

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

 NORGES BANK

Pengepolitisk rapport
med vurdering av finansiell stabilitet

3 | 13
september

Norges Banks rapportserie nr. 3-2013

Pengepolitisk rapport

med vurdering av finansiell stabilitet

3/2013



Norges Bank

Oslo 2013

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

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

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

Ansvarlig redaktør: Jan F. Qvigstad

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Media AS

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

ISSN 1894-0226 (trykk)

ISSN 1894-0234 (online)

Pengepolitisk rapport

med vurdering av finansiell stabilitet

Rapporten blir lagt fram fire ganger i året, i mars, juni, september og desember. Rapporten vurderer utsiktene for renten og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. Rapporten inneholder anslag for utviklingen i norsk økonomi.

I møtet 7. august 2013 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 4. september 2013 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og risikoen i det finansielle systemet. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 18. september 2013 en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 5. desember 2013. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene, strategien for pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering".

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

Innhold

Hovedstyrets vurdering	7
1. Utsiktene for pengepolitikken	11
Den økonomiske situasjonen	11
Utsiktene fremover	14
Kryssjekker av renteprognosen	18
Rammer:	
- Kriterier for en god rentebane	20
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/13	22
2. Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer	24
Ramme:	
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	30
3. Nærmere om den økonomiske utviklingen	32
Internasjonal økonomi	32
Valutamarkeder	36
Norske banker	37
Konsumpriser	40
Norsk realøkonomi	41
Vedlegg	
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	49
Tabeller og detaljerte anslag	50

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 12. september 2013.
Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 18. september 2013.

Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Gjennomføring

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

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

Beslutningsprosess

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

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

Rapportering

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

Finansiell stabilitet – motsyklisk kapitalbuffer

Norges Bank har fått hovedansvaret for å utarbeide grunnlag for og gi råd om beslutningen om en motsyklisk kapitalbuffer. Målet med bufferen er å gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur og motvirke store utslag i tilbudet av kreditt som kan forsterke svingningene i økonomien. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget vil Norges Bank og Finanstilsynet utveksle relevant informasjon og vurderinger. Finansdepartementet vil fastsette bufferkravet.

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

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

Hovedstyrets vurdering

Pengepolitikken

Hovedstyret vedtok i sitt møte den 19. juni 2013 at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 19. september 2013, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. I Pengepolitisk rapport 2/13, publisert 20. juni, ble det pekt på at vekstutsiktene både hjemme og ute var litt svekket. Kapasitetsutnyttingen ble anslått å være nær et normalt nivå. Lønnsveksten var lavere enn ventet. Inflasjonen var fortsatt lav, og det var utsikter til at det ville ta lengre tid enn tidligere antatt før prisveksten tok seg opp. Det var fortsatt stor usikkerhet om den internasjonale økonomiske utviklingen. Analysen i rapporten tilsa en styringsrente på 1,5 prosent eller noe lavere fram til høsten 2014. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå.

I sine drøftinger 4. september og 18. september festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere er samlet sett om lag som anslått. I mange industriland er det tegn til tiltakende vekst, mens veksten har avtatt i flere fremvoksende økonomier. Prisen på råolje har økt noe siden Pengepolitisk rapport 2/13.
- Styringsrentene er nær null i mange land, men markedsaktørenes forventninger til styringsrentene ute fremover er noe høyere enn i juni. I de største industrilandene ventes de første renteøkningene mot slutten av 2014 og i løpet av 2015.
- Kronen svekket seg mye i løpet av de siste ukene i juni, men har styrket seg i det siste. Hittil i tredje kvartal har kronen, målt ved den importveide kronekursindeksen I-44, vært om lag 2 prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/13.
- Bankenes utlånsrenter på boliglån økte med 0,3 prosentenheter fra første til andre kvartal, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Påslagene i pengemarkedet har falt litt.
- Veksten i norsk økonomi har vært noe lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/13. Bedriftene i Norges

Banks regionale nettverk rapporterte i august om moderat vekst gjennom sommeren, og de venter uendret vekst fremover. Arbeidsledigheten holder seg stabil.

- Veksten i boligprisene har avtatt og vært lavere enn ventet, mens husholdningenes gjeldsvekst holder seg oppe.
- Siden forrige rapport har konsumprisveksten vært klart høyere enn anslått. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,5 prosent i august.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av pengepolitikken at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon avveies mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å være robust og ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp, og utløser eller forsterker tilbakeslag i økonomien.

Styringsrenten er 1,5 prosent. Styringsrenten er lav fordi rentene ute er svært lave, og fordi det lenge har vært utsikter til fortsatt lav prisvekst. Samtidig er det stor forskjell mellom styringsrenten og de rentene publikum står overfor.

Hovedstyret har merket seg at analysene i denne rapporten tilsier en styringsrente på dagens nivå fram mot sommeren neste år, og at den deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå. Underliggende inflasjon anslås nå å være mellom 2 og 2½ prosent. Prisveksten anslås å være om lag 2¼ prosent mot slutten av prognoseperioden, og kapasitetsutnyttingen ventes å ligge nær et normalt nivå de neste årene.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at det er tegn til tiltakende vekst i mange industriland. I euroområdet faller ikke aktiviteten lenger, men utfordringene er fortsatt store. Samtidig er vekstutsiktene svekket i mange fremvoksende økonomier. Kapitalutgang fra de fremvoksende økonomiene har svekket valutaene, og gjør at

land med store driftsunderskudd og mye gjeld i utenlandsk valuta blir sårbare. Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen i disse landene fremover. Skulle veksttakten avta ytterligere, kan prisene på olje og andre råvarer falle.

Det har vært store bevegelser i kronekursen siden slutten av juni. Gjennom sommeren har valutamarkedene vært preget av forventninger om utviklingen i pengepolitikken i de store industrilandene. Kronen har i tillegg reagert mer enn vanlig på ny informasjon om utviklingen i norsk økonomi. Begrenset likviditet i markedet for norske kroner kan ha bidratt til å forsterke utslagene i kronekursen. I diskusjonen ble det trukket fram at utviklingen i kronen fremover er usikker og at temaene i valutamarkedet skifter fort.

Hovedstyret pekte på at situasjonen i norsk økonomi fortsatt er god, selv om de også merket seg at veksten har avtatt og vært lavere enn tidligere ventet. Andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer i vårt regionale nettverk har falt. Det kan tyde på at kapasitetsutnyttningen i økonomien har avtatt. Det ble samtidig pekt på at arbeidsinnvandringen gjør arbeidstilbudet fleksibelt i mange næringer, noe som kan gjøre det krevende å vurdere nivået på kapasitetsutnyttningen.

Tallene i nasjonalregnskapet indikerer at veksten i produktiviteten holder seg lav. Svak vekst i produktiviteten har vært et fellestrekk både i Norge og hos mange av våre handelspartnere helt siden finanskrisen. Det ble pekt på at utviklingen kan ha sammenheng med moderat investeringsaktivitet i bedriftene og god tilgang på arbeidskraft. Hovedstyret diskuterte også om den lave produktivitsveksten i det siste kan være av mer midlertidig karakter. Bedrifter kan ha valgt å opprettholde arbeidsstokken, til tross for svakere produksjonsvekst, fordi de er usikre på den videre utviklingen i norsk økonomi.

Hovedstyret drøftet også den moderate veksten i det private forbruket. Det ble trukket fram at mange år med sterk kredittvekst har brakt husholdningenes gjeld opp på et svært høyt nivå. Et høyt gjeldsnivå vil trolig fort-

sette å dempe konsumveksten fremover. I drøftingen ble det også pekt på at usikkerhet om den økonomiske utviklingen, strammere kredittpraksis i bankene, demografiske endringer og pensjonsreformen kan ha bidratt til at husholdningene har valgt å øke sparingen.

Oppgangen i konsumprisveksten de siste månedene kan henge sammen med høyere innkjøpspriser på importerte varer, men kan også skyldes tiltakende kostnadsvekst i bedriftene og høyere driftsmarginer. Det ble pekt på at med så store bevegelser i prisveksten som vi har sett i det siste, er usikkerheten om utviklingen de nærmeste månedene høyere enn normalt. Hovedstyret diskuterte også drivkrefter for prisveksten fremover og pekte på at utviklingen i lønnsveksten vil være viktig. Det ble trukket fram at svake konjunkturer og lav kostnadsvekst hos våre handelspartnere kan få betydning for lønnsoppgjørene her hjemme de neste årene. I tillegg kan den høye arbeidsinnvandringen fortsatt dempe lønnsveksten.

I drøftingen av pengepolitikken ble det lagt vekt på at prisveksten har vært høyere enn ventet og at kronekursen har svekket seg, men at drivkreftene for inflasjonen lenger fram fortsatt er moderate. Det ble også lagt vekt på at veksten i norsk økonomi har avtatt noe og at kapasitetsutnyttningen trolig er litt lavere enn tidligere anslått. En rask økning i styringsrenten vil kunne øke risikoen for at avdempingen i aktivitetsveksten forsterkes, kronen styrker seg og inflasjonen blir for lav. I tillegg ble det lagt vekt på at boligpriser og gjeld lenge har steget mer enn inntektene. En lavere styringsrente kan øke risikoen for at boligpriser og gjeld igjen skyter fart og at finansielle ubalanser bygger seg opp. Etter en samlet vurdering mente hovedstyret at styringsrenten bør ligge på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 18. september å holde renten uendret på 1,5 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 5. desember 2013, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Finansiell stabilitet – motsyklisk kapitalbuffer

På sitt møte 19. juni konkluderte hovedstyret med at bankene i Norge nå har et godt utgangspunkt for å øke kapitaldekningen og at de bør holde en motsyklisk kapitalbuffer. Hovedstyret la samtidig vekt på at nivået på bufferen må vurderes i lys av at de øvrige kapitalkravene trappes opp de neste årene.

I sine drøftinger 4. september og 18. september festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Etter flere år med betydelig økning i boligprisene, har veksten avtatt og vært lavere enn ventet.
- Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, og gjelden fortsetter å vokse raskere enn inntektene.
- Bankene har strammet noe inn på sine utlån. Samtidig har foretakene økt sine låneopptak i utlandet og i obligasjonsmarkedet.
- Bankenes andel markedsfinansiering har falt noe den siste tiden.
- Prisene på næringseiendom har falt litt.
- Bankenes resultater så langt i år er gode, og tapene er lave.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering at bankene bør bygge en motsyklisk buffer 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. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal bufferen kunne tæres på. Det vil kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker nedgangen.

Hovedstyret legger vekt på at den motsykliske bufferen ikke kan være et virkemiddel for å finstyre økonomien. Skulle den økonomiske utviklingen også fremover preges

av forholdsvis lange perioder med utlånsvekst og lave tap, vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

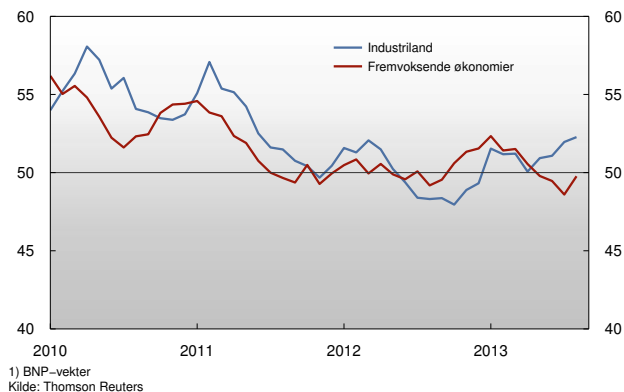
I sine drøftinger la hovedstyret vekt på at det fortsatt er fare for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Boligprisene er kommet opp på et høyt nivå, og husholdningenes gjeldsbelastning fortsetter å stige. Den siste tiden har veksten i boligprisene avtatt, og enkelte av indikatorene for finansielle ubalanser er kommet litt ned. Hovedstyret kom likevel til at fallhøyden i økonomien, og dermed bankenes sårbarhet, fortsatt er stor ved et eventuelt tilbakeslag.

Hovedstyret pekte på at det også kan være kostnader knyttet til å heve kapitalnivået i bankene. Mange regulatoriske endringer gjennomføres nå samtidig, og nivået på bufferen må vurderes i lys av de øvrige kapitalkravene. Bankenes utgangspunkt for å bygge kapital er godt.

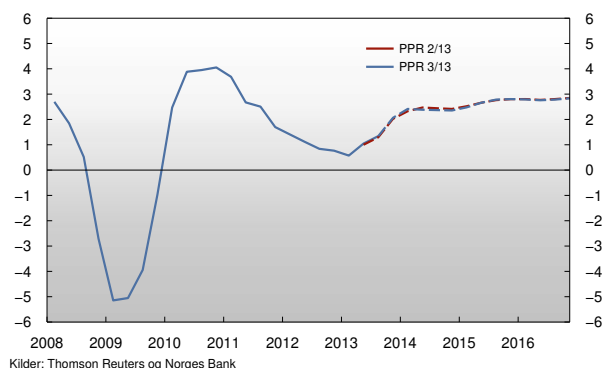
Hovedstyret mener at bankene bør bygge en motsyklisk kapitalbuffer. Hensynet til å unngå en for kraftig innstramming i kreditten taler for at kapitalkravene ikke økes raskt. Norges Bank tar sikte på å gi konkrete råd om nivå og tidspunkt for innføring av bufferen når forskriften er klar, trolig i forbindelse med neste rapport 5. desember.

Jan F. Qvigstad
19. september 2013

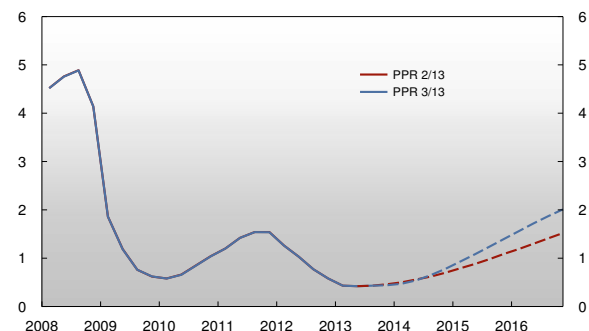
Figur 1.1 Innkjøpsseksindekser for industrien (PMI) i industriland og fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet.¹⁾ Diffusjonsindeks rundt 50. Sesongjustert. Januar 2010 – august 2013



Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne i PPR 2/13 og PPR 3/13. Volum. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.3 Pengemarkedsrente hos handelspartnerne¹⁾ i PPR 2/13 og PPR 3/13. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



1 Utsiktene for pengepolitikken

Den økonomiske situasjonen

I mange industriland er det tegn til tiltakende vekst, mens veksten har avtatt og vært svakere enn ventet i flere fremvoksende økonomier, se figur 1.1. Utsiktene for den økonomiske veksten for våre handelspartnere er samlet sett om lag uendret fra Pengepolitisk rapport 2/13, se figur 1.2. I USA fortsetter bedringen i arbeidsmarkedet. Det er god vekst i privat etterspørsel, og boligmarkedet har bedret seg gradvis. I euroområdet har fallet i aktiviteten stoppet opp. Arbeidsledigheten har vært stabil de siste månedene, men er fortsatt høy. Makroøkonomiske indikatorer kan tyde på at veksten vil ta seg ytterligere opp, men finanspolitiske innstramminger, nedbelåning i privat sektor og stramme kredittforhold vil bidra til å dempe aktiviteten også fremover. Kapitalinngangen til flere fremvoksende økonomier, blant annet India, Indonesia og Brasil, har blitt reversert og vekstutsiktene er svekket. Prisen på råolje har økt siden juni og er nå rundt 110 dollar per fat.

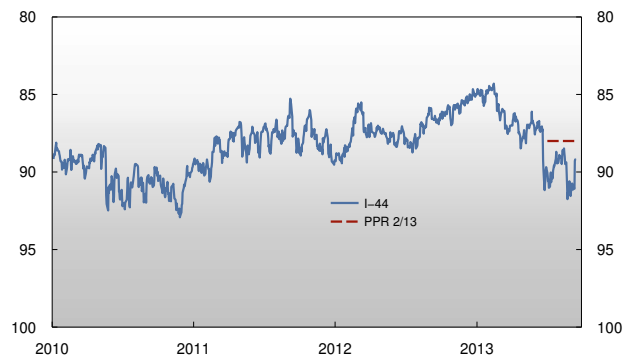
De langsiktige rentene i USA, Tyskland og Storbritannia har økt i det siste. Tegn til at veksten er på vei opp i disse landene og signaler fra sentralbanken i USA (Federal Reserve) om at de snart vil trappe ned de månedlige obligasjonskjøpene har trolig påvirket rentene. Risikopremiene i finansmarkedene har kommet noe ned. Differansen mellom tyske statsrenter og tilsvarende spanske og italienske renter har falt tilbake til nivåene fra sommeren 2011. Aksjekursene har steget noe siden forrige rapport.

Styringsrentene er nær null i mange land. Federal Reserve har fastholdt at styringsrenten mest sannsynlig vil ligge nær null fram til første halvår 2015. Den europeiske sentralbanken (ESB) og Bank of England har også varslet at styringsrenten vil holdes lav lenge. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene hos våre handelspartnere er likevel høyere enn ved forrige rapport, se figur 1.3. I de største industrilandene ventes de første renteøkningene mot slutten av 2014 og i løpet av 2015.

Kronen svekket seg mye i løpet av de siste ukene i juni. Svekkelsen må ses i sammenheng med økt usikkerhet i

finansmarkedene etter rentemøtet i USA 19. juni og at Norges Bank 20. juni la fram en lavere rentebane enn markedsaktørene hadde ventet. Rentemøtet i USA førte til en bred styrking av amerikanske dollar, også mot norske kroner. Gjennom sommeren og høsten har det vært store svingninger i kronkursen, se figur 1.4. Begrenset likviditet i markedet for norske kroner har bidratt til å forsterke kursutslagene i kronen, særlig i forbindelse med publisering av ny statistikk for norsk økonomi. I det siste har kronen styrket seg litt igjen, og vi legger til grunn at kronkursen, målt ved den importveide valutakursindeksen, blir liggende rundt 89 den nærmeste tiden.

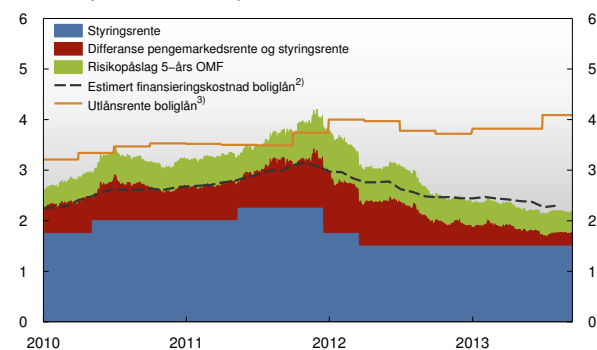
Figur 1.4 Importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾
1. januar 2010 – 12. september 2013



1) Stigende kurve betyr sterkere kurs
Kilde: Norges Bank

Finansieringskostnadene for norske banker og kredittforetak har avtatt noe gjennom sommeren. Risikopåslaget i tremåneders pengemarkedsrente er kommet ned mot nivåene fra før finanskrisen og er nå om lag 0,25 prosentenheter, litt lavere enn anslått i forrige rapport. Påslaget ventes å bli værende på dette nivået fremover. Risikopåslaget på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og bankobligasjoner er om lag uendret siden Pengepolitisk rapport 2/13. Rentene på boliglån økte med 0,3 prosentenheter fra første til andre kvartal, se figur 1.5.

