



 **NORGES BANK**

Pengepolitisk rapport
med vurdering av finansiell stabilitet

1 | 13
mars

Norges Banks rapportserie nr. 1-2013

Pengepolitisk rapport
med vurdering av finansiell stabilitet
1/2013



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 19. desember 2012 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 27. februar 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 13. mars en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 20. juni 2013. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene, strategien for pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering". I perioden fram til neste rapport er det rentemøte i hovedstyret 8. mai.

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	18
- Modellbruk og robusthet i pengepolitikken	20
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/12	21
- Den motsykliske kapitalbufferen og pengepolitikken	23
2. Finansiell stabilitet	24
Rammer:	
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	24
- Regelverk for motsyklisk kapitalbuffer	29
3. Nærmere om den økonomiske utviklingen	30
Internasjonal økonomi	30
Valutamarkeder	34
Norske banker	34
Konsumpriser	37
Realøkonomien	38
Vedlegg	
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	47
Tabeller og detaljerte anslag	48

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 11. mars 2013.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 13. mars 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

Når nytt regelverk for kapitalkrav i finansforetak blir klart senere i år, vil Norges Bank få hovedansvaret for å utarbeide et grunnlag for 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. 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

Fra 2013 vil Pengepolitisk rapport publiseres fire ganger i året, og også inneholde en vurdering av finansiell stabilitet. Hovedstyrets vurdering gjengir drøftingen av strategien for pengepolitikken og behovet for en mot-syklisk kapitalbuffer for bankene.

Pengepolitikken

Hovedstyret vedtok i sitt møte den 31. oktober 2012 at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 14. mars 2013, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. I Pengepolitisk rapport 3/12 ble kapasitetsutnyttningen anslått å være i overkant av et normalt nivå. Inflasjonen var fortsatt lav, men utviklingen i norsk økonomi ga holdepunkter for at inflasjonen gradvis ville ta seg opp. Det var fortsatt stor usikkerhet om den internasjonale økonomiske utviklingen. Analysen i rapporten tilsa en styringsrente på 1,5 prosent til over årsskiftet 2012/2013. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå.

I sin drøfting på møtet 19. desember 2012 pekte hovedstyret på at vekstutsiktene for Europa så ut til å være noe svekket siden oktober. Den forventede oppgangen i styringsrentene ute var igjen skjøvet ut i tid. Samtidig hadde risikopremiene i kredittmarkedene avtatt. Norsk økonomi så ut til å utvikle seg om lag som anslått. Hovedstyret besluttet å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent.

På sitt møte 19. desember diskuterte hovedstyret også aktuelle temaer til Pengepolitisk rapport 1/13, herunder analysegrunnlaget for motsyklisk kapitalbuffer og sammenhengen mellom kostnadsutviklingen og prisveksten i ulike næringer.

Hovedstyret har i sine drøftinger 27. februar og 13. mars festet seg ved følgende utviklingstrekk:

- Forholdene i de internasjonale finansmarkedene har fortsatt å bedre seg. Veksten i fremvoksende økonomier ventes å holde veksten i verdensøkonomien oppe også fremover. Samtidig er det utsikter til at veksten hos våre handelspartnere, og særlig Europa, kan bli lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/12 både i år og neste år.

- Markedets forventninger til styringsrentene ute er lite endret siden forrige rapport. Aksjekursene har steget.
- Kronen styrket seg noe fram til midten av februar, men har siden svekket seg. Den importveide kronekursen (I-44) er nå på linje med prognosen fra forrige rapport.
- Påslagene i penge- og kredittmarkedene har utviklet seg om lag som anslått i forrige rapport. Bankenes utlånsmarginer holder seg høye. Flere banker har varslet økte utlånsrenter som følge av forventninger om strengere kapitalkrav.
- Veksten i norsk økonomi er god, men var noe lavere enn ventet gjennom fjoråret. Veksten i sysselsettingen har avtatt, men arbeidsledigheten er fortsatt lav. Kapasitetsutnyttningen anslås å være over et normalt nivå, men er litt nedjustert i forhold til forrige rapport. Det er fortsatt høy aktivitet i byggenæringen og i næringer som leverer varer og tjenester til oljevirksomheten. Samtidig påvirkes mange norske foretak av svak etterspørsel hos våre handelspartnere og høye kostnader. Husholdningenes forbruk vokser noe mindre enn anslått i forrige rapport. Boligprisene har steget litt mer enn ventet.
- Prisveksten her hjemme holder seg lav, og har vært litt lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/12. Den underliggende prisveksten har det siste året ligget mellom 1 og 1½ prosent.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av pengepolitikken at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. For å oppnå dette målet avveies hensynet til å stabilisere inflasjonen 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.

Hovedstyret har merket seg at analysene nå tilsier en styringsrente på om lag dagens nivå fram til neste vår, og at den deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå. Prognosen for styringsrenten er lavere enn prognosen fra oktober i fjor gjennom hele fremskrivingsperioden.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at rentene ute er svært lave og at det fortsatt er stor usikkerhet om utviklingen i Europa. God vekst i fremvoksende økonomier fører samtidig til at mange råvarepriser holder seg høye. Det bidrar til at veksten i norsk økonomi kan holde seg oppe fremover.

Kronen er sterk. En høy oljepris og en positiv rentedifferanse kan trekke i retning av at kronen fortsatt vil holde seg sterk, mens bedring i finansmarkedene og økt risikovilje kan gjøre at flere søker mot andre valutaer enn norske kroner.

Inflasjonen er lav. Lave prisimpulser utenfra og styrkingen av kronen holder den importerte prisveksten nede. Hovedstyret merket seg at analysene i rapporten tyder på at kostnadsutviklingen i husholdningsrettede næringer over en lengre periode har vært lavere enn tidligere lagt til grunn. Det ble også pekt på at den høye arbeidsinnvandringen gir et fleksibelt tilbud av arbeidskraft som kan dempe lønnsveksten. Lav lønnsvekst i landene rundt oss vil også kunne bremse lønnsveksten her hjemme. Disse forholdene innebærer at det er utsikter til at det tar lengre tid enn tidligere antatt før prisveksten tar seg opp.

Hovedstyret var opptatt av at faren for finansielle ubalanser øker som følge av at husholdningenes gjeld og boligpriser stiger mer enn inntektene.

Hensynet til å få inflasjonen tilbake mot målet taler isolert sett for en lavere rente. Samtidig er kapasitetsutnyttningen over et normalt nivå. Hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting trekker isolert sett i retning av en noe høyere rente. Det samme gjør hensynet til at pengepolitikken bør være robust og søke å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Ut fra en samlet vurdering mente hovedstyret at det nå vil være riktig å sette renten slik at det tar noe lengre tid enn tidligere å få inflasjonen tilbake til målet på 2,5 prosent.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 13. mars å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 20. juni 2013, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Finansiell stabilitet – motsyklisk kapitalbuffer

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av kravet til motsyklisk kapitalbuffer at det bør økes når finansielle ubalanser bygger seg opp. Det vil gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur og kan 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 tilbakeslaget.

Hovedstyret merker seg at samlet gjeld er høy i forhold til verdiskapingen. Særlig er husholdningenes gjeld høy og vokser raskere enn inntektene. Samtidig sparer husholdningene mer, blant annet i form av økte bankinnskudd. Men gjeld og formue er ujevnt fordelt. Det øker sårbarheten. Også boligprisene vokser mer enn husholdningenes inntekter. Det er utsikter til at boligprisene og husholdningenes gjeld vil fortsette å øke raskere enn inntektene fremover.

I næringseiendomsmarkedet, som er den næringen bankene har mest utlån til, har salgs- og leiepriser i enkelte segmenter steget mye de siste årene. Fallhøyden kan være stor ved et eventuelt tilbakeslag i norsk økonomi.

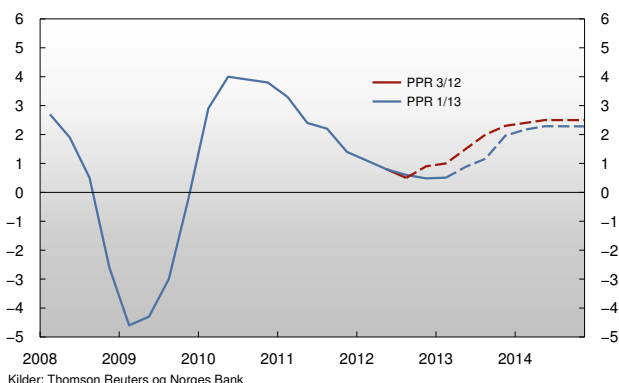
Fram mot finanskrisen i 2008 steg andelen markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner, og svikten i finansmarkedene var en vesentlig årsak til at bankene fikk problemer med finansieringen. Andelen markedsfinansiering har holdt seg nær uendret i årene etter finanskrisen, men samlet sett er finansieringsstrukturen blitt mer robust.

