



 **NORGES BANK**

Pengepolitisk rapport
med vurdering av finansiell stabilitet

2 | 13
juni

Norges Banks rapportserie nr. 2-2013

Pengepolitisk rapport
med vurdering av finansiell stabilitet
2/2013



Norges Bank

Oslo 2013

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

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

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

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Media

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 24. april 2013 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 5. juni 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 19. juni en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 19. september 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	13
Kryssjekker av renteprognosen	17
Rammer:	
- Kriterier for en god rentebane	19
- Fleksibel inflasjonsstyring	21
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/13	22
2. Finansiell stabilitet	24
Rammer:	
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	24
- Måling av finansielle ubalanser	30
- Husholdningenes sårbarhet	32
3. Nærmere om den økonomiske utviklingen	34
Internasjonal økonomi	34
Valutamarkeder	38
Norske banker	39
Konsumpriser	41
Norsk realøkonomi	43
Vedlegg	49
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	51
Tabeller og detaljerte anslag	52

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 13. juni 2013.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 19. juni 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 samarbeide med Finanstilsynet og utveksle relevant informasjon. 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 en egen årlig rapport i fjerde kvartal.

Hovedstyrets vurdering

Pengepolitikken

Hovedstyret vedtok i sitt møte den 13. mars 2013 at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 20. juni 2013, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. I Pengepolitisk rapport 1/13 ble kapasitetsutnyttningen anslått å være noe over et normalt nivå. 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 om lag 1,5 prosent fram til våren 2014. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå.

På sitt møte 24. april 2013 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til Pengepolitisk rapport 2/13, herunder analyser av bankenes tilpasning til nye kapitalkrav.

I sin drøfting på møtet 8. mai 2013 pekte hovedstyret på at vekstutsiktene for Europa så ut til å være noe svekket, mens den globale veksten holdt seg oppe. Den forventede oppgangen i styringsrentene ute var igjen skjøvet ut i tid. Inflasjonen i Norge hadde vært litt lavere enn ventet. Lønnsveksten så ut til å bli lavere enn anslått i år. På den andre siden hadde kronen svekket seg. Norsk økonomi så ut til å utvikle seg om lag som anslått. Hovedstyret besluttet å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent.

I sine drøftinger 5. juni og 19. juni festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere er noe lavere enn ventet. I Europa ser lavkonjunkturen ut til å kunne vare lenger enn tidligere anslått. I USA dempes aktiviteten midlertidig av skatteøkninger og utgiftskutt, men vekstutsiktene de neste årene er gode. Veksten holder seg oppe i fremvoksende økonomier, men har vært noe svakere enn tidligere antatt. Oljeprisen har falt noe.
- Styringsrentene er nær null i mange land. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er om lag uendret fra forrige rapport.

- Kronen, målt ved den importveide kronekursindeksen I-44, har hittil i andre kvartal vært 1,3 prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/13.
- Bankene har økt utlånsrentene til husholdninger og foretak. Samtidig har påslagene i penge- og kredittmarkedene falt noe.
- Veksten i norsk økonomi har vært lavere enn tidligere anslått. Ifølge bedriftene i Norges Banks regionale nettverk er utsiktene for produksjonen noe svekket. Arbeidsledigheten har vært litt høyere enn ventet.
- Boligprisene har vært om lag uendret de siste månedene, men husholdningenes gjeld stiger fortsatt mer enn inntektene.
- Siden forrige rapport har veksten i konsumprisene vært litt høyere enn anslått. Den underliggende inflasjonen anslås nå å ligge mellom 1¼ og 1¾ prosent. Lønnsveksten ser ut til å bli om lag 3½ prosent i år, som er litt lavere enn tidligere anslått.

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 lav fordi inflasjonen er lav og fordi rentene ute er svært lave. Samtidig er det stor forskjell mellom styringsrenten og de rentene publikum står overfor.

Hovedstyret merket seg at analysene nå tilsier en styringsrente som blir liggende lavere enn prognosen fra mars gjennom hele fremskrivingsperioden og at det tar lengre tid før inflasjonen kommer opp mot inflasjonsmålet.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at det fortsatt er stor usikkerhet om utviklingen i euroområdet. Aktiviteten

faller ikke like mye lenger, og innstrammingene i finanspolitikken ser ut til å bli mindre i år enn i fjor. Utfordringene er likevel store. Arbeidsledigheten er rekordhøy, og er særlig høy blant unge. Det er fortsatt behov for gjeldsbygging i privat og offentlig sektor. Landene må gjennom store omstillinger for å øke vekstevnen på lengre sikt. Det vil trolig ta flere år før produksjonen er tilbake på nivåene fra før finanskrisen.

I mange norske eksportbedrifter dempes aktiviteten av et høyt kostnadsnivå og svak etterspørsel fra utlandet, særlig Europa. Svake konjunkturer og lav kostnadsvekst hos våre handelspartnere kan ha bidratt til at lønnsveksten her hjemme har avtatt. I tillegg kan høy arbeidsinnvandring over flere år ha dempet lønnsveksten. Disse forholdene kan også få betydning for lønnsoppgjørene fremover.

Veksten ser ut til å ha avtatt i flere næringer. Sysselsettingen har steget mindre enn ventet og arbeidsledigheten har økt. Kapasitetsutnyttningen er nå trolig nær et normalt nivå.

Norske banker tilpasser seg høyere kapitalkrav, herunder forventninger om en motsyklisk kapitalbuffer. Bankene har økt sine marginer på utlån, og kapitaldekningen bedres allerede før det nye regelverket er innført. Mer kapital bak utlån gjør bankene mer solide, og kan i tillegg bidra til å dempe veksten i boligpriser og gjeld. Hovedstyret har merket seg en viss avdemping av veksten i boligprisene, men også at husholdningenes gjeldsvekst fortsatt er høyere enn inntektsveksten.

I drøftingen av den pengepolitiske situasjonen ble det lagt vekt på at prisveksten er lav og at inflasjonsutsiktene lenger fram i tid er ytterligere dempet siden mars. Kapasitetsutnyttningen vurderes å være litt lavere enn tidligere anslått. Hovedstyret mente disse forholdene tilsier en lavere rente fremover enn anslått i mars. Samtidig ble det lagt vekt på at lønns- og prisveksten holdes nede av drivkrefter fra utlandet. Så lenge krisen i Europa varer ved og arbeidsinnvandringen holder seg høy, må trolig renten settes markert ned for å bringe prisveksten raskere opp.

En slik renteutvikling vil kunne føre til at oppgangen i boligpriser og gjeld skyter ny fart og dermed øke faren for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Det taler for å reagere mindre i rentesettingen. Hovedstyret mente derfor at det er riktig å bruke lengre tid på å få inflasjonen opp mot inflasjonsmålet. Samtidig ble det lagt vekt på at renten bør settes slik at det gir utsikter til stigende prisvekst for å hindre at inflasjonsforventningene får feste på et for lavt nivå. Dersom norsk økonomi utvikler seg om lag i tråd med prognosene i denne rapporten, vurderte hovedstyret at styringsrenten bør ligge på dagens nivå eller noe lavere den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 19. juni 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 19. september 2013, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Finansiell stabilitet – motsyklisk kapitalbuffer

På sitt møte 13. mars konkluderte hovedstyret med at bankene fremover bør bygge en ekstra kapitalbuffer som de kan tære på ved økte tap i dårligere tider. Hovedstyret la samtidig vekt på at innføringen av en motsyklisk buffer må ses i lys av øvrige krav til bankene.

Siden forrige rapport har Stortinget vedtatt nye lovregler for kapitalkrav til bankene. Fra sommeren 2014 skal alle banker ha en kapitaldekning på minst 13,5 prosent, hvorav ren kjernekapital skal utgjøre minst 10 prosentenheter. Banker som blir pekt ut som systemviktige, får et ekstra krav på inntil 1 prosent i 2015 og inntil 2 prosent i 2016. Den motsykliske kapitalbufferen vil komme i tillegg.

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.

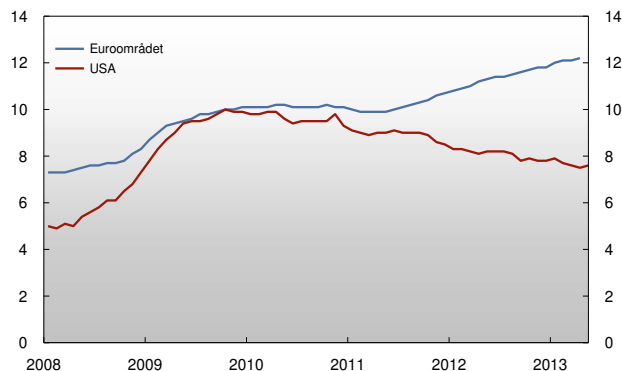
Hovedstyret mener at flere år med oppgang i boligpriser og utlån til husholdninger har økt faren for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskere enn inntektene, og for mange husholdninger vil det kunne bli krevende å betjene gjelden ved bortfall av inntekt eller økte lånerenter. Gjeldsveksten i foretakene har vært moderat de siste årene, og samlet kreditt har vokst mindre

enn en beregnet historisk trend. Den siste tiden har også boligprisveksten avtatt noe.

I løpet av de neste månedene vil Finansdepartementet utarbeide en forskrift om den motsykliske kapitalbufferen. Norges Bank tar sikte på å legge fram konkrete råd om nivå og tidspunkt for innføring av bufferen når forskriften er klar, trolig i neste rapport 19. september. Hovedstyret mener at bankene i Norge nå har et godt utgangspunkt for å øke kapitaldekningen. Inntjeningen er god, og tapene er for tiden lave. Hovedstyret mener at norske banker bør holde en motsyklisk kapitalbuffer. Nivået på bufferen må vurderes i lys av at de øvrige kapitalkravene trappes opp de neste årene.

Øystein Olsen
20. juni 2013

Figur 1.1 Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Januar 2008 – mai 2013



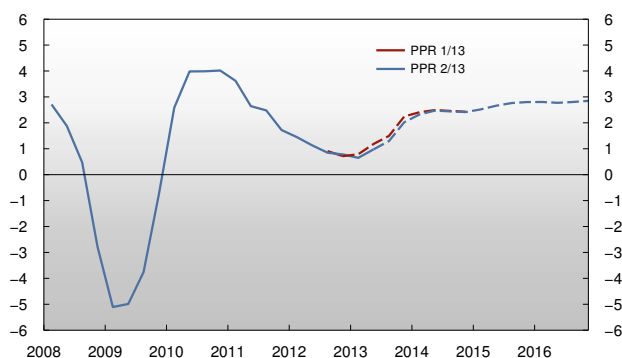
Kilde: Thomson Reuters

1 Utsiktene for pengepolitikken

Den økonomiske situasjonen

Den globale veksten holdes oppe av god vekst i fremvoksende økonomier, men den økonomiske utviklingen er svak i mange industriland. I Europa opplever flere land stagnasjon eller fall i aktiviteten. Veksten dempes av finanspolitiske innstramminger, nedbelåning i privat sektor og stramme kredittforhold. Arbeidsledigheten er høy og økende i flere land. Lavkonjunkturen i Europa ser ut til å kunne vare noe lenger enn vi tidligere har sett for oss. I USA dempes veksten midlertidig av skatteøkninger og utgiftskutt. Husholdningene har redusert sin gjeld og boligmarkedet er i bedring. Arbeidsledigheten har falt, se figur 1.1. I fremvoksende økonomier har utviklingen vært noe svakere enn ventet de siste månedene, men veksten er fortsatt høy i mange av landene. Prisen på olje har falt noe siden mars, og er nå rundt 105 dollar per fat.

Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne i PPR 1/13¹⁾ og PPR 2/13. Firekvartalersvekst. Present. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016

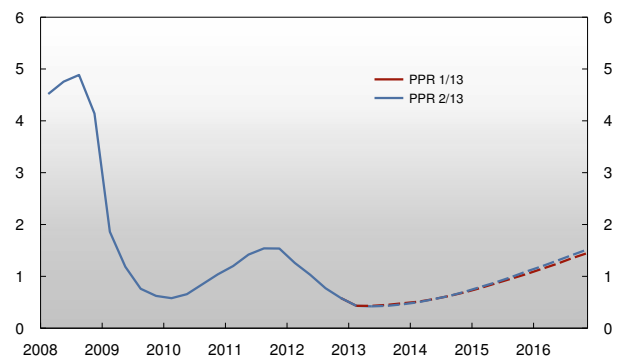


1) Viser hva vekstanslagene i PPR 1/13 ville ha vært med nytt handelspartneraggregat. Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Utsiktene for den økonomiske veksten ute er noe svekket siden forrige pengepolitiske rapport, se figur 1.2. Vi anslår at veksten hos våre handelspartnere tar seg opp fra 1/4 prosent i inneværende år til 2/2 prosent i 2014.¹ Veksten i verdensøkonomien anslås å bli 2/2 prosent i år. Det er fortsatt stor usikkerhet om utviklingen i internasjonal økonomi fremover, særlig i euroområdet.

Aksjekursene steg gjennom våren, men har falt litt i det siste. Rentene på langsiktige statspapirer har steget litt den siste måneden, og er nå om lag på nivåene fra mars.

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



1) Stiplede rød og blå linje viser terminrenter hos våre handelspartnere per 8. mars 2013 og 13. juni 2013. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap-renter (OIS) Kilde: Norges Bank

Styringsrentene ligger nær null i mange land. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene hos våre handelspartnere er om lag uendret fra forrige rapport, se figur 1.3. Den europeiske sentralbanken satte ned styringsrenten fra 0,75 prosent til 0,5 prosent på rentemøtet i mai. Overskuddslikviditeten i eurosystemet er fortsatt høy, men ventes å avta gradvis fremover. Markedsaktørene venter at den kortsiktige pengemarkedsrenten, EONIA, vil øke gradvis fra første halvår neste år. Den amerikanske sentralbanken har kommunisert

1 Fra og med denne rapporten endrer vi på hvilke land som inngår i vårt handelspartneraggregat. Fremvoksende økonomier har fått økt vekt. Etter 2010 har årlig BNP-vekst vært 1/4 prosentenheter høyere med den nye sammensetningen av land. Se kapittel 3 og Staff Memo 12/2013 for nærmere omtale av endringen.

at styringsrenten mest sannsynlig vil ligge nær null fram til første halvår 2015.

Kronen nådde historisk sterke nivåer i midten av februar. Siden har kursen svekket seg en del. Målt ved den importveide kronkursindeksen (I-44) har kronen hittil i andre kvartal vært 1,3 prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/13, se figur 1.4.

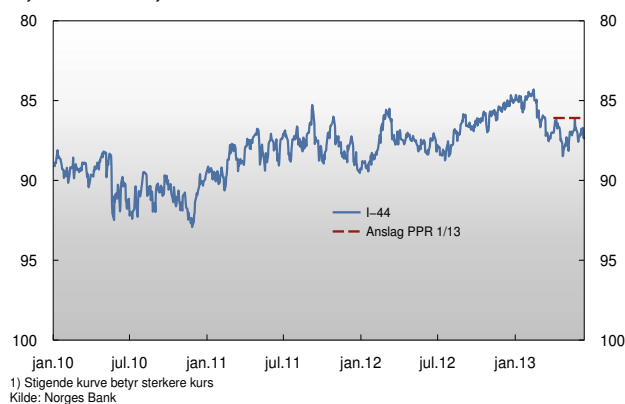
Norske banker og kredittforetak har fremdeles god tilgang på markedsfinansiering. Finansieringskostnadene har avtatt det siste året. Risikopåslaget i tremåneders pengemarkedsrente er nå om lag 0,30 prosentenheter, litt lavere enn i forrige rapport. Risikopåslaget på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og bankobligasjoner har også falt noe siden forrige rapport. Samtidig har bankene økt utlånsrentene til husholdninger og foretak som følge av forventninger om strengere kapitalkrav, se figur 1.5. Bankenes utlånsmarginer har derfor økt.

Veksten i norsk økonomi har de siste kvartalene vært noe lavere enn tidligere anslått. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai at veksten i produksjonen hadde avtatt.² Samtidig nedjusterte de sine forventninger til veksten fremover. Veksten i sysselsettingen har avtatt noe og arbeidsledigheten har vært litt høyere enn ventet. Andelen bedrifter i Norges Banks regionale nettverk som melder om kapasitetsproblemer, har vært nokså stabil i det siste. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien er trolig litt lavere enn tidligere anslått, og vurderes å være nær et normalt nivå, se figur 1.6.

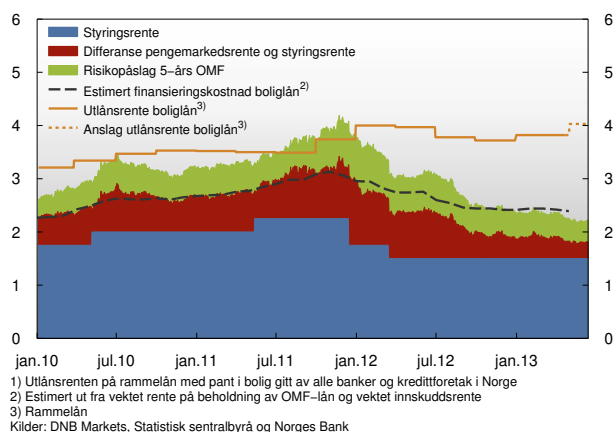
Høy aktivitet i petroleumssektoren og byggenæringen bidrar til å holde veksten i norsk økonomi oppe. Samtidig påvirkes deler av eksportrettet industri av den svake utviklingen hos våre viktigste handelspartnere og et høyt norsk kostnadsnivå. Utviklingen i både eksporten fra Fastlands-Norge og foretaksinvesteringene har vært nokså moderat de siste kvartalene. Veksten i det private forbruket har vært litt svakere enn ventet. Boligprisene fortsatte å øke kraftig gjennom fjoråret, men veksten har avtatt de siste månedene. Norske husholdningers gjeld stiger fortsatt litt raskere enn inntekten. Gjelden som andel av den disponible inntekten øker fra et allerede høyt nivå. Samtidig sparer husholdningene mye.

2 For mer informasjon om Regionalt nettverk 2-2013 og hvilke bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet, se: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/regionalt-nettverk/2/>

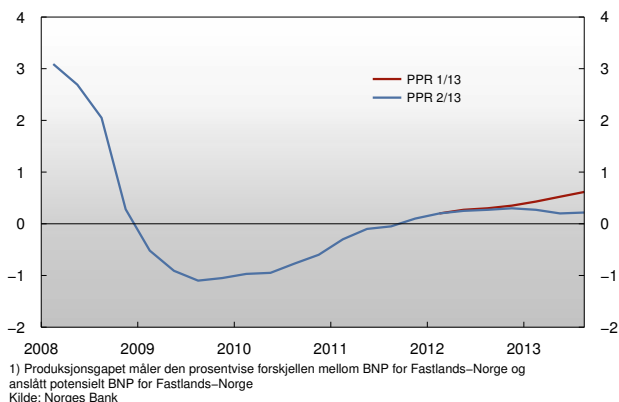
Figur 1.4 Importveid valutakursindeks (I-44).¹
1. januar 2010 – 13. juni 2013



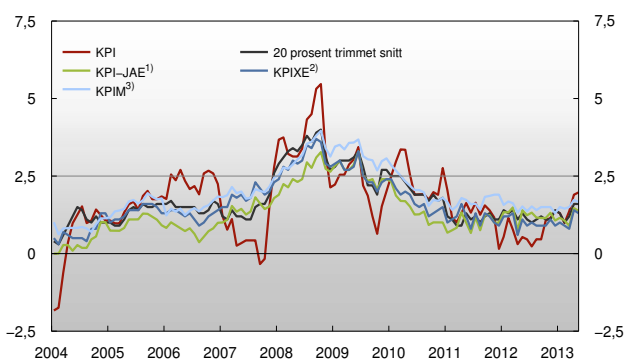
Figur 1.5 Utlånsrente boliglån¹ og finansieringskostnader.
Prosent. 1. januar 2010 – 13. juni 2013



Figur 1.6 Anslaget for produksjonsgapet¹ i PPR 1/13 og PPR 2/13.
Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2013



Figur 1.7 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2013



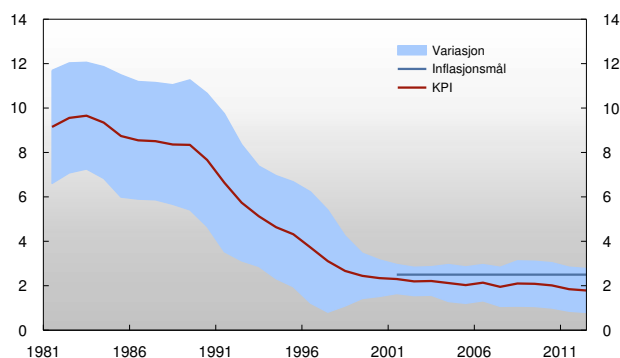
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Reallidstall. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank. Fra og med juni-tallene for konsumprisene vil beregningsmetoden for KPIXE bli endret. For mer informasjon,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

Prisveksten har vært litt høyere enn ventet. Tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) var 2,0 prosent i mai. Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) steg med 1,4 prosent, se figur 1.7. Den underliggende inflasjonen anslås å ligge mellom 1¼ og 1¾ prosent. Lønnsveksten ser ut til å bli om lag 3½ prosent i år.