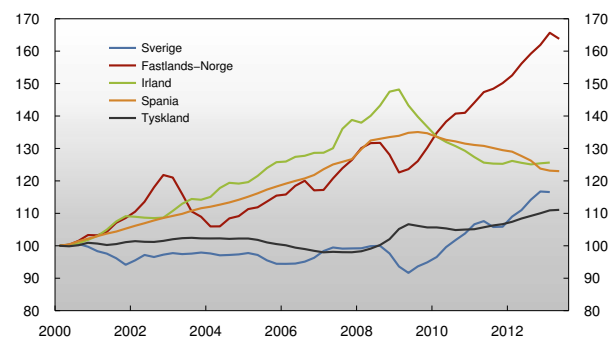
Figur 1.5 Utlånsrente boliglån¹⁾ og finansieringskostnader.
Prosent. 1. januar 2010 – 12. september 2013



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

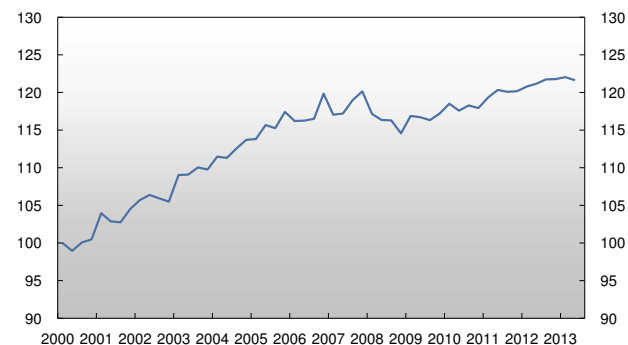
Den økonomiske situasjonen her hjemme er fortsatt god, men veksten har avtatt noe det siste året og vært lavere enn tidligere anslått. BNP for Fastlands-Norge økte ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall med 0,2 prosent fra første til andre kvartal i år. Det private forbruket har utviklet seg svakt, og husholdningenes sparing har økt ytterligere. Igangsettingen av boliger har avtatt noe. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i august om moderat vekst gjennom sommeren, og de ventet om lag uendret vekst fremover. Mange norske foretak påvirkes av den svake utviklingen hos våre største handelspartnere og et høyt norsk kostnadsnivå, se figur 1.6. Samtidig bidrar den høye oljeprisen og fortsatt god vekst i både norske og globale oljeinvesteringer til at aktiviteten i næringer som leverer varer og tjenester til oljevirkosomheten er god.

Figur 1.6 Lønnskostnader per produserte enhet.¹⁾ i felles valuta.
Indeks. 1. kv. 2000 = 100. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2013



1) Tall foreligger kun til 1. kv. 2013 for Irland og Sverige
Kilder: OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Produktivitet. Bruttoprodukt Fastlands-Norge per utførte timeverk. Indeks. 1. kv. 2000 = 100. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2013

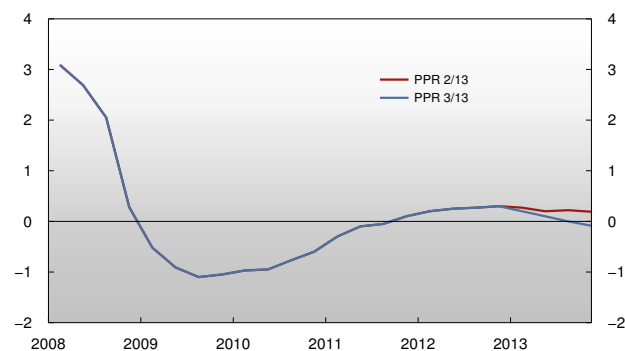


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

produktiviteten vært om lag uendret de siste tre kvartalene, og lavere enn tidligere anslått. Den underliggende veksten i produktiviteten er trolig ikke fullt så lav som disse tallene tyder på, men veksten i produksjonspotensialet kan likevel være noe lavere enn vi tidligere har lagt til grunn.

Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterte i august om noe lavere utnyttelse av kapasiteten. Samtidig meldte færre bedrifter om at arbeidskraft var begrensende for produksjonen. Samlet vurderes kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi å være litt lavere enn tidligere antatt, men trolig fortsatt nær et normalt nivå, se figur 1.8.

Figur 1.8 Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i PPR 2/13 og PPR 3/13. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013

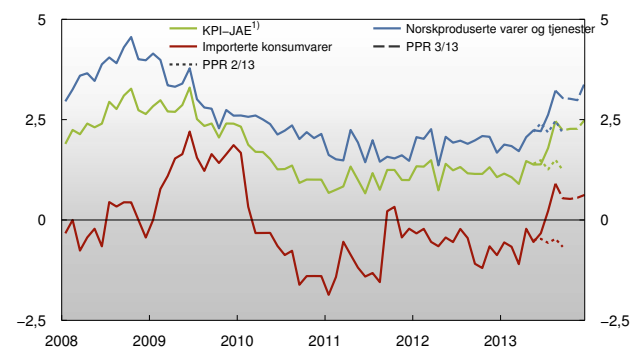


1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Norges Bank

De siste månedene har boligprisveksten avtatt, og i enkelte måneder har prisene falt. Veksten i boligprisene har vært lavere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Sterk prisvekst i årene etter finanskrisen har ført til at boligprisene har kommet opp på et høyt nivå. Avdempingen i boligprisene kan ha sammenheng med at boligprisene er høye, litt lavere vekst i husholdningenes inntekter og at veksten i norsk økonomi har avtatt. I tillegg har utlånsrentene økt litt det siste året. Husholdningenes gjeld og renteutgifter som andel av disponibel inntekt har steget videre. Det tar tid før endringer i boligprisene får fullt gjennomslag i husholdningenes gjeldsopptak. Veksten i kreditt til husholdningene vil derfor kunne holde seg oppe en tid fremover, og gjeldsbelastningen vil kunne øke videre.

Figur 1.9 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – desember 2013



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konsumprisveksten har vært klart høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/13, se figur 1.9. Prisene på importerte konsumvarer har økt kraftig de siste månedene. Det kan henge sammen med litt høyere priser på disse varene målt i utenlandsk valuta, men det kan også skyldes en svakere krone og justerte driftsmarginer i bedriftene. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har også tiltatt. Svak produktivitetsvekst kan ha slått ut i kostnadsveksten, men også for denne gruppen kan prisoppgangen skyldes økte driftsmarginer. Tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) var 3,2 prosent i august. Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) steg med 2,5 prosent, se figur 1.10. Underliggende inflasjon anslås å være mellom 2 og 2½ prosent.

Utsiktene fremover

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 1.11. Inflasjonsforventningene holder seg nær inflasjonsmålet, se figur 1.12.

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 også å være robust og ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp, og utløser eller forsterker tilbakeslag i økonomien, se ramme om kriterier for en god rentebane side 20.

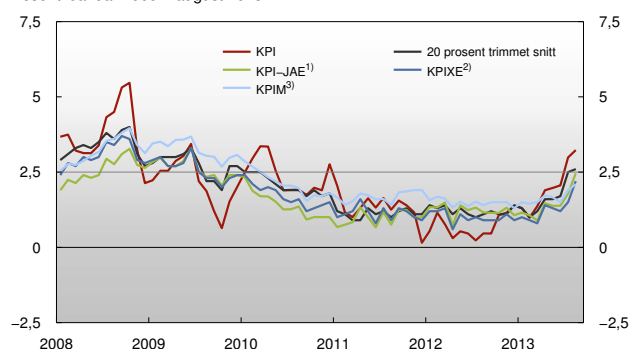
Styrringsrenten er 1,5 prosent. Styrringsrenten er lav fordi rentene ute er svært lave, og fordi det lenge har vært utsikter til fortsatt lav prisvekst. Samtidig er det stor forskjell mellom styrringsrenten og de rentene publikum står overfor. Utlånsrenten på boliglån ligger for de fleste husholdninger rundt 4 prosent, mens mange bedrifter betaler rundt 5 prosent på sine banklån.

I Pengepolitisk rapport 2/13 ble styrringsrenten anslått å bli liggende på dagens nivå eller noe lavere fram til høsten 2014. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå. Med en slik renteutvikling var det utsikter til at prisveksten ville stige gradvis, men være lavere enn 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å holde seg nokså stabil og nær et normalt nivå.

Fremover ventes veksten i norsk økonomi å være litt lavere enn vi har sett de siste årene. Veksten i husholdningenes forbruk anslås å holde seg moderat. I tillegg vil trolig aktiviteten i mange næringer fortsatt dempes av svak etterspørsel fra utlandet og et høyt norsk kostnadsnivå. Samlet legger vi til grunn at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil avta noe fremover og være litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

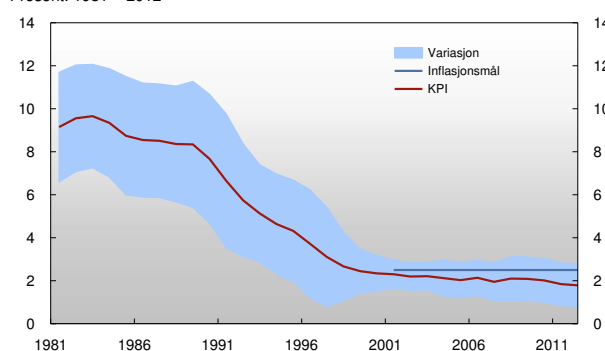
Økningen i prisveksten vi har bak oss vil kunne bidra til at årsveksten i konsumprisene holder seg høyere enn tidligere anslått de nærmeste kvartalene, men det er større usikkerhet enn vanlig fordi bevegelsene i prisene har vært store i det siste. Kronesvekkelsen og noe høyere kostnadsvekst kan trekke i retning av at prisveksten tiltar

Figur 1.10 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – august 2013



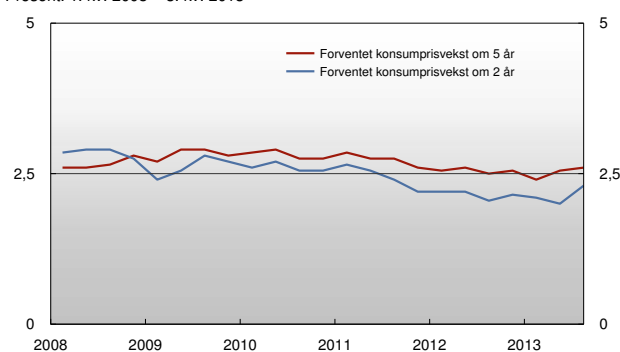
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realltidstall. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank. Fra og med juni-tallene for konsumprisene har beregningsmetoden for KPIXE blitt endret. For mer informasjon,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

Figur 1.11 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI. Prosent. 1981 – 2012



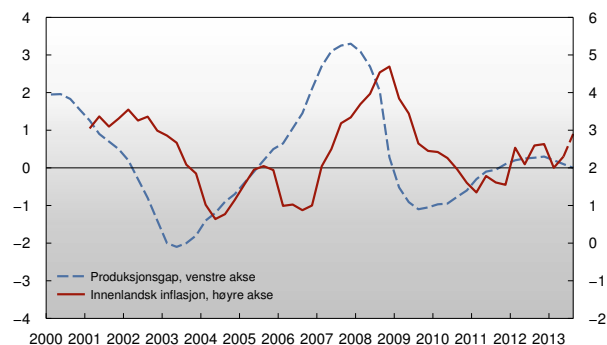
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.12 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2013



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

Figur 1.13 Innenlandsk inflasjon¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2013

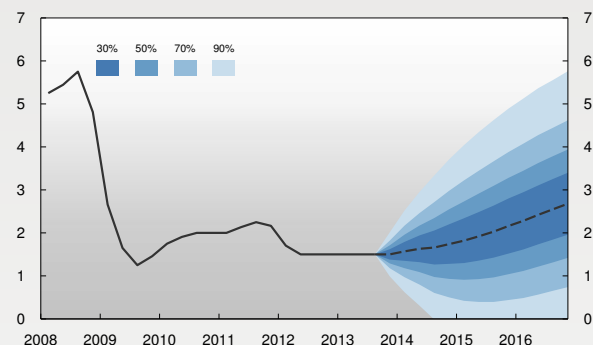


1) Norskproduserte varer og tjenester utenom husleie i KPI-JAE. Firekvartalersvekst
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ytterligere, men vi kan heller ikke utelukke at noe av prisøkningen er midlertidig.

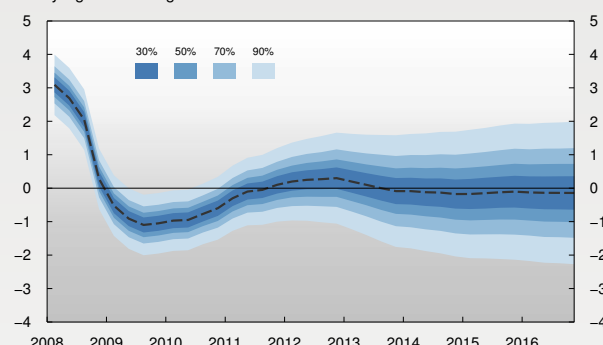
Lenger fram er utsiktene for prisveksten moderate. Vi legger til grunn en nokså stabil utvikling i kronekursen fremover og at prisveksten på konsumvarene som importereres, målt i utenlandsk valuta, vil holde seg lav. Svake konjunkturer og lav kostnadsvekst hos våre handelspartnere kan få betydning for lønnsoppgjørene her hjemme de neste årene. I tillegg kan den høye arbeidsinnvandringen bidra til å dempe lønnsveksten. Vi har tidligere sett at prisutviklingen på norskproduserte varer og tjenester følger utviklingen i kapasitetsutnyttningen, men med et tidsetterslep, se figur 1.13. Avtakende kapasitets-

Figur 1.14a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



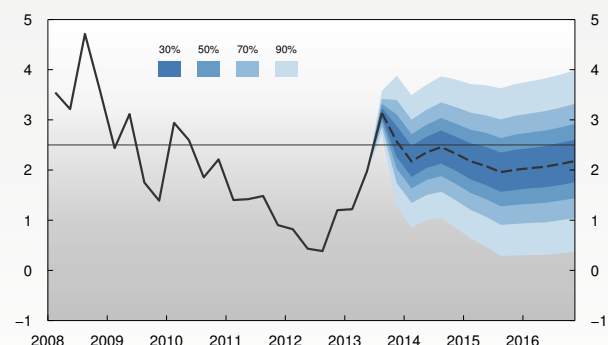
Kilde: Norges Bank

Figur 1.14b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



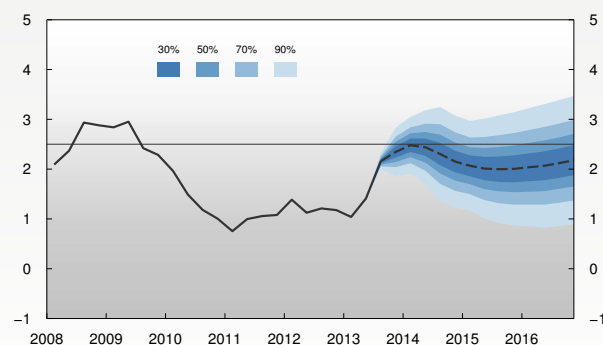
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 1.14c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



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

utnytting gjennom 2013 trekker i retning av at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil avta noe fremover.

Siden forrige rapport trekker ny informasjon i litt ulike retninger for renteutviklingen. Prisveksten har vært høyere enn ventet i det siste og kronkursen er noe svekket, men drivkreftene for inflasjonen lenger fram er fortsatt moderate. Veksten i norsk økonomi har avtatt noe og kapasitetsutnyttingen er trolig litt lavere enn tidligere anslått. En rask økning i styringsrenten vil kunne øke risikoen for at avdempingen av den økonomiske veksten forsterkes, kronen styrker seg og inflasjonen etter hvert blir for lav. Selv om veksten i boligprisene har avtatt i det siste, har boligpriser og gjeld lenge steget mer enn inntektene. En lavere styringsrente kan øke risikoen for at boligpriser og gjeld igjen skyter fart og at finansielle ubalanser bygger seg opp.

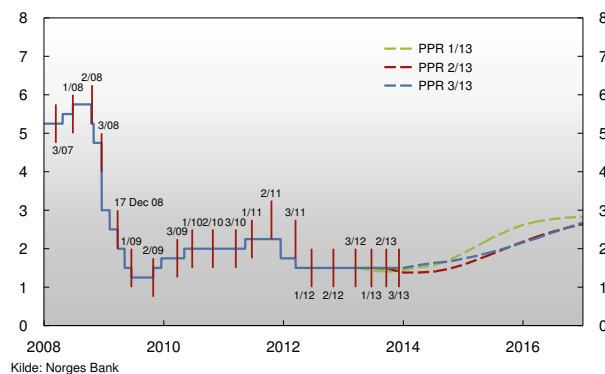
Analysene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes på dagens nivå fram mot sommeren 2014 og at den deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå, se figur 1.14 a-d og figur 1.15 og ramme side 22. Samlet sett er prognosen for styringsrenten litt høyere enn anslagene i forrige rapport, og oppgangen i styringsrenten anslås å komme noe tidligere.¹

Med en slik prognose for styringsrenten er det utsikter til at prisveksten vil ligge i underkant av 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttingen anslås å holde seg nær et normalt nivå, se figur 1.16. Veksten i boligprisene anslås å holde seg lavere enn veksten i husholdningenes inntekter i årene som kommer, se figur 1.17. Samtidig er det utsikter til at husholdningenes gjelds- og rentebelastning øker videre, se figur 1.18.

Pengemarkedsrenten anslås å følge utviklingen i styringsrenten, se figur 1.19. Bankenes utlånsrenter ventes å følge utviklingen i pengemarkedsrenten den nærmeste tiden, men kan øke noe mindre lenger ut i prognoseperioden, se figur 1.20. Rentedifferansen mot utlandet ventes å være nokså stabil. I anslagene har vi lagt til grunn at kronen styrker seg noe det nærmeste året, men holder seg svakere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.21.