Hovedstyret mener at flere år med oppgang i kreditt og formuespriser gir økt fare for at finansielle ubalanser kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien. Bankene bør nå bygge en ekstra kapitalbuffer som de kan tære på ved økte tap i dårligere tider. Innføringen av en motsyklisk kapitalbuffer må ses i lys av øvrige krav til bankene. Norges Bank legger til grunn at den motsykliske bufferen vil komme i tillegg til andre krav til ren kjernekapitaldekning, som i dag er satt til 9 prosent. Regjeringen har varslet at lovregler for nye kapitalkrav til bankene vil komme

i løpet av våren. Norges Bank vil legge fram konkrete råd om nivå og tidspunkt for innføring av den motsykliske bufferen når regelverket er klart.

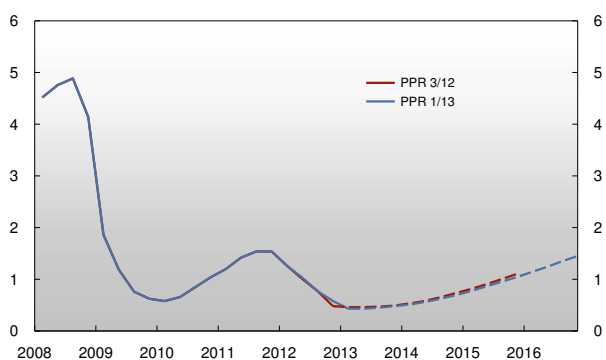
Øystein Olsen
14. mars 2013

Figur 1.1 BNP hos handelspartnerne i PPR 3/12 og 1/13. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

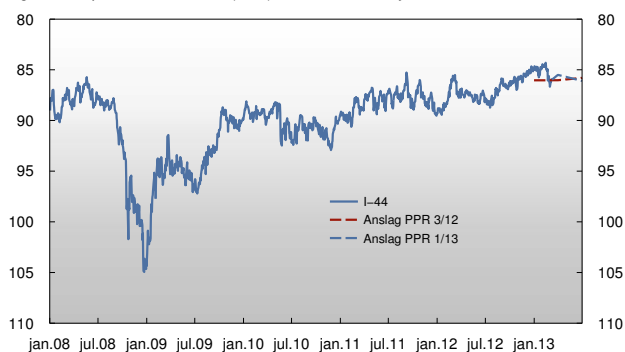
Figur 1.2 Pengemarkedsrente hos handelspartnerne¹⁾ i PPR 3/12 og 1/13. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



1) Stiplede rød og blå linje viser terminrenter hos våre handelspartnere per 25. oktober og 8. mars 2013. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter

Kilde: Norges Bank

Figur 1.3 Importveid valutakurs (I-44)¹⁾. Januar 2008 – juni 2013



1) Stigende kurve betyr sterkere kurs

Kilde: Norges Bank

1 Utsiktene for pengepolitikken

Den økonomiske situasjonen

Veksten i verdensøkonomien holdes oppe av god vekst i fremvoksende økonomier. Prisene på olje og andre råvarer som har stor betydning for norsk økonomi, er fortsatt høye. Tiltak fra sentralbanker og myndigheter siden i fjor sommer har bidratt til å bedre forholdene i de internasjonale finansmarkedene. Utsiktene for den økonomiske veksten hos våre handelspartnere er likevel svekket, se figur 1.1. Bedringen i finansmarkedene har ikke påvirket husholdningenes forbruk og bedriftenes investeringer i like stor grad som tidligere lagt til grunn. I flere sør-europeiske land er finansieringsforholdene fortsatt vanskelige og arbeidsledigheten er høy og stigende. Nedgangen i euroområdet ser ut til å vare lenger. Det bidrar til lavere vekst også i andre land i Europa. I USA er boligmarkedet i bedring, men det er fremdeles usikkerhet om finanspolitikken.

Den økonomiske veksten hos våre handelspartnere anslås å ta seg gradvis opp fra 1¼ prosent i inneværende år til 2½ prosent mot slutten av prognoseperioden. Veksten i verdensøkonomien anslås å bli 2¾ prosent i år. Det er fortsatt stor usikkerhet om utviklingen i internasjonal økonomi fremover.

Styringsrentene ligger nær null i mange land. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene hos våre handelspartnere er lite endret siden forrige rapport, se figur 1.2. Markedsaktørene venter uendrede styringsrenter i USA og euroområdet og noe lavere styringsrenter i Storbritannia de nærmeste årene.

Kronen har styrket seg gradvis det siste året, men har siden midten av februar svekket seg noe, se figur 1.3. I anslagene har vi lagt til grunn en kronkurs målt ved den importveide kronkursen (I-44) på linje med anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/12.

Påslagene i pengemarkedet er i underkant av 0,4 prosentenheter, om lag som anslått i forrige rapport. Påslagene anslås å holde seg på dette nivået fremover. Risikopåslaget på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og bankobligasjoner har fortsatt å falle. Utlånsrentene til husholdninger

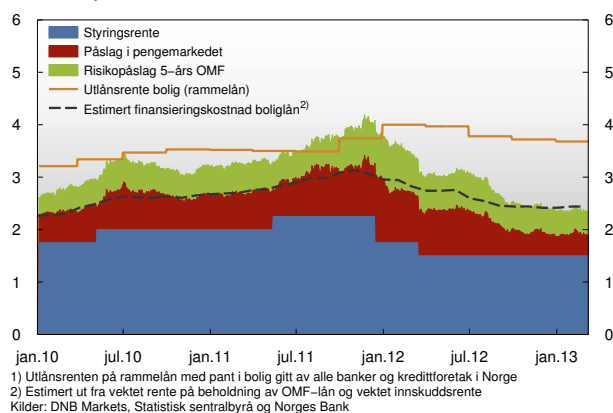
og foretak har samtidig holdt seg oppe, se figur 1.4. Flere banker har varslet økte utlånsrenter som følge av forventninger om strengere kapitalkrav.

Veksten i norsk økonomi har avtatt, og ser ut til å være noe mer moderat enn anslått i forrige rapport. Mange norske foretak påvirkes av den svake utviklingen hos våre største handelspartnere og et høyt norsk kostnadsnivå. Samtidig bidrar den høye oljeprisen og fortsatt god vekst i både norske og globale oljeinvesteringer til at aktiviteten i næringer som leverer varer og tjenester til oljevirkksomheten er god. Samlet har utviklingen i både eksporten fra Fastlands-Norge og foretaksinvesteringene vært nokså moderat. Veksten i det private forbruket er fortsatt dempet, mens boliginvesteringene har steget mye. Husholdningenes sparing øker videre. Samtidig holder veksten i boligprisene seg høy, og norske husholdningers gjeld vokser fortsatt litt raskere enn inntektene. Gjelden som andel av den disponible inntekten øker dermed videre fra et allerede høyt nivå.

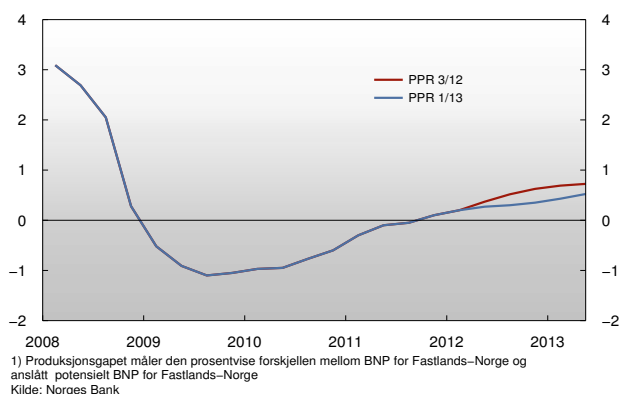
Utviklingen i arbeidsmarkedet vurderes samlet som noe svakere enn vi så for oss i oktober. Sysselsettingen øker videre, men i noe lavere takt enn gjennom fjoråret. Arbeidsledigheten har vært litt høyere enn ventet. Kapasitetsbegrensninger i bedriftene tyder på at utnyttningen av ressursene har avtatt litt. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vurderes samlet å være noe over et normalt nivå, men noe lavere enn anslått i oktober, se figur 1.5.

Prisveksten holder seg lav, og har vært litt lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/12. Det er særlig prisveksten på norskproduserte varer og tjenester som har vært lavere enn ventet. Fortsatt prisfall på importerte konsumvarer holder den samlede konsumprisveksten nede. Tolvmånedersveksten i KPI og KPIXE var i februar henholdsvis 1,0 og 0,9 prosent, mens tolvmånedersveksten i KPI-JAE var 1,1 prosent. Den underliggende inflasjonen anslås fortsatt å ligge mellom 1 og 1½ prosent, se figur 1.6.