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 1.8. Inflasjonsforventningene holder seg nær inflasjonsmålet, se figur 1.9.

Figur 1.8 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI. Prosent. 1981 – 2012

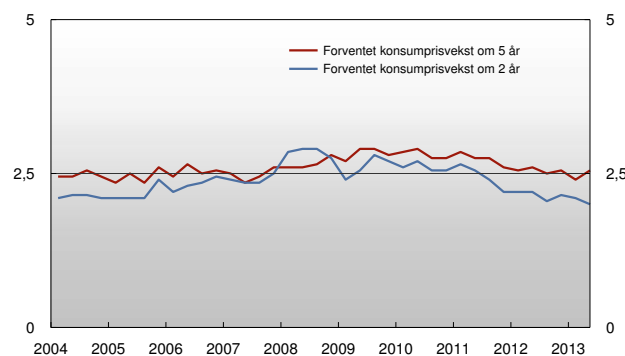


1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake
 2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Styrringsrenten er 1,5 prosent. Styrringsrenten er lav fordi prisveksten er lav og fordi rentene ute er svært lave. Samtidig er det stor forskjell mellom styrringsrenten og de rentene publikum står overfor.

Situasjonen i norsk økonomi skiller seg fra utviklingen i andre industriland. Høye oljepriser og høy etterspørsel fra petroleumsnæringen har, sammen med den lave styrringsrenten, bidratt til å holde veksten oppe. Kapasitetsutnyttningen i Fastlands-Norge har økt gradvis siden finanskrisen. Det er nå tegn til at veksten i norsk økonomi avtar. Sysselsettingen vokser ikke like mye lenger, og bedriftene i Norges Banks regionale nettverk har blitt litt mindre optimistiske. Kapasitetsutnyttningen anslås å holde seg nær et normalt nivå fremover.

Figur 1.9 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2013



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

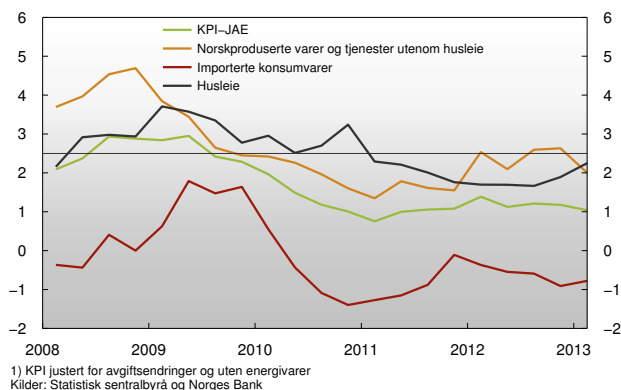
Til tross for god vekst i norsk økonomi har prisveksten vært lav lenge. I næringer som leverer varer og tjenester til husholdningene har kostnadsveksten vært moderat de siste årene. Det har bidratt til å holde veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester nede, se figur 1.10. Svake prisimpulser fra utlandet og styrkingen av kronen har samtidig ført til at prisene på importerte konsumvarer har falt.

Lønnsveksten i år ser ut til å bli lavere enn anslått i forrige rapport. Svake konjunkturer og lav kostnadsvekst hos våre handelspartnere har trolig bidratt til at lønnsveksten har avtatt her hjemme. I tillegg kan høy arbeidsinnvandring over flere år ha dempet lønnsveksten. Disse forholdene kan også få betydning for lønnsoppgjørene

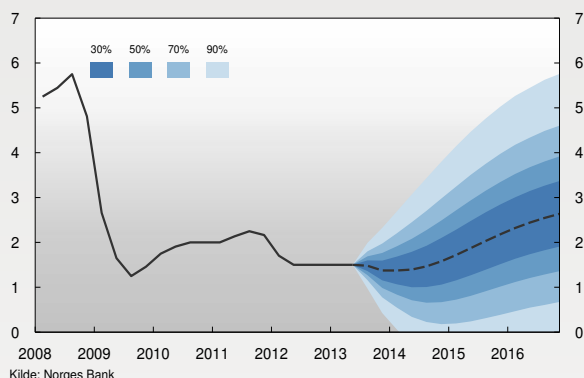
fremover. Prisveksten på importerte konsumvarer ventes å holde seg lav som følge av fortsatt lave prisimpulser utenfra. Det er utsikter til at det tar enda lengre tid enn tidligere antatt før prisveksten tar seg opp.

Styringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen gradvis tar seg opp mot inflasjonsmålet 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 19 og ramme om fleksibel inflasjonsstyring side 21.

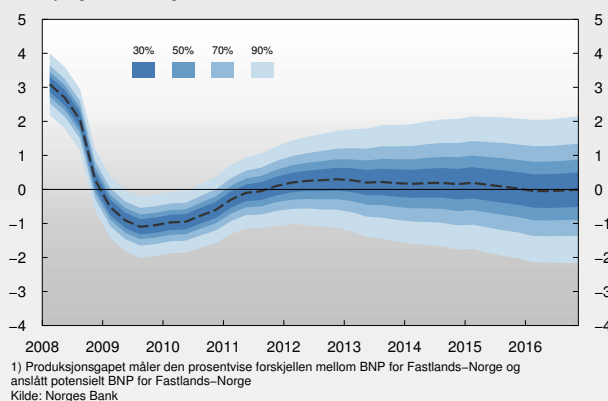
Figur 1.10 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektorer. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2013



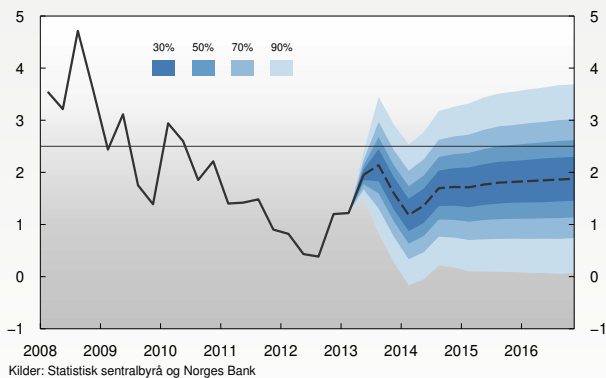
Figur 1.11a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



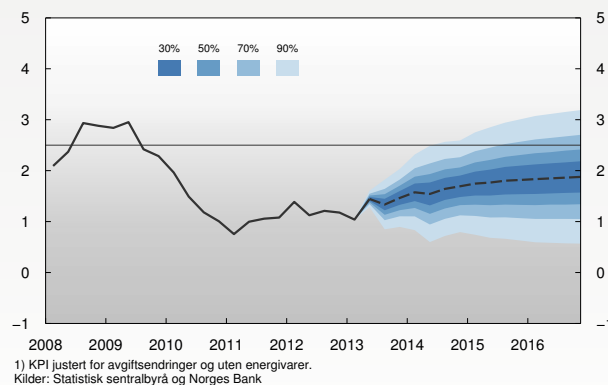
Figur 1.11b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



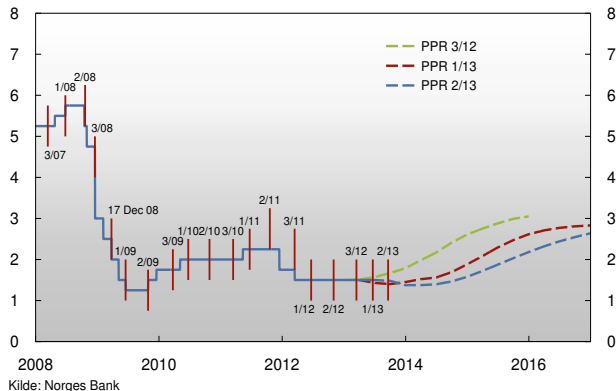
Figur 1.11c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



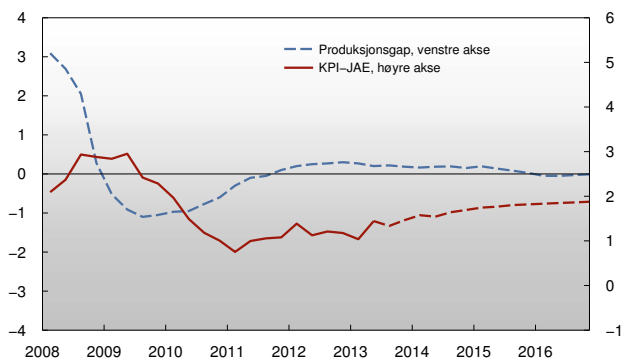
Figur 1.11d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



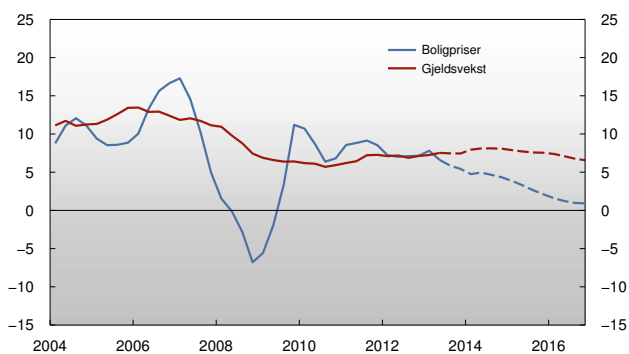
Figur 1.12 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2016



Figur 1.13 Anslag på inflasjonen¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.14 Husholdningenes gjeldsvekst¹⁾ og boligpriser. Firekvtartersvekst. Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2016



Siden forrige rapport ble lagt fram har prisveksten vært litt høyere enn ventet, og kronen har svekket seg. På den andre siden blir trolig lønnsveksten i år lavere enn tidligere anslått, og kapasitetsutnyttningen vurderes å være litt lavere enn tidligere lagt til grunn. Veksten hos våre handelspartnere er ytterligere nedjustert. I tillegg har forskjellen mellom bankenes utlånsrenter og styringsrenten økt litt, og denne forskjellen ventes å være høyere fremover enn tidligere anslått. Samlet trekker ny informasjon siden forrige rapport i retning av en lavere prognose for styringsrenten.

Det er i hovedsak drivkrefter fra utlandet som bidrar til å holde pris- og kostnadsveksten i norsk økonomi nede. Så lenge konjunktorene ute er svake og arbeidsinnvandringen holder seg høy vil lønns- og prisveksten her hjemme trolig fortsatt være dempet. I en slik situasjon må renten trolig settes markert ned for å bringe prisveksten raskere opp mot målet. En slik renteutvikling vil samtidig kunne forsterke oppgangen i boligpriser og gjeld, som i utgangspunktet ligger på høye nivåer. Det kan øke faren for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Det taler for å reagere mindre på de svake inflasjonsutsiktene og bruke lengre tid på å få inflasjonen opp.

Analysene i denne rapporten innebærer en styringsrente på dagens nivå eller noe lavere det nærmeste året, se figur 1.11 a-d og figur 1.12. Styringsrenten anslås å øke gradvis fra slutten av neste år. Langs denne banen ligger styringsrenten lavere enn prognosen fra mars gjennom hele fremskrivingsperioden, se egen ramme på side 22.

Med denne prognosen for styringsrenten er det utsikter til at prisveksten gradvis stiger og at kapasitetsutnyttningen holder seg nær et normalt nivå gjennom prognoseperioden, se figur 1.13. Inflasjonen anslås til 1¼ prosent i 2016. Veksten i boligprisene anslås å avta og være lavere enn veksten i husholdningenes inntekter i årene som kommer, se figur 1.14. Samtidig er det utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning øker videre, se figur 1.15.

Pengemarkedsrenten anslås å følge utviklingen i styringsrenten, se figur 1.16. Bankenes utlånsrenter ventes å følge utviklingen i pengemarkedsrenten den nærmeste tiden, men kan øke noe mindre lenger ut i prognoseperioden, se figur 1.17. Rentedifferansen mot utlandet ventes å avta

noe på kort sikt, men deretter gradvis stige. Det kan bidra til at kronen holder seg sterk, se figur 1.18.

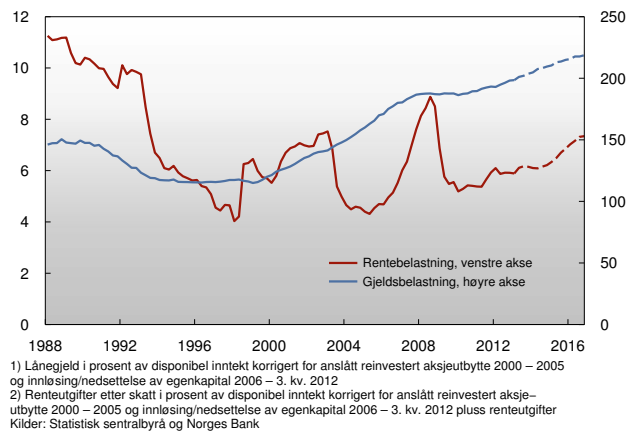
BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med om lag 2¾ prosent i årene 2014-2016. Arbeidsledigheten ventes å holde seg på dagens nivå. Lønnsveksten anslås til 3¾ prosent i 2014 og 4¼ prosent i 2015 og 2016. Aktiviteten ventes fortsatt å holde seg høy i oljerelaterte næringer. Samtidig vil svak vekst hos våre handelspartnere og ytterligere svekkelse av konkurransevnen holde veksten nede i øvrige eksportnæringer. Investeringene i fastlandsbedriftene ventes å vokse mindre i årene fremover enn vi har sett de siste par årene. Høy befolkningsvekst vil samtidig holde boliginvesteringene oppe på et høyt nivå. Det private forbruket anslås å vokse med rundt 3 prosent årlig gjennom prognoseperioden. Spareraten ventes å øke noe, men holde seg lavere enn i forrige rapport.

Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Bli utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene, eller dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg annerledes enn vi har lagt til grunn.

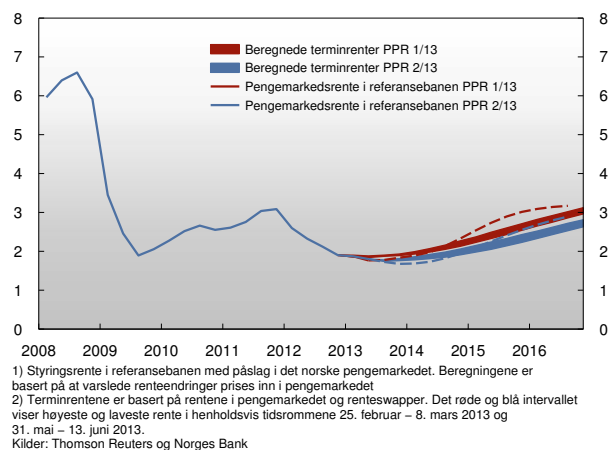
Det er usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.11 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten. Figur 1.19 viser at renten med stor sannsynlighet vil ligge innenfor det intervallet hovedstyret har vedtatt fram til 19. september. 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 inflasjonen gradvis tar seg opp. Med høy arbeidsinnvandring og svak økonomisk utvikling hos våre handelspartnere, kan lønnsveksten i årene fremover bli lavere enn vi nå anslår. I næringer som leverer varer og tjenester til husholdningene har kostnadsveksten vært lavere enn i økonomien som helhet de siste årene. Vi kan ikke utelukke at denne

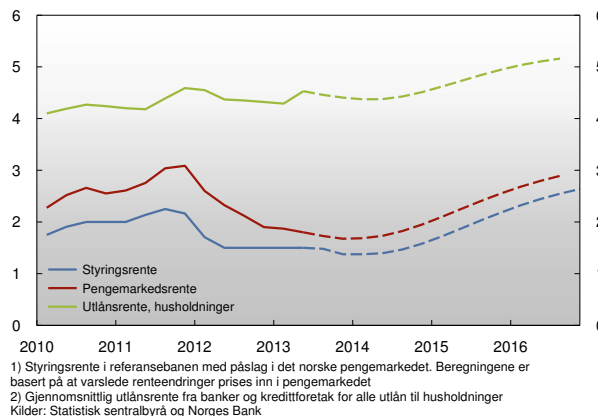
Figur 1.15 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning.²⁾ Prosent. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2016



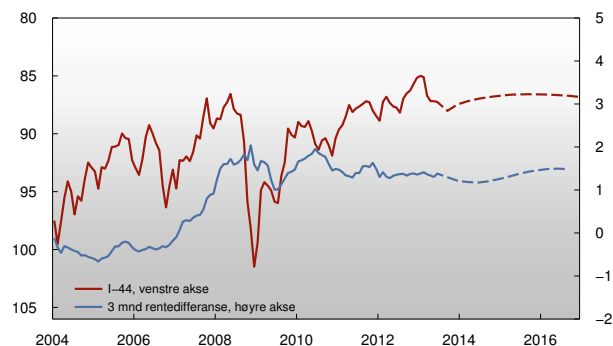
Figur 1.16 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter.²⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Figur 1.17 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og utlånsrente til husholdninger²⁾ i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2016



Figur 1.18 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere og importveid valutakursindeks (I-44).²⁾ Januar 2004 – desember 2016

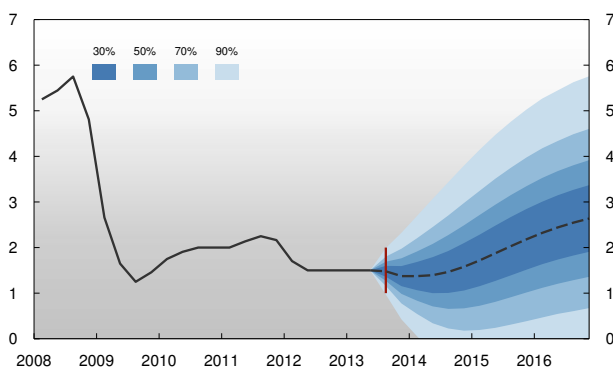


1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede rentendringer prises inn i pengemarkedet
2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

utviklingen fortsetter. Det er også en risiko for at kronen styrker seg. Skulle utsiktene for prisveksten eller veksten i produksjon og sysselsetting bli vesentlig lavere 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 noe høyere enn ventet. Økningen i prisveksten kan delvis forklares av midlertidige forhold. Vi kan likevel ikke utelukke at oppgangen vi har sett i det siste er et tegn på høyere underliggende prisvekst enn vi nå legger til grunn. Samtidig kan aktiviteten i norsk økonomi utvikle seg sterkere enn lagt til grunn i denne rapporten.