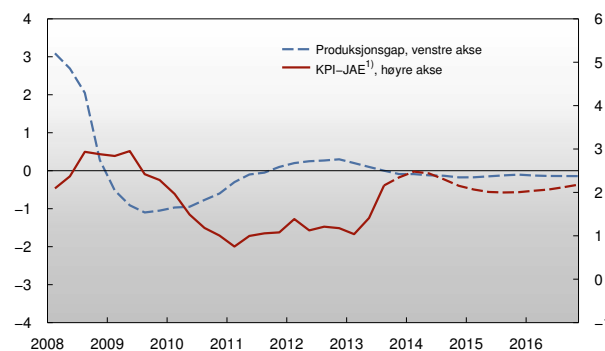
1) Anslagene for styringsrenten i denne rapporten innebærer en økende sannsynlighet gjennom 2014 for at renten blir satt opp. Analysen tar ikke hensyn til rentemøtenes plassering i de ulike kvartalene. Det gir derfor ikke mening å tallfeste sannsynligheten for renteendring på de enkelte møtene ut fra denne prognosen. Samtidig er det usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten er illustrert med sannsynlighetsvifte rundt prognosen, se figur 1.14a

Figur 1.15 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2016



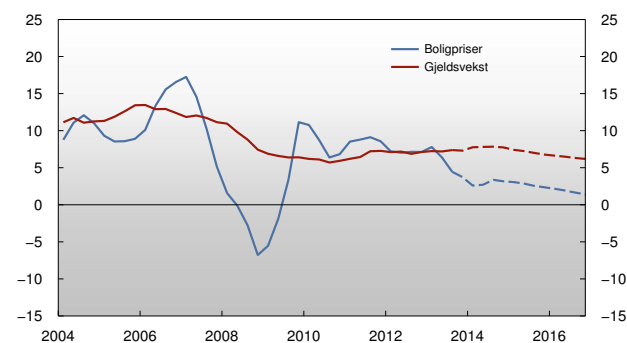
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



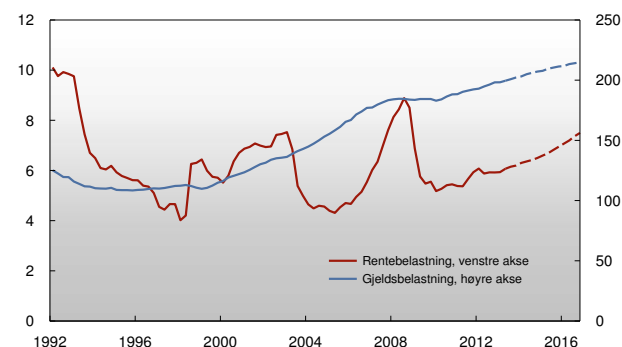
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.17 Husholdningenes gjeldsvekst¹⁾ og boligprisvekst. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2016



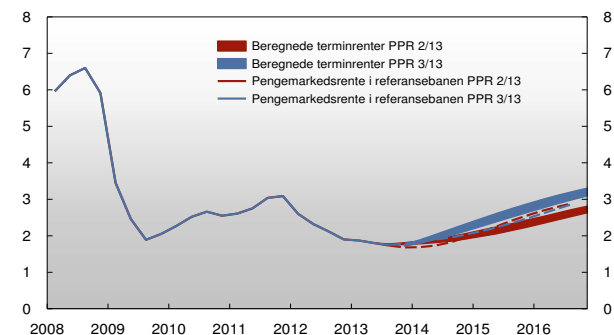
1) Fra 1. januar 2012 ble den norske standarden for institusjonell sektorgruppering endret. For gjeldsveksten innebærer det brudd i statistikken fra og med mars 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendomsmeidlerbransjen (NEF, EFF, FINN.no og Eiendomsverdi) og Norges Bank

Figur 1.18 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning²⁾. Prosent. 1. kv. 1992 – 4. kv. 2016



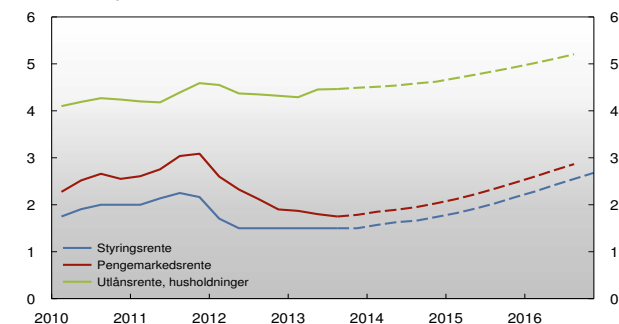
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av egenkapital 2006 – 3. kv. 2012
 2) Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsattelse av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

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



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede 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 31. mai – 13. juni 2013 og 30. august – 12. september 2013.
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.20 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og utlånsrente til husholdninger²⁾ i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2016



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

BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med om lag 2¼ prosent i 2014 og 2¾ prosent i 2015 og 2016. Arbeidsledigheten ventes å stige litt. Lønnsveksten anslås til 4 prosent i 2014, som er litt høyere enn anslått i forrige rapport. Vi legger til grunn at noe av prisoppgangen veltes over i lønningene neste år. I 2015 og 2016 anslås lønnsveksten til 4¼ prosent, som er det samme som i forrige rapport. Med en slik utvikling i lønnsveksten øker husholdningenes kjøpekraft noe mindre enn i forrige rapport. Vi anslår at det private forbruket vokser med i underkant av 3 prosent årlig gjennom prognoseperioden, og at spareraten holder seg høy. Boliginvesteringene ventes å vokse mindre i årene fremover enn vi har sett de siste par årene. Aktiviteten vil trolig fortsatt holde seg høy i oljerelaterte næringer. Samtidig vil svak vekst hos våre handelspartnere og ytterligere svekkelse av konkurransevnen holde veksten nede i øvrige eksportnæringer.

Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene, eller dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg annerledes enn vi har lagt til grunn.

Det er usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.14 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten. Figur 1.22 viser at renten med stor sannsynlighet vil ligge innenfor det intervallet hovedstyret har vedtatt fram til 5. desember. Det er imidlertid også en viss sannsynlighet for at renten blir satt høyere eller lavere enn intervallet tilsier. Høsten 2008 ble norsk økonomi utsatt for store forstyrrelser gjennom den internasjonale finanskrisen, og styringsrenten ble satt lavere enn den nedre grensen i intervallet.

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

Renten kan også bli satt raskere opp enn vi nå ser for oss. Inflasjonen har de siste månedene vært klart høyere enn ventet. Vi kan ikke utelukke at de underliggende drivkreftene for prisveksten er sterkere enn vi har lagt til grunn. Blant annet kan den lave produktivitetsveksten slå sterkere ut i bedriftenes kostnader enn vi anslår. Kronen kan også bli svakere enn vi har lagt til grunn. Skulle inflasjonen bli høyere enn vi anslår, kan renteoppgangen komme tidligere enn i referansebanen. Vi har også basert våre prognoser på at den økte prisveksten i begrenset grad slår ut i høyere lønnsvekst. Skulle veksten i lønningene bli høyere enn vi legger til grunn, kan renten bli satt høyere enn i referansebanen.

Kryssjekker av renteprognosen

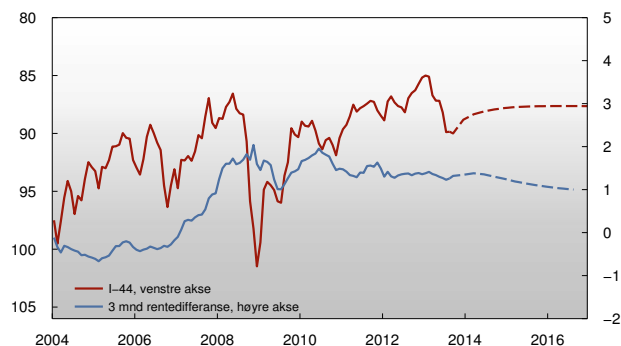
Enkle pengepolitiske regler kan beskrive en rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. I vekstregelen er produksjonsgapet erstattet med et vekstgap. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået hos våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Den modellrobuste regelen² er basert på beregninger i ulike modeller for norsk økonomi. Denne regelen legger større vekt på produksjonsgapet og inflasjonen enn hva Taylor-regelen gjør. I tillegg legger den vekt på renten i forrige periode.

De enkle reglene indikerer gjennomgående en styringsrente som ligger over vår prognose den nærmeste tiden, se figur 1.23. Reglene baserer seg på informasjon om den observerte utviklingen i inflasjonen den siste tiden og fanger i liten grad opp at drivkreftene for inflasjonen lenger fram fortsatt er moderate. Disse reglene fanger heller ikke opp at forskjellen mellom pengemarkedsrenten og bankens utlånsrenter er betydelig større enn tidligere.

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

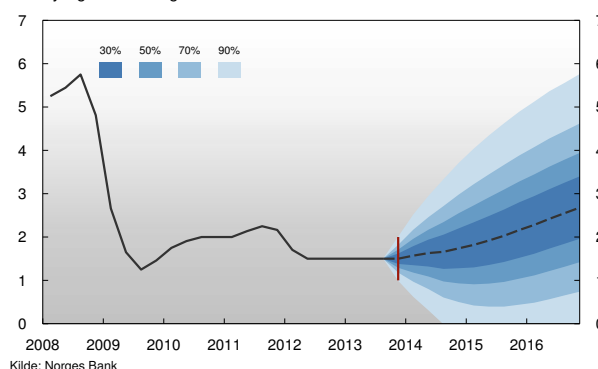
2 For nærmere analyse av denne og andre enkle pengepolitiske regler, se *Staff Memo* 16/2012 og 17/2012.

Figur 1.21 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾. Januar 2004 – desember 2016



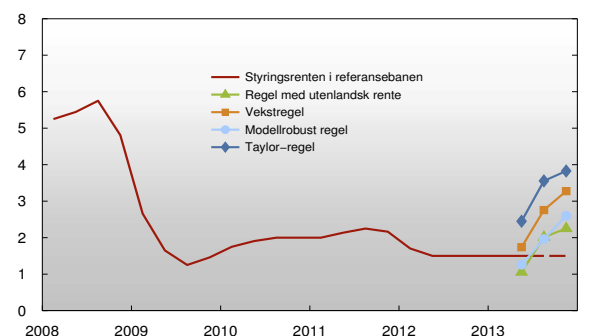
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på å varslede renteendringer priset inn i pengemarkedet
2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.22 Anslag på styringsrenten i referansebanen og strategiintervall med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



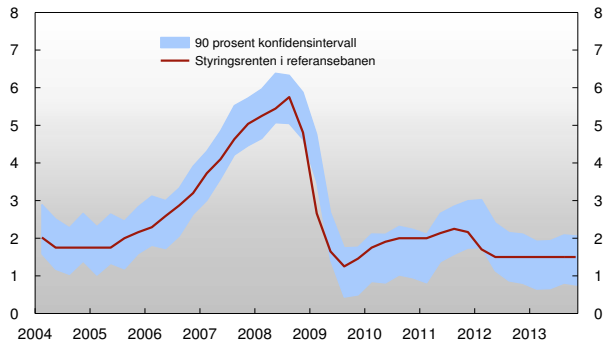
Kilde: Norges Bank

Figur 1.23 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

Figur 1.24 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2013



¹⁾ Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 2. kv. 2013. Nærmere utdyping er gitt i Norges Bank *Staff Memo* 3/2008
Kilde: Norges Bank

beregnete terminrentene på at aktørene venter noe høyere pengemarkedsrenter enn vi nå anslår.

En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 1.24 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parametrene i denne modellen er estimert fra historiske sammenhenger. I fremskrivingene 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 av dette intervallet.

Kriterier for en god rentebane

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

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

Følgende kriterier kan være en rettesnor for en god rentebane:

1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

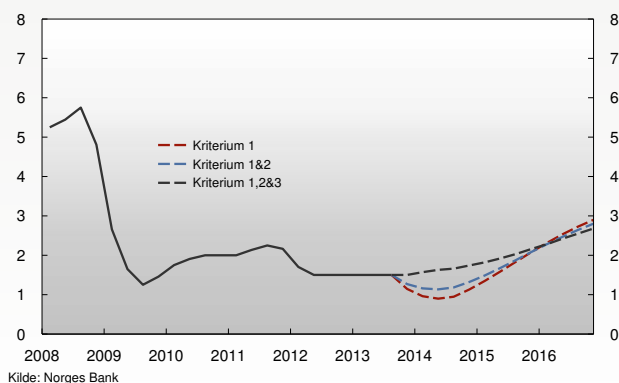
2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

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

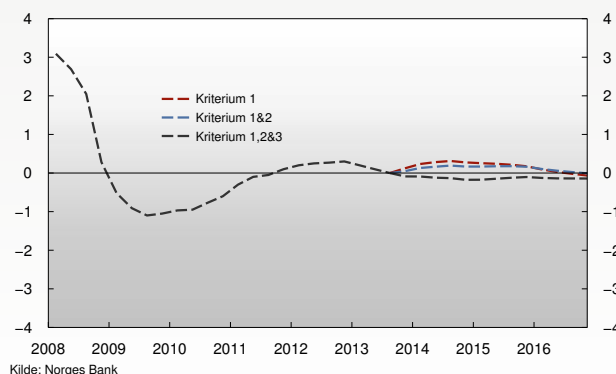
3. **Pengepolitikken er robust:**

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

Figur 1.25a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.25b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene må 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 måloppnåelse med hensyn til inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid.

Figurene 1.25 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.

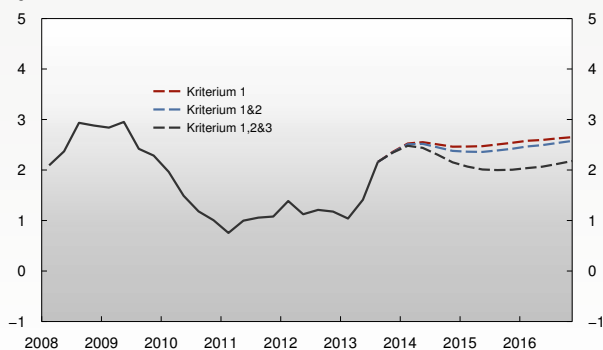
Dersom pengepolitikken hadde som eneste mål å holde inflasjonen på inflasjonsmålet, ville styringsrenten ifølge en teknisk modellanalyse bli satt raskt ned mot 1 prosent (se rød linje i figurene).¹ Inflasjonen ville da holde seg nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden, men en slik politikk ville samtidig ført til økte svingninger i produksjon og sysselsetting. Renten ville etter kort tid måtte økes igjen for å unngå for høy inflasjon lenger fram i tid.

Når det i tillegg tas hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting, vil styringsrenten ifølge en teknisk modellanalyse ligge høyere de nærmeste årene (se blå linje). Da blir konsumprisveksten liggende noe lavere, men utviklingen i produksjonen og sysselsettingen blir mer stabil.

Pengepolitikken søker også å være robust og dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Dette hensynet bidrar til å trekke rentebanen opp. I referansebanen (se sort linje) ligger derfor styringsrenten høyere enn det som følger av en teknisk modellanalyse der en ikke tar hensyn til robusthet. I referansebanen anslås en mer stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, men konsumprisveksten blir samtidig liggende noe lavere.

1 I modellanalysen har vi benyttet vår makroøkonomiske modell NEMO

Figur 1.25c KPI-JAE.¹⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



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

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/13

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er litt høyere enn prognosen i Pengepolitisk rapport 2/13, se figur 1.26. 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 1.27 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.¹ De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

Kronen har svekket seg og er svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. En svakere krone bidrar isolert sett både til høyere prisvekst og høyere aktivitet i økonomien. Det trekker i retning av en høyere styringsrente, se røde søyler.

Styringsrentene er nær null hos mange av våre handelspartnere, men markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover har økt siden juni. Høyere renter ute trekker i retning av høyere rente også her hjemme, se grønne søyler.

Veksten i konsumprisene har vært klart høyere enn ventet siden Pengepolitisk rapport 2/13. Prisveksten ventes å holde seg høyere enn tidligere lagt til grunn

den nærmeste tiden, men lenger fram er utsiktene for prisveksten moderate. Samlet sett trekker utviklingen i, og utsiktene for, prisveksten isolert sett i retning av en høyere styringsrente, se mørkeblå søyler.

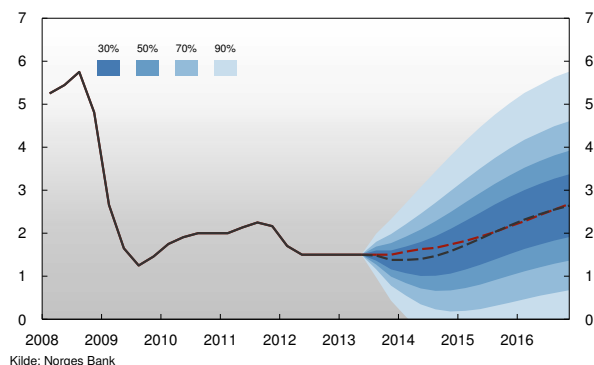
Utviklingen i produksjonen og etterspørselen har vært noe lavere enn ventet og vekstutsiktene for norsk økonomi er nedjustert sammenlignet med Pengepolitisk rapport 2/13. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i august om lav vekst gjennom sommeren, og de ventet om lag uendret vekst fremover. Kapasitetsutnyttningen vurderes å være litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Samlet trekker disse forholdene i retning av en lavere styringsrente, se lyseblå søyler.

Påslagene i pengemarkedet har falt noe, og er litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Lavere påslag trekker isolert sett styringsrenten opp, se svarte søyler. Samtidig har bankenes utlånsrenter holdt seg oppe. Det har ført til at bankenes utlånsmarginer, forskjellen mellom pengemarkedsrenten og utlånsrentene, har økt noe. Det trekker i motsatt retning og tilsier isolert sett en lavere styringsrente, se oransje søyler.

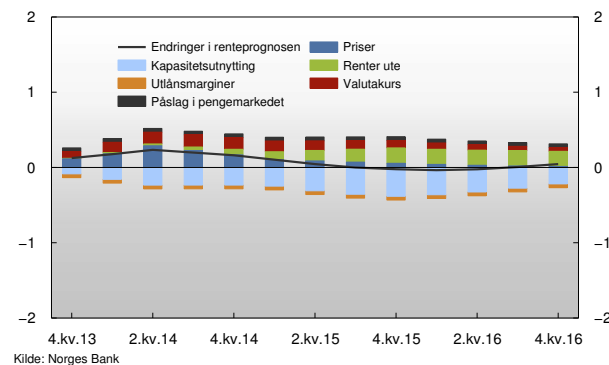
Endringer i anslagene for andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1.

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

Figur 1.26 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/13 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/13 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.27 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/13. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2013 – 4. kv. 2016



Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/13. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/13 i parentes

	2013	2014	2015	2016
KPI	2¼ (½)	2¼ (¾)	2 (¼)	2 (¼)
KPI-JAE ¹⁾	1¾ (½)	2¼ (¾)	2 (¼)	2 (¼)
Årslønn ²⁾	3½ (0)	4 (¼)	4¼ (0)	4¼ (0)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ³⁾	2¼ (-½)	2¾ (-½)	3 (¼)	2¾ (0)
BNP Fastlands-Norge	1¾ (-¾)	2¼ (-½)	2¾ (0)	2¾ (0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴⁾	0 (-¼)	-¼ (-½)	-¼ (-¼)	-¼ (-¼)
Syssetting, personer (KNR)	1¼ (0)	1 (-¼)	1 (-¼)	1 (-¼)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2¾ (¼)	2¾ (0)	3 (¼)	3 (¼)
Nivå				
Styringsrente ⁵⁾	1½ (0)	1¾ (¼)	2 (0)	2½ (0)
Importveid valutakurs (I-44) ⁶⁾	88 (1)	88 (1)	87¾ (1¼)	87¾ (1)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁷⁾	½ (0)	½ (0)	1¼ (¼)	1¾ (½)

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

2) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

7) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

2 Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

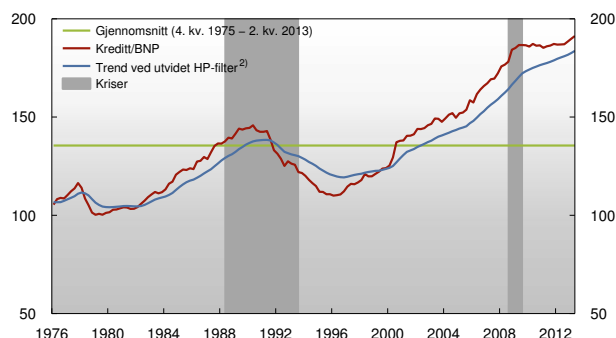
Finansielle ubalanser kan bygge seg opp i perioder med god vekst i økonomien. Når gjeld og formuespriser stiger raskt, øker også fallhøyden og dermed sårbarheten i det finansielle systemet. Bankenes kapitaldekning skal bidra til å redusere denne sårbarheten. Ifølge Finansdepartementet er målet med det motsykliske bufferkravet «[...] først og fremst å gjøre bankene mer solide og robuste slik at de kan tåle utlånstap i en fremtidig lavkonjunktur. Det kan dempe faren for at bankene skal bidra til å forsterke en eventuell nedgangskonjunktur ved å redusere sin kredittgivning. I tillegg vil en motsyklisk kapitalbuffer i noen grad kunne dempe kredittvekst i oppgangstider.»¹

I tråd med formålet har Norges Bank formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 30. Det første kriteriet er at bankene bør bli mer robuste i gode tider. Kravet til den motsykliske bufferen bør økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Fire nøkkelindikatorer for oppbygging av sårbarhet og finansielle ubalanser vil stå sentralt i vurderingen: i) samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 foretak for Fastlands-Norge) som andel av BNP for Fastlands-Norge, ii) andelen markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner, iii) boligpriser i forhold til husholdningenes disponible inntekt, og iv) salgspriser på næringseiendom. Som grunnlag for rådet om den motsykliske kapitalbufferen vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorene og sammenligne nåsituasjonen med historiske trender.²

Samlet kreditt vokser noe raskere enn verdiskapingen i norsk økonomi, se figur 2.1. Indikatoren ligger høyere enn de beregnede historiske trendene, og gapene mellom indikatoren og trendene er dermed positive, se figur 2.2. Gapene er blitt mindre siden finanskrisen, men gir