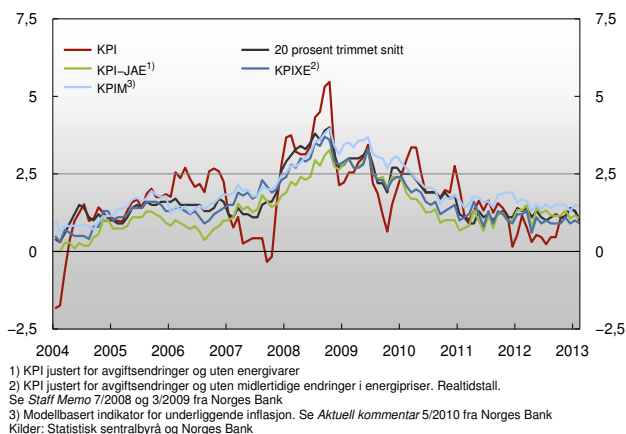
Figur 1.4 Utlånsrente boliglån¹⁾ og marginer. Prosent. 1. januar 2010 – 8. mars 2013



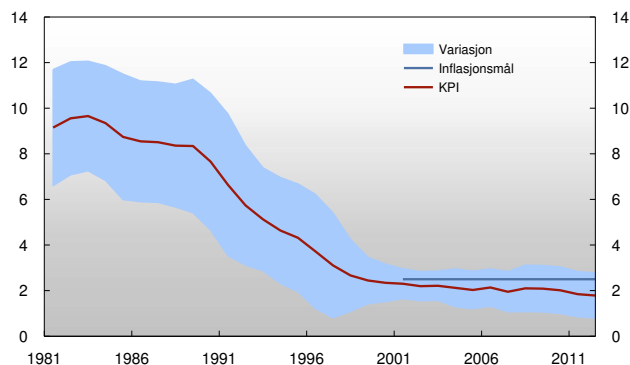
Figur 1.5 Anslaget for produksjonsgapet¹⁾ i PPR 3/12 og 1/13. Prosent. 1. kv 2008 – 2. kv 2013



Figur 1.6 Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2004 – februar 2013



Figur 1.7 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

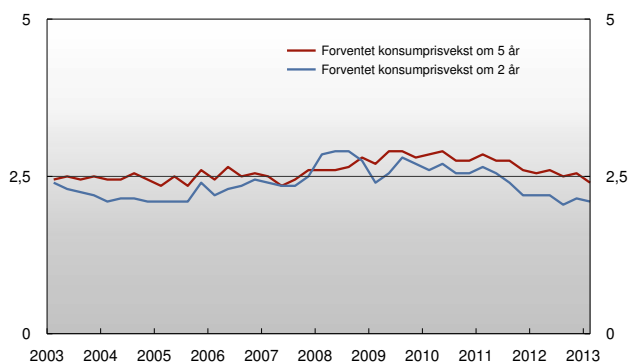
Utsiktene fremover

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

Styrringsrenten er 1,5 prosent. Styrringsrenten er lav fordi prisveksten er lav og fordi rentene ute er svært lave. Den lave renten bidrar til at aktiviteten i norsk økonomi holder seg oppe. Kapasitetsutnyttningen anslås å stige moderat den nærmeste tiden.

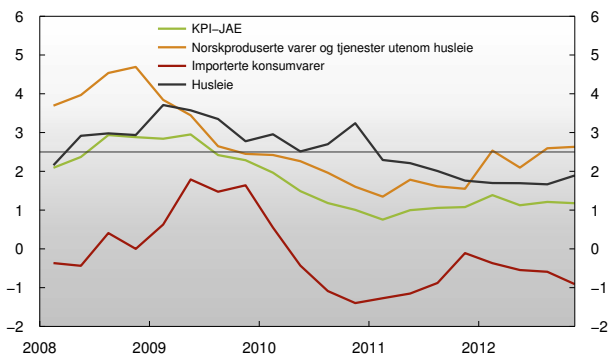
Til tross for god vekst i norsk økonomi og stigende kapasitetsutnyttning har prisveksten vært lav. En sterk krone og fall i prisene på konsumvarene som importeres har holdt prisveksten nede, se figur 1.9. Samtidig har veksten i husleiene vært lav. Prisveksten på andre norskproduserte varer og tjenester har tatt seg noe opp, men har over flere år vært lavere enn det kostnadsveksten i fastlandsøkonomien skulle tilsi. De siste årene har imidlertid næringer som leverer varer og tjenester til husholdningene hatt en kostnadsvekst som har vært lavere enn i økonomien som helhet. Det kan forklare at prisveksten har vært lav, samtidig som lønnsomheten i bedriftene ikke ser ut til å være vesentlig svekket. Vi har derfor ikke grunnlag for å anta at bedriftene vil øke sine marginer i særlig grad fremover.¹

Figur 1.8 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2013



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

Figur 1.9 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektorer. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2012



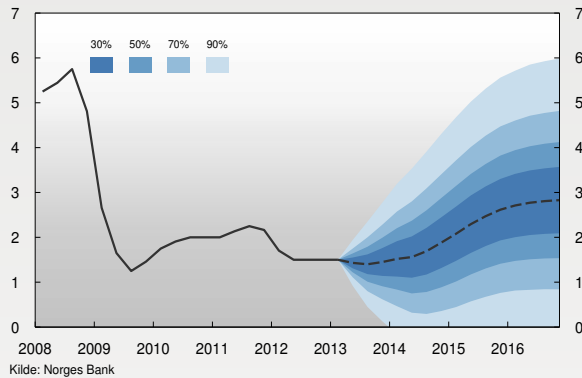
1) KPI justert for avgifterendringer og uten energivarer
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er over et normalt nivå og anslås å stige noe fremover. Det vil kunne bidra til at kostnadsveksten og prisveksten etter hvert kan ta seg noe opp. Høy arbeidsinnvandring og lav lønnsvekst hos våre handelspartnere vil imidlertid kunne bidra til å dempe lønnsveksten her hjemme. Vi venter at prisene på norskproduserte varer og tjenester fremover stiger om lag i takt med kostnadsutviklingen i norsk økonomi. Både den nye vurderingen av kostnadspresset i konsumvarer næringer og utsikter til litt lavere lønnsvekst, bidrar til at vi nå tror det vil ta lengre tid enn tidligere antatt før prisveksten tar seg opp.

Styrringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen stabiliseres på inflasjonsmålet uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting, se egen ramme

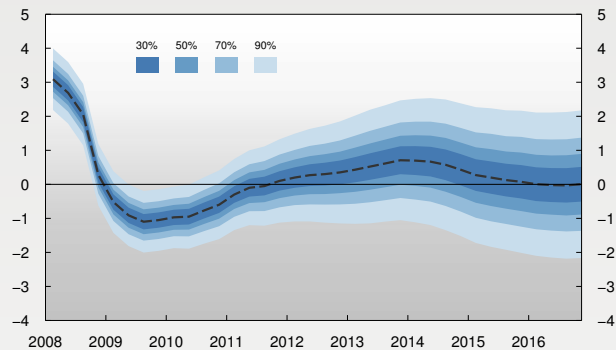
1 For nærmere omtale av hvorfor prisveksten har vært lav, se *Staff Memo* 6/2013 fra Norges Bank

Figur 1.10a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



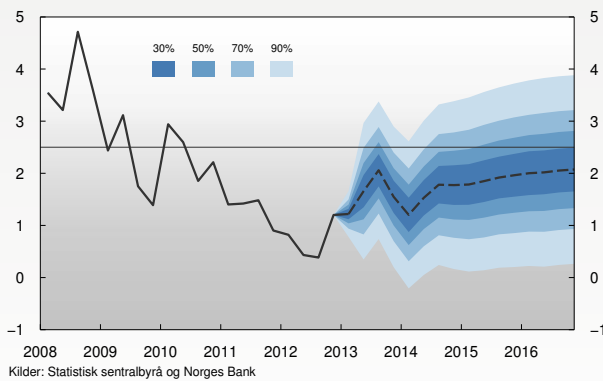
Kilde: Norges Bank

Figur 1.10b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



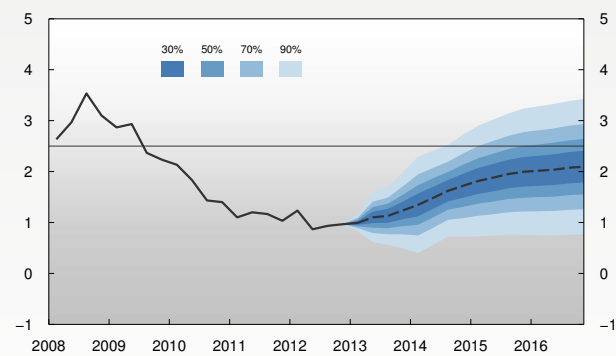
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 1.10c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

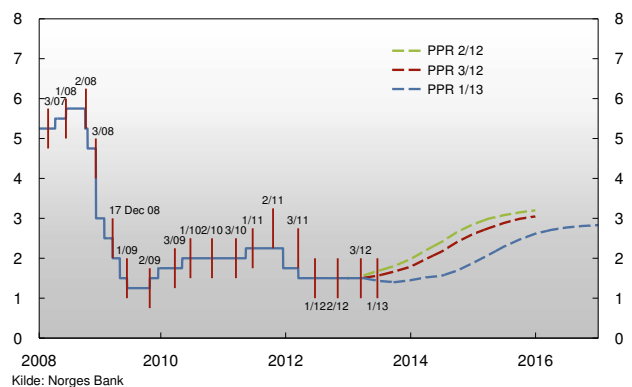
Figur 1.10d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
Kilde: Norges Bank