Figur 1.19 Anslag på styringsrenten i referansebanen og strategiintervall med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016

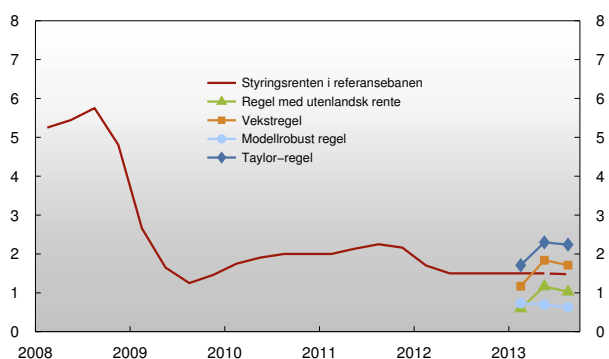


Kilde: Norges Bank

Kryssjekker av renteprognosen

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive en rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. Taylor-regelen tilsier en noe høyere styringsrente enn renten i referansebanen, se blå linje i figur 1.20. Vekstregelen, der produksjonsgapet er erstattet med et vekstgap, gir en styringsrente om lag på nivå med prognosen for renten i denne rapporten, se oransje linje i figuren. Den lyseblå linjen viser en modellrobust regel³ 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. Den modellrobuste regelen tilsier en styringsrente som er lavere enn renten i referansebanen. En enkel regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet, tilsier også en lavere rente enn renten i referansebanen, se grønn linje i figuren.

Figur 1.20 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2013



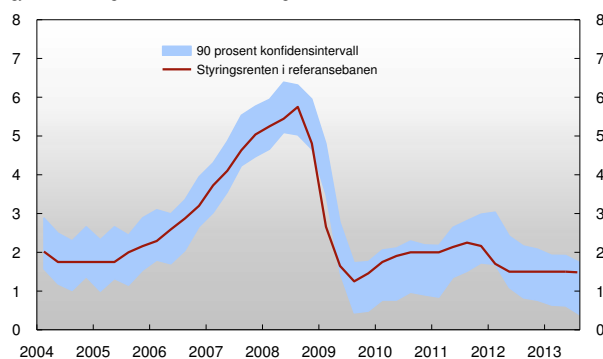
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente
Kilde: Norges Bank

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognosen. De beregnede terminrentene ligger noe høyere enn prognosen for pengemarkedsrenten det nærmeste året, se figur 1.16. Utover i prognoseperioden tyder de beregnede terminrentene på at aktørene venter noe lavere pengemarkedsrenter enn vi nå anslår.

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

Hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 1.21 viser en estimert modell som på en forenklet måte søker å forklare den historiske utviklingen i styringsrenten med utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. I fremskrivingene er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet og figuren viser at renten i referansebanen ligger i den øvre delen av dette intervallet.

Figur 1.21 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 3. kv. 2013



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

Kriterier for en god rentebane

Over tid sikter Norges Bank mot en prisstigning nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes.¹ Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikken langsiktige oppgave, som er å forankre forventningene om lav og stabil inflasjon, og det mer kortsiktige hensynet til å stabilisere den økonomiske utviklingen.

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

Følgende kriterier kan være en rettesnor for en god rentebane:

1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

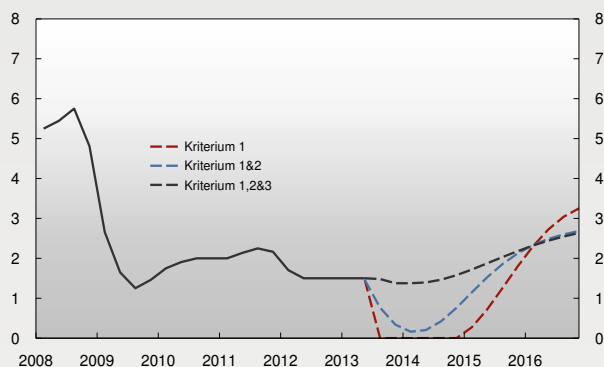
2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

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

3. **Pengepolitikken er robust:**

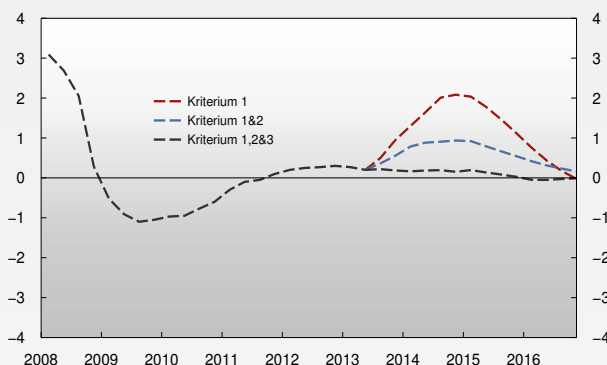
Renten bør settes slik at pengepolitikken demper faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp i økonomien, og slik at en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon er sannsynlig også med alternative forutsetninger om økonomiens virkemåte.

Figur 1.22a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



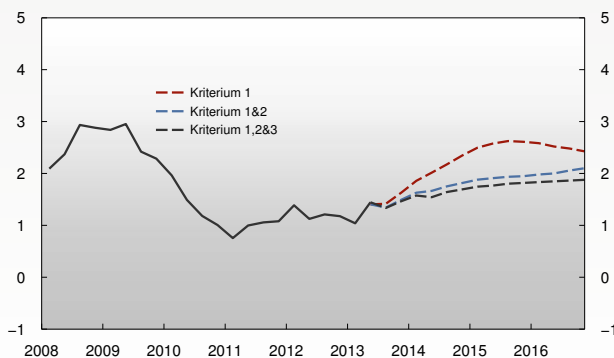
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

Figur 1.22c 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

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

Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til at inflasjonen nå er lav, ville styringsrenten ifølge en teknisk modellanalyse bli satt raskt ned og blitt holdt nær null en god stund (se rød linje i figurene).² Inflasjonen ville da kunne ta seg nokså raskt opp, blant annet som følge av svakere krone, men samtidig ville svingningene i produksjon og sysselsetting kunne bli store.

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 noe høyere de nærmeste årene (se blå linje).³ Da tar det noe lengre tid før inflasjonen kommer opp mot 2,5 prosent, 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 nå 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 det tar samtidig lengre tid før inflasjonen tar seg opp mot målet.

- 1 Avveiningen mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives ofte i den teoretiske litteraturen som en tapsfunksjon, hvor både variasjonen i produksjonsutviklingen og variasjonen i inflasjonen inngår:

$$L_t = (\pi_t - \pi)^2 + \lambda(y_t - y)^2$$

der L_t er tapet, $(\pi_t - \pi)$ er avviket mellom faktisk inflasjon og inflasjonsmålet, $(y_t - y)$ er produksjonsgapet. Hvor stor vekt som legges på en stabil utvikling i produksjonen/sysselsettingen relativt til inflasjonen bestemmes av parameteren λ .

- 2 I denne modellanalysen har vi benyttet vår makroøkonomiske modell NEMO med en tapsfunksjon som bare legger vekt på inflasjonen
- 3 I denne modellanalysen har vi benyttet NEMO med en tapsfunksjon som både legger vekt på inflasjonen og produksjonsgapet, der vekten på produksjonsgapet er satt til 0,5

Fleksibel inflasjonsstyring

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. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Inflasjonsstyringen er derfor fleksibel.

Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble innført i 2001. Utviklingen i konsumprisene har siden da vært godt innenfor den fleksibiliteten mandatet for pengepolitikken gir rom for. I gjennomsnitt har tolv-månedersveksten i KPI vært 1,8 prosent. Den årlige prisveksten har variert mellom 0,4 og 3,8 prosent. Veksten i konsumprisene kan variere en del fra måned til måned og fra år til år som følge av mer tilfeldige svingninger i enkeltpriser, blant annet energipriser. Målt som to års glidende gjennomsnitt har den årlige prisveksten variert mellom 1 og 3 prosent. Inflasjonen har vært lav og stabil.

Pengepolitikken er fleksibel, og Norges Bank kan i rentesettingen legge vekt på andre forhold enn prisveksten, så lenge det er forventninger om at inflasjonen vil holde seg lav og stabil. Når prisveksten er høy, vil derfor styringsrenten bli satt slik at det gir utsikter til avtakende prisvekst for å hindre at inflasjonsforventningene mister feste. Høye inflasjonsforventninger kan virke selvforsterkende og drive prisveksten ytterligere opp. Samtidig fører høy inflasjon gjerne til en mer variabel inflasjon som gjør det vanskeligere for husholdninger og bedrifter å planlegge. Erfaringene viser dessuten at det er store kostnader forbundet med å bringe inflasjonen ned igjen fra høye nivåer.

Motsatt, når prisveksten er lav, vil styringsrenten bli satt slik at det gir utsikter til stigende prisvekst for å hindre at forventningene om inflasjonen får feste på et for lavt nivå. For lave inflasjonsforventninger kan svekke effektiviteten til pengepolitikken. Når

inflasjonen eller produksjonen er blitt for lav etter et tilbakeslag i økonomien, bør realrenten reduseres slik at utviklingen motvirkes. Det er grenser for hvor langt ned styringsrenten kan settes. Dersom forventningene til inflasjonen er svært lave, vil det begrense mulighetene for hvor lavt realrenten kan komme. Det kan virke selvforsterkende og bringe inflasjonen ytterligere ned. I ytterste konsekvens kan det føre til nedgangstid med deflasjon, med store kostnader for økonomien generelt og låntakere spesielt.

Rentesettingen og utviklingen i prisveksten og i økonomien for øvrig vil påvirkes av hvilke forstyrrelser økonomien utsettes for. Norges Bank vil i større grad enn ellers akseptere at prisveksten er høy dersom utviklingen i og utsiktene for produksjon og sysselsetting her hjemme er svake. Tilsvarende vil Norges Bank i større grad enn ellers akseptere at prisveksten er lav dersom utviklingen i og utsiktene for produksjon og sysselsetting er gode. Norges Bank legger også vekt på robusthet og tar hensyn til faren for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp. Slike vurderinger vil også påvirke hvor raskt inflasjonen bringes tilbake mot inflasjonsmålet.

Prisveksten er nå lav, men anslås i denne rapporten å øke gradvis til 1¾ prosent i 2016. Prisveksten er lav blant annet fordi prisimpulsene utenfra er lave og fordi kronen er sterk. Kronen er sterk blant annet fordi oljeprisen er høy og fordi rentene ute er nær null. Samtidig bidrar krisen i Europa trolig til å dempe lønnsveksten også her hjemme. Det er derfor sterke krefter utenfra som bidrar til å holde pris- og kostnadsveksten nede. Det betyr også at renten må settes svært lavt for fullt ut å motvirke disse kreftene. I en situasjon der oppgangen i gjeld og boligpriser fortsetter, og med en kapasitetsutnyttning i norsk økonomi nær et normalt nivå, vil det være rimelig å bruke tid på å bringe prisveksten opp igjen.

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/13

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 1/13, se figur 1.23. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane (se egen ramme side 19), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 1.24 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.

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

Kronen har svekket seg og er noe svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. En svakere krone bidrar

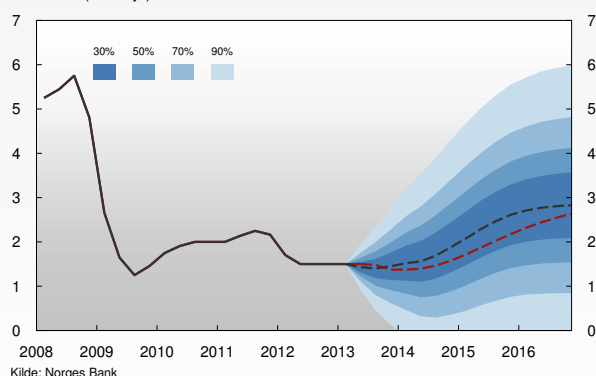
isolert sett både til høyere prisvekst og høyere aktivitet i økonomien. Det trekker i retning av en høyere styringsrente, se lilla søyler.

Utviklingen i produksjon og etterspørsel i norsk økonomi har vært lavere enn ventet. Veksten i sysselsettingen har avtatt og arbeidsledigheten har vært litt høyere enn anslått. Kapasitetsutnyttingen vurderes å være litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det trekker i retning av en lavere styrings­rente, se grønne søyler.

Veksten i konsumprisene har vært litt høyere enn ventet siden Pengepolitisk rapport 1/13. Det trekker isolert sett i retning av en høyere styringsrente, se røde søyler. Samtidig er utsiktene for inflasjonen dempet som følge av at lønnsveksten ser ut til å bli lavere enn tidligere anslått. Lavere lønnsvekst trekker renteprog­nosen ned, se lyseblå søyler.

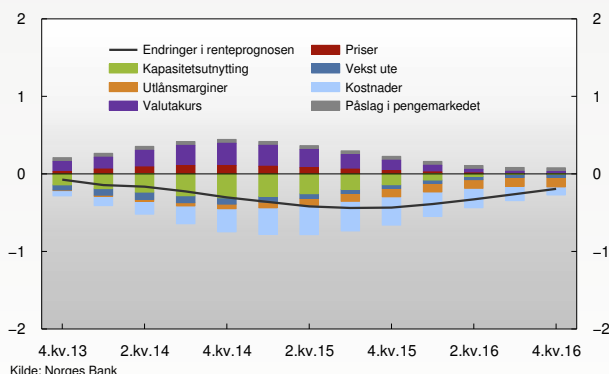
Påslagene i pengemarkedet har falt noe, og er litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Lavere påslag trekker isolert sett styringsrenten opp, se grå søyler. Samtidig har bankene økt utlånsrentene til

Figur 1.23 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/13 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/13 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

Figur 1.24 Faktorer bak endringer i renteprog­nosen fra PPR 1/13. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2013 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

husholdninger og foretak. Bankenes utlånsmarginer, forskjellen mellom pengemarkedsrenten og utlånsrentene, ventes å holde seg på noe høyere nivåer enn tidligere anslått. 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

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

	2013	2014	2015	2016
KPI	1¾ (¼)	1½ (0)	1¾ (-¼)	1¾ (-¼)
KPI-JAE ¹⁾	1¼ (0)	1½ (0)	1¾ (-¼)	1¾ (-¼)
Årslønn ²⁾	3½ (-½)	3¾ (-½)	4¼ (-¼)	4¼ (0)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ³⁾	2¾ (-¼)	3¼ (-½)	2¾ (-½)	2¾ (-¼)
BNP Fastlands-Norge	2½ (-¼)	2¾ (-¼)	2¾ (¼)	2¾ (0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴⁾	¼ (-¼)	¼ (-¼)	0 (-¼)	0 (0)
Sysselsetting, personer (KNR)	1¼ (-¼)	1¼ (0)	1¼ (¼)	1¼ (¼)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2½ (0)	2¾ (¼)	2¾ (¼)	2¾ (0)
Nivå				
Styringsrente ⁵⁾	1½ (0)	1½ (-¼)	2 (-¼)	2½ (-¼)
Importveid valutakurs (I-44) ⁶⁾	87 (1½)	87 (2½)	86½ (2)	86¾ (1¾)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁷⁾	½ (0)	½ (0)	1 (0)	1¼ (0)

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 Finansiell stabilitet

Finansielle ubalanser kan bygge seg opp i perioder med god vekst i økonomien. Når gjeld og formuespriser stiger, øker også fallhøyden og dermed sårbarheten i det finansielle systemet. Bankenes kapitaldekning, og særlig den motsykliske kapitalbufferen, skal bidra til å redusere denne sårbarheten. Bufferen skal bygges opp i gode tider og kunne tæres på ved et tilbakeslag i økonomien og utsikter til store tap i bankene. Det vil kunne bidra til at bankene er mer tilbakeholdne med å yte kreditt i oppgangstider og strammer mindre inn på sine utlån i

nedgangstider enn de ellers ville gjort. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer skal fastsettes av Finansdepartementet etter råd fra Norges Bank. Det nye regelverket åpner for at bufferkravet kan innføres til høsten med virkning fra andre halvår 2014.¹ Norges Banks kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer er beskrevet nedenfor.

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

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

Råd fra Norges Bank om å aktivere eller øke den motsykliske kapitalbufferen vil som en hovedregel ta utgangspunkt i fire nøkkelindikatorer: i) samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 foretak for Fastlands-Norge) som andel av BNP for Fastlands-Norge, ii) boligpriser i forhold til husholdningenes disponible inntekt, iii) salgspriser på næringseiendom², og iv) andelen markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner, se figur 2.1 til 2.4.³ Samlet gir de fire indikatorene signaler om sårbarhet og finansielle ubalanser. De har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet.

Som grunnlag for rådet om kapitalbufferen vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorene og sammenlikne nåsituasjonen med historiske verdier. Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene 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.

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

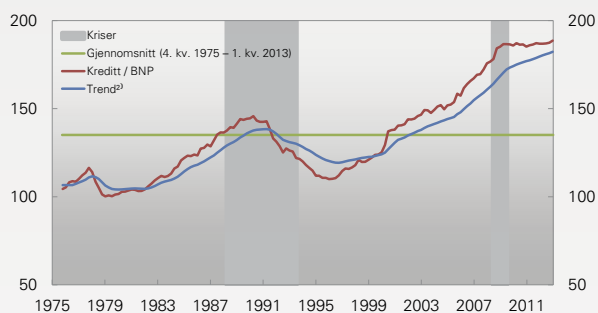
kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

Nøkkelindikatorerne 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.

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.

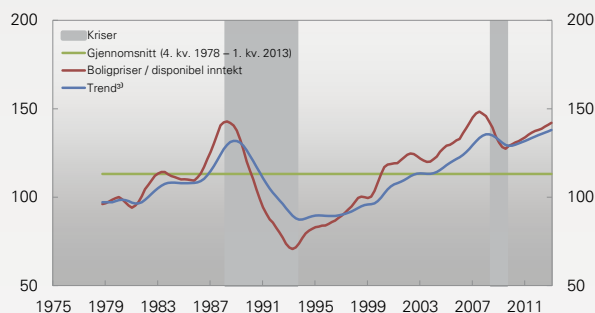
- 1 Se også Norges Bank Memo 1/2013: Kriterier for en god motsyklisk buffer
- 2 Indikatorerne er basert på OPAK sine beregnede salgspriser for kontorlokaler i Oslo som tar utgangspunkt i anslåtte leiepriser fra Dagens Næringslivs eiendomsindeks
- 3 Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer,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

Figur 2.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 4. kv. 1975 – 1. kv. 2013



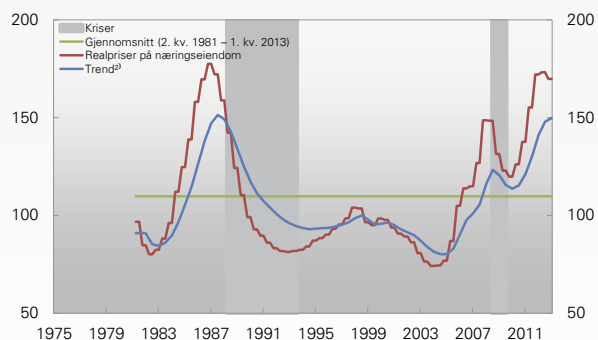
- 1) Summen av K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (samlet økonomi før 1995) og K2 husholdninger
 - 2) Ensidig Hodrick Prescott-filter med rekursive anslag. Lambda = 400 000
- Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 2.2 Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 4. kv. 1978 – 1. kv. 2013



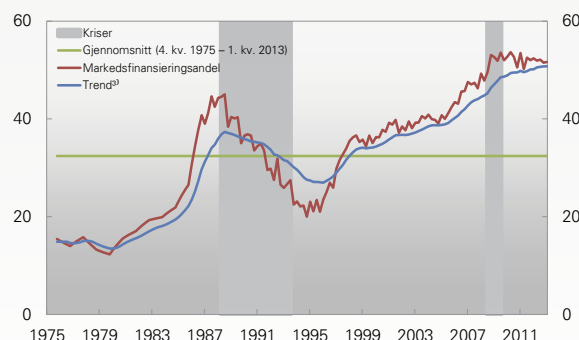
- 1) Kvartalstall frem til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
 - 2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
 - 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter med rekursive anslag. Lambda = 400 000
- Kilder: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

Figur 2.3 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 1. kv. 2013



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

Figur 2.4 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel²⁾. Prosent. 4. kv. 1975 – 1. kv. 2013



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

Etter en lang periode med oppgang har flere av indikatorene for finansielle ubalanser utviklet seg mer stabilt de siste årene, se figur 2.1 til 2.4. Gjeld og formuespriser stiger ikke lenger like raskt som i årene før finanskrisen. Indikatorene er likevel på høye nivåer, og de ligger fremdeles over de beregnede trendene, se rammen på side 30. Det tyder på at økonomien fortsatt er sårbar.