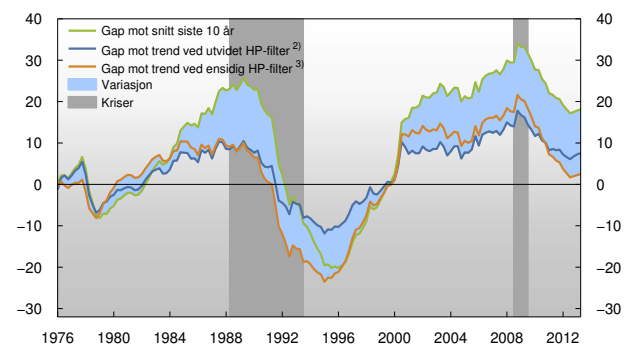
1 Sitatet er hentet fra Finansdepartementets høringsbrev i forbindelse med forskriften om motsyklisk kapitalbuffer, 28. juni 2013
 2 Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningsmetoder for trendene: et ensidig Hodrick Prescott-filter som anvendt av Baselkomiteen, et Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose samt en gjennomsnittsberegning. For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser i Pengepolitisk rapport 2/13

Figur 2.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2013



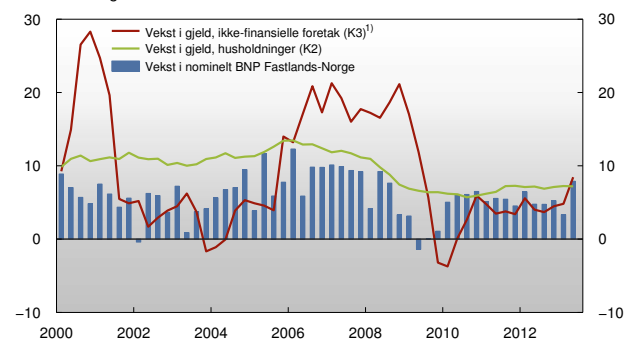
1) Summen av K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (samlet økonomi for 1995) og K2 husholdninger
 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 2.2 Kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge som avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2013



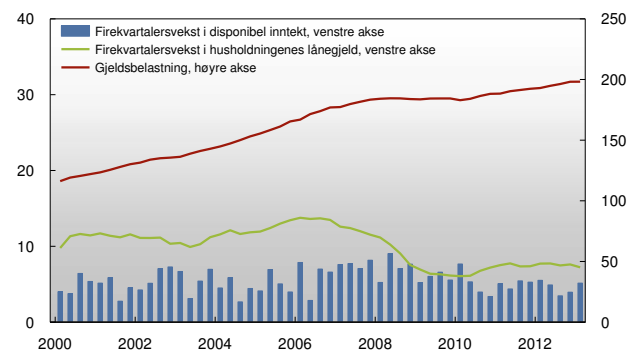
1) Summen av K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (samlet økonomi for 1995) og K2 husholdninger
 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 2.3 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2013



1) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsk gjeld i Fastlands-Norge
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.4 Husholdningenes gjeldsbelastning.¹⁾
Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2013

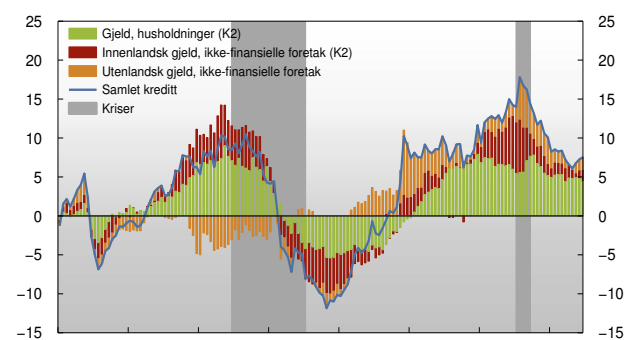


1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/hedssettelse av egenkapital 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fremdeles signaler om at kredittnivået er høyere enn det som er opprettholdbart over tid.

Det er i hovedsak husholdningene som har holdt den samlede gjeldsveksten oppe de siste årene, se figur 2.3. Veksten i husholdningenes gjeld er fremdeles høyere enn inntektsveksten, og gjeldsbelastningen øker dermed videre, se figur 2.4. Når gjeldsbelastningen øker, blir husholdningene mer sårbare for inntektsbortfall og renteøkninger. Det vil ta lang tid før redusert boligprisvekst (se omtale nedenfor) slår ut i lavere gjeldsbelastning i husholdningene. Fordi boligprisene har steget over lang tid, vil boliger som omsettes nå, i gjennomsnitt forde større gjeldsoptak enn da de ble omsatt forrige gang. Det er dermed utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning vil øke fremover, se figur 1.18.

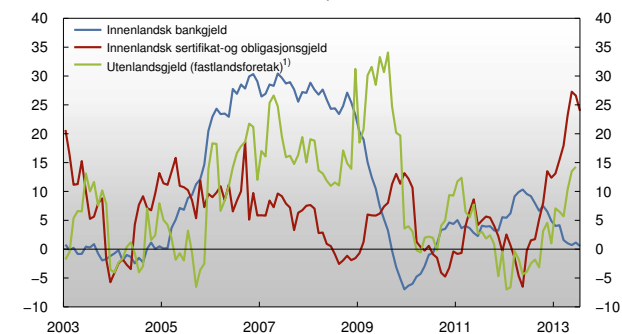
Figur 2.5 Dekomponert kredittgap. Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge som avvik fra beregnet trend²⁾. Prosentenheter. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2013



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

Foretakenes gjeldsvekst økte i andre kvartal i år. Det var i hovedsak kreditt fra utenlandske kilder som bidro til økningen. Foretakenes kreditt gir et positivt bidrag til det samlede kredittgapet, se figur 2.5. Det er tegn til at bankene har strammet noe inn på tilbudet av lån til foretak. Utlånsveksten har gått ned, og flere banker, spesielt de regionale sparebankene, melder om at økte kapitalkrav begrenser deres utlånskapasitet. De største bankene oppgir at økte kapitalkrav i første rekke begrenser utlånsaktiviteten overfor store foretak, som de heller bistår med å utstede obligasjoner, og at de dermed bruker sin utlånskapasitet på små og mellomstore foretak. Bankene som deltar i Norges Banks utlånsundersøkelse, hadde i juli ikke planer om å stramme ytterligere inn på utlånspraksisen overfor foretak i årets tredje kvartal.

Figur 2.6 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2003 – juli 2013



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

Utstedelsen av obligasjoner har økt markant siden høsten 2012 og bidrar til å holde kredittveksten oppe, se figur 2.6. Dyrere utlån fra bankene og lavere påslag i obligasjonsmarkedet har gjort obligasjoner til en mer attraktiv finansieringskilde for mange store norske foretak. Markedsaktører melder om en økning i utstedelser også fra foretak som ikke tidligere har vært i markedet, og fra noe mindre foretak enn tidligere. Obligasjonsmarkedet er likevel en lite egnet finansieringskilde for de fleste små og mellomstore foretak. Til tross for den kraftige veksten utgjør markedsfinansiering bare 14 prosent av foretakenes totale innenlandske gjeld, og andelen er fortsatt lavere enn på 1990-tallet.

Gjeldsutviklingen i foretakene er nært knyttet til investeringene. Moderat vekst i investeringene begrenser etterspørselen etter nye lån. NHOs spørreundersøkelse blant medlemsbedriftene for tredje kvartal 2013 viser at tilgang på kreditt bare i liten grad hindrer nye investeringer.

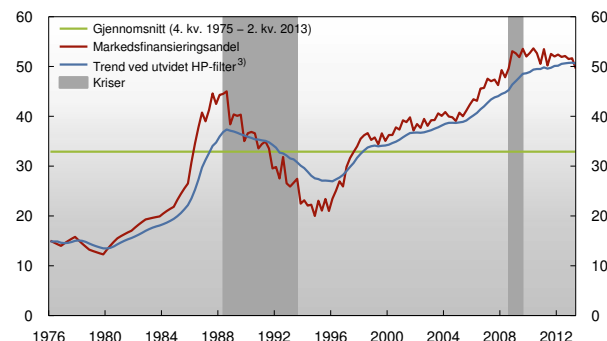
Bankenes markedsfinansiering som andel av den totale finansieringen falt fra første til andre kvartal i år, se figur 2.7. Det har bidratt til at indikatoren ikke lenger ligger over de beregnede historiske trendene, se figur 2.8. I perioder med kraftig utlånsvekst har veksten i markedsfinansiering vært høyere enn veksten i innskuddene. God vekst i innskudd kombinert med moderat utlånsvekst begrenser for tiden behovet for å øke markedsfinansieringen, se figur 2.9. En betydelig del av inn-

skuddsveksten i andre kvartal kom fra utenlandske kilder, herunder pengemarkedsfond. Slike innskudd kan være lite stabile. Dersom det justeres for dette, er fallet i indikatoren mindre enn det som fremgår av figur 2.7 og 2.8.

Boligprisene fortsatte å vokse raskere enn husholdningenes disponible inntekt i andre kvartal, se figur 2.10. Indikatoren ligger også over beregnede historiske trender, se figur 2.11. Høyere vekst i boligprisene enn i disponibel inntekt er trolig ikke opprettholdbart over lang tid.

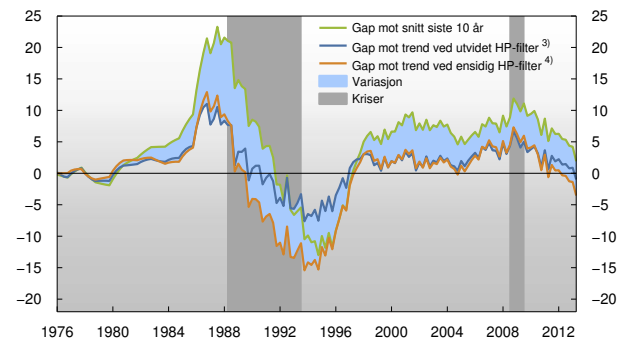
De siste månedene har boligprisveksten avtatt, og i enkelte måneder har prisene falt, se figur 2.12. Prisnivået ved utgangen av august var 2,4 prosent høyere enn ved inngangen til året når det korrigeres for sesongvariasjoner,

Figur 2.7 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel²⁾. Prosent. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2013



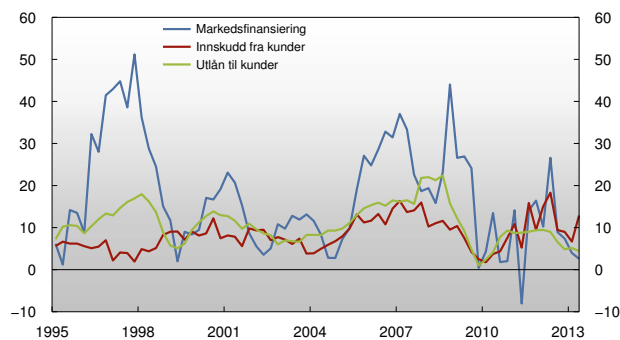
1) Alle banker og OMF-kreditforetak med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge
2) Kvartalstall fram til 1989 er beregnet med lineær interpolering av årstall
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
Kilde: Norges Bank

Figur 2.8 Markedsfinansieringsgap. Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel²⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1976 – 2. kv. 2013



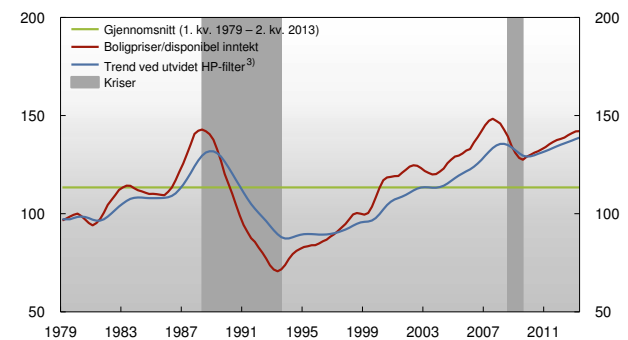
1) Alle banker og OMF-kreditforetak med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge
2) Kvartalstall fram til 1989 er beregnet med lineær interpolering av årstall
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
4) Ensidig Hodrick Prescott-filter.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

Figur 2.9 Bankenes¹⁾ markedsfinansiering, innskudd og utlån. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 1995 – 2. kv. 2013



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

Figur 2.10 Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 2. kv. 2013

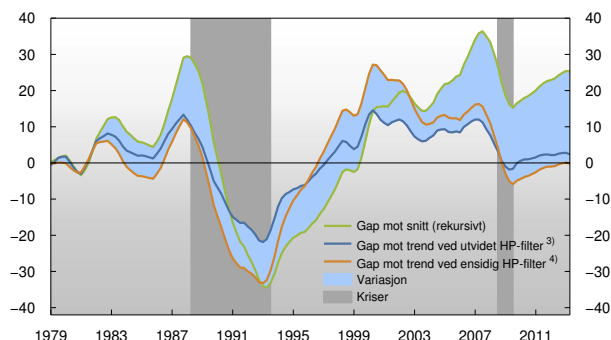


1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
2) Korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/hedsettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
Kilder: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

se figur 2.13. Veksten i boligprisene har de siste månedene vært lavere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Avdempingen må ses i sammenheng med at boligprisene lenge har vokst raskt og er kommet opp på høye nivåer. Noe svakere utvikling i norsk økonomi, lavere forbrukertillit og økte utlånsrenter kan ha bidratt til å dempe boligprisveksten. Omsetningen av boliger har også falt noe og var fram til utgangen av august i år 3 prosent lavere enn i samme periode i 2012. Antall usolgte boliger på Finn.no har økt noe. Så langt er det likevel ikke tegn til et brått skifte i boligmarkedet. Fremdeles går det kort tid fra en bolig legges ut for salg til den selges. Norges Bank venter at veksten i boligprisene blir lavere enn veksten i disponibel inntekt i årene som kommer, se figur 1.17 for anslag på boligprisutviklingen.

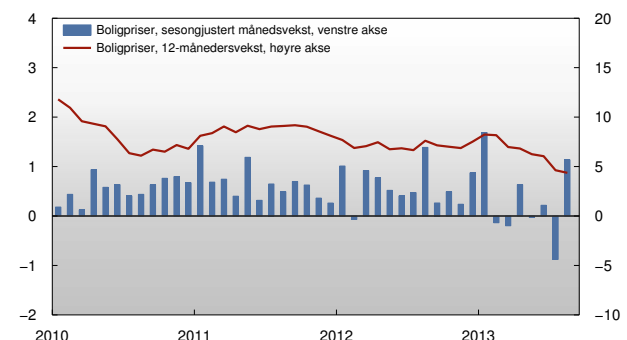
Etter flere år med vekst har næringseiendomsindikatoren falt litt det siste året, se figur 2.14. Indikatoren er fremdeles betydelig høyere enn de beregnede historiske trendene, se figur 2.15. Næringseiendom er den enkelt-næringen norske banker har mest utlån til, og bankene er særlig eksponert mot handels- og kontorsegmentet. Næringseiendomsindikatoren tar utgangspunkt i beregnede salgspriser på kontorlokaler med høy standard i Oslo, et segment hvor prisveksten har vært nokså høy etter finanskrisen. Leieprisveksten har siden 2000 variert mer for kontoreiendom enn andre sektorer, se figur 2.16, og Oslo er en av byene der prisene har steget mest de siste årene. Prisene på kontorlokaler som har steget kraftig over lengre tid, må antas å ha større fallhøyde enn lokaler med en mer forsiktig prisutvikling.

Figur 2.11 Boligprisgap. Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1979 – 2. kv. 2013



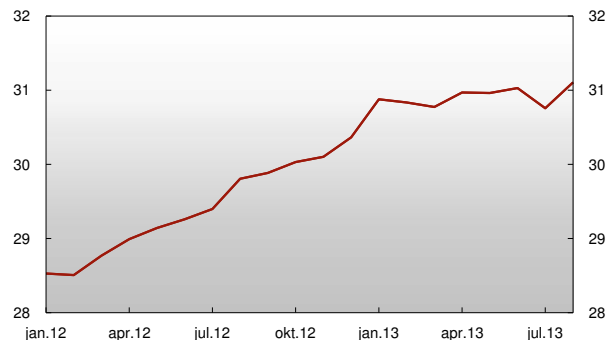
1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
 2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000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

Figur 2.12 Boligpriser.¹⁾ Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2010 – august 2013



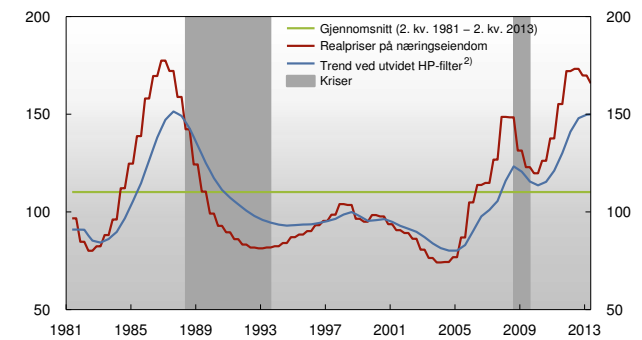
1) Boligpriser i kroner per kvadratmeter
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendomsmeidlerforetakenes forening (EFF), Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

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



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

Figur 2.14 Realpriser på næringseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 2. kv. 2013



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

Økte leiepriser var en viktig faktor bak verdiøkningen på næringsbygg fram mot 2007, se figur 2.17. For alle næringsseidomstyper sett under ett har verdiutviklingen vært moderat de siste årene. Det kan være en indikasjon på at investorer ikke venter større endringer i leieprisene fremover. I Osloregionen venter markedsaktører stabil eller noe lavere arealledighet for kontorlokaler, noe som også kan tilsi moderat leieprisutvikling.

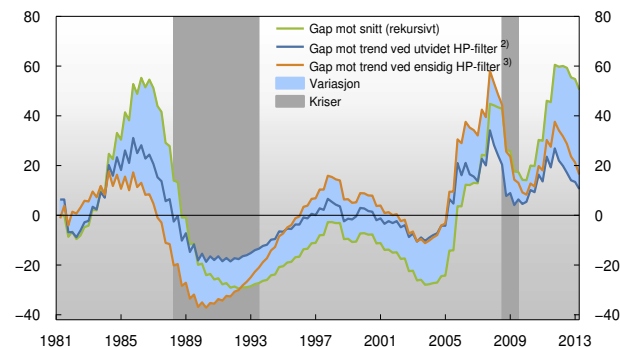
De fire nøkkelindikatorerne for oppbygging av sårbarhet og finansielle ubalanser ligger alle på historisk høye nivåer. Kredittgapet økte i andre kvartal som følge av høyere gjeldsvekst i foretakene, mens de øvrige gapene har flatet ut eller falt. Utviklingen så langt i år kan bety at ubalansene i det finansielle systemet ikke bygger seg videre opp. Analysene tyder likevel på at indikatorene samlet sett er høyere enn det som er opprettholdbart på sikt. Det kan tilsi at det fortsatt er fare for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Det første kriteriet for en god motsyklisk kapitalbuffer taler dermed for at bankene bør holde en slik buffer.

Det andre kriteriet for en god motsyklisk buffer er at bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene. Kriteriet er spesielt viktig når nye kapitalkrav introduseres. Økte kapitalkrav kan føre til at banker strammer inn på kreditten til husholdninger og foretak. I perioder med høy kredittvekst kan det bidra til å dempe oppbyggingen av ubalanser. Den samlede økningen i kapitalkravene bør ikke begrense tilgangen på kreditt så mye at det bidrar til et tilbakeslag i norsk økonomi.

Fra 1. juli i år trådte endringer i bankenes kapitalkrav i kraft. Endringene innebærer at bankene nå må ha en kapitaldekning på 12,5 prosent, hvorav minst 9 prosentenheter må utgjøres av ren kjernekapital. Alle store norske bankkonsern oppfyller kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin. I årene som kommer, vil kapitalkravet trappes opp, se figur 2.18. Ved full innfasing av systemrisikobufferen og bufferen for systemviktige banker vil kravet til ren kjernekapitaldekning bli 12 prosent for de systemviktige bankene. Inkludert den motsykliske kapitalbufferen vil kravet normalt variere mellom 12 og 14,5 prosent.