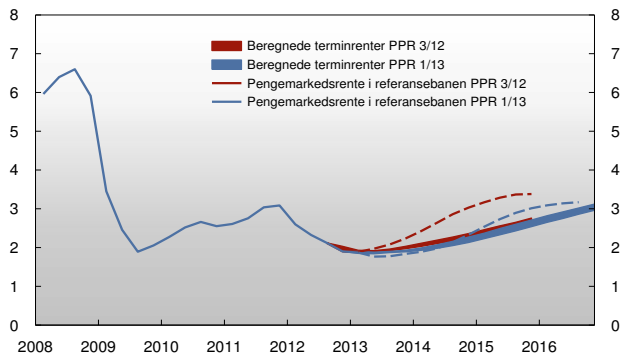
om kriterier for en god rentebane side 18. Utsikter til at inflasjonen kan bli liggende under målet i en lengre periode taler for en lavere rente. Samtidig er kapasitetsutnyttningen noe over et normalt nivå og ledigheten er lav. Hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting trekker isolert sett i retning av en noe høyere rente. 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. Et langvarig lavt rentenivå kan forsterke veksten i boligpriser og gjeld og bidra til at husholdninger og foretak tar for stor risiko. Husholdningenes gjeldsbelastning er allerede høy, og boligprisene fortsetter å øke. Det øker faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Dette hensynet taler for en høyere rente.

Figur 1.11 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2016



Kilde: Norges Bank

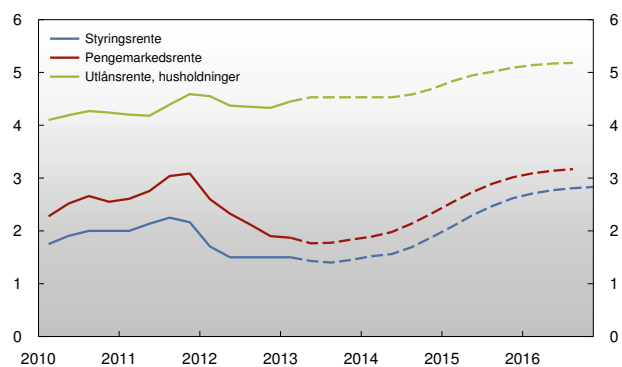
Figur 1.12 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet
 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det røde og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 11. oktober – 25. oktober 2012 og 25. februar 2013 – 8. mars 2013.
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Analysene i denne rapporten tilsier en styringsrente på om lag dagens nivå det nærmeste året. Fra våren neste år anslås renten gradvis å øke mot et mer normalt nivå. Anslagene innebærer at styringsrenten blir liggende lavere enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.10 a-d og figur 1.11 og ramme side 21. Lavere inflasjon, lavere kapasitetsutnyttning, noe høyere utlånsmarginer og svakere vekst ute bidrar til nedjusteringen av prognosen. Pengemarkedsrenten anslås å følge utviklingen i styringsrenten, se figur 1.12. Bankenes utlånsrenter øker trolig litt på kort sikt, og ventes deretter å være om lag uendret en stund, se figur 1.13. Etter hvert som pengemarkedsrenten begynner å stige, kan utlånsrentene også øke noe. Rentedifferansen mot utlandet ventes å være relativt stabil, og kronen antas derfor å holde seg sterk, se figur 1.14.

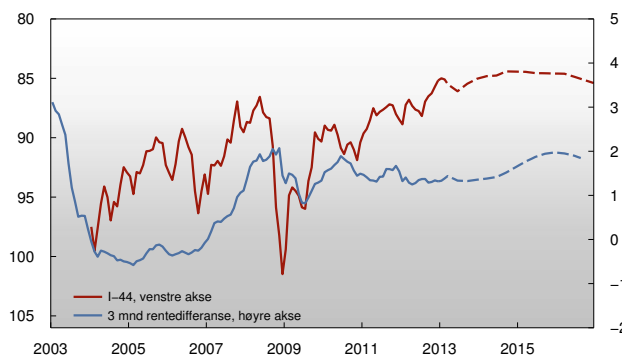
Figur 1.13 Styringsrente, pengemarkedsrente og utlånsrente til husholdninger¹⁾ i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2016



1) Gjennomsnittlig utlånsrente fra banker og kreditforetak for alle utlån til husholdninger
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Med en slik prognose for renten kan inflasjonen stige gradvis, men det vil trolig ta lengre tid enn tidligere antatt før prisveksten kommer opp mot målet på 2,5 prosent. Kapasitetsutnyttningen ventes å være over et normalt nivå, og øke noe fram til midten av 2014. Etter hvert som styringsrenten settes opp, vil kapasitetsutnyttningen kunne avta mot et normalt nivå, se figur 1.15. En slik utvikling innebærer at boligprisene og husholdningenes gjeld fortsatt vil øke raskere enn inntekten i en periode fremover, men at veksten i disse størrelsene etter hvert avtar, se figurene 1.16 og 1.17.

Figur 1.14 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge¹⁾ og hos handelspartnere og importveid valutakurs (I-44)²⁾. Januar 2003 – desember 2016³⁾



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet
 2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
 3) Månedstall fra januar 2003 og Norges Banks anslag fra 1. kvartal 2013
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Veksten i norsk økonomi holder seg nokså godt oppe de nærmeste årene. Arbeidsledigheten ventes å holde seg lav. Lønnsveksten anslås å holde seg rundt 4 prosent i 2013, men kan stige noe mot slutten av prognoseperioden i takt med økt prisvekst. Aktiviteten ventes fortsatt å holde seg høy i oljerelaterte næringer, mens veksten i øvrige eksportnæringer trolig vil holdes nede av svak etterspørsel ute og ytterligere svekkelse av konkurranseevnen. Investeringene i fastlandsbedriftene anslås samlet å vokse med om lag 5 prosent årlig de neste årene. Høy befolkningsvekst vil samtidig bidra til sterk vekst i boliginvesteringene. God inntektsvekst og fortsatt lav rente vil bidra til at det private forbruket kan vokse med mellom 3 og 4 prosent fremover. Spareparten ventes å stige ennå litt i år og neste år, for deretter å avta noe.

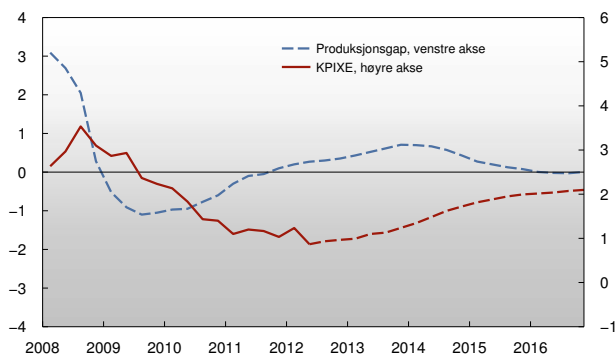
Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og vår oppfatning av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Bli utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Pengepolitikken kan reagere på endringer i de økonomiske utsiktene, eller dersom sammenhenger mellom rentenivået, inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen 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 1.10 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten. Figur 1.18 viser at renten med stor sannsynlighet vil ligge innenfor det intervallet hovedstyret har vedtatt fram til midten av juni. Erfaringer har vist at i de fleste tilfeller har renten ligget nær midten av intervallet ved periodens utløp, se figur 1.11. 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 bli lavere enn anslått. 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 utviklingen fortsetter. Det er også en risiko for at kronen styrker seg igjen. Skulle prisveksten bli lavere enn anslått, eller kronekursen styrke seg vesentlig, kan styringsrenten bli satt ned.

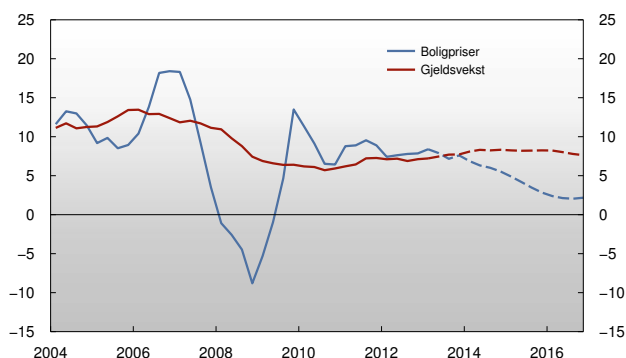
Renten kan også bli satt raskere opp enn vi nå ser for oss. Aktiviteten i norsk økonomi kan utvikle seg sterkere, og prisveksten kan tilta raskere enn vi nå anslår. Vi har lagt til grunn at husholdningene fortsetter å øke sparingen. Spareraten er allerede på et historisk høyt nivå, og husholdningene kan ønske å konsumere en større del av inntekten. Samtidig kan også veksten i boligpriser og gjeld skyte fart, og øke risikoen for fremtidige ubalanser.