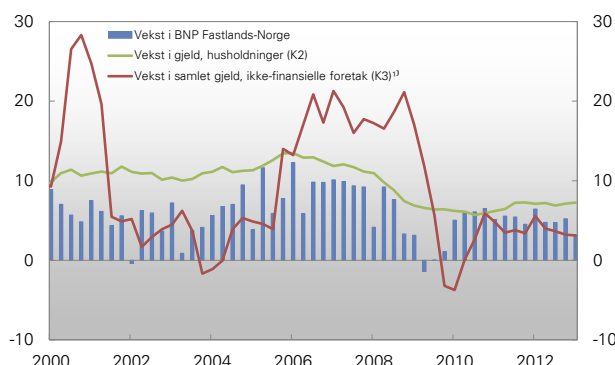
Samlet kreditt har siden midten av 2009 vokst om lag i takt med verdiskapingen, se figur 2.1. Det er husholdningene som holder den samlede gjeldsveksten oppe, se figur 2.5. Husholdningenes gjeld vokser mer enn inntektene, og gjeldsbelastningen øker dermed videre, se figur 2.6. Det er utsikter til at husholdningenes gjeldsbelastning øker også fremover, se figur 1.15. Når gjeldsbelastningen øker, blir husholdningene mer sårbare for bortfall av inntekt eller økte lånerenter. En analyse av norske husholdningers ligningsdata viser at andelen med særlig høy gjeldsbelastning steg fra 2010 til 2011, se rammen på side 32. Den finansielle sparingen øker for husholdningene samlet, men husholdninger med høy gjeld har fortsatt små finansielle buffere.

Boligprisveksten de siste månedene har vært svakere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Årsveksten ved utgangen av første kvartal var likevel fortsatt høyere enn veksten i disponibel inntekt, se figur 2.7. Norges Bank venter at veksten i boligprisene blir lavere enn veksten i disponibel inntekt i årene som kommer. Blir utviklingen som anslått, kan det etter hvert redusere potensialet for et boligprisfall.

Gjeldsveksten til ikke-finansielle foretak har siden finanskrisen vært lavere enn veksten i verdiskapingen, se figur 2.5. Etterspørselen etter lån er nært knyttet til foretakenes investeringer. I mai i år meldte bedriftene i Norges Banks regionale nettverk at de planla moderat vekst i investeringene de neste 12 månedene. Det er på linje med investeringsplanene de siste årene, se figur 2.8.

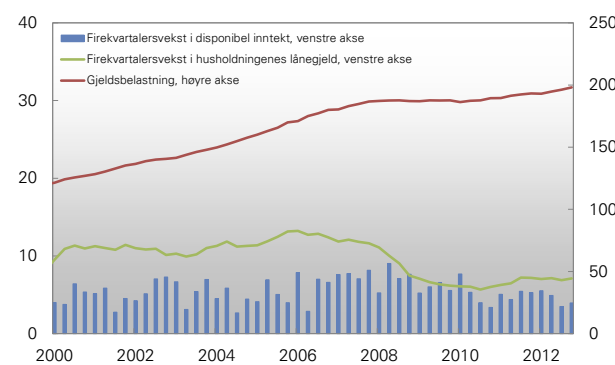
Banklån er den viktigste finansieringskilden for ikke-finansielle foretak og utgjør 80 prosent av den totale innenlandske kreditten (K2), se figur 2.9. Bankene som deltar i Norges Banks utlånsundersøkelse, har de siste årene meldt om innstramming i kredittpraksisen overfor foretak. Siden i fjor er lån fra banker og kredittforetak som andel av foretakenes totale gjeld blitt redusert med vel 2 prosentenheter. Nedgangen i andelen kreditt fra

Figur 2.5 Gjeld i husholdninger og ikke-finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2013



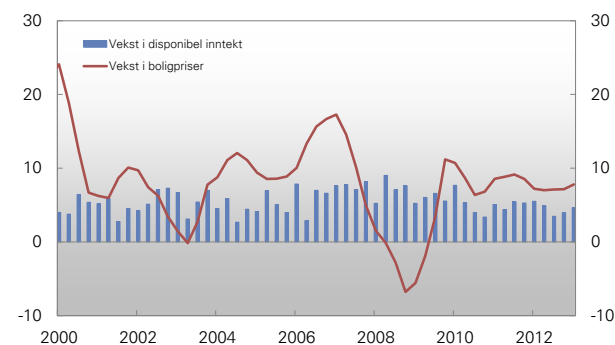
1) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsk gjeld i ikke-finansielle foretak. Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 2.6 Husholdningenes gjeldsbelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2012



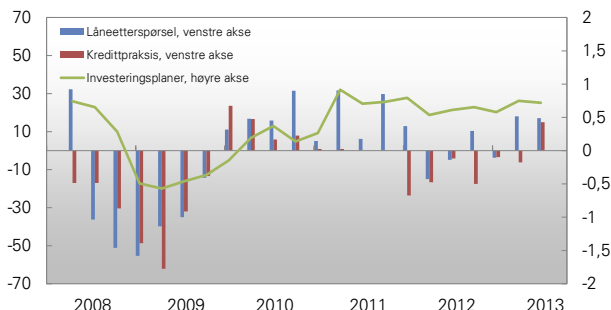
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt, korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Boligpriser og disponibel inntekt¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2013



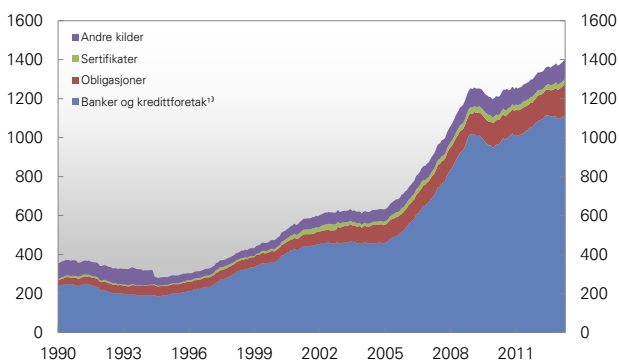
1) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes Forening (EFF), Finn.no, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 2.8 Investeringsplaner¹⁾ og låneetterspørsel²⁾ fra ikke-finansielle foretak, samt bankenes kredittpraksis overfor ikke-finansielle foretak. 4. kv. 2007 – 1. kv. 2013



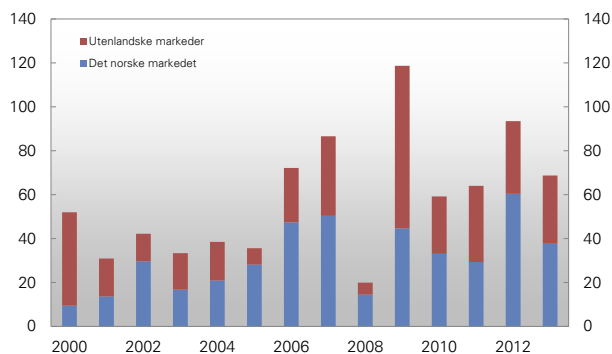
1) Bedrifter i Norges Banks regionale nettverk. Forventet endring i investeringer neste 12 måneder. Indeksen går fra -5 til +5, der -5 indikerer et stort fall mens +5 indikerer kraftig vekst
2) Skalaen går fra -100 prosent til +100 prosent, der -100 indikerer en betydelig innstramning i kredittpraksis/reduksjon i låneetterspørsel, mens +100 indikerer en betydelig lettelse i kredittpraksis/økning i låneetterspørsel
Kilde: Norges Bank

Figur 2.9 Innenlandsk kreditt til norske ikke-finansielle foretak (K2). Beholdninger. Milliarder kroner. Januar 1990 – april 2013



1) Klassifiseringen er endret slik at både Eksportfinans og Eksportkreditt inngår som kredittforetak. Eksportkreditt klassifiseres som "andre kilder" i Statistisk sentralbyrå sin statistikk
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Emisjoner fra norske ikke-finansielle foretak i norske og utenlandske obligasjonsmarkeder. Milliarder kroner. 2000 – 2013¹⁾



1) 2013 er basert på data fram til 13. juni
Kilder: Stamdata og Bloomberg

banker er motsvart av økt obligasjonsgjeld. Obligasjoner stod for mer enn halvparten av veksten i foretakenes innenlandske kreditt fra april i fjor til april i år.² I 2012 emitterte norske ikke-finansielle foretak 60 milliarder kroner i det norske obligasjonsmarkedet, se figur 2.10. Emisjonsvolumet økte fra de fleste foretakssektorene, men det var spesielt foretak innen shipping og nærings-eiendom som bidro til veksten i det norske markedet.³ Det er sektorer som bankene strammet inn sin utlånspraksis overfor i 2012. Så langt i år har de norske foretakene emittert 70 milliarder kroner, nesten 50 prosent mer enn på samme tid i fjor. Til tross for økningen er obligasjonsgjeld som andel av foretakenes kreditt lavere nå enn gjennom 1990-tallet.

Innen enkelte segmenter av næringsseiendom har prisene økt mye de siste årene, se figur 2.3 og 2.11. Bankene har store eksponeringer mot næringsseiendom og spesielt mot kontorsegmentet i Osloregionen. Som følge av at nye kontorbygg ble ferdigstilt, økte omfanget av ledige kontorlokaler i Osloregionen noe det siste halvåret fram til mars 2013, se figur 2.11. Samtidig har etterspørselen etter kontorlokaler vært høy, og markedsaktører venter stabil eller noe lavere arealledighet fremover.⁴ Det vil kunne bidra til å holde leie- og salgsprisene oppe. Bankene har de siste årene strammet inn på sin kredittpraksis overfor næringsseidomsforetak. Strengere praksis for å bevilge nye lån har bidratt til redusert risiko i bankenes næringsseidomsporteføljer.⁵

Andelen av virksomheten til norske banker og kredittforetak finansiert med lån fra penge- og kredittmarkedene har ligget relativt stabilt siden finanskrisen etter å ha økt markant i årene før krisen, se figur 2.4. Når banker vokser raskt, er det vanskelig å finansiere utlånsveksten med innskudd og egenkapital. God vekst i innskudd kombinert med moderat utlånsvekst begrenser for tiden behovet for å øke andelen markedsfinansiering. Se kapittel 3 for nærmere beskrivelse av bankenes finansieringsstruktur og tilgang på finansiering.

2 Basert på vekst i beholdninger

3 Se *Aktuell kommentar 2/2013: Utstedelser av foretaksobligasjoner i det norske markedet*

4 Se for eksempel Eiendomsspars *Oslostudiet 2013* og DNB Næringsmeglings rapport fra mars 2013

5 Bankenes rapportering til Finanstilsynet tyder på at risikoen i næringsseidomsporteføljene samlet sett ble redusert fra 2011 til 2012. Se Finanstilsynets *Finansielt utsyn 2013*

Finansdepartementet la 22. mars fram forslag til nye lovregler om kapitalkrav for norske banker. Loven ble vedtatt i Stortinget 10. juni og trer i kraft 1. juli i år. Det nye regelverket bygger på EUs kapitaldekningsdirektiv, de såkalte CRD IV-reglene. Minstekravet om kapitaldekning på 8 prosent videreføres, hvorav ren kjernekapital skal utgjøre minst 4,5 prosentenheter. I tillegg innføres fire ulike kapitalbuffer: bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige banker og motsyklisk buffer, se figur 2.12.⁶ Den motsykliske bufferen skal normalt utgjøre mellom 0 og 2,5 prosent. Alle bufferne skal oppfylles med ren kjernekapital og er såkalte myke krav.⁷ Det ligger an til at beregningsgrunnlaget som gjelder for dagens minstekrav til kapital, også vil gjelde for de nye kapitalbufferne.⁸

Systemrisikobufferen, bufferen for systemviktige banker og den motsykliske kapitalbufferen skal alle holdes mot ulike former for systemrisiko. Den motsykliske bufferen skiller seg fra de andre bufferne ved at den skal holdes mot systemrisiko som varierer over tid.

Den norske implementeringen blir noe raskere enn det internasjonale regelverket legger opp til. Ved full innføring av systemrisikobufferen og bufferen for systemviktige banker vil kravet til ren kjernekapitaldekning bli 12 prosent for en norsk systemviktig bank. Inkludert motsyklisk buffer vil kravet variere mellom 12 og 14,5 prosent.

Ved utgangen av 2012 oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning som vil gjelde fra 1. juli 2013, se figur 2.13. Hvor mye ulike bankkonsern vil måtte øke kapitaldekningen fremover, avhenger blant annet av hvilke banker som blir pekt ut som systemviktige og størrelsen på den motsykliske bufferen.

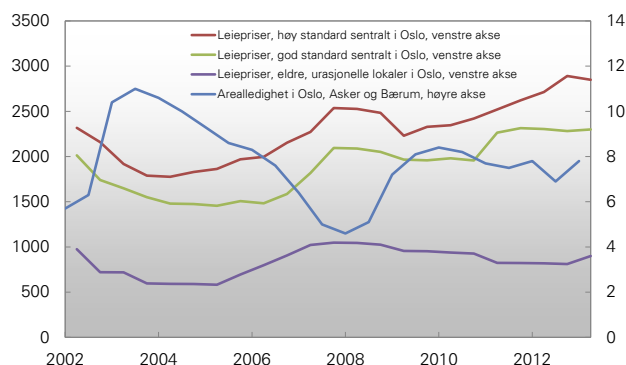
Bankene kan øke sin kapitaldekning på ulike måter. For det første kan de bedre kapitaldekningen ved å styrke egenkapitalen, enten gjennom emisjoner eller ved å holde tilbake overskudd. For det andre kan bankene øke kapitaldekningen ved å redusere eller endre sammensetningen av utlånene slik at de risikovektede eiendelene synker.

6 Bufferen for systemviktige banker vil kun gjelde institusjoner som senere i år blir pekt ut som systemviktige

7 Banker som ikke oppfyller kravene, må legge fram en plan for Finanstilsynet for hvordan de skal øke den rene kjernekapitaldekningen og får begrensninger på utbytte og andre utbetalinger inntil kravene er nådd

8 Se pressemelding fra Finansdepartementet 14. juni 2013, *Sanksjon og ikraftsetting av nye kapitalkrav*

Figur 2.11 Arealledighet¹⁾ og leiepriser²⁾ for kontorlokaler. Prosent og kroner per kvm. 1. halvår 2002 – 1. halvår 2013

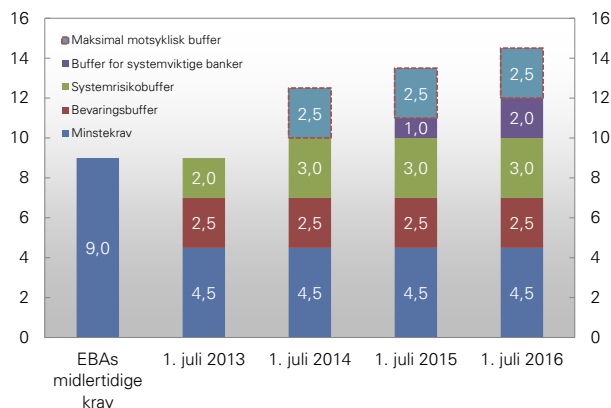


1) Antall kvm ledige lokaler i prosent av totalt antall kvm. Til og med mars 2013

2) Leiepriser i faste 2013-kroner. Til og med juni 2013

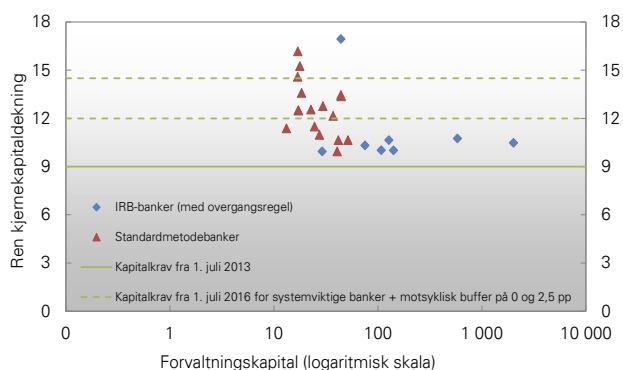
Kilder: OPAK, Dagens Næringsliv, DNB Næringsmegling og Statistisk sentralbyrå

Figur 2.12 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 30. juni 2012 – 1. juli 2016



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.13 Bankkonsernenes¹⁾ rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital (FKV). Milliarder kroner. Per 31. desember 2012



1) Bankkonsern med FVK større enn 10 milliarder kroner med unntak av utenlandske filialer i Norge

Kilder: Finanstilsynet, bankkonsernenes resultatrapporter og Norges Bank

Bankenes rene kjernekapitaldekning økte samlet med 1,2 prosentenheter i 2012. Dersom de ikke hadde betalt ut utbytte, ville økningen vært om lag 1,4 prosentenheter. Den risikovektede verdien av bankenes eiendeler var nær uendret. Det må ses i lys av at bankene endret sammensetningen av sine utlån. Bankene reduserte sine fordringer på utenlandske bedriftskunder med høye risikovekter⁹, og økte utlånene til husholdninger, hvor risikovektene er lavere.

Kredittveksten til husholdninger og foretak fremover, slik den anslås i denne rapporten, gir en årlig økning i bankenes risikovektede eiendeler på rundt 4 prosent.¹⁰ Med inntjening på linje med 2012 vil bankene samlet kunne øke sin rene kjernekapitaldekning med opp mot 1 prosentenheter i året gjennom tilbakeholdt overskudd.¹¹ Skal bankene øke kapitaldekningen raskere, må de øke nettoinntjeningen eller la sine risikovektede eiendeler vokse mindre. Bankene har den siste tiden økt sine utlånsmarginer. Det har bedret inntjeningen og gjør at bankene raskere kan øke kapitaldekningen. Bankene kan også velge å hente inn ny kapital gjennom emisjoner.

9 Reduksjonen skyldes både en sterkere norsk krone og faktisk reduksjon i utlån

10 Dette er en forenklet beregning der vi har tatt utgangspunkt i bankenes utlån til husholdninger og foretak og forutsatt at 60 prosent av utlånene er til husholdninger og 40 prosent til foretak. Vi har antatt at overgangsregelen videreføres og binder og at om lag halvparten av foretakenes gjeldsvekst kommer fra obligasjonsmarkedet

11 Vi har antatt at hele overskuddet brukes til å øke egenkapitalen

Måling av finansielle ubalanser

Som grunnlag for rådet om den motsykliske kapitalbufferen vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenligne nåsituasjonen med historiske trendene. 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.

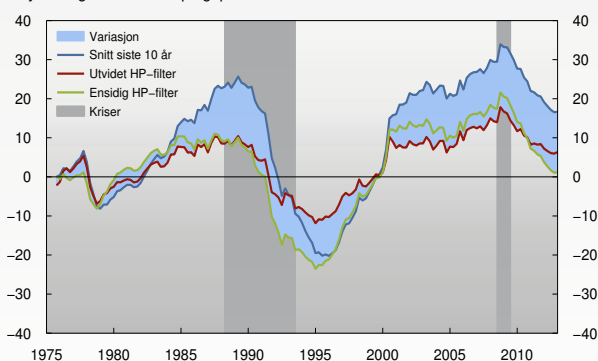
Baselkomiteen for banktilsyn anbefalte bruk av et såkalt ensidig Hodrick Prescott-filter (HP) som et teknisk utgangspunkt for å beregne trenden i kreditt som andel av BNP.¹ HP-filteret bruker i utgangspunktet både historisk og fremtidig informasjon i

beregningen av trenden. I et rent ensidig filter benyttes ingen antakelser om utviklingen fremover. Trendene er beregnet slik at de gir uttrykk for hva trenden ville vært på ethvert tidspunkt i observasjonsperioden.