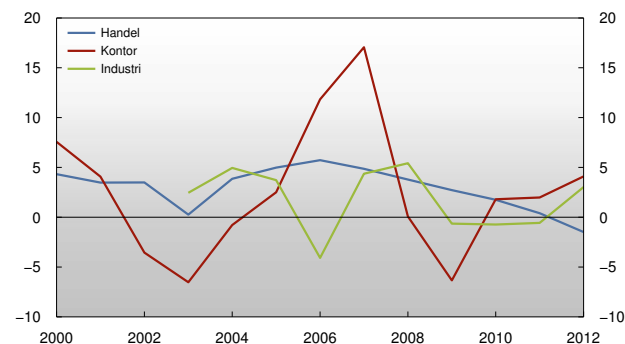
Flere av de største bankkonsernene har annonsert langsiktige mål for ren kjernekapitaldekning som tar høyde

Figur 2.15 Næringsseidomsprisgap. Realpriser på næringsseidom¹⁾ som avvik fra beregnede trender. Prosent. 2. kv. 1981 – 2. kv. 2013



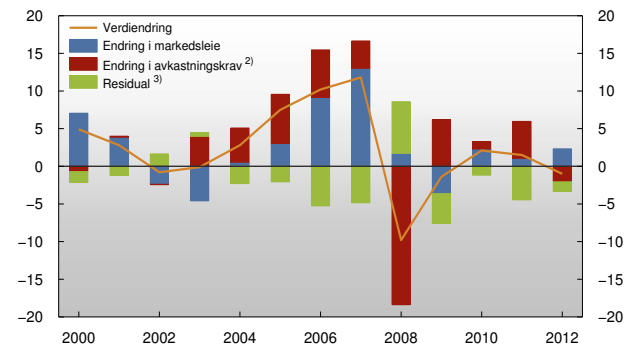
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler i Oslo deflateret med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges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

Figur 2.16 Utvikling i leiepriser.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2000 – 2012



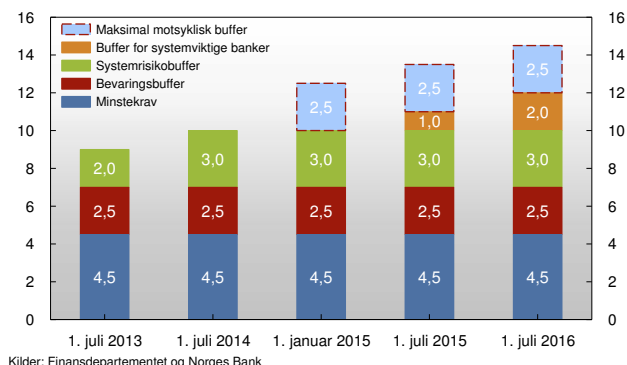
1) Utvikling i markedsleie i investeringseiendom i Norge. Nye/reforhandlede kontrakter
Kilde: Investment Property Databank (IPD)

Figur 2.17 Utvikling i næringsseidomsverdier.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2000 – 2012



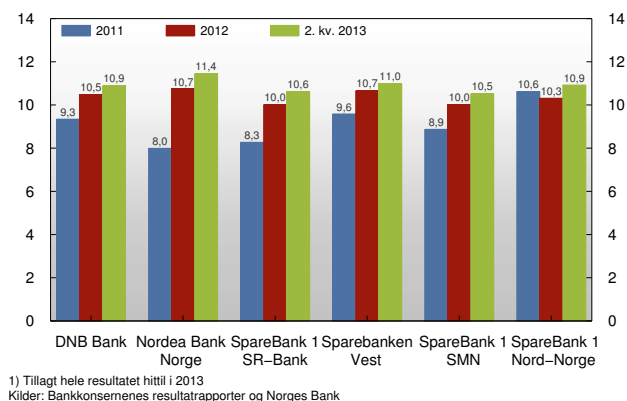
1) Verdiutvikling på investeringseiendom i Norge. Alle typer næringsseidom
2) Med avkastningskrav menes gjennomsnittlig rente benyttet til neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer
3) Differanse mellom verdiendring og summen av endring i markedsleie og endring i avkastningskrav
Kilde: Investment Property Databank (IPD)

Figur 2.18 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



for full motsyklisk buffer. Samtidig forutsetter målene i enkelte tilfeller at overgangsregelen³ fjernes og at bankene får godkjent nye IRB-modeller for risikovektene⁴. Effekten av å fjerne overgangsregelen varierer mye mellom bankene. For de største bankene vil det lette det samlede kapitalkravet med mellom 0,5 og 4 prosentenheter. Vektet ut fra bankenes utlån utgjør lettelsen om lag 1,5 prosentenheter. Ifølge kapitaldekningsregelverket for EØS-området (CRD IV) skal overgangsregelen videreføres til 2017. En avklaring av norske regler for risikovekter på boliglån og bruken av overgangsregelen forventes senere i år.

Figur 2.19 Ren kjernekapitaldekning med overgangsregelen for store norske bankkonsern. Prosent. Utgangen av perioden. 2011 – 2012 og 2. kv. 2013¹⁾



Bankene har tatt inn over seg de nye kravene og er på god vei til å tilpasse seg. Samtaler med markedsaktører tyder på at også en forventet motsyklisk buffer er tatt inn i bankenes langsiktige tilpasning. Dersom hele overskuddet for første halvår 2013 legges til kjernekapitalen, ville det økt de største bankenes rene kjernekapitaldekning med om lag 0,5 prosentenheter, se figur 2.19.⁵ Resultatene så langt i år støtter opp under Norges Banks beregninger om at bankene kan øke sin rene kjernekapitaldekning med opp mot 1 prosentenhet i året og samtidig opprettholde utlansveksten.⁶ Bankene økte sine utlansmarginer i vår, og isolert sett vil det bidra til bedre resultat i andre halvår enn i første. Bankene kan også velge å hente ny egenkapital gjennom emisjoner. Av de store bankene har SpareBank 1 Nord-Norge så langt varslet at den vil hente inn ny egenkapital for å øke sin utlanskapasitet og samtidig oppfylle de fremtidige kapitalkravene.

3 Overgangsregelen innebærer at beregningsgrunnlaget (sum risikovektede eiendeler) for IRB-bankene minst må utgjøre 80 prosent av hva det ville vært med Basel I-regelverket
4 IRB-modeller er interne modeller de største bankene benytter for å beregne risikovekter på ulike eiendeler. Risikovektene bestemmer beregningsgrunnlaget, det vil si nevneren i beregningen av bankenes kapitaldekning
5 Dette er en beregnet størrelse da opptjent delårsresultat fratrukket utbytte-disponering først legges til ren kjernekapital ved årsskiftet
6 I beregningen er det forutsatt en årlig økning i bankenes risikovektede eiendeler på rundt 4 prosent, inntjening på linje med 2012 og at hele overskuddet brukes til å øke egenkapitalen. Vi har antatt at overgangsregelen videreføres og binder

Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer¹

Den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

finansmarkedet, vokser de raskere og øker samtidig gjerne sin risiko.

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

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

ubalansene. Statistiske metoder og økonomisk teori kan være til hjelp, men gir ikke noe entydig svar. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder for trendene.

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

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

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et virkemiddel for å finstyre økonomien. Hensynet til robusthet tilsier at kapitalbufferen ikke uten videre trappes ned selv om det er tegn til at finansielle ubalanser skulle avta. I lange perioder med lave tap og vekst i formuespriser og kreditt vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

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

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

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

3 Nærmere om den økonomiske utviklingen

Internasjonal økonomi

Utsiktene for veksten hos våre viktigste handelspartnere samlet sett er som anslått i Pengepolitisk rapport 2/13 for hele prognoseperioden. I mange industriland ser vi et positivt stemningskifte, se figur 3.1. Vi venter tiltakende BNP-vekst i andre halvår i år, men finanspolitiske innstramminger og nedbelåning i privat sektor i flere land i Europa vil fortsatt dempe veksten fremover. I fremvoksende økonomier ser det ut til at veksten både i år og neste år blir lavere enn anslått i forrige rapport. Det har sammenheng med innstramminger i pengepolitikken og lavere kredittvekst.

Vi venter at veksten hos handelspartnerne øker fra 1¼ prosent i 2013 til 2½ prosent i 2014. Vi venter noe høyere vekst i enkelte industriland og lavere vekst i fremvoksende økonomier, se tabell 3.1. Den globale veksten anslås å bli 2½ prosent i år, litt under gjennomsnittet for de siste 30 årene.

De langsiktige rentene har steget gjennom sommeren, se figur 3.2. Økningen har vært særlig markert i USA og Storbritannia, der ti-års statsrenter nå er i underkant av 1 prosentenheter høyere enn de var i midten av juni. I Tyskland har økningen vært noe mindre. Oppgangen har vært drevet av signaler fra sentralbanken i USA (Federal Reserve) om at en nedtrapping av de månedlige obligasjonskjøpene kan være nært forestående. Samtidig har det vært en bedring i økonomiske indikatorer. Også i flere av de mest gjeldsutsatte eurolandene ser den økonomiske situasjonen noe lysere ut. Differansen mellom tyske statsrenter og tilsvarende spanske og italienske renter har falt tilbake til nivåene fra sommeren 2011.

De kortsiktige rentene har steget noe mindre enn de langsiktige etter at flere sentralbanker har uttalt seg om utsiktene for pengepolitikken fremover. I USA har sentralbanken presisert at pengepolitikken vil holdes svært ekspansiv for en lengre periode, selv etter at de månedlige obligasjonskjøpene er avsluttet. I begynnelsen av juli advarte Bank of England om at markedets forventede

Tabell 3.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 2/13 i parentes

	Andel av verdens BNP ¹⁾ (prosent)	2013	2014	2015 – 2016 ²⁾
USA	23	1¾ (-¼)	3 (¼)	3¼ (0)
Euroområdet	20	-¼ (¼)	1 (0)	1¾ (0)
Storbritannia	4	1¼ (¼)	2¼ (½)	2¼ (0)
Sverige	0,7	1½ (0)	2½ (0)	2¾ (0)
Kina	9	7½ (-¼)	7½ (-¼)	7¼ (-¼)
Fremvoksende økonomier ³⁾	12	3¼ (-¾)	4 (-½)	4¾ (0)
Norges handelspartnere ⁴⁾	78	1¼ (0)	2½ (0)	2¾ (0)
Verden (PPP) ⁵⁾	100	3 (-¼)	3¾ (-¼)	4¼ (0)
Verden (markedskurser) ⁵⁾	100	2½ (0)	3¼ (0)	3¾ (0)

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

²⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

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

⁴⁾ Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

⁵⁾ BNP-vekter. Norges Banks anslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF

Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

Figur 3.1 Industriproduksjon og innkjøpsseksjonsindekser for industrien (PMI) hos industrilandene i handelspartneraggregatet.¹⁾ Januar 2005 – august 2013

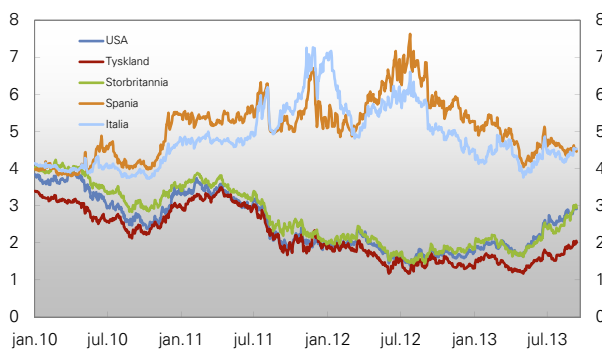


¹⁾ BNP-vekter. Industriproduksjon: Tolvmånedersvekst. Prosent. Til juli 2013.

PMI: Diffusjonsindeks rundt 50

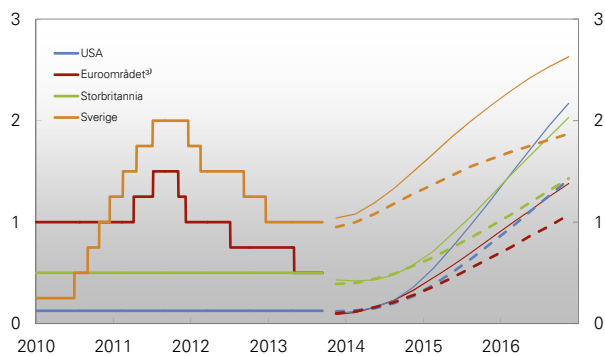
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.2 Rente 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 12. september 2013



Kilde: Bloomberg

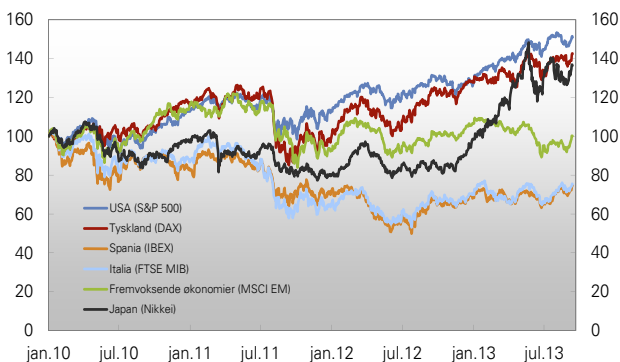
Figur 3.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 13. juni 2013 og 12. september 2013.¹⁾ Prosent, 1. januar 2010 – 31. desember 2016²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 13. juni 2013. Tynne linjer viser terminrenter per 12. september 2013. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 4. kvartal 2013
3) EONIA for euroområdet fra 4. kvartal 2013
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

styringsrente hadde steget mer enn den økonomiske utviklingen tilsa. I august kommuniserte deretter banken at styringsrenten ikke vil bli økt så lenge arbeidsledigheten er høyere enn 7 prosent, gitt at hensynet til pris- og finansiell stabilitet ivaretas. Prognosen for arbeidsledigheten, som ble offentliggjort for første gang i inflasjonsrapporten i august, indikerer isolert sett at styringsrenten ikke vil bli økt før mot slutten av 2016. Den europeiske sentralbanken (ESB) varslet i juli uendret eller lavere styringsrente for en lengre periode. Verken Bank of England eller ESB har tidligere uttalt seg eksplisitt om utsiktene for styringsrenten. Til tross for kommunikasjonen fra sentralbankene, er markedsaktørenes forventninger til styringsrentene hos våre handelspartnere høyere enn ved forrige rapport. Det ventes ikke rentehevinger i de største økonomiene før tidligst mot slutten av 2014, se figur 3.3. Også i Sverige har styringsrenten blitt holdt uendret. Markedsaktørene ser ut til å vente første renteheving i løpet av første halvår 2014.

Figur 3.4 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks, 1. januar 2010 = 100, 1. januar 2010 – 12. september 2013



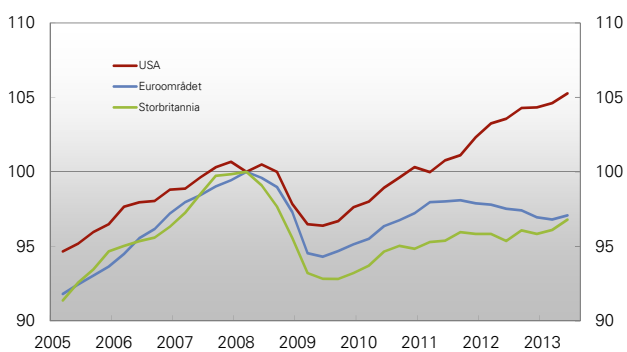
Kilde: Bloomberg

De viktigste aksjemarkedene har steget noe siden forrige rapport, se figur 3.4. Signalene om nedtrapping av Federal Reserves obligasjonskjøp har trukket aksjekursene ned, mens bedringen i realøkonomien har virket i motsatt retning. Kredittforsikringspremiene for europeiske banker økte noe tidligere i sommer etter signalene fra Federal Reserve om nedtrapping. Siden har disse premiene avtatt igjen, og er nå noe lavere enn ved forrige rapport.

Vekstutsikter for ulike regioner og land

I USA fortsetter bedringen i boligmarkedet, og tilliten blant husholdninger og bedrifter har økt. Det ventes tiltakende vekst i andre halvår. Gjeninnhenting etter finanskrisen i 2008 har vært sterkere i USA enn i Storbritannia og euroområdet, se figur 3.5. Samtidig har den økonomiske veksten vært lav sammenlignet med hva vi har sett etter tidligere nedgangskonjunkturer i USA. Økt produksjon av olje og gass fra ukonvensjonelle kilder og styrket konkurransedyktighet vil trolig bidra til høyere vekst på litt lengre sikt.

Figur 3.5 BNP i USA, euroområdet og Storbritannia. Volum, Indeks, 1. kv. 2008 = 100, 1. kv. 2005 – 2. kv. 2013



Kilde: Thomson Reuters

BNP i euroområdet steg med 0,3 prosent fra første til andre kvartal etter å ha falt i halvannet år. Det var en klar økning i veksttakten i både Tyskland og Frankrike, mens BNP falt i de store landene i sør. For euroområdet samlet økte privat konsum noe i andre kvartal, etter å ha falt gjennom hele fjoråret. Økt nettoeksport og offentlig konsum bidro også til veksten. Arbeidsledigheten har

vært stabil de siste månedene og i noen land har det vært et lite fall, se figur 3.6. Løpende indikatorer tyder på et positivt stemningskifte og at veksten fortsetter i andre halvår, i tråd med anslagene fra forrige rapport. Årsanslaget for BNP-veksten i 2013 er justert opp med ¼ prosentenheter.

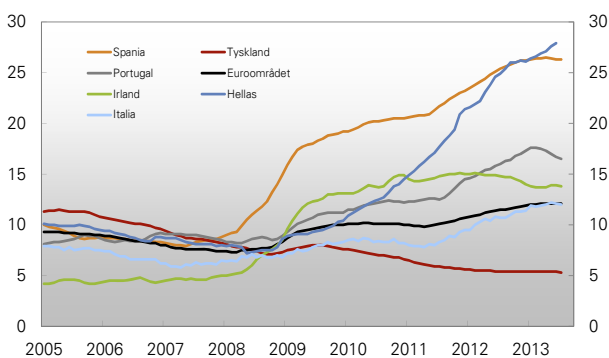
I flere av de sørlige landene er det klare tegn til avtakende ubalanser, selv om situasjonen fortsatt er vanskelig. De viktigste målsettingene har vært å redusere underskuddene på offentlige budsjetter og på driftsbalansen. I hovedsak har dette skjedd gjennom tiltak som har redusert kjøpekraften innenlands gjennom lav lønnsvekst og lavere offentlige ytelser og stønader. Det har dempet kostnadsveksten i de sørlige landene, noe som har gitt høyere eksportvekst og redusert underskuddene på driftsbalansen i de mest utsatte landene, se figur 3.7. Innsparingstiltakene har også bidratt til en kraftig reduksjon av offentlige utgifter. Hellas har gjennomført den største innsparingen, med en bedring av det strukturelle budsjettunderskuddet på nesten 17 prosentenheter siden 2009. Også Spania og Italia har gjennomført omfattende innsparinger. Den offentlige gjelden er imidlertid fortsatt høy i alle disse landene.

Fremover ventes en moderat oppgang i euroområdet, men veksten hemmes av nedgang i investeringene gjennom flere år, høy ledighet og vanskelige finansieringsforhold for små og mellomstore bedrifter.

I Storbritannia var den økonomiske veksten i andre kvartal i år sterkere enn ventet i forrige rapport. Økende optimisme blant britiske bedrifter og husholdninger tilsier økt vekst også fremover, se figur 3.8. De finanspolitiske innstramningene fortsetter, samtidig som Bank of England har indikert fortsatt ekspansiv pengepolitikk de nærmeste årene. Vekstanslagene for Storbritannia er oppjustert både for i år og neste år.

