	2¾	3	3	2¾
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4</sup>	2333	2,5	2	3¼	3¼	2¾
- Privat konsum	1234	2,1	2¼	3¼	3½	3
- Offentlig konsum	658	1,8	2¼	2¼	-	-
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	441	4,4	½	5	-	-
Petroleumsinvesteringer <sup>5</sup>	208	17,1	0	-10	-1	4
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>6</sup>	478	1,9	3	1¾	2¾	4
Import	848	2,9	1¼	4¾	-	-
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styrringsrente (nivå) <sup>7</sup>		1,5	1½	1½	1½	2
Importveid valutakurs (I-44) <sup>8</sup>		89,0	92¼	90¼	89	88½

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5 Utvinning og rørtransport

6 Tradisjonelle varer, reisetrafikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

7 Styrringsrenten 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](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 3|14 – september