En fordel med HP-filteret er at det gir høyere vekt til nyere observasjoner. Det kan være en måte å fange opp strukturelle brudd i indikatoren. Samtidig gjør det trenden følsom for kraftig økning eller fall i indikatoren mot slutten av observasjonsperioden. Ved å utvide observasjonsperioden med en enkel prognose basert på uendret nivå fremover, får slike store endringer mindre betydning for trendanslaget. Beregninger viser at dette også bidrar til å redusere usikkerheten i trendberegningen for indikatoren. Denne metoden er også lagt til grunn i trendberegningene i figur 2.1 til 2.4.²

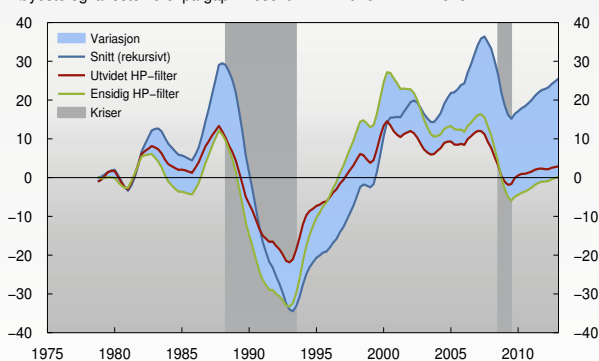
For indikatorer som kan antas å være stasjonære over tid, kan et historisk gjennomsnitt også være en nyttig referanse. Boligpriser som andel av disponibel inntekt

Figur 2.14 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Høyeste og laveste verdi på gap. Prosentenheter. 4. kv. 1975 – 1. kv. 2013



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

Figur 2.15 Boligpriser¹⁾ i forhold til disponibel inntekt²⁾. Høyeste og laveste verdi på gap. Prosent. 4. kv. 1978 – 1. kv. 2013



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

og realprisen på næringseiendom kan antas å vende tilbake til et historisk snitt over tid. For disse to indikatorene har vi derfor valgt å beregne en alternativ trend i form av et gjennomsnitt. Snittet beregnes rekursivt slik at trenden på ethvert tidspunkt ikke påvirkes av data som publiseres på et senere tidspunkt. Et historisk gjennomsnitt eger seg dårligere som referanse for indikatorer som ikke kan forventes å vende tilbake til historiske nivåer, som kreditt som andel av BNP og bankenes markedsfinansieringsandel. En utvikling mot dypere og bredere finansmarkeder siden dereguleringen på 1980- og 1990-tallet tilsier at husholdninger og bedrifter vil bruke finansmarkedene mer aktivt. For disse størrelsene har vi valgt å basere gjennomsnittet på en bevegelig tiårsperiode.

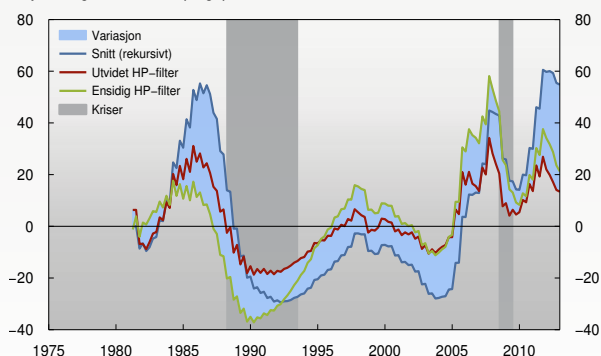
Figurene 2.14 til 2.17 viser utviklingen i nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Figurene viser et ensidig HP-filter som anvendt av Baselkomiteen, et HP-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose og gjennom-

snittsberegningene omtalt over. Trenden beregnet med det utvidete HP-filteret gir noe større gap på slutten av perioden for kreditt som andel av BNP, boligpriser som andel av disponibel inntekt og bankenes markedsfinansieringsandel enn Baselkomiteens metode. Spennvidden mellom største og minste verdi på gapene kan sies å være et mål på usikkerheten i beregningene. Sammenliknet med historiske gjennomsnitt er alle indikatorene på høye nivåer.

Det pågår for tiden arbeid i flere land med å utvikle indikatorer for finansielle ubalanser. Etter hvert som vi vinner ny innsikt, vil også våre indikatorer og metoder for trendberegninger kunne videreutvikles.

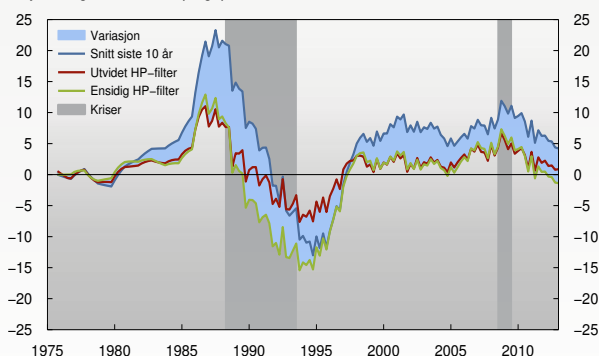
- 1 Baselkomiteen for banktilsyn, "Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer", desember 2010
- 2 For en nærmere analyse av egenskapene ved denne metoden, se *Staff memo 13/2013: Key indicators for a countercyclical capital buffer in Norway – Trends and Uncertainty*

Figur 2.16 Realpriser på næringseiendom¹⁾. Høyeste og laveste verdi på gap. Prosent. 2. kv. 1981 – 1. kv. 2013



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

Figur 2.17 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel²⁾. Høyeste og laveste verdi på gap. Prosentenheter. 4. kv. 1975 – 1. kv. 2013



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

Husholdningenes sårbarhet¹

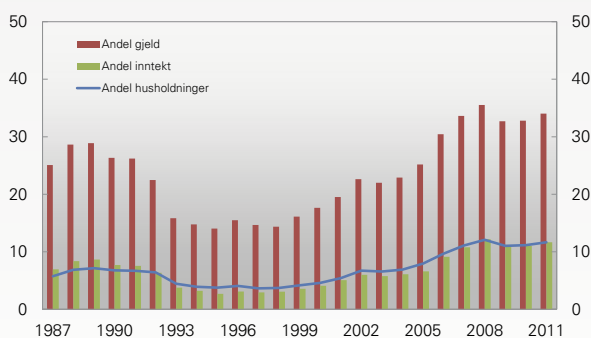
Husholdninger med høy gjeld i forhold til inntekt og formue er sårbare for renteøkninger eller inntektsbortfall. Det meste av husholdningenes gjeld er med pant i bolig, og historien har vist at boliglån sjeldent blir misligholdt. Våre analyser bekrefter at de fleste husholdninger har mye å gå på før de vil måtte misligholde gjelden. Skulle inntekt falle bort eller rentene stige, vil mange derimot måtte redusere konsumet av varer og tjenester. Det kan bidra til lavere omsetning, inntjening og produksjon i næringslivet, som i sin tur kan gi økte tap for bankene på utlån til bedriftsmarkedet.

Andelen husholdninger med gjeldsbelastning² over 500 prosent er på et høyt nivå og økte svakt fra 2010 til 2011, se figur 2.18. Veksten i boligpriser og husholdningenes gjeld i 2012 og 2013 kan tilsi at økningen har fortsatt. Samtidig forskyves husholdningenes samlede gjeld over på eldre husholdninger (over 55 år), se figur 2.19. De eldre har i utgangspunktet lavere gjeldsbelastning enn de yngre og er dermed mindre sårbare.

Rentefølsomheten øker med gjeldsbelastningen. Så lenge lårenten er lav, er også rentebelastningen³ lav. Skulle utlånsrentene øke til samme nivå som i 2008, det vil si 7–8 prosent, ville om lag 20 prosent av husholdningene få en rentebelastning på mer enn 20 prosent. Om lag halvparten av husholdningene med gjeldsbelastning over 500 prosent hadde en rentebelastning på over 20 prosent allerede ved det lave rentenivået i 2011. Økte rentebetalinger reduserer husholdningenes disponible inntekt, og det gir redusert etterspørsel etter varer og tjenester.

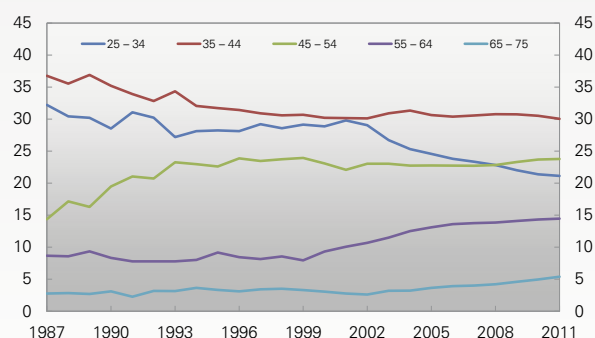
Husholdningene sett under ett har en stor finansiell formue. Relativt høy sparing de siste årene har økt finansformuen ytterligere. Formue som lett kan trekkes på, gjør isolert sett husholdningene mer robuste. Denne formuen er skjevt fordelt, og det er husholdningene med lav gjeldsbelastning som øker sin finansformue som andel av gjelden, se figur 2.20. Forholdet mellom finansformue og gjeld er stabilt i gruppene med høy og middels gjeldsbelastning.

Figur 2.18 Andel husholdninger med gjeldsbelastning¹⁾ over 500 prosent og deres andel av samlet inntekt etter skatt og gjeld. Prosent. Årsslutt. 1987–2011



1) Gjeldsbelastning beregnes som gjeld over disponibel inntekt
Kilder: Statistisk sentralbyrå (ligningsdata) og Norges Bank

Figur 2.19 Fordeling av husholdningenes gjeld på ulike aldersgrupper.¹⁾ Prosent. Årsslutt. 1987–2011

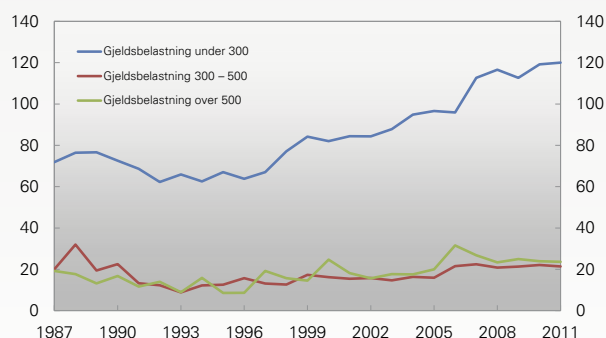


1) Aldersgruppene under 25 år og over 75 år vises ikke i figuren
Kilder: Statistisk sentralbyrå (ligningsdata) og Norges Bank

Selv om norske bankers tap på boliglån til nå har vært lave, viser andre lands erfaringer fra finanskrisen at bankene må være forberedt på tap også på boliglån. Husholdninger som har lite å gå på etter at normale utgifter er dekket, er spesielt sårbare for å misligholde sine lån. Andelen husholdninger med margin⁴ mindre enn én månedslønn er blitt gradvis mindre i Norge, se figur 2.21. Det gjenspeiler både at standardkonsumet er blitt relativt billigere som følge av lav prisvekst på konsumvarer, og at lånerenten har falt. Disse husholdningene holdt ved inngangen til 2012 under 10 prosent av samlet gjeld. Inntektsbortfall og rentøkninger i disse gruppene vil kunne resultere i mislighold, men de samlede banktapene vil trolig bli små.

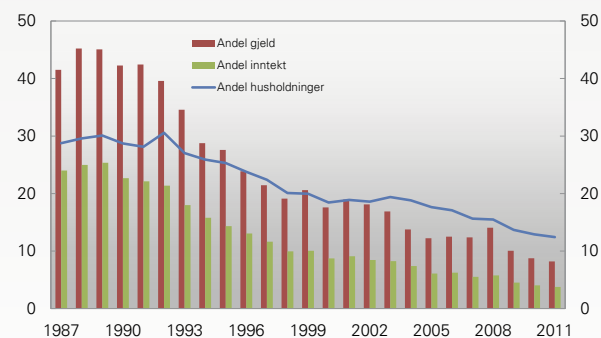
- 1 Analysen er basert på ligningstall for norske husholdninger. Sist tilgjengelige tall er per 31.12.2011. Husholdninger der hovedinntektstaker er personlig næringsdrivende er ekskludert
- 2 Gjeldsbelastning = gjeld/disponibel inntekt
- 3 Rentebelastning = rentebetalinger/(disponibel inntekt + rentebetalinger)
- 4 Margin = disponibel årsinntekt – standardkonsum (beregnet av Sifo) – boligkonsum (egne beregninger basert på SSBs Forbruksundersøkelse) – rentebetalinger

Figur 2.20 Finansformue¹⁾ som andel av gjeld for husholdninger med ulik gjeldsbelastning. Prosent. Årsslutt. 1987–2011



1) Slik den fremgår av ligningen, inkluderer ikke forsikringsreserver
Kilder: Statistisk sentralbyrå (ligningsdata) og Norges Bank

Figur 2.21 Andel husholdninger med en margin¹⁾ mindre enn én månedsinntekt og deres andel av samlet inntekt etter skatt og gjeld. Prosent. Årsslutt. 1987–2011



1) Husholdningenes margin beregnes som disponibel årsinntekt fratrukket standardkonsum etter husholdningstype beregnet ved Statens institutt for forbruksforskning (Sifo). Boligkonsum etter egne beregninger basert på Forbruksundersøkelsen til Statistisk sentralbyrå og rentebetalinger trekkes også fra.
Kilder: Statistisk sentralbyrå (ligningsdata), Sifo og Norges Bank

3 Nærmere om den økonomiske utviklingen

Internasjonal økonomi

Hos de fleste av våre viktige handelspartnere er det utsikter til at veksten blir noe lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/13. I USA dempes veksten midlertidig av skatteøkninger og utgiftskutt. I Europa tar det lenger tid enn tidligere ventet før de gjeldsutsatte landene kommer ut av resesjon. Også i fremvoksende økonomier ser det ut til at veksten blir noe svakere i år. Fra neste år venter vi at veksten nærmer seg en langsiktig trend, men mye ledige ressurser i mange land gjør at det vil ta tid før arbeidsledigheten er nede på mer normale nivåer.

Fra og med denne rapporten endrer vi på hvilke land som inngår i vårt handelspartneraggregat, se *Staff Memo 12/2013*. Fram til finanskrisen gir dette kun små endringer for BNP-veksten for handelspartnerne samlet, men etter 2010 har årlig BNP-vekst vært ¼ prosentenheter høyere med den nye sammensetningen av land, se figur 3.1. Vi venter at veksten hos handelspartnerne øker fra 1¼ prosent i 2013 til 2½ prosent i 2014. For inneværende år er anslaget nedjustert med ¼ prosentenheter siden forrige rapport, se tabell 3.1 Den globale veksten anslås å bli 2½ prosent i år, litt under gjennomsnittet for de siste 30 årene.

I tråd med litt svakere vekstutsikter har de fleste sentralbanker i de industrialiserte landene opprettholdt den svært ekspansive pengepolitikken. I april annonserte dessuten Bank of Japan ytterligere pengepolitiske lettelsener. For å nå inflasjonsmålet på 2 prosent senest innen to år sikter Bank of Japan mot å doble størrelsen på basispengemengden innen utgangen av 2014.¹ Den planlagte økningen vil i all hovedsak skje gjennom kjøp av japanske statsobligasjoner. Tiltaket fra den europeiske sentralbanken i fjor høst som åpnet for støttekjøp av europeiske statsobligasjoner (OMT) er så langt ikke blitt

¹ Basispengemengden (M0) består av sedler og mynt i omløp i tillegg til bankenes innskudd i sentralbanken, sistnevnte omtalt som sentralbankreserver eller bankenes likviditet. Når sentralbanken kjøper statsobligasjoner og andre verdipapirer som et ledd i pengepolitikken, betaler den ved å godskrive bankenes konti i sentralbanken, og basispengemengden øker. Begrepene drøftes nærmere i *Staff memo 5/2011* fra Norges Bank.

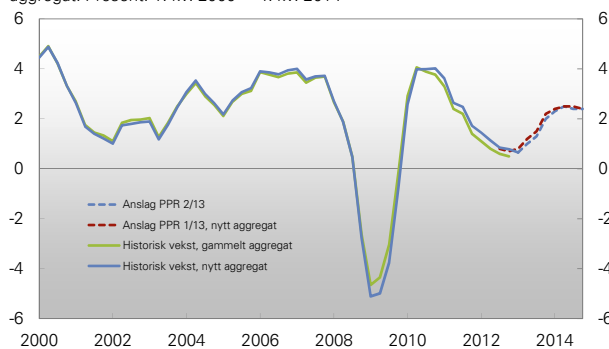
Tabell 3.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 1/13 i parentes

	Andel av verdens BNP ¹⁾ (prosent)	2013	2014	2015 – 2016 ²⁾
USA	23	2 (-¼)	2¾ (0)	3¼ (0)
Euroområdet	20	-½ (-¼)	1 (-¼)	1¾ (0)
Storbritannia	4	1 (0)	1¾ (-¼)	2¼ (0)
Sverige	0,7	1½ (¼)	2½ (0)	2¾ (0)
Kina	9	7¾ (-¼)	7¾ (-¼)	7½ (0)
Fremvoksende økonomier ³⁾	12	4	4½	4¾
Norges handelspartnere ⁴⁾	78	1¼ (-¼)	2½ (0)	2¾ (0)
Verden (PPP) ⁵⁾	100	3¼ (-¼)	4 (0)	4¼ (0)
Verden (markedskurser) ⁵⁾	100	2½ (-¼)	3¼ (-¼)	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. Aggregatet er endret fra og med denne rapporten. Canada, Østerrike, Hellas, Tsjekia, Ungarn og Taiwan er tatt ut. Brasil, India, Indonesia, Russland og Tyrkia er lagt til. Endring i anslagene er i forhold til hva vekstanslagene ville vært i forrige rapport med nytt handelspartneraggregat
- ⁵⁾ BNP-vekter. Norges Banks anslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF

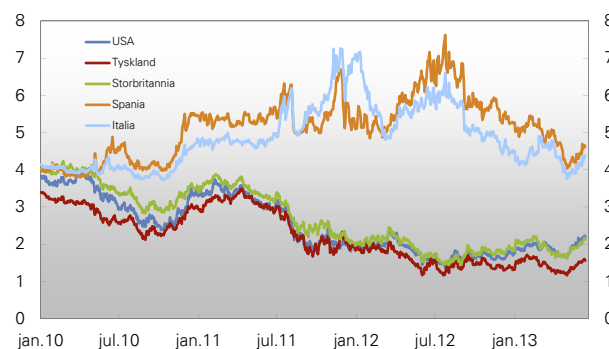
Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

Figur 3.1 BNP hos handelspartnerne. Firekvartalersvekst. Historisk vekst med nytt og gammelt handelspartneraggregat. Anslag i PPR 1/13 og nå, med nytt aggregat. Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2014



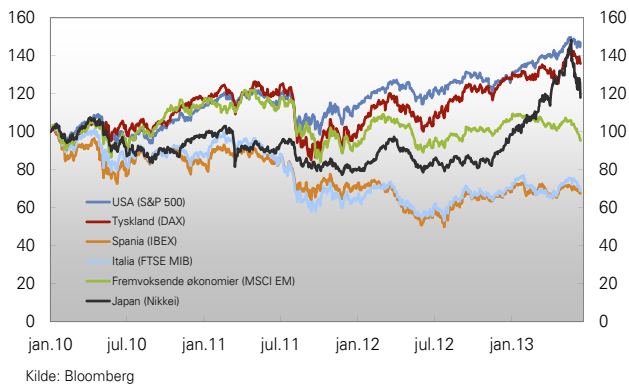
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.2 Rente 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 13. juni 2013



Kilde: Bloomberg

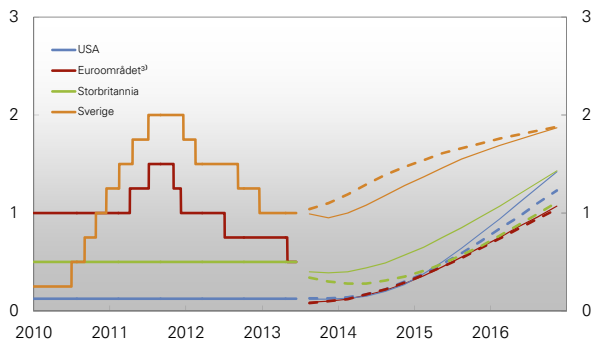
Figur 3.3 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks. 1. januar 2010 = 100. 1. januar 2010 – 13. juni 2013



Kilde: Bloomberg

brukt, men har økt tilliten til at eurosystemet vil bestå. Den ekspansive pengepolitikken bidro til at rentene i disse landene falt og aksjeindeksene steg fram til mai. Den siste tiden har imidlertid statsrentene både i gjeldsutsatte euroland og i de store økonomiene steget, se figur 3.2. Bakgrunnen for renteoppgangen er en viss bedring i det amerikanske arbeidsmarkedet og dermed forventninger om at sentralbanken i USA (Federal Reserve) allerede i løpet av 2013 vil redusere sine månedlige kjøp av obligasjoner. Siden Pengepolitisk rapport 1/13 er statsrentene i de store økonomiene samlet sett lite endret, mens de har falt i de gjeldsutsatte eurolandene. Også i aksjemarkedene har det funnet sted et visst omslag, og kursene har falt den siste tiden, se figur 3.3. Samlet sett er aksjeindeksene i USA og deler av Europa likevel noe høyere enn ved forrige rapport.