Figur 1.15 Anslag på inflasjonen¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



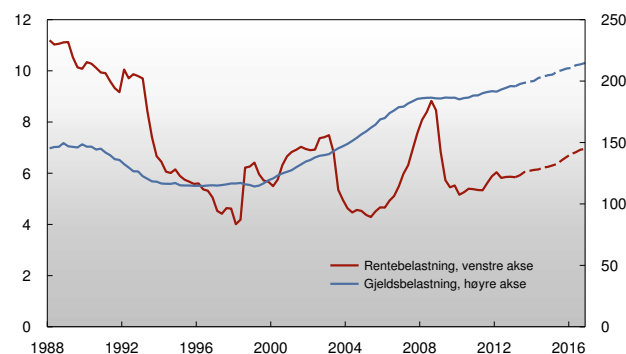
1) KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 Gjeldsvekst¹⁾ og boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2016²⁾



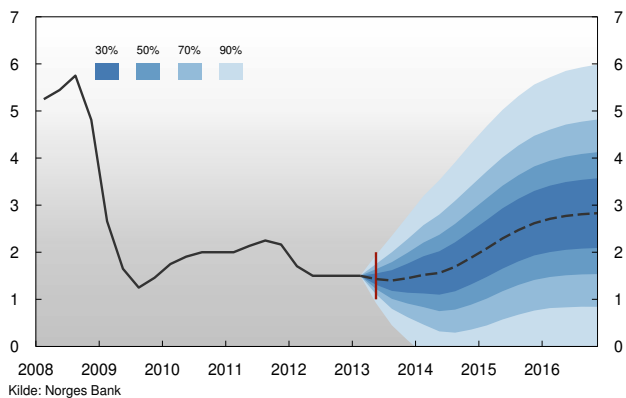
1) Fra 1. januar 2012 ble den norske standarden for institusjonell sektorgruppering endret. For gjeldsveksten innebærer det brudd i statistikken fra og med mars 2012
2) Boligpriser til februar 2013 og gjeldsvekst til januar 2013. Anslag til 4. kvartal 2016, der gjeldsvekst er endring i beholdning og boligprisvekst er firekvartalersvekst
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendomsmeidlerbransjen (NEF, EFF, FINN.no og Pöyry) og Norges Bank

Figur 1.17 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning²⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2016



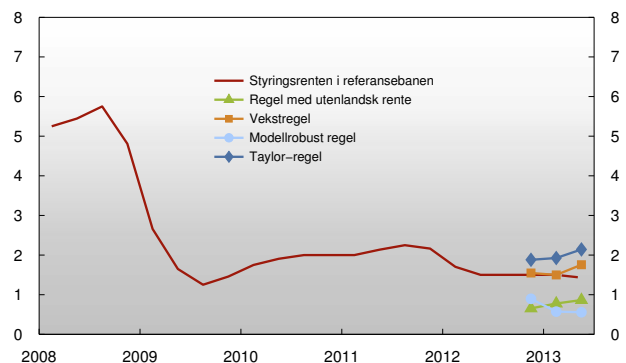
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2016
2) Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2016 pluss renteutgifter
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.18 Anslag på styringsrenten i referansebanen og strategiintervall med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

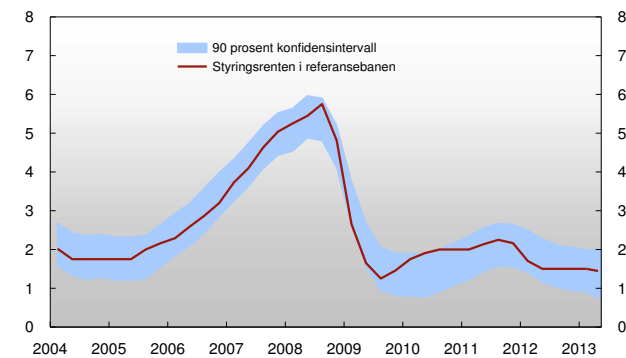
Figur 1.19 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler¹⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2013



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

Kilde: Norges Bank

Figur 1.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen¹⁾. Prosent. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2013



¹⁾ Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 4. kv. 2012. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo 3/2008*

Kilde: Norges Bank

Kryssjekker av renteprognozen

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker, og de er nyttige kryssjekker i analysen, se figur 1.19. 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. Vekstregelen, der produksjonsgapet er erstattet med et vekstgap, gir en noe lavere, men nesten tilsvarende prognose, se oransje linje i figuren. Den lyseblå linjen viser en modellrobust regel² 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.

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognozen. De beregnede terminrentene ligger på linje med prognosen for pengemarkedsrenten i denne rapporten, se figur 1.13.

Hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 1.20 viser en estimert modell som på en enkel 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. Usikkerheten i denne modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. I fremskrivingene er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger i den øvre delen av intervallet.

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

Kriterier for en god rentebane¹

Over tid sikter Norges Bank mot en prisstigning nær 2,5 prosent. En god rentebane bør oppfylle følgende kriterier:

1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

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

3. **Pengepolitikken er robust:**

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

De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene, må veies mot hverandre. Den aktuelle horisonten for når inflasjonen stabiliseres på målet vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Figurene 1.21a-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 på kort sikt (se blå linje).³ Da tar det noe lenger tid før inflasjonen kommer opp mot 2,5 prosent, men utviklingen i produksjonen og sysselsettingen blir mer stabil.

Norges Bank legger samtidig vekt på at pengepolitikken skal være robust. Pengepolitikken søker å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Samtidig kjenner vi ikke økonomiens virkemåte fullt ut. Normalt tas det derfor også hensyn til at renten bør endres gradvis for at virkningene av renten løpende skal kunne vurderes og for å unngå brå skift i økonomien.

Referansebanen i denne rapporten bygger på Norges Banks samlede skjønn og avveininger av alle de tre kriteriene.⁴ I referansebanen (se sort linje) ligger 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 lenger tid før inflasjonen tar seg opp mot målet.

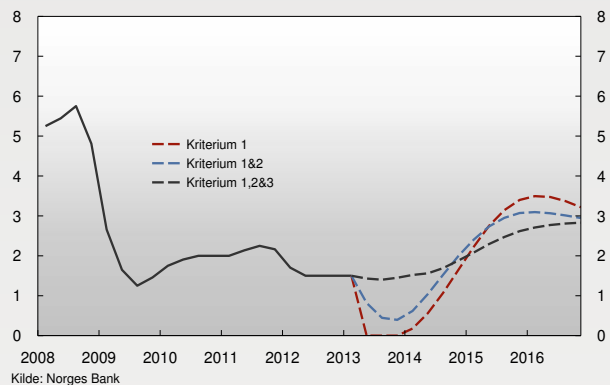
1 Se nærmere omtale i *Handlingsmønsteret i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane* i PPR 1/12

2 I denne modellanalysen har vi benyttet vår makroøkonomiske modell NEMO med en tapsfunksjon som bare legger vekt på inflasjonen

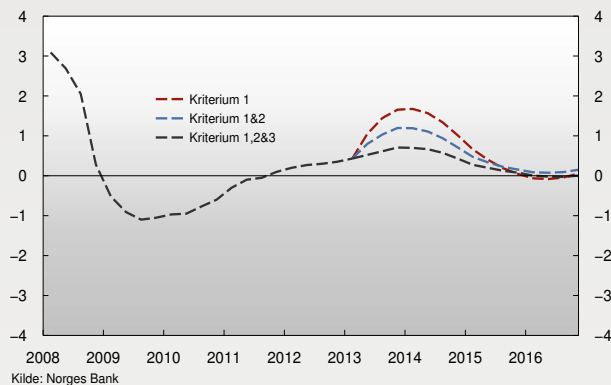
3 I denne modellanalysen har vi benyttet NEMO med en tapsfunksjon som både legger vekt på inflasjonen og produksjonsgapet, der vekten på produksjonsgapet er satt til 0,5

4 Se egen ramme for nærmere omtale av modellbruk og robusthet i pengepolitikken

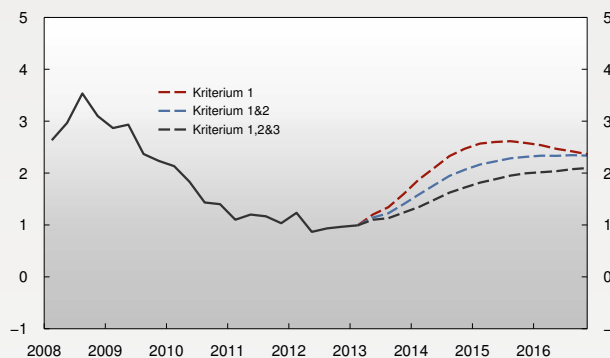
Figur 1.21a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



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



Figur 1.21c KPIXE¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank

Modellbruk og robusthet i pengepolitikken

I den pengepolitiske analysen bruker vi økonomiske modeller. Modeller er nyttige verktøy for å systematisere informasjon og sikre konsistens over tid, men vil alltid være en forenkling. Våre anslag bygger derfor på en kombinasjon av modellanalyser og faglig skjønn.