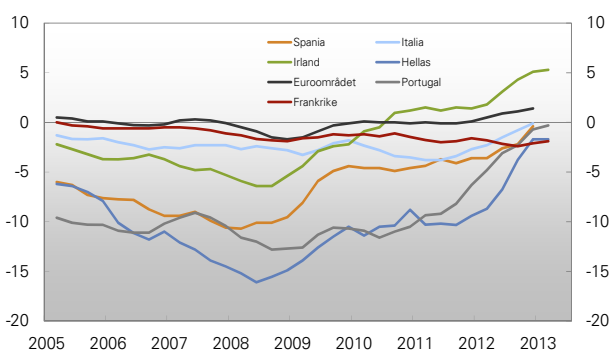
I Sverige var BNP-veksten i andre kvartal lavere enn ventet i forrige rapport. Industriproduksjonen har vært svak og eksporten har falt i fire kvartaler på rad. Arbeidsmarkedet synes imidlertid å ha stabilisert seg og tillitsindikatorer for både tjenestesektoren, industrisektoren og husholdningene har vist en bedring de siste månedene. Veksten fremover ventes å tilta, understøttet av ekspansiv økonomisk politikk og gradvis bedring hos viktige handelspartnere.

Figur 3.6 Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Månedstall. Januar 2005 – juli 2013¹⁾



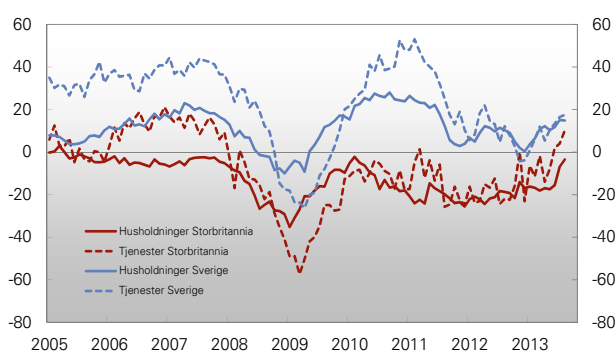
1) Til juni 2013 for Hellas
Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.7 Driftsbalanse i prosent av BNP. Trekvarterers glidende gjennomsnitt. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2013¹⁾



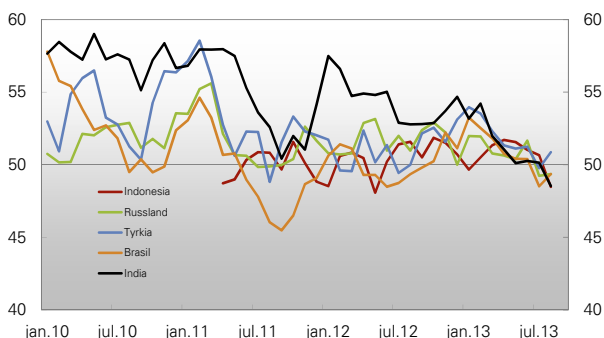
1) Til 4. kvartal 2012 for Spania, Italia og euroområdet
Kilder: OECD og Norges Bank

Figur 3.8 Tillitsindikatorer for husholdninger og tjenestesektoren i Storbritannia og Sverige. Januar 2005 – august 2013



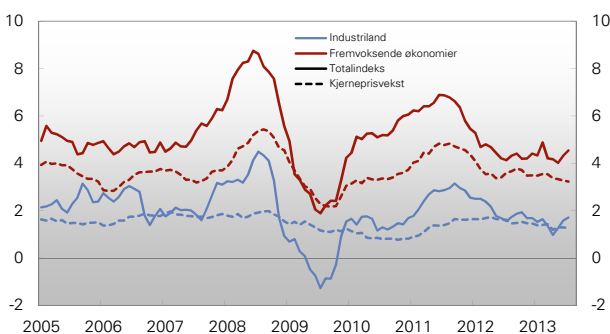
Kilder: EU-kommisjonen og Thomson Reuters

Figur 3.9 Innkjøpsjefsindekser for industrien (PMI). Diffusjonsindeks rundt 50. Sesongjustert. Januar 2010 – august 2013



Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.10 Konsumpriser i industriland og fremvoksende økonomier.¹⁾ Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2005 – juli 2013



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

Tabell 3.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 2/13 i parentes

	2013	2014	2015–16 ¹⁾
USA	1½ (0)	2 (0)	2¼ (0)
Euroområdet ²⁾	1½ (0)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2½ (0)	2¼ (0)	2 (0)
Sverige	0 (0)	1½ (0)	2½ (0)
Kina	2¾ (0)	3¼ (-¼)	3¼ (0)
Fremvoksende økonomier ³⁾	6¼ (¼)	5¾ (0)	5½ (0)
Norges handelspartnere ⁴⁾	1¾ (0)	2¼ (0)	2½ (0)
Oljepris Brent Blend ⁵⁾	109	105	96

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

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

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

⁴⁾ Importvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

BNP i Japan vokste raskest blant de store industrialiserte landene i første halvår. Privat konsum og nettoeksport har bidratt mest til veksten. Vi venter at myndighetenes finanspolitiske tiltakspakke, sammen med en ekspansiv pengepolitikk fra Bank of Japan, vil bidra til å holde veksten oppe de nærmeste kvartalene. En planlagt doubling av merverdiavgiften innen utgangen av 2015 vil bidra til lavere konsumvekst.

Firekvartalersveksten i BNP i Kina avtok fra 7,7 prosent i første kvartal til 7,5 prosent i andre kvartal. Den kinesiske økonomien er fortsatt svært avhengig av investeringer, som stod bak over halvparten av veksten i BNP første halvår. Politikktiltak som økte jernbaneinvesteringer og skattereduksjon for små bedrifter, samt god tilgang på kreditt ventes å støtte opp under veksten på kort sikt. På lengre sikt ventes det at innstramming i kreditttilgangen og en gradvis rebalansering av økonomien fra investeringer til konsum vil bidra til å dempe veksten.

I andre fremvoksende økonomier signaliserer løpende indikatorer avtakende veksttakt de nærmeste kvartalene, se figur 3.9. Svakere vekstutsikter og signaler om Federal Reserves nedtrapping av de månedlige obligasjonskjøpene har ført til at kapitalinngangen til fremvoksende økonomier har blitt reversert. Land med store driftsbalanseunderskudd, som India, Indonesia og Brasil, er særlig utsatt. Flere land har strammet til i pengepolitikken. India har innført kapitalrestriksjoner og i Brasil intervensjoner sentralbanken i valutamarkedet for å motvirke videre valutavækkelser. Bankutlånsundersøkelser viser at internasjonale finansieringsforhold har blitt forverret i flere fremvoksende økonomier, særlig i Asia. Kredittveksten avtar i mange land, og innenlandsk etterspørsel vokser saktere enn vi har sett de siste par årene. Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen fremover. Vi venter en moderat bedring i etterspørselen fra industriland, men økte realrenter vil trolig bidra til å svekke veksttaket i fremvoksende økonomier. Vekstanslagene både for i år og neste år er nedjustert siden forrige rapport, se tabell 3.1.

Priser

Veksten i konsumprisene har økt noe i mange industriland, se figur 3.10. For de fleste av våre handelspartnere er det utsikter til lav inflasjon i år, mye på grunn av ledig kapasitet. Langsiktige inflasjonsforventninger synes godt

forankret i både USA og Europa. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere samlet sett anslås å øke til om lag 2½ prosent per år etter hvert som den økonomiske veksten gradvis tiltar, se tabell 3.2.

Oljeprisen er i overkant av 110 dollar per fat, vel 5 dollar høyere enn ved forrige rapport. Prisøkningen må i hovedsak sees i sammenheng med uroligheter i Midtøsten og produksjonsfall i flere OPEC-land. Terminprisene antyder at prisoppgangen forventes å være midlertidig. Skulle urolighetene i Midtøsten spre seg til viktige OPEC-land i regionen, kan prisoppgangen bli betydelig større på kort sikt. På lengre sikt indikerer terminprisene en viss nedgang i oljeprisen. Dette skyldes trolig forventninger om moderat vekst i global oljeetterspørsel, blant annet som følge av lavere vekst i fremvoksende økonomier, kombinert med økt produksjon i landene utenfor OPEC, spesielt i Nord-Amerika. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 3.2.

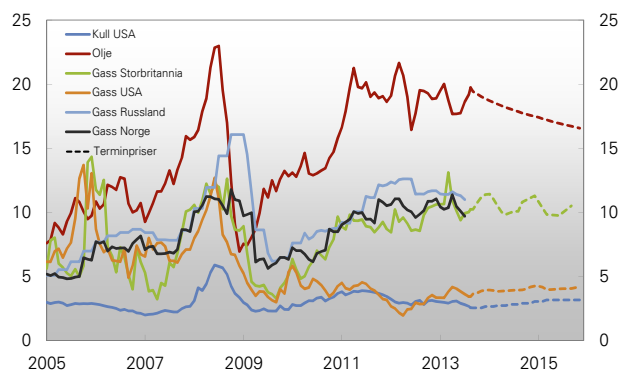
Eksportprisen på norsk gass holder seg fortsatt godt oppe, se figur 3.11. Høye terminpriser for olje og britisk gass tyder på at den høye prisen på norsk gasseksport vil vedvare.

The Economist råvareindeks har falt med over 5 prosent siden forrige rapport. Dette skyldes hovedsakelig fall i prisene på matvarer, se figur 3.12. Prisen på industrimetaller har også falt noe, i tråd med lavere vekst i mange fremvoksende økonomier.

Valutamarkeder

I løpet av sommeren har valutamarkedet vært preget av aktørenes forventninger om fremtidig pengepolitikk i de store økonomiene. Amerikanske dollar har svingt med markedets forventninger om hvor lenge sentralbanken vil fortsette å kjøpe obligasjoner i markedet. Rentemøtet i USA 19. juni forsterket aktørenes tro på en snarlig nedtrapping av obligasjonskjøpene, og ga en bred styrking av amerikanske dollar. Samlet sett har dollarkursen styrket seg siden forrige pengepolitiske rapport, se figur 3.13. Økt tro på at sentralbanken i USA nærmer seg en nedtrapping av obligasjonskjøpene har også bidratt til en markert svekkelse av valutaene i flere mindre land og fremvoksende økonomier. Britiske pund svekket seg i sommer etter signaler fra sentralbanken om at styrings-

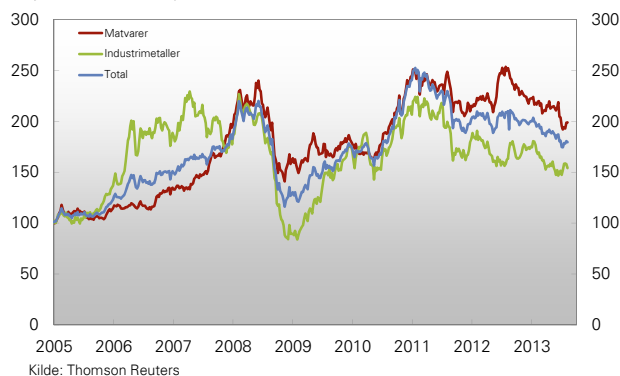
Figur 3.11 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBtu¹⁾. Januar 2005 – desember 2015



1) Million British thermal unit

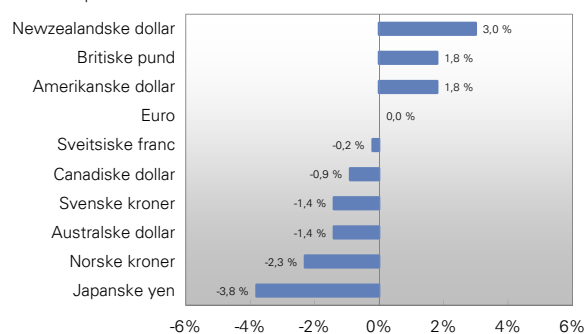
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.12 Economist råvareindeks. 7. januar 2005 = 100. 7. januar 2005 – 6. september 2013



Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.13 Effektive valutakurser G10-valutaer. Endring siden 19. juni 2013.¹⁾ Per 12. september 2013



1) Positive tall betyr sterkere valutakurs

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

renten vil bli holdt lav for en lengre periode. Senere har pundet styrket seg etter flere gode indikatorer for utviklingen i britisk økonomi og økte pengemarkedsrenter. Også i euroområdet har sentralbanken kommet med signaler om at renten vil bli holdt lav for en lengre periode. Kursen på euro er lite endret siden forrige rapport.

Kronekursen har svingt mye i løpet av sommeren. Hittil i tredje kvartal har kronekursen, målt ved den importveide valutakursindeksen (I-44), i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent svakere enn anslått i forrige rapport. I det siste har kronekursen styrket seg noe, til om lag 89 målt ved I-44. Vi legger til grunn at kursen vil holde seg nær dette nivået de nærmeste kvartalene. Utviklingen i kronekursen er nærmere omtalt på side 12 i kapittel 1.

Norske banker

Markedsfinansiering og innskudd er bankenes viktigste finansieringskilder. Strukturen på bankenes gjeld påvirkes blant annet av risiko og pris på ulike finansieringsformer og forventede regulatoriske krav.

Norske banker og kredittforetak har fremdeles god tilgang på markedsfinansiering, se figur 3.14. Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente har falt til om lag 0,25 prosentenheter, som er nær nivået før finanskrisen. Nivået er noe lavere enn anslått i forrige rapport. Påslaget ventes å bli værende på dette nivået fremover. Risikopåslagene på ny langsiktig markedsfinansiering er om lag uendret fra forrige rapport. Etter å ha økt siden 2007, har det gjennomsnittlige risikopåslaget på bankenes utestående obligasjonsgjeld flatet ut, se figur 3.15. Holder påslagene på ny finansiering seg på dagens nivå, vil det gjennomsnittlige påslaget på den utestående obligasjonsgjelden falle noe fremover.

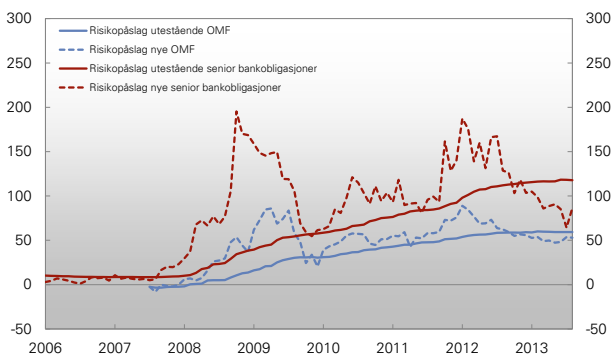
Det er fortsatt stor usikkerhet om utviklingen i risikopåslagene på langsiktig markedsfinansiering. Ny uro i finansmarkedene kan bidra til å øke risikopåslagene. Frykten for effektene av nedtrapping av de kvantitative lettelsene fra den amerikanske sentralbanken bidro i juni til økte risikopåslag i det internasjonale kredittmarkedet. Økningen ble senere reversert og påvirket i mindre grad risikopåslagene på norske bankers markedsfinansiering. Nedbelåning i Europa og fortsatt høy likviditetstilførsel fra sentralbanker har redusert tilbudet av obligasjoner fra banker og kredittforetak. Det bidrar til å holde risiko-

Figur 3.14 Bankenes kvalitative vurderinger av tilgang og risikopåslag på markedsfinansiering.¹⁾ Mars 2008 – august 2013

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

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

Figur 3.15 Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske bankkonsern²⁾. Basispunkter. Januar 2006 – august 2013



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

påslagene nede. Det kan også gjøre det lettere for norske banker å hente ny langsiktig finansiering for å dekke inn forfall i bytteordningen på 89 milliarder kroner¹ det neste året. Oppbygging av kapital i bankene kan også redusere tapsrisikoen for obligasjonseierne og dermed trekke i retning av lavere risikopåslag.

I slutten av juni kom finansministrene i EU fram til et kompromiss om EUs kriseløsningsdirektiv for banker og andre kredittinstitusjoner. Ifølge forslaget til direktiv, som trolig blir vedtatt av EU-parlamentet i november, vil eierne av bankobligasjoner måtte ta tap også utenom konkurs, dersom banker ikke oppfyller kapitalkravet. Usikrede bankobligasjoner skal også kunne konverteres til egenkapital for å oppkapsalisere banken. Kompromisset har så langt gitt små utslag i risikopåslagene på bankenes obligasjonsgjeld.

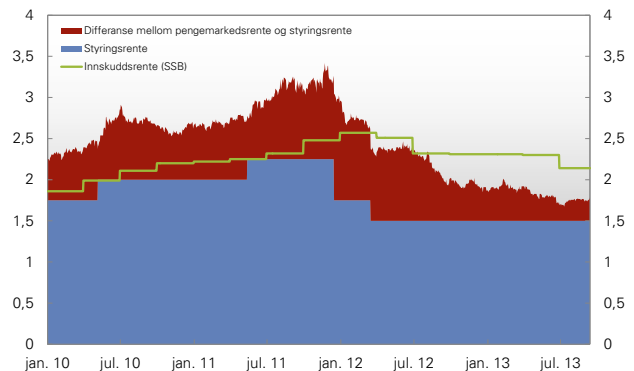
Bankenes innskuddsrenter har falt markert siden forrige rapport, men er fremdeles høyere enn pengemarkedsrentene, se figur 3.16. Lavere risikopåslag på markedsfinansiering kan tilsa at bankene fremover ikke ønsker å betale like mye for innskudd.

Bankenes utlånsrenter på boliglån økte med 0,3 prosentenheter fra første til andre kvartal 2013, se figur 1.5. Renteøkningen ble begrunnet med strengere kapitalkrav og har gitt bankene høyere utlånsmarginer til husholdninger. Vi ventet at marginene holder seg om lag på dagens nivå ut året før de gradvis reduseres, se figur 1.20. Utlånsrentene til foretak endret seg lite fra første til andre kvartal, se figur 3.17.