Figur 3.4 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 8. mars 2013 og 13. juni 2013.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2016²⁾



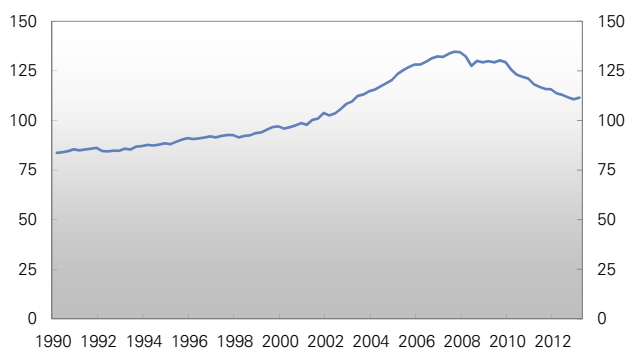
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 8. mars 2013. Tynne linjer viser terminrenter per 13. juni 2013. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 3. kvartal 2013
3) EONIA for euroområdet fra 3. kvartal 2013
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Styringsrentene i USA, Storbritannia og Japan har vært uendrede siden Pengepolitisk rapport 1/13. Markedsaktørene venter uendrede styringsrenter i USA, Storbritannia og Japan også de nærmeste årene, se figur 3.4. Den europeiske sentralbanken satte ned styringsrenten fra 0,75 til 0,5 prosent på rentemøtet i mai. Markedsprisingen indikerer ingen endringer i styringsrenten de nærmeste årene. I Sverige har styringsrenten vært uendret på 1 prosent siden forrige rapport, men markedsaktørene priser inn en viss sannsynlighet for kutt i løpet av året. For våre handelspartnere sett under ett er markedsaktørenes forventninger til styringsrentene om lag uendret fra forrige rapport.

Vekstutsikter for regioner og land

I USA var BNP-veksten i første kvartal noe lavere enn ventet. Automatiske offentlige utgiftskutt fra 1. mars og tidligere vedtatte skatteøkninger bidrar til svakere vekst på kort sikt. Arbeidsledigheten har falt. Nedgangen skyldes ikke bare høyere sysselsetting, men også at mange har forlatt arbeidsstyrken. Yrkesdeltakelsen i USA er nå på det laveste nivået siden midten av 1980-tallet. Fremover venter vi økt vekst i privat konsum og private investeringer. Husholdningene har allerede redusert gjeldsnivået mye, se figur 3.5, og boligmarkedet er i stadig bedring. I tillegg vil finanspolitikken virke mindre kontraktivt i 2014 enn i år. På lengre sikt er det ventet at økt energi-produksjon og bedre kostnadmessig konkurransevne også bidrar til tiltakende vekst.

Figur 3.5 USA: Husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1. kv. 1990 – 1. kv. 2013



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

I euroområdet falt BNP for sjette kvartal på rad. Fallet i første kvartal var likevel klart mindre enn i fjerde kvartal, og det er nå tegn til en viss stabilisering i de mest kriserammede landene. I kjernelandene er utviklingen mer blandet. I Tyskland var det svak vekst, mens aktiviteten i Frankrike faller. I euroområdet sett under ett ser det ut til at innenlandsk etterspørsel ikke faller like raskt som tidligere. Privat konsum har stabilisert seg på et lavt nivå, og fallet i investeringene har avtatt. Planlagte finanspolitiske innstramminger er mindre i år enn i fjor. Arbeidsledigheten er rekordhøy.

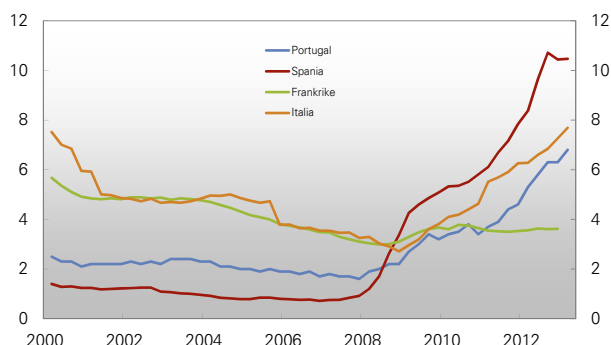
Bedringen i finansmarkedene siden i fjor sommer har så langt kun hatt begrensede positive virkninger på realøkonomien i euroområdet. Særlig er situasjonen i banksektoren fortsatt vanskelig i mange land. Selv om kapitaldekningen er bedret, skaper økende mislighold frykt for høyere tap og svekket fortjeneste fremover, se figur 3.6. Økte kapitalkrav demper også bankenes evne og vilje til å låne ut, samtidig som fallende boligpriser og økende arbeidsledighet reduserer verdien av sikkerheten og låntakeres betalingsevne. Gjeldsbelastningen er høy og kreditttilgangen vanskelig for mange små og mellomstore bedrifter i de gjeldsutsatte landene. Samtidig dempes etterspørselen etter kreditt av svake vekstutsikter, se figur 3.7.

Stramme kredittforhold og lavere eksportetterspørsel, særlig fra fremvoksende økonomier, bidrar til noe lavere vekst i euroområdet i andre halvår enn ventet i forrige rapport. Det pågående arbeidet med bankunionen og tiltak for å bedre kreditttilgangen vil trolig bidra til en gradvis normalisering av interbankmarkedet og økt utlånsvilje fra bankene. Vi anslår at BNP-veksten øker til 1 prosent i 2014.

I Storbritannia har gjeninnhenting etter det kraftige fallet i aktiviteten i 2008 og 2009 vært uvanlig svak. Lav lønnsvekst og vedvarende høy inflasjon har bidratt til svekket kjøpekraft for britiske husholdninger. Fortsatt høy gjeldsbelastning i privat sektor, stram finanspolitikk og svak utvikling i viktige eksportmarkeder vil trolig holde veksten nede de nærmeste årene.

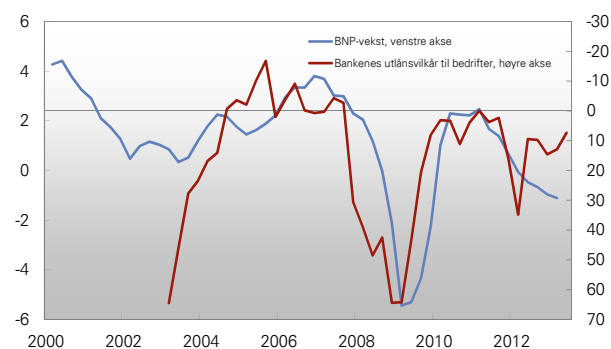
Veksttaket i Sverige tiltok i første kvartal. Det var god vekst i privat konsum, og optimismen blant husholdningene har tatt seg opp. Fortsatt fall i aktiviteten i euroområdet og avtakende vekst i fremvoksende økonomier

Figur 3.6 Misligholdte lån som andel av totale utlån. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2013



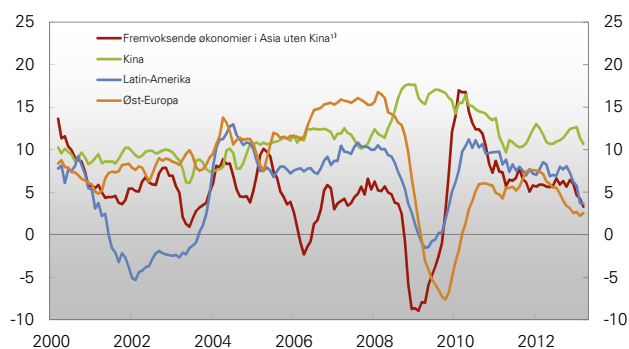
Kilder: Thomson Reuters og Banque de France

Figur 3.7 Bankenes utlånsvilkår i euroområdet. Netttotal¹⁾. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2013. BNP. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2013



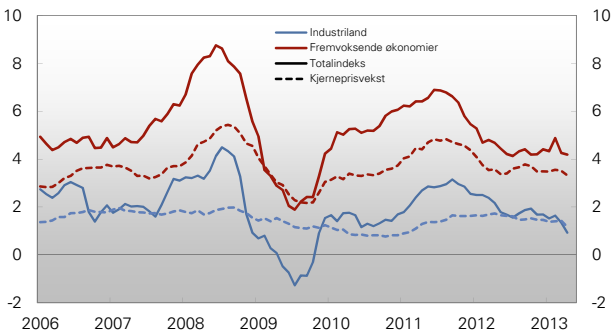
1) Bank lending survey. Verdier over null indikerer strammere utlånsvilkår
Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.8 Detaljhandel i fremvoksende økonomier. Volum. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – mars 2013



1) Justert for flom i Thailand i 2011
Kilder: Thomson Reuters, IMF og Norges Bank

Figur 3.9 Konsumpriser i industriland og fremvoksende økonomier.¹⁾
Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2006 – april 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: CEIC, IMF, 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 1/13 i parentes

	2013	2014	2015–16 ¹⁾
USA	1½ (-¼)	2 (0)	2¼ (0)
Euroområdet ²⁾	1½ (-¼)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2½ (¼)	2¼ (0)	2 (0)
Sverige	0 (-½)	1½ (-¾)	2½ (0)
Kina	2¾ (-½)	3½ (0)	3¼ (0)
Fremvoksende økonomier ³⁾	6	5¾	5½
Norges handelspartnere ⁴⁾	1¾ (-¼)	2¼ (0)	2½ (0)
Oljepris Brent Blend ⁵⁾	105	100	95

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

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

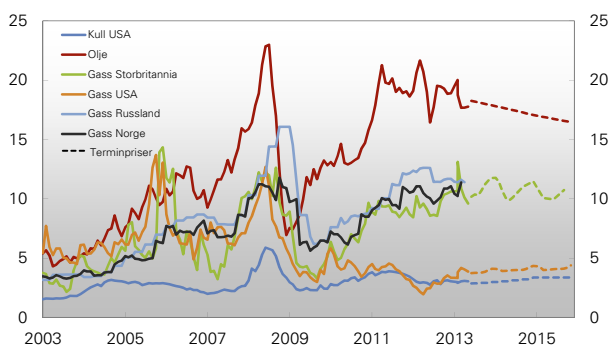
³⁾ Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. BNP-vekter

⁴⁾ Importvekter, 25 viktige handelspartnere. Aggregatet er endret fra og med denne rapporten. Canada, Østerrike, Hellas, Tsjekkia, Ungarn og Taiwan er tatt ut. Brasil, India, Indonesia, Russland og Tyrkia er lagt til. Endring i anslagene er i forhold til hva inflasjonsanslagene ville vært i forrige rapport med nytt handelspartneraggregat

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

Figur 3.10 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBTU.
Januar 2003 – desember 2015



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

tynger imidlertid eksportsektoren. Produksjonen i industrisektoren har vært om lag uendret det siste halvåret. Fremover ventes veksttaket å tilta, understøttet av ekspansiv økonomisk politikk og gradvis bedring hos viktige handelspartnere.

BNP-veksten i Kina i første kvartal var noe svakere enn lagt til grunn i forrige rapport, først og fremst som følge av lavere vekst enn ventet i investeringer og industriproduksjon. Boligprisveksten har økt noe, og i april ble det innført ytterligere reguleringer for å begrense overinvesteringer i boligmarkedet. Myndighetene ser nå ut til å tolerere noe lavere vekst enn tidligere for å legge til rette for økt privat konsum og en mer bærekraftig økonomisk utvikling. Fortsatt høy kredittvekst, økte infrastrukturinvesteringer og videre stabilisering i boligmarkedet bidrar til at den økonomiske veksten anslås å bli mellom 7,5 og 8 prosent de neste årene.

Utviklingen i andre fremvoksende økonomier har også vært noe svakere enn ventet i forrige rapport. Etter forsiktig bedring mot slutten av 2012 har eksportveksten avtatt, særlig til industriland. Innenlandsk etterspørsel har lenge vært sterk. Det må sees i sammenheng med lave renter, høy kredittvekst og ekspansiv finanspolitikk. Nå ser vi derimot at etterspørselsveksten avtar i mange fremvoksende økonomier, se figur 3.8. Lavere kredittvekst i flere land vil trolig bidra til å dempe veksten også videre fremover. I Brasil bidrar ekspansiv politikk til moderat økning i innenlandsk etterspørsel, men eksporten dempes av svak konkurranseevne.

Priser

Veksten i konsumprisene har falt i mange industriland, se figur 3.9. For de fleste av våre handelspartnere ser inflasjonen ut til å bli noe lavere i år enn vi ventet i forrige rapport. Det må ses i sammenheng med fallet i råvareprisene de siste månedene, men er også en følge av lav kapasitetsutnyttning i de fleste industrialiserte land. Langsiktige inflasjonsforventninger synes godt forankret på inflasjonsmålene 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 100 dollar per fat, om lag 10 dollar lavere enn ved forrige rapport. Fallet i oljeprisen må særlig ses i sammenheng med at veksten i blant annet

USA og Kina i første kvartal ble svakere enn ventet. Terminprisene antyder en viss nedgang i oljeprisen fremover. Dette skyldes trolig forventninger om moderat vekst i global oljeetterspørsel 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 er fortsatt høy, se figur 3.10. Relativt høye terminpriser for olje og britisk gass tyder på at den høye prisen på norsk gasseksport vil vare ved.

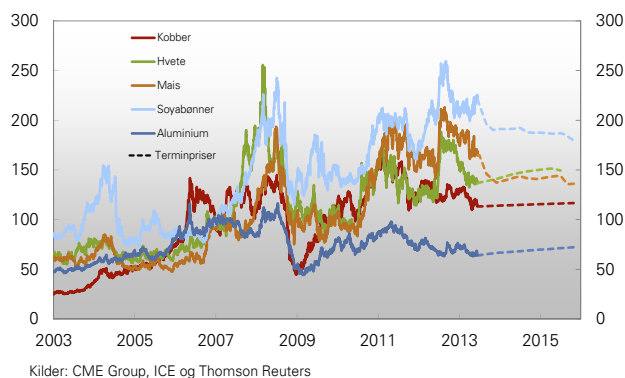
The Economists råvareindeks har falt med om lag 3 prosent siden forrige rapport. Prisen på industrimetaller har falt med om lag 5 prosent i samme periode. Terminprisene indikerer en viss prisoppgang fremover, se figur 3.11. Prisene på matvarer har falt med om lag 2 prosent, men er fortsatt historisk høye. Etter prisfall i mars og april har de fleste råvarepriser steget noe den siste tiden.

Valutamarkeder

Siden Pengepolitisk rapport 1/13 ble lagt fram i mars, har tiltak fra sentralbanker fortsatt å prege utviklingen i flere hovedvalutaer. Kursen på japanske yen svekket seg markert etter at Bank of Japan i april annonserte nye kvantitative lettelser, men har senere hentet seg inn igjen. Amerikanske dollar har svingt med markedets forventninger om hvor lenge sentralbanken vil fortsette å kjøpe obligasjoner i markedet, men har samlet sett svekket seg. Kursen på euro har styrket seg noe. Britiske pund svekket seg i begynnelsen av året, men har siden styrket seg etter at den økonomiske utviklingen har vist tegn til bedring.

Den effektive kronkursen nådde historisk sterke nivåer i midten av februar, men svekket seg en god del igjen de to neste månedene. Svekkelsen hadde sammenheng med lavere oljepris og at markedsrentene falt noe mer i Norge enn ute. Hittil i andre kvartal har kronen, målt ved den importveide kursindeksen (I-44), i gjennomsnitt vært 1,3 prosent svakere enn lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport, se figur 3.12. I denne rapporten har vi lagt til grunn at den importveide kursindeksen (I-44) de nærmeste kvartalene vil holde seg nær gjennomsnittlig kurs de siste månedene.

Figur 3.11 Råvarepriser. USD. Indeks. 2. januar 2007 = 100. Januar 2003 – desember 2015



Figur 3.12 Utviklingen i kronkursen. Importveid valutakurs (I-44)¹⁾. 1. januar 2006 – 13. juni 2013



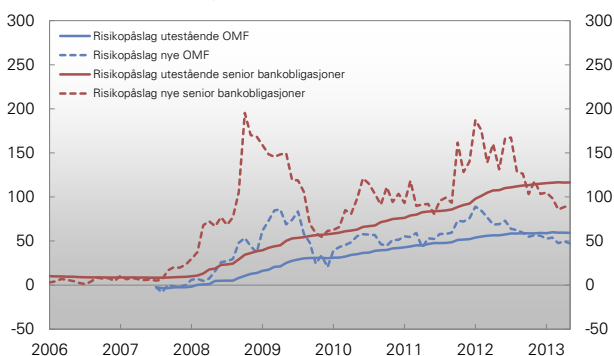
1) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
Kilde: Norges Bank

Figur 3.13 Bankenes kvalitative vurderinger av tilgang og risikopåslag på markedsfinansiering.¹⁾ Mars 2008 – mai 2013

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

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

Figur 3.14 Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske bankkonsern²⁾. Basispunkter. Januar 2006 – mai 2013

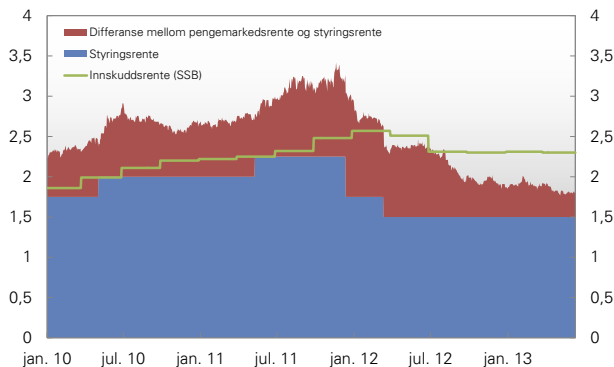


1) Differanse mot 3-måneder NIBOR

2) Alle banker og kredittforetak i Norge med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge

Kilder: Bloomberg, Stamdata, DNB Markets og Norges Bank

Figur 3.15 Innskuddsrente¹⁾ og pengemarkedsrente. Prosent. 1. januar 2010 – 13. juni 2013



1) Alle banker i Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norske banker

Markedsfinansiering og innskudd er bankenes viktigste finansieringskilder. Siden forrige rapport har rentene bankene betaler for å låne i markedet falt, mens innskuddsrentene har holdt seg om lag uendret.

Risikopåslaget i pengemarkedet er i mange land kommet ned mot nivåene fra før finanskrisen. Påslaget i norsk tremåneders pengemarkedsrente har falt til om lag 0,30 prosentenheter, noe lavere enn anslått i forrige rapport. Påslaget ventes å bli værende på det nivået fremover.