I pengepolitikken avveies hensynet til å nå inflasjonsmålet opp mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. I tillegg skal pengepolitikken være robust ved å søke å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp, og slik at en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon er sannsynlig også med alternative forutsetninger om økonomiens virkemåte. I rammen om kriteriene for en god rentebane på side 18, fremgår det hvordan vi har veid de ulike hensynene mot hverandre i utarbeidelsen av prognosen for styringsrenten.

I vår makroøkonomiske modell NEMO, er kriteriene for en god rentebane representert med en tapsfunksjon.¹ Tapsfunksjonen er en forenklet og ufullkommen representasjon av de overordnede kriteriene og avveiiingene som gjøres i pengepolitikken. Det er spesielt krevende å finne en spesifisering av hensynet til robusthet som fullt ut dekker de vurderinger og avveiiinger som gjøres i pengepolitikken. I tillegg til å legge vekt på produksjonsgapet, er dette hensynet søkt ivaretatt ved å legge vekt på avviket mellom faktisk styringsrente og en normal rente, samt at styringsrenten skal endres gradvis.

I kapittel 2 i denne rapporten gis det en bred vurdering av faren for oppbygging av finansielle ubalanser. Flere år med oppgang i kreditt og formuespriser øker faren for at finansielle ubalanser kan utløse eller forsterke tilbakeslag i økonomien. Det er utsikter til at oppbyggingen av sårbarhet, særlig i husholdningssektoren, vil fortsette fra et allerede høyt nivå. En slik skjønsmessig vurdering ivaretas ikke på en fullgod måte av indikatoren i tapsfunksjonen.

Anslaget for styringsrenten i denne rapporten er basert på at faren for finansielle ubalanser fortsetter å bygge seg opp. Derfor er prognosen for renten noe høyere enn en ren modellteknisk analyse skulle tilsi, se figur 1.22.

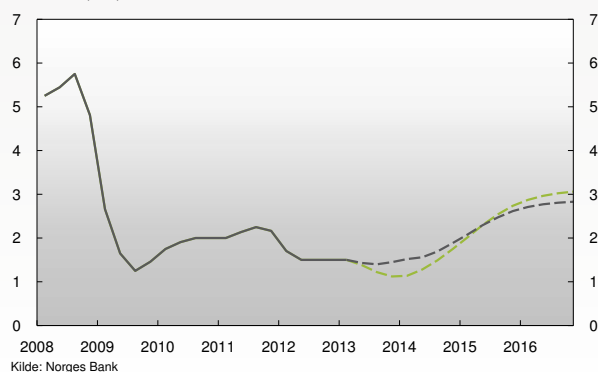
Norges Bank vil jobbe videre med hvordan hensynet til robusthet og faren for finansielle ubalanser kan representeres i analyseapparatet. Også i fremtidige pengepolitiske analyser vil dette hensynet være basert på skjønsmessige vurderinger i tillegg til de mer modelltekniske analysene.

¹ Matematisk kan avveiiingene noe forenklet uttrykkes ved en såkalt "tapsfunksjon" hvor parametrene λ , τ og γ uttrykker relative vekt

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2 + \gamma(i_t - i_{t-1})^2 + \tau(i_t - i_t^*)^2$$

der L_t er tapet, $(\pi_t - \pi^*)$ er avviket mellom faktisk inflasjon og inflasjonsmålet, $(y_t - y_t^*)$ er produksjonsgapet, i_t er styringsrenten og i_t^* skal representere et normalt nivå på styringsrenten. Se nærmere omtale i *Handlingsmønsteret i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane* i PPR 1/12

Figur 1.22 Styringsrenten i en modellteknisk renteprognose og referansebanen fra PPR 1/13 (sort). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/12

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 3/12, se figur 1.23. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane (se egen ramme side 18), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 1.24 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.

Det er utsikter til at lavkonjunkturen ute vil vare enda lenger enn vi la til grunn i forrige rapport. Vekstanslagene er nedjustert, særlig for euroområdet. Svakere vekstutsikter ute trekker i retning av lavere styringsrente her hjemme, se blå søyler.

Utviklingen i produksjon og etterspørsel i norsk økonomi har også vært lavere enn ventet. Arbeidsledigheten har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport. Anslaget for kapasitetsutnyttningen nå er noe nedjustert sammenliknet med forrige rapport, se grønne søyler.

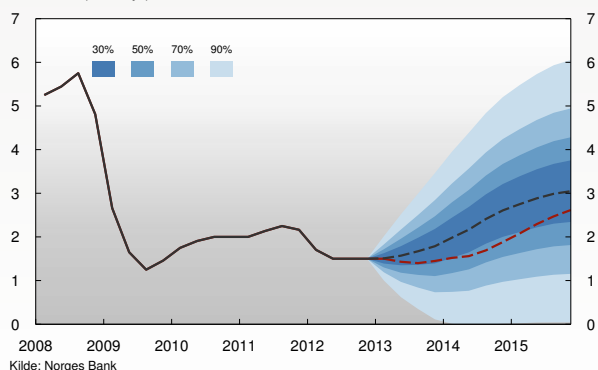
Inflasjonen er lav, og den har vært noe lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/12. Kostnadsveksten i bedriftene som produserer og leverer konsumvarer og tjenester har trolig vært lavere enn vi tidligere har antatt. Høy arbeidsinnvandring og lav lønnsvekst ute vil kunne dempe lønnsveksten her hjemme. Disse forholdene tilsier at det tar lengre tid før prisveksten tar seg opp enn lagt til grunn i forrige rapport. Den lave inflasjonen trekker renteprognosen ned, se røde søyler.

Påslag i penge- og kredittmarkedene ventes å holde seg stabile. Flere banker har varslet at utlånsrentene skal øke noe den nærmeste tiden. Det innebærer at bankenes utlånsmarginer, definert som forskjellen mellom pengemarkedsrenten og utlånsrentene, kan øke ytterligere fra et allerede høyt nivå. Isolert sett trekker høyere utlånsmarginer i retning av en lavere styringsrente, se gule søyler.

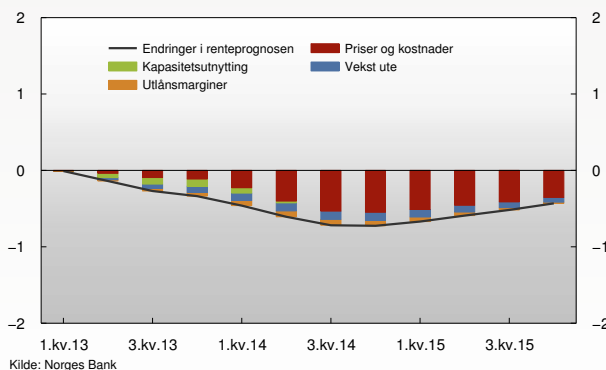
Endringer i anslagene for andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1.

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

Figur 1.23 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/12 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/13 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Figur 1.24 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 3/12. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2015



Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/13. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/12 i parentes.

	2013	2014	2015	2016
KPI	1½ (-½)	1½ (-½)	2 (-¼)	2
KPI-JAE ¹⁾	1¼ (-¼)	1½ (-½)	2 (-¼)	2
KPIXE ²⁾	1 (-¼)	1½ (-½)	2 (-¼)	2
Årslønn ³⁾	4 (-¼)	4¼ (-¼)	4½ (0)	4¼
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴⁾	3 (-1¼)	3¾ (-¼)	3¼ (-½)	3
BNP Fastlands-Norge	2¾ (-¼)	3 (¼)	2½ (-¼)	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁵⁾	½ (-¼)	½ (0)	¼ (0)	0
Sysselsetting, personer (KNR)	1½ (-¼)	1¼ (0)	1 (-¼)	1
Registrert ledighet (rate, nivå)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (0)	2¾
Nivå				
Styringsrente ⁶⁾	1½ (-¼)	1¾ (-½)	2¼ (-¾)	2¾
Importveid valutakurs (I-44) ⁷⁾	85½ (-¼)	84½ (-¾)	84½ (-1)	85
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁸⁾	½ (0)	½ (0)	1 (0)	1¼

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 omtale av KPIXE

3) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

6) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

8) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

Den motsykliske kapitalbufferen og pengepolitikken

Når Norges Bank senere skal gi råd til Finansdepartementet om et motsyklisk kapitalkrav til bankene, reiser det spørsmål om hvordan et slikt nytt virkemiddel vil bli tatt hensyn til i pengepolitikken.

Den motsykliske bufferen og styringsrenten har to forskjellige mål. Målet med bufferen er å gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur. Målet med pengepolitikken er derimot lav og stabil inflasjon over tid. I rentesettingen avveies inflasjonsmålet mot hensynet til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

På tross av ulike mål virker både styringsrenten og kapitalbufferen gjennom bankenes tilpasning. Bufferen vil bli fastsatt ut fra en vurdering av risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp og utløser eller forsterker tilbakeslag i økonomien, se egen ramme på side 24 i denne rapporten. Kapitalkravet – og hvordan det virker på bankenes valg av rentemarginer – vil være en av mange faktorer som vil ligge til grunn for den pengepolitiske analysen. Beslutningsunderlaget

for kapitalbufferen vil bygge på den aktuelle situasjonen i norsk økonomi, med særlig vekt på ulike kreditt- og formuespriser.