Norske banker tilpasser seg den fastlagte opptrappingsplanen for kapitalkravene, se figur 2.18. Fra 1. juli 2013 er kravet til ren kjernekapitaldekning 9,0 prosent og kravet til kapitaldekning 12,5 prosent. Ved utgangen av andre kvartal 2013 oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning med god margin, se figur 3.18, mens enkelte av bankkonsernene ennå ikke oppfyller kravet til kapitaldekning. Differansen mellom kravet til kapitaldekning og ren kjernekapitaldekning kan dekkes av annen ansvarlig kapital, som fondobligasjoner og ansvarlig lånekapital. Bankene forventes å velge den rimeligste formen for tillatt kapital, fremfor å oppfylle også denne delen av kravet med kapital av høyere kvalitet. Markedene for annen ansvarlig kapital

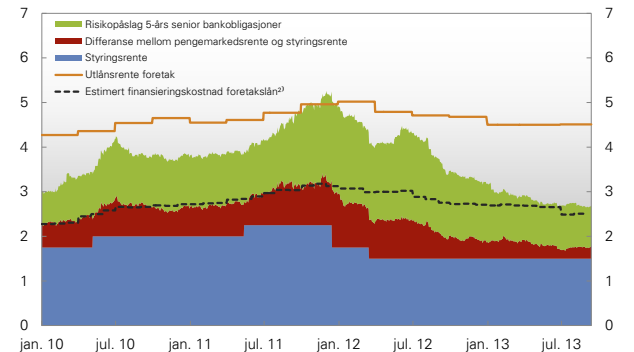
1 Per 18. september 2013

Figur 3.16 Innskuddsrente¹⁾ og pengemarkedsrente. Prosent. 1. januar 2010 – 12. september 2013



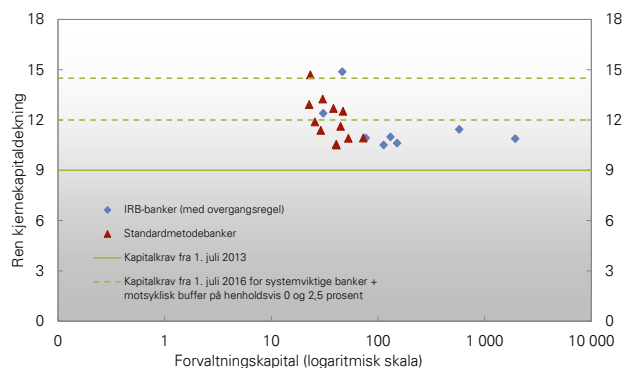
1) Alle banker i Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Utlånsrente foretakslån¹⁾ og finansieringskostnader. Prosent. 1. januar 2010 – 12. september 2013



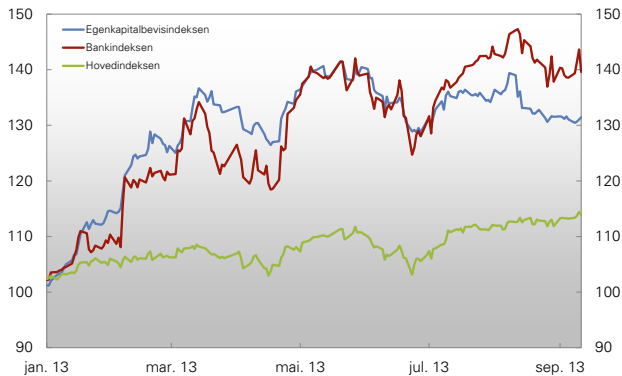
1) Alle banker og kredittforetak i Norge
2) Estimert ut i fra vektet rente på beholdning av senior bankobligasjoner og vektet innskuddsrente
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.18 Bankkonsernernes¹⁾ rene kjernekapitaldekning tillagt hele resultatet hittil i år. Prosent. Forvaltningskapital. Milliarder kroner. Per 30. juni 2013



1) Bankkonsern med forvaltningskapital større enn 20 milliarder kroner med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
Kilder: Finanstilsynet, bankkonsernernes resultatrapporter og Norges Bank

Figur 3.19 Kursutvikling for banksjser, egenkapitalbevis og for Oslo Børs generelt. Indeks. 28. desember 2012 = 100. 2. januar 2013 – 12. september 2013

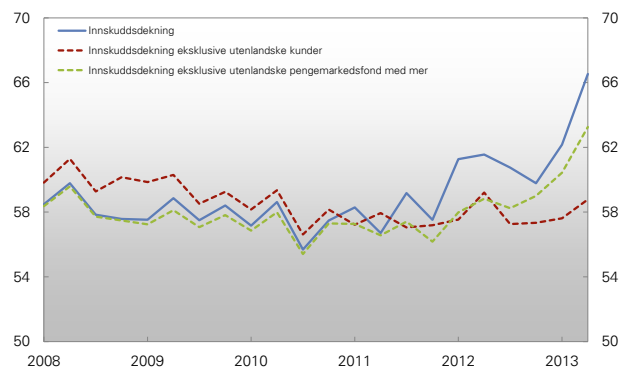


Kilde: Thomson Reuters

fungerer godt, og det bør ikke by på problemer å fylle kvotene for banker som ønsker det.

Bankkonsernernes resultater etter skatt bedret seg fra første til andre kvartal i år. Bedringen skyldtes blant annet at bankene har økt sine utlånsrenter. Fordi rentehevingen først trådte i kraft for eksisterende kunder fra slutten av april, vil den ikke få full resultateffekt før i tredje kvartal. Utlånstapene var noe høyere i andre kvartal enn i første, men er fremdeles lave. Legges hele halvårsresultatet til kjernekapitalen, øker den rene kjernekapitaldekningen til IRB-bankkonsernene² samlet med 0,5 prosentenheter til 11,0 prosent, se figur 2.19.³

Figur 3.20 Innskuddsdekning.¹⁾²⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2013

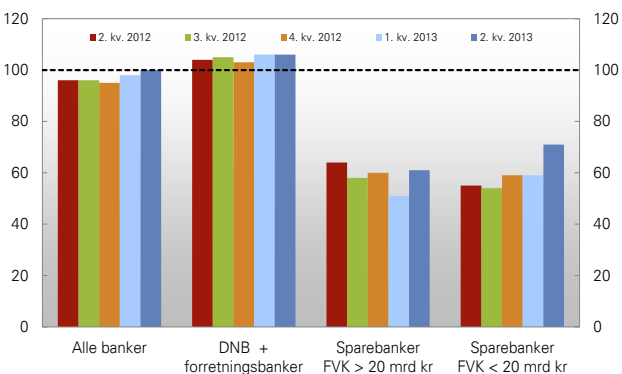


1) Innskuddsdekning er innskudd fra kunder i prosent av utlån til kunder
2) Alle banker og kredittforetak med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge
Kilde: Norges Bank

Kursen på norske bankers aksjer og egenkapitalbevis har steget kraftig hittil i år, se figur 3.19. Det kan gjøre det enklere for bankene å hente ny egenkapital fordi en høyere kurs gjør egenkapitalemisjoner mer attraktive for eksisterende eiere. Sparebanken Møre hentet 375 millioner kroner i egenkapital gjennom emisjoner i sommer, mens SpareBank 1 Nord-Norge skal gjennomføre en emisjon på 750 millioner kroner i september. Emisjonene gjennomføres for å kunne møte stor låneetterspørsel samtidig som bankene tilpasser seg nye kapitalkrav.

Norske bankers innskuddsdekning, det vil si innskudd som andel av utlån, økte markert i første halvår på grunn av høy vekst i innskuddene, se figur 3.20. Innskudd regnes normalt som en stabil form for finansiering. En betydelig del av veksten i innskuddene har kommet fra store aktører i utlandet, som kan være lite stabile. Uten disse innskuddene, er økningen i innskuddsdekningen betydelig mindre.

Figur 3.21 Bankenes¹⁾ likvide eiendeler i prosent av krav til likvide eiendeler (LCR).²⁾ Konserntall. Vektet gjennomsnitt for gruppen. Per utgangen av kvartalet



1) Alle banker med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
2) Beregningene bygger på anbefalingene som Baselkomiteen publiserte i 2010
Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

Bankene er på god vei til å oppfylle det forventede kortsiktige likviditetskravet (LCR⁴), se figur 3.21. Dersom Baselkomiteens foreslåtte lettelse i kravet gjøres gjeldende, vil bankene bedre sin LCR-oppnåelse.⁵ Kravet om en LCR på 100 prosent skulle i utgangspunktet gjelde fra 2015, men det er nå foreslått en gradvis innføring fra 2015 til 2019. Det vil trolig også innføres et krav om

2 De seks største norske bankkonsernene samt Sparebanken Hedmark og Bank 1 Oslo Akershus benytter interne modeller for å beregne kapitaldekningen
3 Dette er en beregnet størrelse da opptjent delårsresultat fratrukket utbytte-disponering først legges til ren kjernekapital ved årsskiftet
4 LCR står for Liquidity Coverage Ratio og er definert som likvide eiendeler av høy kvalitet i prosent av netto kontantutstrømming over 30 dager i et bestemt scenario med betydelig markedsuro. Kravet er at brøken skal være minimum 100 prosent
5 Den viktigste endringen for norske banker er at foretaksinnskudd antas som mer stabile enn tidligere

stabil finansiering (NSFR⁶) fra 2018. Norske banker har gradvis nærmet seg dette kravet, og er slik sett blitt mer robuste. For å oppfylle kravet må forholdstallet mellom stabil finansiering og illikvide eiendeler bedres videre. Det vil kreve at bankene finansierer sine utlån og øvrige eiendeler mer langsiktig enn de gjør i dag.

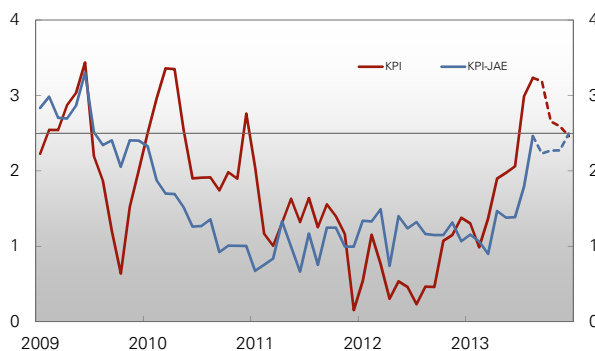
Konsumpriser

Prisveksten har tatt seg raskt opp de siste månedene og vært høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/13. I august var årsveksten i konsumprisene (KPI) 3,2 prosent, se figur 3.22. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 2,5 prosent. Andre indikatorer for underliggende inflasjon var mellom 2,1 og 2,6 prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har økt mer enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.23. Svak produktivitetsutvikling tilsier en litt høyere kostnadsvekst i bedriftene enn vi la til grunn i PPR 2/13. Samtidig har oppgangen i prisene trolig gitt en økning i bedriftenes marginer. Matvareprisene økte kraftig i sommer. Økningen var større enn den beregnede effekten på prisene av jordbruksoppgjøret. Veksten i husleiene har også tiltatt den siste tiden, etter at den var lav gjennom fjoråret. Metodene for å måle prisutviklingen i disse gruppene i KPI er endret det siste året. Slike omlegginger skaper ekstra usikkerhet rundt hva konsumpristallene faktisk reflekterer, og utfallsrommet rundt anslagene de nærmeste månedene er derfor unormalt stort. Vi har lagt til grunn at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester holder seg rundt 3 prosent ut året.

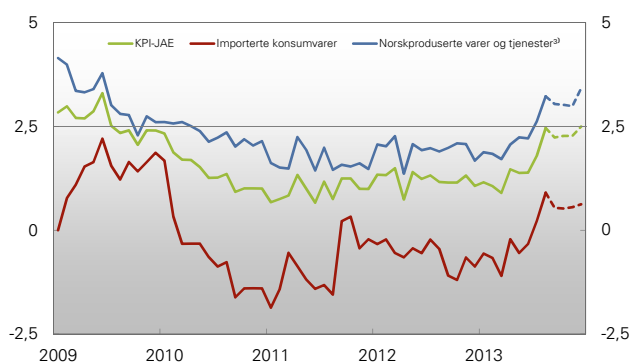
Tolvmånedersveksten i prisene på importerte konsumvarer har økt kraftig de siste månedene, og vært klart høyere enn ventet, se figur 3.23. Tolvmånedersveksten var positiv i både juli og august. Prisveksten har tatt seg opp innenfor de fleste gruppene av importerte konsumvarer. Tolvmånedersveksten i prisene på audiovisuelt utstyr har økt de seneste årene, og er positiv for første gang på nærmere 20 år. Også prisveksten på klær og skotøy har tiltatt i løpet av de siste månedene. Produzentprisene i utlandet på konsumvarene som vi importerer har vært nokså stabile det siste året, se figur 3.24. Samtidig har prisveksten på disse varene slik de måles i

Figur 3.22 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2009 – desember 2013²⁾



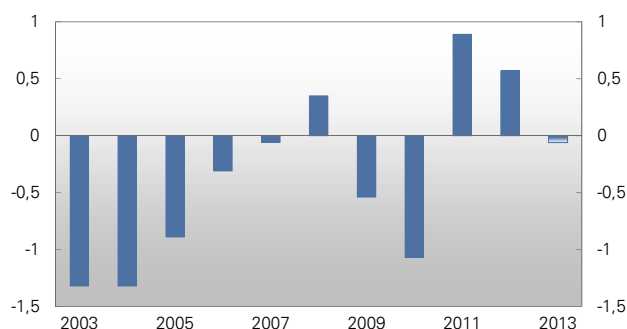
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for september 2013 – desember 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2009 – desember 2013²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for september 2013 – desember 2013 (stiplet)
3) Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

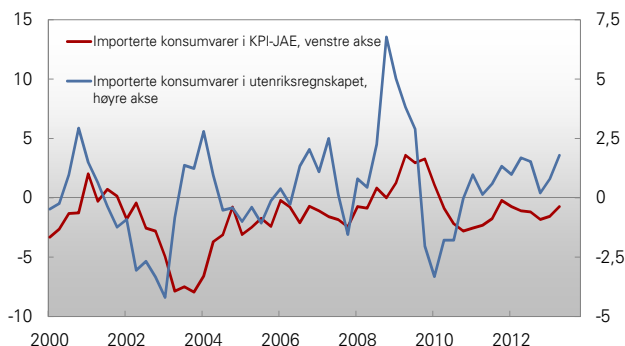
Figur 3.24 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2013¹⁾



1) Anslag for 2013
Kilde: Norges Bank

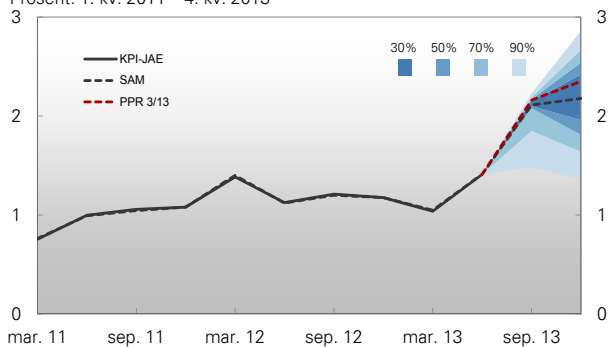
6 NSFR står for Net Stable Funding Ratio og er definert som stabil finansiering i prosent av lite likvide aktiva. Kravet er at brøken skal være minimum 100 prosent

Figur 3.25 Importerte konsumvarer i KPI-JAE¹⁾ og utenriksregnskapet. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2013



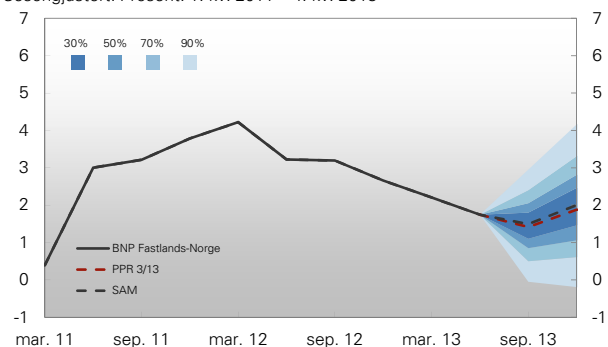
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.26 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 4. kv. 2013³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) System for sammenveining av korttidsmodeller
3) Anslag for 3. kv. 2013 – 4. kv. 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.27 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2011 – 4. kv. 2013



1) System for sammenveining av korttidsmodeller
2) Anslag for 3. kv. 2013 – 4. kv. 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

utenrikshandelsstatistikken tiltatt i det siste, se figur 3.25. Endringer i kronkursen påvirker normalt prisveksten med et tidsetterslep. Vi kan ikke utelukke at den økte prisveksten har sammenheng med kronesvekkelsen, men i så fall har gjennomslaget til prisene vært betydelig raskere enn normalt. Vi legger til grunn at prisveksten på importerte konsumvarer, slik de måles i KPI-JAE, øker til ½ prosent i fjerde kvartal i år, blant annet som følge av at kronesvekkelsen ventes å slå sterkere inn i prisveksten utover høsten.

Samlet venter vi en tolv månedersvekst i konsumprisene målt ved KPI-JAE på 2¼ prosent mot slutten av inneværende år. Anslagene er høyere enn anslagene i PPR 2/13, og har i hovedsak sammenheng med at konsumprisene er kommet opp på et høyere nivå enn vi tidligere har anslått. Enkelte priser som har steget mye kan bli noe reversert de nærmeste månedene. Samtidig er kronen noe svakere enn i forrige rapport. Samlet anslås veksttaket i prisene fra måned til måned å være om lag som i forrige rapport den nærmeste tiden. Anslagene er innenfor det mest sannsynlige utfallsrommet for fremskrivningene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.26.

Økningen i elektrisitetsprisene har bidratt til at tolv månedersveksten i KPI har tatt seg opp siden slutten av fjoråret. Tolv månedersveksten i energiprisene ventes å avta gradvis fram mot årsskiftet. Veksten i KPI for 2013 anslås til 2¼ prosent.

Norsk realøkonomi

Produksjon og kapasitetsutnyttning

Veksten i norsk økonomi har avtatt noe, se figur 3.27. De siste tre kvartalene har veksten i fastlandsøkonomien vært noe under et historisk gjennomsnitt. BNP for Fastlands-Norge økte med 0,2 prosent i andre kvartal i år. Det var lavere enn anslått i forrige rapport, men etterspørselen økte vesentlig mer enn produksjonen. De nærmeste kvartalene venter vi en vekst i overkant av ½ prosent. Høy aktivitet i petroleumssektoren, et godt bytteforhold overfor utlandet og sterk befolkningsvekst bidrar til å holde veksten oppe. BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med 1¾ prosent i år. Anslaget er litt lavere enn i forrige rapport, men på linje med prognosene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk meldte i august at veksten i produksjonen hadde vært noe lavere enn ventet. Utsiktene for produksjonsveksten var ifølge nettverket noe svekket, se figur 3.28. Det var særlig i oljeleverandørnæringen, varehandelen og i tjenesteyting rettet mot husholdningene hvor forventningene var lavere.

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien har avtatt litt den siste tiden, men vurderes fortsatt å være nær et normalt nivå. Ifølge vårt regionale nettverk har andelen bedrifter med kapasitetsproblemer avtatt siden forrige rapport, se figur 3.29. Den registrerte arbeidsledigheten har økt litt den siste tiden. Det er også forenelig med noe lavere kapasitetsutnyttning. Isolert sett kunne den svake BNP-veksten trekke i retning av en lavere kapasitetsutnyttning enn vi anslår. Det er usikkerhet knyttet til de foreløpige nasjonalregnskapstallene. Nettverket tyder på en noe høyere vekst i andre kvartal enn det foreløpige nasjonalregnskapet. Samtidig kan den svake produktivitetutviklingen vi har observert over noe tid, tyde på at veksten i produksjonspotensialet er noe lavere enn vi tidligere har sett for oss.

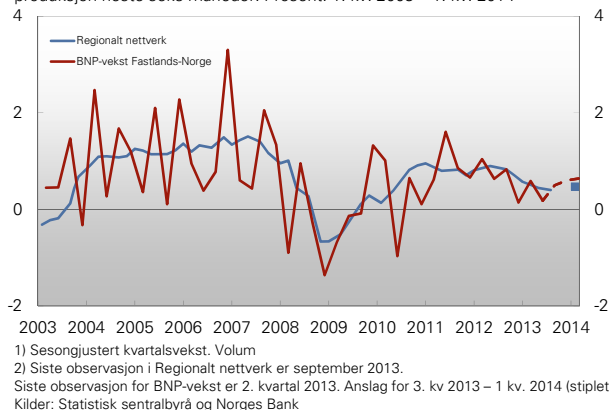
De nærmeste kvartalene venter vi at kapasitetsutnyttningen fortsetter å holde seg nær et normalt nivå. Den anslåtte veksten i fastlandsøkonomien i år er litt lavere enn den anslåtte veksten i produksjonspotensialet. Vi legger til grunn en vekst i potensiell produksjon på 2 prosent i år. Det er ½ prosentenheter lavere enn i forrige rapport. Det gjenspeiler en nedjustering av vårt anslag for den underliggende produktiviteten. Den underliggende produktivitetveksten anslås til ¼ prosent, mens befolkningsutviklingen ventes å heve produksjonspotensialet med om lag 1¼ prosentenheter.

Arbeidsmarkedet

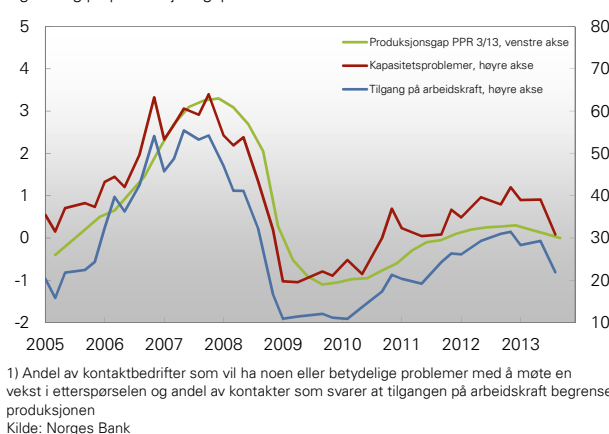
Arbeidsledigheten har utviklet seg om lag som ventet i forrige rapport, se figur 3.30. Ifølge NAV var registrert ledighet 2,7 prosent av arbeidsstyrken i august, mens arbeidskraftundersøkelsen (AKU) viste en ledighet på 3,3 prosent i juni. Siden forrige rapport har AKU-ledigheten falt noe, mens registrert ledighet har økt litt. Avviket mellom de to målene på arbeidsledighet er nå i tråd med den historiske forskjellen.