Norske banker og kredittforetak har fremdeles god tilgang på markedsfinansiering, se figur 3.13. Risikopåslagene på ny langsiktig markedsfinansiering har falt siden forrige rapport. Etter å ha økt siden 2007 har det gjennomsnittlige risikopåslaget på bankenes utestående obligasjonsgjeld stabilisert seg, se figur 3.14. Dersom påslagene på ny finansiering holder seg på dagens nivå fremover, vil det gjennomsnittlige påslaget på den utestående obligasjonsgjelden falle noe.

Det er fortsatt stor usikkerhet om utviklingen i risikopåslagene på langsiktig markedsfinansiering. Nedbelåning i Europa, høy innskuddsvekst og fortsatt høy likviditetstilførsel fra sentralbanker reduserer tilbudet av obligasjoner fra banker og kredittforetak. Det bidrar til å holde risikopåslagene på senior bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) nede. Oppbygging av kapital i bankene kan også føre til lavere risiko for tap for obligasjonseierne og dermed lavere risikopåslag på slik finansiering. På den annen side bidro håndteringen av kypriotiske banker i mars til økt oppmerksomhet om det kommende europeiske direktivet for kriseløsning. Det forventes at eierne av bankobligasjoner vil måtte ta tap også utenom konkurs, dersom banker ikke oppfyller kapitalkravet. Det kan bidra til å øke risikopåslagene på slik finansiering.

Det siste året har bankene betalt forholdsvis høye renter på innskudd fra publikum, og innskuddsrentene har vært høyere enn pengemarkedsrentene, se figur 3.15. Lavere risikopåslag på markedsfinansiering kan tilsi at bankene fremover ikke ønsker å betale like mye for innskudd.

Bankkonsernernes resultater før skatt var bedre i første kvartal i år enn i samme kvartal i fjor. Utlånstapene er

fortsatt lave. Inkludert hele kvartalets overskudd økte den rene kjernekapitaldekningen for IRB-bankkonsernene² med 0,1 prosentpoeng til 10,7 prosent.³

Bankenes utlånsrenter var om lag uendret fra fjerde kvartal 2012 til første kvartal 2013, se figur 1.5 og 3.16. Utlånsmarginene, differansen mellom utlånsrentene og pengemarkedsrenten, var noe lavere i første kvartal enn anslått i forrige rapport. De fleste norske bankene varslet økte utlånsrenter i mars. Økningen ble begrunnet ut fra strengere kapitalkrav og fikk for de fleste lånekunder virkning fra slutten av april. Endringene i kapitalkravene er beskrevet i kapittel 2. Vi forventer at renteøkningen vil gi økte utlånsmarginer fra andre kvartal i år og at marginene vil holde seg på det nivået ut året før de gradvis reduseres, se figur 3.17.

Norske banker og kredittforetak har i årets første kvartal opprettholdt veksten i utlån til husholdninger, mens veksten i utlån til foretak har avtatt. Utlånsundersøkelsen fra første kvartal viste at bankene forventer noe innstramming i kredittpraksis i andre kvartal. Det kan ha sammenheng med forventninger om økte kapitalkrav. For å øke kapitaldekningen kan banker velge å redusere sine utlån. En reduksjon i utlån med høy risikovekt gir størst virkning. Foretakslån har høye risikovekter sammenliknet med boliglån. Finansdepartementet la 22. mars fram en høring om risikovekter for boliglån.⁴ Analysene i denne rapporten bygger på at dagens regelverk, herunder overgangsgulvet⁵ fra Basel I, videreføres.

Utviklingen i bankenes finansieringsstruktur er påvirket av forventede regulatoriske krav til likviditet og lang-siktig finansiering. Norske banker er på god vei til å oppfylle det forventede kortsiktige likviditetskravet (LCR⁶), se figur 3.18. Dersom Baselkomiteens foreslåtte lettelse i kravet fra januar i år gjøres gjeldende, vil bankene bedre sin LCR-oppnåelse ytterligere.

2 IRB-bankkonsernene omfatter de 6 største norske bankkonsernene, samt Sparebanken Hedmark og Bank 1 Oslo Akershus. IRB betyr at disse bankene benytter interne modeller for å beregne kapitaldekningen

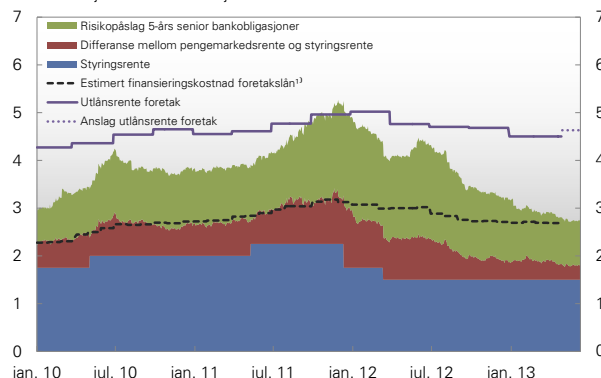
3 Dette er en beregnet størrelse da opptjent delårsresultat fratrukket utbytte-disponering først legges til ren kjernekapital ved årsskiftet

4 Norges Banks høringsvar datert 31. mai 2013 er tilgjengelig på bankens nettsider: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/brev-og-uttalelser/2013/beregningsgrunnlag-kapitalkrav/>

5 Overgangsgulvet innebærer at beregningsgrunnlaget (sum risikovektede eiendeler) for IRB-banker minst må utgjøre 80 prosent av hva det ville vært med Basel I-regelverket

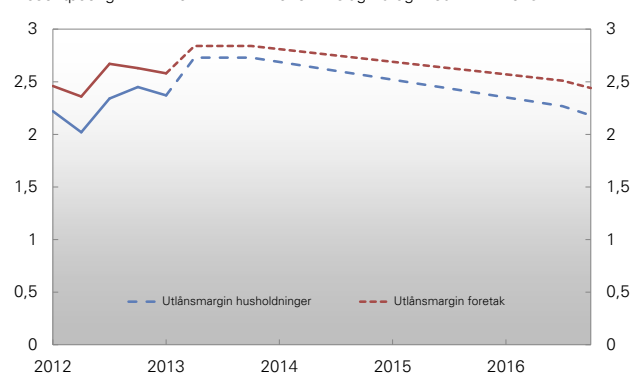
6 LCR står for Liquidity Coverage Ratio

Figur 3.16 Utlånsrente foretakslån og finansieringskostnader. Prosent. 1. januar 2010 – 13. juni 2013



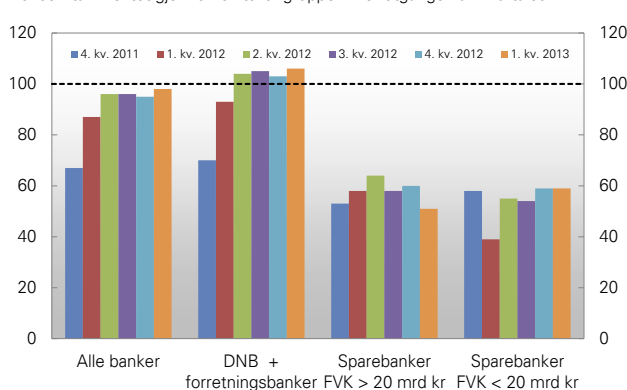
1) Estimert ut i fra vektet rente på beholdning av senior bankobligasjoner og vektet innskuddsrente
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Utlånsmargin på lån fra banker og kredittforetak.¹⁾ Prosentpoeng. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2016. Anslag fra og med 2. kv. 2013



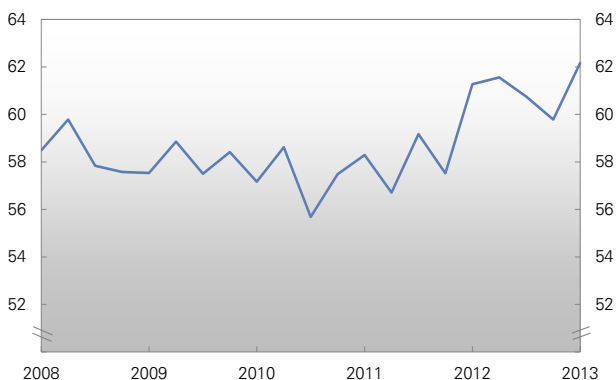
1) Alle banker og kredittforetak i Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.18 Bankenes¹⁾ likvide eiendeler i prosent av krav til likvide eiendeler (LCR).²⁾ Konserntall. Vektet gjennomsnitt for gruppen. Per utgangen av kvartalet



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

Figur 3.19 Innskuddsdekning,¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2013

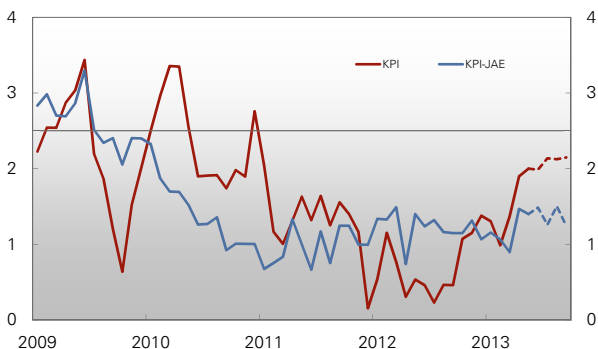


1) Alle banker og kredittforetak i Norge med unntak av utenlandske filialer og datterbanker i Norge
Kilde: Norges Bank

Bankenes innskuddsdekning, det vil si innskudd som andel av utlån til kunder, er fremdeles økende, se figur 3.19. Innskudd regnes normalt som en stabil form for finansiering. Lavere vekst i utlån enn i innskudd har ført til økt innskuddsdekning og redusert behov for markedsfinansiering. Det neste året vil forfall i bytteordningen på 94 milliarder kroner⁷ bidra til økt behov for ny lang-siktig finansiering.

Konsumpriser

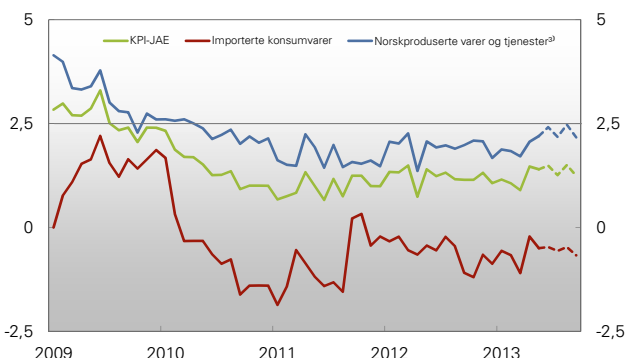
Figur 3.20 KPI og KPI-JAE¹⁾, Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – september 2013²⁾



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

Prisveksten er lav, men har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport. Den underliggende prisveksten anslås til 1¼ – 1¾ prosent. I mai var årsveksten i konsumprisene (KPI) 2,0 prosent, se figur 3.20. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,4 prosent. Korrigert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 1,3 prosent.⁸

Figur 3.21 KPI-JAE¹⁾, Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – september 2013²⁾



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

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har utviklet seg noe sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.21. Veksten i husleiene var lav gjennom fjoråret, men har tatt seg opp hittil i år. Samlet anslår vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil være på 2¼ prosent i tredje kvartal i år. Over tid har prisene på norskproduserte varer og tjenester utviklet seg i takt med kostnadene til bedriftene som leverer til husholdningssektoren, se figur 3.22. Kostnadene i de KPI-relevante næringene har steget mindre enn kostnadene i fastlandsøkonomien samlet sett. Lønnsveksten for innværende år ser ut til å bli lavere enn det vi la til grunn i forrige rapport. Etterspørselen etter varer og tjenester er også litt svakere. Det tilsier noe lavere prisvekst de kommende årene enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/13.

7 Per 19. juni 2013

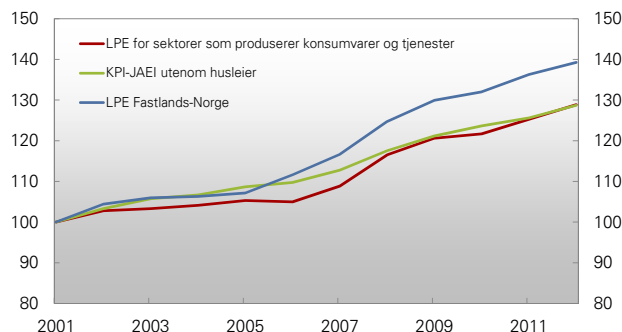
8 Fra og med juni-tallene for konsumprisene vil beregningsmetoden for KPIXE bli endret. For mer informasjon, se Norges Banks hjemmesider

Tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer har falt litt mindre enn ventet de siste månedene, se figur 3.23. Det er utsikter til at prisene på importerte konsumvarer vil fortsette å falle i tiden fremover. De internasjonale prisimpulsene til norske konsumpriser anslås i år å være negative, og kronestyrkingen vi har bak oss vil trolig også dempe prisveksten målt i norske kroner fremover. Vi anslår at veksten i prisene på importerte konsumvarer, slik de måles i KPI-JAE, vil være $-\frac{1}{2}$ prosent i tredje kvartal i år.

Samlet anslår vi at konsumprisene målt ved KPI-JAE vokser med $\frac{1}{4}$ prosent i tredje kvartal i år, om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 1/13. Anslagene for KPI-JAE er innenfor det mest sannsynlige utfallet for fremskrivningene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.24.

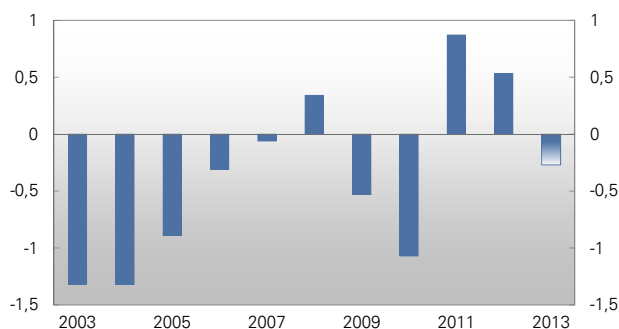
Prisveksten på elektrisitet har bidratt til at tolv månedersveksten i KPI har økt gjennom slutten av fjoråret og hittil i år. Tolv månedersveksten i energiprisene anslås å bli høy også de nærmeste kvartalene. Veksten i KPI for 2013 anslås til $\frac{1}{4}$ prosent.

Figur 3.22 Lønnskostnader per produserte enhet og priser på norskproduserte varer og tjenester utenom husleier. Indeks. 2001 = 100. 2001 – 2012



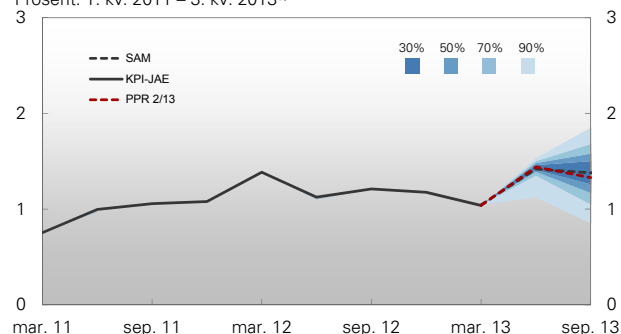
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2013¹⁾



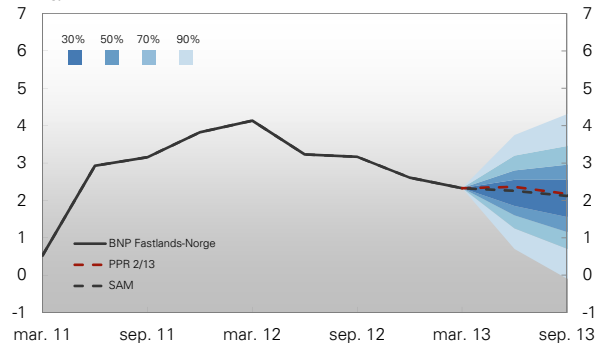
1) Anslag for 2013
Kilde: Norges Bank

Figur 3.24 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 3. kv. 2013³⁾



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

Figur 3.25 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2011 – 3. kv. 2013



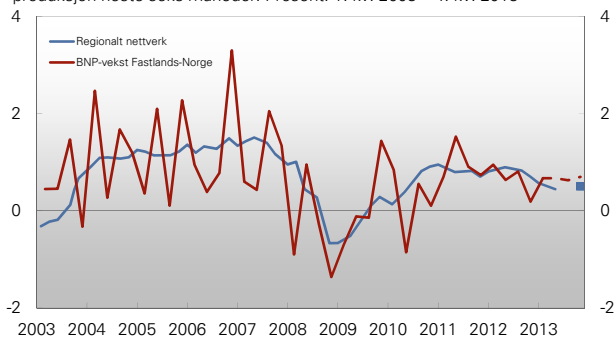
1) System for sammenvieing av korttidsmodeller
2) Anslag for 2. kv. 2013 – 3. kv. 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norsk realøkonomi

Produksjon og kapasitetsutnyttning

Veksten i norsk økonomi avtar noe, se figur 3.25. BNP for Fastlands-Norge har økt noe mindre enn vi anslo i forrige rapport. Et godt bytteforhold overfor utlandet, sterk befolkningsvekst og høy aktivitet i petroleumsektoren har bidratt til å holde veksten høyere enn hos våre handelspartnere. Fremover kan lavere inntektsvekst i husholdningene og svake vekstutsikter i Europa bidra til litt lavere vekst i norsk økonomi. Veksttaket i de kommende kvartalene anslås å bli i underkant av $\frac{3}{4}$ prosent, litt lavere enn i forrige rapport. BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med $2\frac{1}{2}$ prosent i år. Anslagene er på linje med prognosene fra vårt system for sammenvieing av korttidsmodeller.

Figur 3.26 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 – 4. kv. 2013²⁾

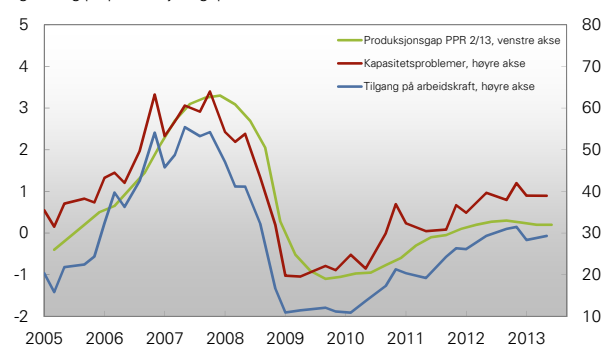


1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er mai 2013. Siste observasjon for BNP-vekst er 1. kvartal 2013, anslag for 2. kv 2013 – 4 kv. 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai at veksten i produksjonen hadde vært noe lavere enn ventet og at utsiktene var svekket, se figur 3.26. Produksjonsutsiktene var nedjustert i nesten alle næringer.

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien ser ut til å ha økt noe mindre enn tidligere antatt, og er trolig nær et normalt nivå. Andelen bedrifter i vårt regionale nettverk som melder om kapasitetsproblemer har vært ganske stabil det siste året, se figur 3.27. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer kan tyde på at aktiviteten i industrien er på et nokså nøytralt nivå. Det samlede bildet av arbeidsmarkedet tyder også på at aktiviteten i norsk økonomi er nær sitt potensielle nivå.

Figur 3.27 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾ i Regionalt nettverk og anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2013



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

Produktivitetsveksten i norsk økonomi har vært lav siden finanskrisen. Samtidig har sysselsettingen steget mye. Det kan tilsa at den underliggende produktivitetsveksten også har vært lav. Fremover anslås den underliggende produktivitetsveksten å stige gradvis mot et mer normalt nivå. Samtidig anslås befolkningsveksten å holde seg oppe. Samlet anslår vi en vekst i potensiell produksjon på $2\frac{1}{2}$ prosent i år. De nærmeste kvartalene venter vi at veksten i økonomien vil være på linje med den antatte veksten i produksjonspotensialet, slik at kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vil holde seg stabil.