Den motsykliske bufferen bidrar til å øke bankenes soliditet i oppgangstider. Den kan også i noen grad bidra til å motvirke at finansielle ubalanser bygger seg opp, men virkningen er usikker. Norges Bank kan derfor ikke se bort fra hensynet til finansielle ubalanser når styringsrenten fastsettes. Kriteriene for gjennomføringen av pengepolitikken ligger fast også etter innføring av en motsyklisk kapitalbuffer.

Bankene har uttalt at de allerede er i ferd med å tilpasse seg høyere krav til egenkapital, i god tid før de er vedtatt. Selv om regelverket for nye kapitalkrav først kommer senere i år, er virkningene trolig allerede synlige. Som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken vil Norges Bank løpende følge med på hvordan bankene tilpasser seg nye reguleringer.

2 Finansiell stabilitet

Finansielle ubalanser kan bygge seg opp i gode tider når tilgangen på finansiering er god, formuespriser stiger, og bankenes tap er lave. Når den positive utviklingen snur, spesielt dersom skiftet kommer raskt og fallhøyden er stor, kan bankene bli påført betydelige tap.

Ifølge utkastet til ny bankregulering for EØS-området (CRD IV) skal bankene pålegges å bygge opp en ekstra kapitalbuffer i gode tider. Det vil gjøre dem mer solide i en kommende lavkonjunktur og kan dempe høy kredittvekst. Ved tilbakeslag i økonomien og tap i

bankene skal bufferen kunne tæres på. Det vil kunne bidra til at bankene strammer mindre inn på tilbudet av kreditt enn de ville gjort dersom kapitalkravet ble opprettholdt. Regelverket er beskrevet på side 29. Norges Bank vil gi råd til Finansdepartementet om fastsettelsen av kapitalbufferen fire ganger i året i forbindelse med *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Rådet fra Norges Bank vil være basert på en vurdering av oppbyggingen av finansielle ubalanser med utgangspunkt i et sett av økonomiske indikatorer, se utdyping under.

Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer

Den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

1. Bankene bør bli mer robuste i gode tider

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer bør økes når finansielle ubalanser bygger seg opp.

2. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene

3. Tilbakeslag i det finansielle systemet bør lindres

Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal bufferen kunne tæres på for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

Det er krevende å identifisere finansielle ubalanser. I en høykonjunktur vil kreditt som stiger raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, gi signaler om oppbygging av ubalanser. Stigende bolig- og eiendomspriser går 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.

Rådet fra Norges Bank om 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 næringseiendom¹, og iv) andelen markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner, se figur 2.1 til 2.4.² 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 nøkkelindikatorerne 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.

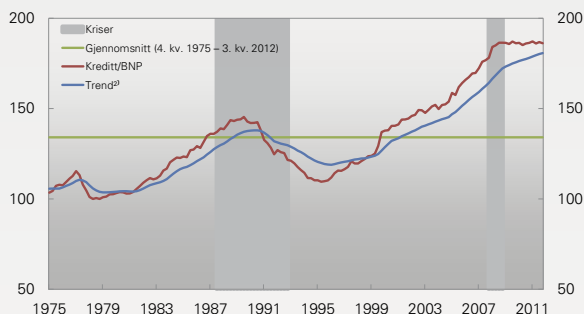
Hensynet til robusthet tilsier at kapitalbufferen ikke uten videre trappes ned selv om det er tegn til at finansielle ubalanser skulle avta.

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. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene stramme mindre inn på sine

utlån i nedgangstider enn de ellers ville gjort. Kapitalbufferen skal ikke frigis for å avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

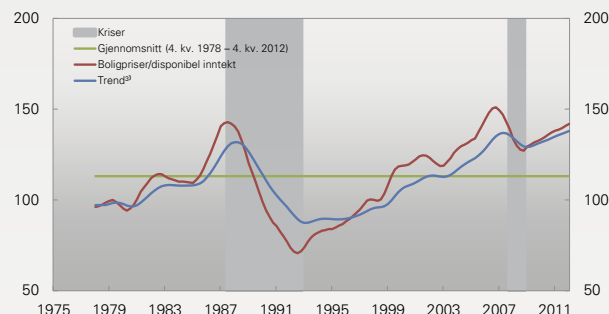
- 1 Indikatorerne er basert på OPAK sine beregnede salgspriiser for kontorlokaler i Oslo som tar utgangspunkt i anslåtte leiepriser fra Dagens Næringslivs eiendomsindeks
- 2 Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av nøkkelindikatorer videreutvikles

Figur 2.1 Samlet kreditt¹⁾ for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 4. kv. 1975 – 3. kv. 2012



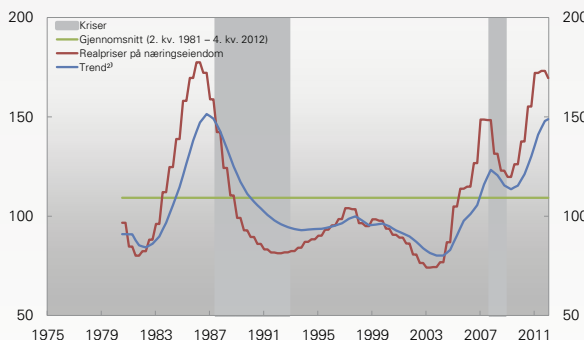
- 1) Summen av K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (samlet økonomi for 1995) og K2 husholdninger
 - 2) Ensidig Hodrick-Prescott filter med rekursive anslag. Lambda = 400 000
- Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 2.2 Boligpriser¹⁾ som andel av disponibel inntekt²⁾. Indeksert. 4. kv. 1998 = 100. 4. kv. 1978 – 4. kv. 2012



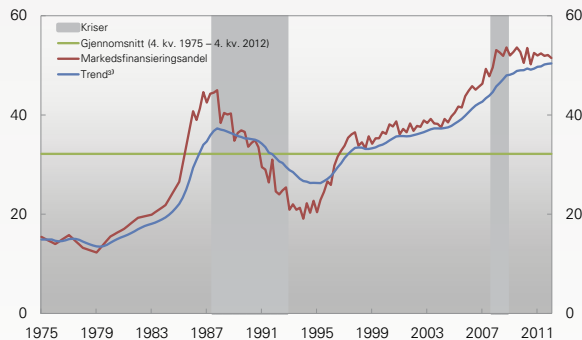
- 1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
 - 2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 2006 – 2012
 - 3) Ensidig Hodrick-Prescott filter med rekursive anslag. Lambda = 400 000
- Kilder: Statistisk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

Figur 2.3 Realpriser på næringsseiendom¹⁾. Indeksert. 1998 = 100. Halvårstall. 1981 – 2012



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

Figur 2.4 Bankenes¹⁾ markedsfinansieringsandel²⁾. Prosent. 4. kv. 1975 – 4. kv. 2012



- 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
 - 3) Ensidig Hodrick-Prescott filter med rekursive anslag. Lambda = 400 000
- Kilde: Norges Bank

Fra midten av 1990-tallet til 2008 vokste den samlede gjelden til husholdninger og foretak i fastlandsøkonomien markant raskere enn den økonomiske aktiviteten, se figur 2.5 og 2.6. Erfaringer fra tidligere finansielle kriser i Norge og andre land viser at både bankene og låntakerne ofte tar stor risiko i perioder med sterk kredittvekst. Siden finanskrisen har kredittveksten kommet noe ned og er mer på linje med veksten i fastlandsøkonomien. Samlet kreditt som andel av BNP er likevel på et historisk høyt nivå, se figur 2.1.

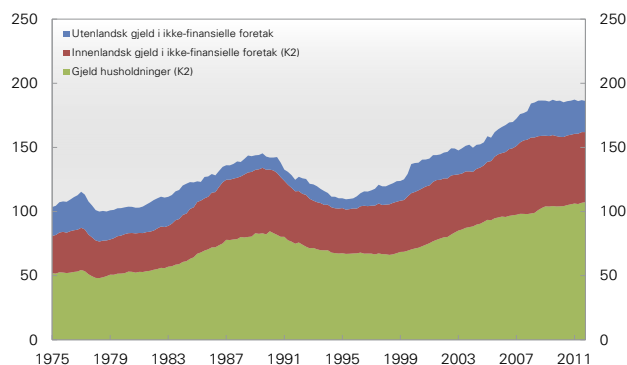
Det er særlig husholdningene som har bidratt til den seneste økningen i kredittvolumet (se figur 2.6). Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskere enn inntektene, og samlet gjeld tilsvarer nå nesten to ganger husholdningenes disponible inntekt, se figur 2.7. Samtidig sparer husholdningene mer, og i 2012 økte finanssparingen om lag like mye som gjelden. Vekst i bankinnskudd utgjør rundt halvparten av den økte finanssparingen. Men gjelden og sparingen er skjevt fordelt. Analyser av norske husholdningers ligningsdata for 2010 viser at 11 prosent av husholdningene hadde en gjeld på mer enn fem ganger disponibel inntekt.¹ Det er høyt sammenliknet med andelen i årene før bankkrisen, hvor under 8 prosent av husholdningene var i tilsvarende posisjon. I tillegg har husholdningene med størst gjeldsbelastning små finansielle buffere. Disse låntakerne kan få problemer med å betjene gjelden dersom renten øker eller inntekt faller bort. I en slik situasjon kan dessuten mange husholdninger bli tvunget til å redusere sitt konsum. Det kan sette i gang ringvirkninger som svekker den finansielle stillingen i foretakene og fører til store tap i bankene, slik vi opplevde under bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet.