Etter flere år med sterk vekst i sysselsettingen har veksten avtatt noe det siste året. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var årsveksten i andre kvartal 1,2 prosent.

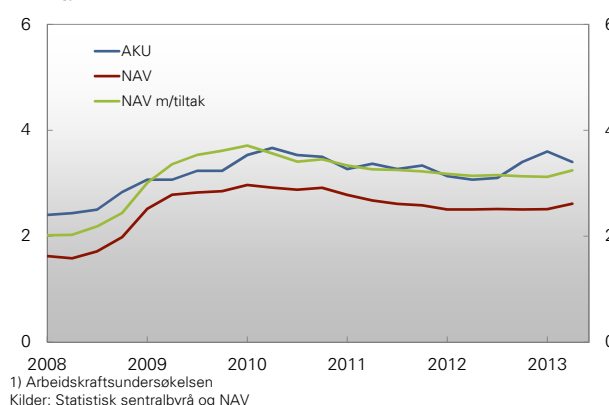
Figur 3.28 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2014²⁾



Figur 3.29 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾ i Regionalt nettverk og anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2013



Figur 3.30 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU¹⁾ og NAV. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2013



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

	2012	2013	2014
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1,7	1½	1½
Vekst i arbeidsstyrken med uendret yrkesdeltakelse*	1,3	1¼	1¼
Vekst i arbeidsstyrken	1,8	¾	1

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fremdeles er det uvanlig stor forskjell på sysselsettingsveksten i AKU og i kvartalsvis nasjonalregnskap. Noe av forskjellen kan knyttes til at sysselsatte på korttidsopphold i Norge har økt mye. Disse blir forsøkt registrert i kvartalsvis nasjonalregnskap, men er ikke med i AKU.

Arbeidsinnvandringen har falt litt fra i fjor, men er fortsatt høy. Over de fire siste kvartalene har nettoinnvandringen til Norge vært på 42 300 personer. Vi legger til grunn fortsatt høy arbeidsinnvandring de neste årene, slik at befolkningsveksten holder seg oppe, se tabell 3.3.

Fremover venter vi moderat vekst i sysselsettingen, om lag på linje med forventningene til kontaktene i vårt regionale nettverk, se figur 3.31. Forventningsundersøkelsen fra Opinion Perduco indikerer også litt lavere vekst i sysselsettingen fremover. Vi anslår at sysselsettingen vil øke med om lag ¼ prosent de nærmeste kvartalene, mens yrkesdeltakelsen ventes å avta litt. Arbeidsledigheten anslås å øke litt den nærmeste tiden.

Ifølge nasjonalregnskapet har produktivetsveksten vært svak den siste tiden, se figur 3.32. Produksjons- og sysselsettingsindikatorene fra vårt regionale nettverk fanger opp en liknende utvikling. Moderate investeringer i bedriftene og god tilgang på arbeidskraft kan ha bidratt til lavere vekst i produktiviteten. Lavere vekst i økonomien har trolig også ført til at bedriftene utnytter innsatsfaktorene mindre intensivt. Vi legger til grunn at produktivetsveksten vil ta seg noe opp fremover. Noe høyere BNP-vekst kan bidra til bedre utnyttelse av bedriftens innsatsfaktorer.

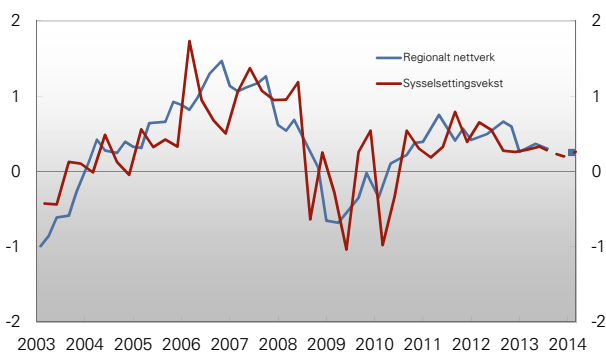
Vi anslår lønnsveksten i 2013 til 3½ prosent. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter også en årslønnsvekst i 2013 på 3½ prosent. Lønnsforventningene er høyest innen tjenesteyting og lavest i industrien. Ifølge Opinion Perducos forventningsundersøkelse i tredje kvartal, venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst på 3,7 prosent i år.

Husholdninger og foretak

Husholdninger

Etter sterk vekst i første kvartal var det fall i varekonsumet i andre kvartal. Varekonsumet falt også markert i juli, se figur 3.33. Både vare- og tjenestekonsumet har utviklet seg svakere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Figur 3.31 Sysselsetting¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2014²⁾



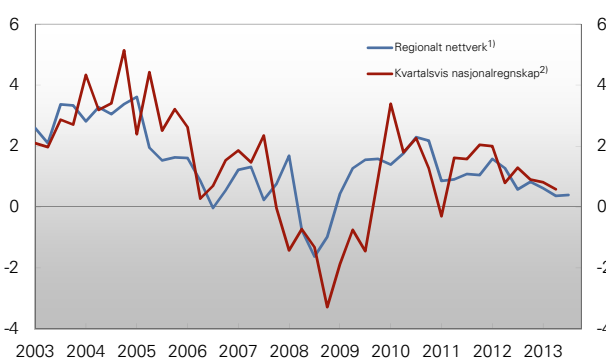
2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

1) Sesongjustert kvartalsvekst i kvartalsvis nasjonalregnskap

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.32 Produktivitet i Fastlands-Norge. Produksjon per sysselsatt. Årsvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2013



2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013

1) Annualisert kvartalsvekst

2) Firekvartalersvekst

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tillitsindikatorer tyder på at husholdningene har litt lavere forventninger til den økonomiske utviklingen. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter nokså svak vekst i tjenestekonsumet også fremover.

Husholdningenes inntektsvekst er fortsatt god. Spareraten har økt de siste årene, og er nå historisk høy, se figur 3.34. Strammere kredittpraksis og høyere utlånsrente i bankene, høy gjeldsbelastning, pensjonsreformen og demografiske endringer har trolig bidratt til høyere spare-rate. Vi anslår at den disponible realinntekten i år øker om lag som anslått i forrige rapport. Svakere utvikling i boligmarkedet kan bidra til å dempe konsumveksten og øke sparingen ytterligere. Privat konsum anslås å øke med 2¼ prosent fra 2012 til 2013, som er noe lavere enn vi anslo i forrige rapport, se figur 3.35. Husholdningenes sparingerate anslås til nærmere 9 prosent i år.

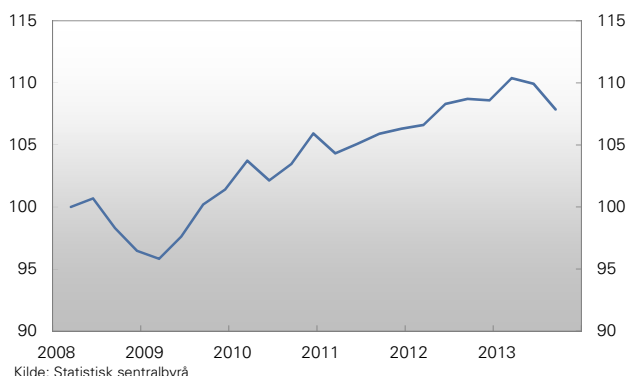
Boliginvesteringene har kommet opp på et høyt nivå. Antall igangsatte boliger økte noe i første halvår i år, sammenliknet med første halvår i fjor, se figur 3.36. Det siste året er det igangsatt over 30 000 boliger. Antallet fullførte boliger ventes å bli 28 000 i år, som er noe lavere enn økningen i antall husholdninger, se figur 3.37. Bedriftene i vårt regionale nettverk melder om nokså stabilt nivå på boligbyggingen. De venter at aktiviteten skal forbli på dette nivået også de neste kvartalene. Ordreinngangen for boligbygg og årsveksten i boligprisene har falt, og kan tyde på at veksten i boliginvesteringene vil avta noe fremover. Vi anslår at boliginvesteringene øker med 6½ prosent i år.

De siste månedene har boligprisene vært lavere enn vi la til grunn i forrige rapport. Lavere forbrukertillit, økte utlånsrenter og lavere inntektsvekst kan ha bidratt til å dempe veksten i boligprisene. Gjeldsveksten har avtatt litt, men gjeldsbelastningen har økt videre fra et allerede høyt nivå. Veksten i boligprisene anslås å bli noe lavere enn vi la til grunn i forrige rapport. Det bidrar til at også gjelden i husholdningene øker mindre enn vi anslo sist. Ved utgangen av 2013 venter vi at årsveksten i boligprisene og gjeldsveksten blir henholdsvis 3 og 7 prosent.

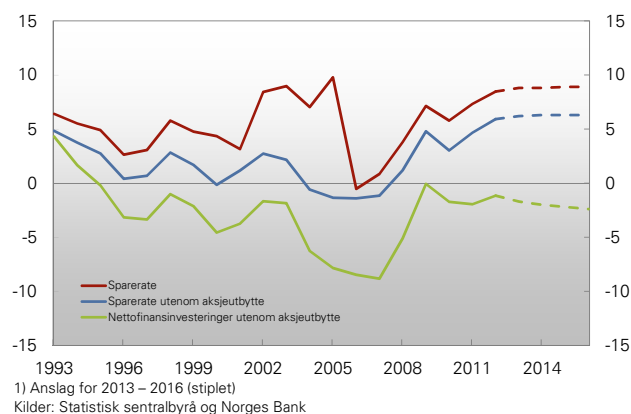
Foretak

Høy etterspørsel fra olje- og gassvirksomhet holder eksporten fra Fastlands-Norge oppe. Fortsatt vekst i globale petroleumsinvesteringer kan bidra til at eksporten fra næringer som leverer til petroleumssektoren fort-

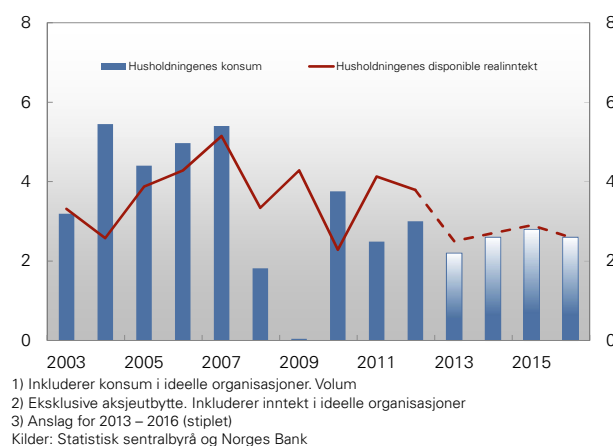
Figur 3.33 Varekonsumindeksen. Indeks. 1. kv. 2008 = 100. Sesongjustert. 1. kv. 2008 - 3. kv. 2013



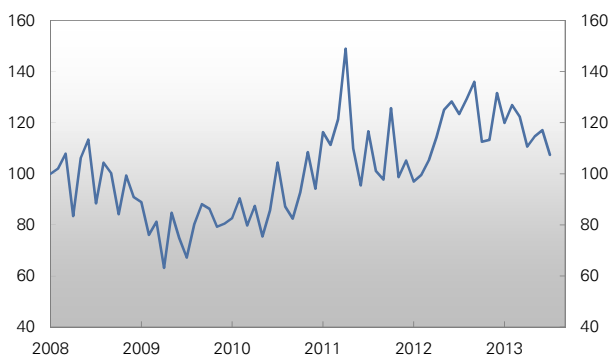
Figur 3.34 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 - 2016¹⁾



Figur 3.35 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2003 - 2016³⁾

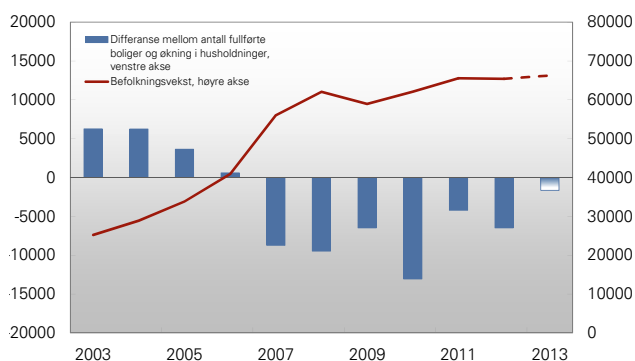


Figur 3.36 Igangsetting av boliger.
Sesongjustert. Areal. Indeks. Januar 2008 = 100. Januar 2008 - august 2013



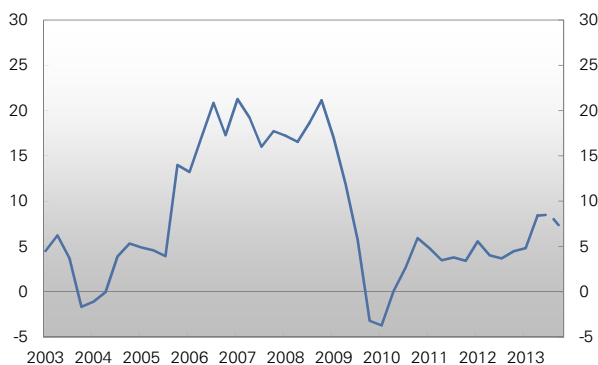
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.37 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger, samt befolkningsvekst. 2003 - 2013¹⁾



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

Figur 3.38 Gjeldsvekst i ikke-finansielle foretak for Fastlands-Norge.¹⁾
Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2003 - 4. kv. 2013²⁾



1) Vekst basert på beholdningstall
2) Anslag for 3. kv. 2013 - 4. kv. 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

setter å vokse også fremover. Over tid har høy kostnadsvekst svekket den kostnadmessige konkurransevnen til de mer tradisjonelle eksportbedriftene. Sammen med lav etterspørsel ute har det ført til svak utvikling for mange av disse bedriftene. På sikt kan en svakere krone føre til noe høyere etterspørsel etter norske varer og tjenester. Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester anslås å vokse med 1¾ prosent fra 2012 til 2013.

Investeringene i petroleumsvirksomheten har økt markert siden 2010. En rekke nye prosjekter skal igangsettes de neste årene. I tillegg er det planlagt omfattende utbedringer på eksisterende felt. Det vil bidra til å trekke opp investeringene ytterligere. Vi legger til grunn at petroleumsinvesteringene vil vokse med 13 prosent i år, 4 prosent i 2014 og med 1-2 prosent de påfølgende to årene.

I både industri og næringseiendom var det høye investeringer i perioden før finanskrisen. Denne oppbyggingen av realkapital kan ha dempet investeringsveksten i årene etter. I tillegg kan svak utvikling ute, strammere kredittpraksis og høye finansieringskostnader ha dempet investeringene. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene holder seg om lag uendret fra 2012 til 2013.

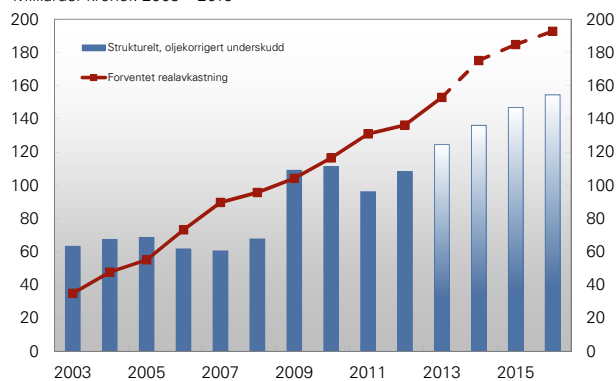
Gjeldsveksten til foretakene har vært moderat i etterkant av finanskrisen, se figur 3.38. Banklån er fortsatt foretakenes viktigste kilde til finansiering, men for større foretak har obligasjonslån blitt en stadig viktigere finansieringskilde. Siden midten av 2011 har børsforetakenes inntjening falt i forhold til den rentebærende gjelden, men i det siste har gjeldsbetjeningsevnen vært nokså stabil. Fremover kan svak utvikling i foretaksinvesteringene bidra til en moderat kredittvekst. Vi venter at kredittveksten til fastlandsforetakene avtar litt og vokser med 7 prosent ved utgangen av 2013.

Finanspolitikken

Anslagene i denne rapporten er basert på at finanspolitikken gjennomføres i tråd med handlingsregelen. I Revidert nasjonalbudsjett 2013 anslås bruken av oljepenger i år, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 125 milliarder kroner, eller 3,3 prosent av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året. Beregnings-teknisk legger vi til grunn at underskuddet, som andel av fondet, blir liggende rundt dette nivået gjennom prognoseperioden. Det innebærer en nokså jevn økning i bruken av oljepenger, se figur 3.39.

Det offentlige konsumet anslås å vokse 2½ prosent på årsbasis i år. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap har investeringene i offentlig forvaltning falt i første halvår, men vi regner med høyere investeringer fremover. Samlet legger vi til grunn en vekst i etterspørselen fra offentlig forvaltning på om lag 2½ prosent de kommende årene.

Figur 3.39 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2013-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2016¹⁾



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

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank
Tabeller og detaljerte anslag



Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

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

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før		BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer ¹⁾	Eksport F-Norge ²⁾	Import
2008		0,1	1,5	1,8	2,7	-1,3	5,2	4,5	3,9
2009		-1,6	-1,6	0,0	4,3	-13,2	3,4	-8,4	-12,5
2010		0,5	1,7	3,8	1,3	-4,5	-9,5	7,7	9,0
2011		1,2	2,5	2,5	1,8	8,5	14,1	0,5	3,8
2012		3,1	3,4	3,0	1,8	3,7	14,5	2,2	2,4
2012 ³⁾	3. kv	-0,5	0,8	0,6	0,5	5,1	1,1	0,1	1,9
	4. kv	0,2	0,1	0,4	0,5	0,5	5,9	-1,0	-0,8
2013	1. kv	-0,1	0,6	1,1	0,5	-2,5	1,2	0,5	-1,8
	2. kv	0,8	0,2	0,2	0,8	1,8	7,4	1,7	0,9
Nivå 2012, mrd. kroner		2 907	2 200	1 175	619	410	172	454	799

¹⁾ Utvinning og rørtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

³⁾ Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2 Konsumpriser

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

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

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

³⁾ KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

⁴⁾ KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2012	2012	Anslag			
			2013	2014	2015	2016
Priser og lønninger						
KPI		0,8	2¼	2¼	2	2
KPI-JAE ¹⁾		1,2	1¾	2¼	2	2
Årslønn ²⁾		4	3½	4	4¼	4¼
Realøkonomi						
BNP	2 907	3,1	¼	2	2¾	2¼
BNP for Fastlands-Norge	2 200	3,4	1¾	2¼	2¾	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³⁾		¼	0	-¼	-¼	-¼
Sysselsetting, personer, KNR		2,1	1¼	1	1	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,8	¾	1	1¼	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,2	3½	3½	3¾	3¾
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,5	2¾	2¾	3	3
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴⁾	2 204	2,8	2¼	2¾	3	2¾
- Privat konsum	1 175	3,0	2¼	2½	2¾	2¾
- Offentlig konsum	619	1,8	2½	2¾	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	410	3,7	2	3¾	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁵⁾	172	14,5	12½	3¾	1½	1¾
Eksport fra Fastlands-Norge ⁶⁾	454	2,2	1¾	¼	.	.
Import	799	2,4	0	4	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁷⁾		1,6	1½	1¾	2	2½
Importveid valutakurs (I-44) ⁸⁾		87,1	88	88	87¾	87¾

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

²⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

⁵⁾ Utvinning og rørtransport

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

⁷⁾ Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 3 – september

2013