Arbeidsmarkedet

Utviklingen i arbeidsmarkedet har vært litt svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Ifølge arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) har arbeidstilbudet økt med om lag 1 prosent det siste året. Det er en viss usikkerhet knyttet til utviklingen i sysselsettingen. Siden i fjor høst har det vært uvanlig stor forskjell på sysselsettingsveksten i AKU og i kvartalsvis nasjonalregnskap. Veksten i sysselsettingen har vært svakere enn ventet ifølge AKU, men har økt på linje med våre prognoser ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap. Den svake sysselsettingsveksten i AKU har gjenspeilet seg i økt arbeidsledighet. AKU-ledigheten har steget siden i fjor høst og er nå 3,7 prosent av arbeidsstyrken. Den registrerte arbeidsledigheten har også økt den siste tiden og er nå 2,7 prosent. Samlet har arbeidsledigheten vært litt høyere enn ventet.

Arbeidsinnvandringen fortsetter å stige, selv om veksten var noe lavere i første kvartal i år enn tidligere ventet. Vi legger til grunn fortsatt høy arbeidsinnvandring de neste årene, slik at befolkningsveksten holder seg oppe, se tabell 3.3.

Kontaktene i vårt regionale nettverk har oppjustert forventningene om vekst i sysselsettingen, se figur 3.28. Forventningsundersøkelser fra Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) og Opinion Perduco viser at sysselsettingsveksten i år vil bli lavere enn i fjor. Vi anslår at sysselsettingen vil vokse med om lag ¼ prosent de nærmeste kvartalene. Yrkesdeltakelsen og arbeidsledigheten anslås å holde seg nokså stabil den nærmeste tiden.

Lønnsveksten i år ser ut til å bli lavere enn anslått i forrige rapport, se figur 3.29. I det sentrale oppgjøret mellom LO og NHO ble det avtalt en ramme for lønnsoppgjøret på 3,4 prosent. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk anslår årslønnsveksten i 2013 til 3¾ prosent. Lønnsforventningene er høyest innen offentlig sektor, mens industrien venter lavest lønnsvekst. Ifølge Opinion Perducos forventningsundersøkelse i andre kvartal, venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst på 3,6 prosent i år. Samlet anslår vi årslønnsveksten i 2013 til 3½ prosent. Anslagene innebærer en reallønnsvekst i 2013 på 2 prosent. Det er lavere enn de to foregående årene. Anslagene for lønnsveksten de neste årene er noe lavere enn i forrige rapport. Høy arbeidsinnvandring og lav lønnsvekst ute vil trolig bidra til å holde lønnsveksten i norsk økonomi nede også fremover.

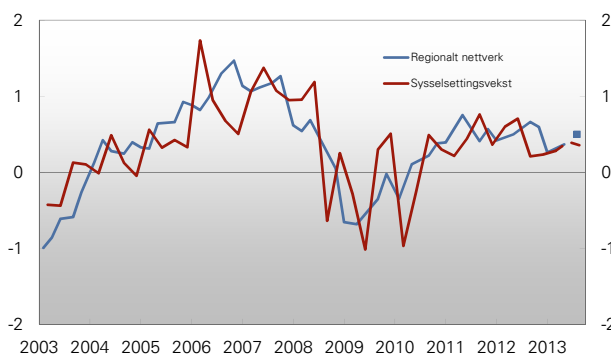
Tabell 3.3. Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	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	1¼	1¼

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

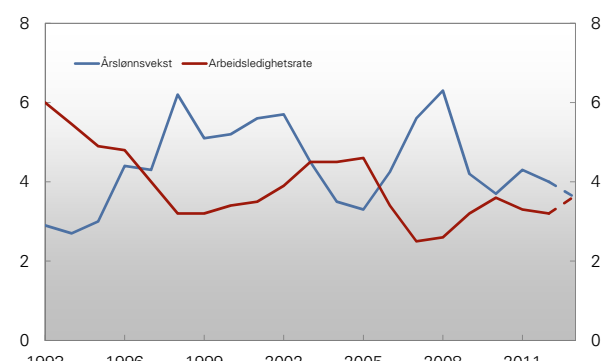
Figur 3.28 Sysselsetting¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2013²⁾



2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013
1) Sesongjustert kvartalsvekst i kvartalsvis nasjonalregnskap
2) Siste observasjon for Regionalt nettverk er mai 2013. Siste sysselsettingsobservasjon i kvartalsvis nasjonalregnskap er 1. kvartal 2013, anslag for 2. kv. 2013 – 3. kv. 2013 (stiplet linje)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

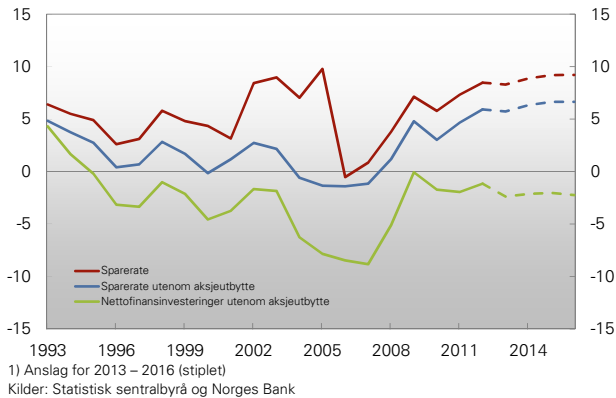
Figur 3.29 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2013²⁾



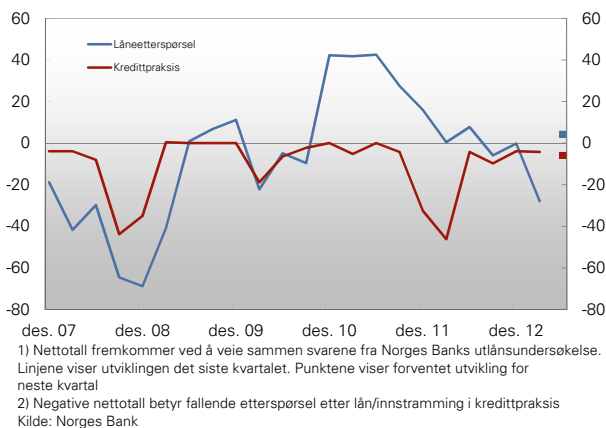
1) Inkl. anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon
2) Anslag for 2013 (stiplet)

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

Figur 3.30 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1993 – 2016¹⁾



Figur 3.31 Endring i låneetterspørsel og kredittpraksis overfor husholdninger. Nettotall.^{1,2)} Prosent. 4. kv. 2007 – 1. kv. 2013



Figur 3.32 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2016³⁾



Husholdninger og foretak

Husholdninger

Siden finanskrisen har veksten i husholdningenes konsum vært nokså moderat. Både vare- og tjenestekonsumet har hittil i år utviklet seg litt svakere enn vi la til grunn i forrige rapport. 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 3.30. Strammere kredittpraksis i bankene (se figur 3.31), fortsatt usikkerhet om hvordan uroen i euroområdet vil påvirke norske husholdningers økonomi, samt en høy gjeldsbelastning er noen faktorer som kan ha bidratt til å øke spareraten. Pensjonsreformen og demografiske endringer har trolig også bidratt til å trekke opp spareraten. Lavere lønnsvekst og utsikter til mer moderat sysselsettingsvekst tilsier noe lavere inntektsvekst i tiden fremover. Ulike tillitsindikatorer tyder på at husholdningene er noe mindre optimistiske til utviklingen i norsk økonomi. Privat konsum anslås å øke med 3 prosent fra 2012 til 2013, som er litt lavere enn vi anslo i forrige rapport, se figur 3.32. Husholdningenes sparerate anslås til i overkant av 8 prosent i år.

Boligprisene har de siste månedene vært lavere enn vi anslo i forrige rapport, se figur 3.33. Gjeldsveksten til husholdningene har steget om lag som ventet. Gjelden vokser fortsatt raskere enn inntekten, slik at gjeldsbelastningen har økt videre fra et høyt nivå. Utlånsundersøkelsen for første kvartal viste fallende etterspørsel etter boliglån hos bankene. Boligprisene anslås å vokse noe mindre fremover, hovedsakelig som en følge av lavere inntektsvekst. Det gjør at gjeldsveksten i husholdningene også trolig tar seg ned noe raskere enn vi anslo i forrige rapport. Boligpriser og gjeld antas å vokse med henholdsvis 6½ og 7½ prosent i 2013.

Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge har boliginvesteringene nå kommet opp på samme nivå som før finanskrisen, se figur 3.34. Boliginvesteringene ventes også å vokse mer enn den samlede fastlandsøkonomien gjennom året. Høy befolkningsvekst gir et økende behov for flere boliger. Vi venter at det blir fullført rundt 28 000 boliger i år, litt færre enn økningen i antall husholdninger, se figur 3.35. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i mai om avtakende aktivitet i bygg og anleggssektoren, og produksjonsutsiktene er også

nedjustert. Vi anslår at boliginvesteringene øker med 8 prosent i år.

Foretak

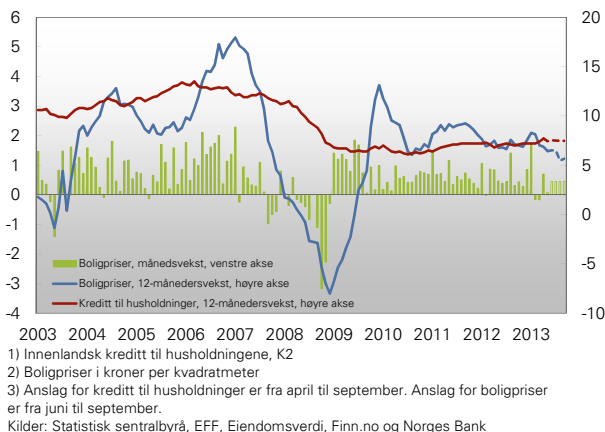
Aktiviteten i norske foretak påvirkes av den økonomiske utviklingen i verdensøkonomien. Høy kostnadsvekst over tid har ført til svekket konkurransevne for mange norske eksportbedrifter. Det har bidratt til at eksporten av tradisjonelle varer har vokst mindre enn markedsveksten ute skulle tilsi. Eksport av verkstedprodukter og tjenester fra oljeleverandørindustrien har holdt seg oppe. Sterk økning i globale petroleumsinvesteringer kan trolig bidra til at eksporten fra næringer som leverer til petroleumssektoren vil fortsette å vokse betydelig fremover. Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester anslås å vokse med ½ prosent fra 2012 til 2013.

Det er fortsatt høy aktivitet i petroleumssektoren, se figur 3.36. I de to siste årene har veksten i oljeinvesteringene vært over 14 prosent, og veksten har holdt seg oppe også i 2013. I årene fremover skal en rekke nye prosjekter igangsettes. I tillegg er det planlagt omfattende utbedringer på eksisterende felt. Vi legger til grunn at oljeinvesteringene vil vokse med 10 prosent i år, 5 prosent i 2014 og 3 prosent de påfølgende to årene.

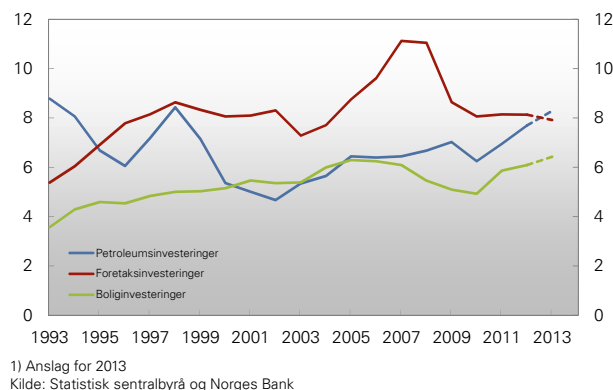
Etter finanskrisen har det vært lav vekst i investeringene i fastlandsbedriftene. I både industri og næringseiendom var det høy kapitaloppbygging i perioden før finanskrisen. Denne oppbyggingen kan trolig ha virket dempende på investeringsveksten i årene etter. I tillegg har svak utvikling ute, strammere kredittpraksis og høye finansieringskostnader bidratt til å dempe investeringene. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil være om lag uendret fra 2012 til 2013.

Gjeldsveksten til foretakene har avtatt i takt med lavere vekst i investeringene, se figur 3.37. Banklån er fortsatt foretakenes viktigste kilde til finansiering, men obligasjonslån har blitt en stadig viktigere finansieringskilde. Strammere kredittpraksis fra bankene kan ha bidratt til denne utviklingen. I børsforetakene har inntjeningen falt i forhold til den rentebærende gjelden, og gjeldsbetjeningsevnen til avtatt. Kontaktene i vårt regionale nettverk melder om avtakende vekst i lønnsomheten. Fremover kan lave foretaksinvesteringer bidra til en moderat kredittvekst. Vi venter at kredittveksten til fastlandsforetakene vokser med 3¼ prosent ved utgangen av 2013.

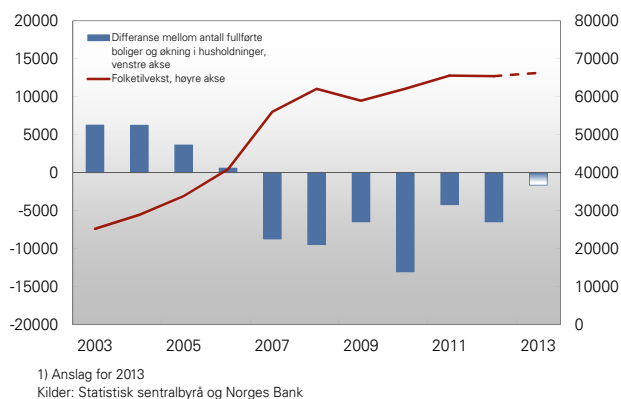
Figur 3.33 Kreditt til husholdninger¹⁾ og boligpriser²⁾. Tolv månedersvekst og månedsvkst. Prosent. Januar 2003 - september 2013³⁾



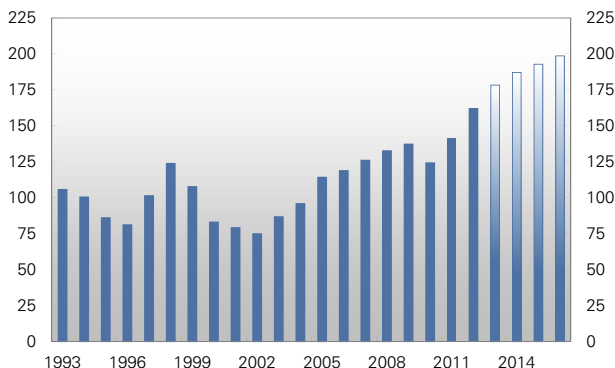
Figur 3.34 Investeringer som andel av BNP, Fastlands-Norge. Volum. Prosent. 1993 - 2013¹⁾



Figur 3.35 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger, samt folketilvekst. 2003 - 2013¹⁾

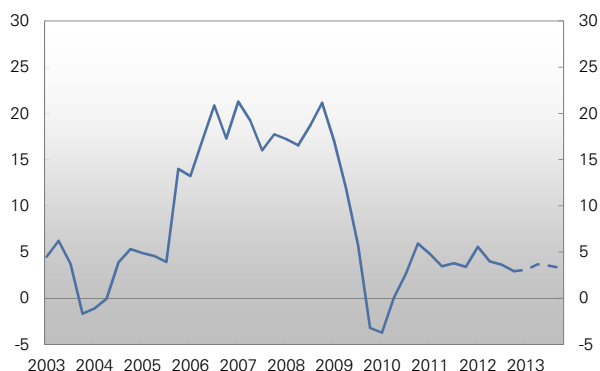


Figur 3.36 Petroleumsinvesteringer. Faste 2010-priser. Milliarder kroner. 1993 – 2016¹⁾



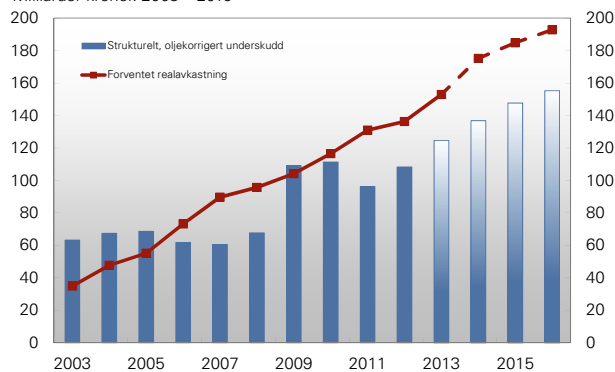
1) Anslag for 2013 – 2016
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.37 Gjeldsvekst i ikke-finansielle foretak¹⁾ for Fastlands-Norge. Firekvtalerversvekst. Prosent. 1. kv. 2003 - 4. kv. 2013²⁾



1) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsk gjeld i ikke-finansielle foretak.
2) Anslag for 1. kv. 2013 - 4. kv. 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 3.38 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2013-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2016¹⁾



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

Finanspolitikken

Forutsetningene om finanspolitikken i denne rapporten tar utgangspunkt i anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2013. Der anslås bruken av oljepenger i 2013, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 125 milliarder kroner. Det anslåtte underskuddet utgjør 3,3 prosent av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

Det strukturelle underskuddet anslås å utgjøre 5,3 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2013, en økning på 0,6 prosentenheter fra 2012. På nivå er det strukturelle underskuddet uendret fra det opprinnelige budsjettet, men økningen fra 2012 er høyere enn antatt ettersom underskuddet i 2012 har blitt nedjustert.

Det er i tråd med retningslinjene at det holdes igjen i finanspolitikken i perioder med lite ledig kapasitet i økonomien. Innsparinger de nærmeste årene kan dessuten lette tilpasningene etter hvert som kostnadene knyttet til en aldrende befolkning for alvor ventes å tilta. Vi legger derfor til grunn at underskuddet blir liggende klart under 4 prosent av kapitalen i Statens pensjonsfond utland gjennom prognoseperioden, se figur 3.38.

Anslagene innebærer at bruken av oljepenger tiltar raskere enn den økonomiske aktiviteten for øvrig. Dette gjenspeiles blant annet i at utgiftene til alderspensjon ventes å øke betydelig i årene fremover. De store etterkrigskullene som nå når pensjonsalderen er forklaringen på denne utviklingen. Vi legger til grunn at veksten i offentlig konsum og investeringer blir mer moderat.

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
24. oktober 2013		
19. september 2013		
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
17. desember 2008	3,00	-1,75
29. oktober 2008	4,75	-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⁾	2. kv	0,6	0,6	1,0	1,2	2,9	6,4	2,8	3,5
	3. kv	-0,6	0,8	0,6	0,4	3,6	0,6	-0,8	0,4
	4. kv	0,1	0,2	0,4	0,4	0,0	6,6	-1,9	-1,5
2013	1. kv	-0,2	0,7	1,0	0,5	-1,6	5,5	1,6	0,3
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

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 7/2008* og *Staff Memo 3/2009* 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	1¾	1½	1¾	1¾
KPI-JAE ¹⁾		1,2	1¼	1½	1¾	1¾
Årslønn ²⁾		4	3½	3¾	4¼	4¼
Realøkonomi						
BNP	2 907	3,1	½	2½	2¾	2¼
BNP for Fastlands-Norge	2 200	3,4	2½	2¾	2¾	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³⁾		0,3	¼	¼	0	0
Sysselsetting, personer, KNR		2,2	1¼	1¼	1¼	1¼
Arbeidsstyrke, AKU		1,8	1	1¼	1¼	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,2	3¾	3¾	3¾	3¾
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,5	2½	2¾	2¾	2¾
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴⁾	2 204	2,8	2¾	3¼	2¾	2¾
- Privat konsum	1 175	3,0	3	2¾	2¾	2¾
- Offentlig konsum	619	1,8	2½	2½	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	410	3,7	2¾	5	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁵⁾	172	14,5	10	5	3	3
Eksport fra Fastlands-Norge ⁶⁾	454	2,2	½	¾	.	.
Import	799	2,4	¼	3¼	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁷⁾		1,6	1½	1½	2	2½
Importveid valutakurs (I-44) ⁸⁾		87,1	87	87	86½	86¾

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

²⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

⁵⁾ Utvinning og rørtransport

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

⁷⁾ 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. 2 – juni

2013