Sårbarheten til husholdningene er knyttet til utviklingen i boligprisene. Nitti prosent av husholdningenes gjeld er tatt opp med pant i bolig. Justert for veksten i konsumprisindeksen har boligprisene i Norge aldri vært høyere, se figur 2.8. De siste ti årene har boligprisene i ulike regioner i Norge vokst i nesten samme takt, men fra ulike nivåer. I kortere perioder varierer imidlertid veksten, se figur 2.9. Skulle boligprisene falle markant, vil formuen til husholdningene og panteverdiene til bankene bli redusert.

Utviklingen i det norske boligmarkedet står i kontrast til utviklingen i de fleste andre land i Nord-Europa, hvor

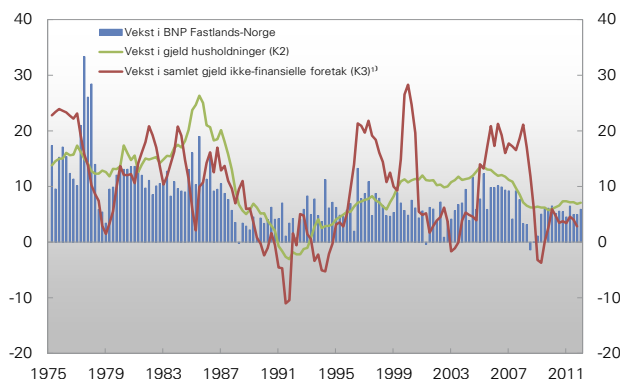
1 Finansiell stabilitet 2/12

Figur 2.5 Samlet privat kreditt/BNP Fastlands-Norge. Dekomponert. Prosent. 4. kv. 1975 – 3. kv. 2012



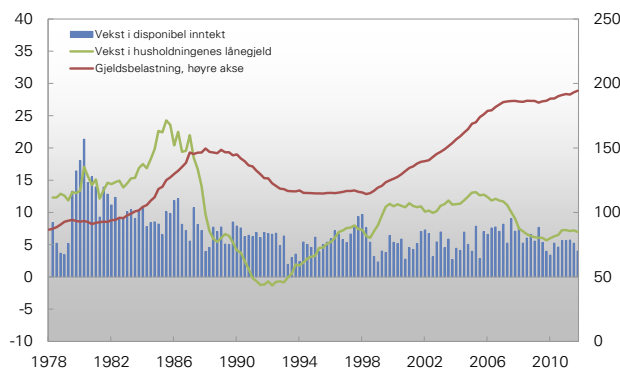
Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 2.6 Gjeld i husholdninger og ikke finansielle foretak og BNP for Fastlands-Norge. 4-kvartalersvekst. Prosent. 4. kv. 1975 – 4. kv. 2012



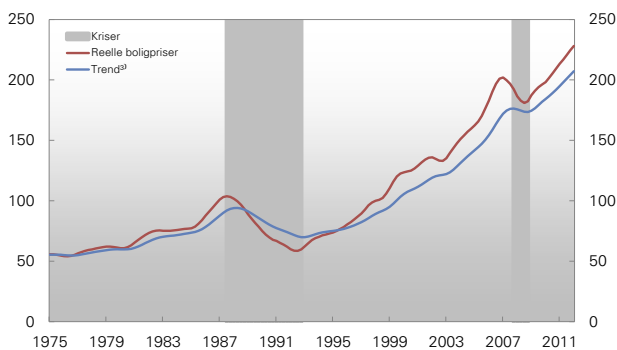
1) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsk gjeld i ikke-finansielle foretak. Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk Sentralbyrå, IMF og Norges Bank

Figur 2.7 Husholdningenes gjeldsbelastning¹. Prosent. 4.kv 1978 – 3. kv. 2012



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

Figur 2.8 Reelle boligpriser^{1) 2)}, Indeksert . 4. kv. 1998 =100. 4. kv. 1975 – 4. kv. 2012

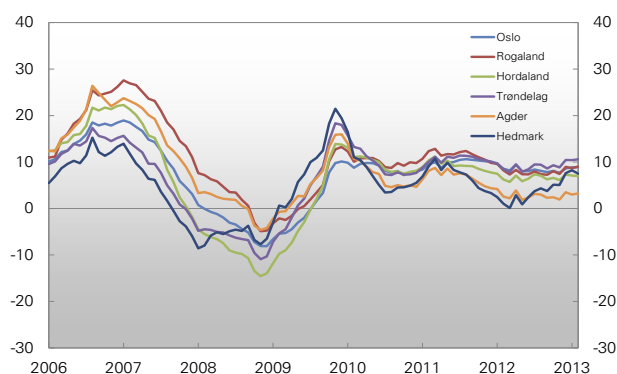


1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
 2) Deflatert med KPI
 3) Ensidig Hodrick-Prescott filter med rekursive anslag. Lambda = 400 000
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglersforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF), Finn.no, Pöyry og Norges Bank

boligprisene kun viser en svak vekst eller fortsatt faller etter finanskrisen, se figur 2.10. Riktignok har norske husholdninger det siste tiåret hatt en vesentlig høyere reell inntektsvekst enn husholdningene hos våre handelspartnere, noe som kan forklare deler av boligprisveksten. Men norske boligpriser vokser raskere enn husholdningenes disponible inntekt, se figur 2.11. Målt i forhold til disponibel inntekt er boligprisene nå høyere enn det historiske gjennomsnittet, se figur 2.2.

Ifølge Norges Banks anslag vil boligprisene fortsette å stige fram til 2016, se figur 1.16. Stigende boligpriser bidrar til gjeldsvekst, og er en av grunnene til at vi forventer økt gjeldsbelastning også fremover, se figur 1.17. Blir utviklingen i gjeld og boligpriser som anslått, vil sårbarheten i husholdningssektoren fortsette å øke fra et allerede høyt nivå. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til boligprisutviklingen. Anslaget for boligprisveksten hviler på at økonomien utvikler seg som lagt til grunn i referansebanen.

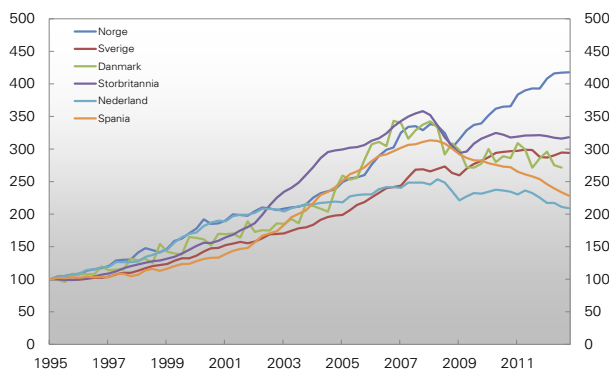
Figur 2.9 Boligpriser etter region. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Januar 2006 – februar 2013



Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Pöyry, Finn.no og Eiendomsmeglerforetakenes forening

Gjeldsveksten til foretakene i Fastlands-Norge har siden finanskrisen vært lavere enn veksten i verdiskapingen (se figur 2.6). I 2012 var veksten i bankenes utlån til foretak nær null. Ifølge bankenes svar på Norges Banks utlånsundersøkelse har de strammet noe inn på sin kredittpraksis overfor foretak siden tredje kvartal 2011. Forventninger om økte kapitalkrav rapporteres som en viktig årsak til innstrammingen. I NHOs kvartalsvise spørreundersøkelse, gjennomført i månedsskiftet januar/februar i år, oppgis imidlertid manglende tilgang på finansiering som det minst viktige av en rekke investeringshindre. Trolig bidrar både begrenset etterspørsel og et strammere tilbud til den moderate gjeldsveksten i foretakene.

Figur 2.10 Boligpriser i utvalgte land. Indeksert. 1. kv. 1995 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 1995 – 4. kv. 2012



Kilde: Thomson Reuters

Næringseiendomsmarkedet, som er den næringen bankene i Norge har mest utlån til, har de siste årene vært preget av den gode økonomiske situasjonen i Norge. Etterspørselen etter kontorareal i Osloreionen, et segment bankene har stor eksponering mot, økte kraftig fra 2011 til 2012. Mange byggeprosjekter settes i gang, selv om det har vært en nedgang siden før finanskrisen, se figur 2.12. Etter et fall i leie- og salgspriser på kontorlokaler under finanskrisen, har prisene fortsatt å stige i flere segmenter de siste årene, se figur 2.3 og 2.13. Ved et tilbakeslag i økonomien kan prisene falle. Det kan redusere eiendomsforetakenes gjeldsbetjeningsevne og eiendomsverdiene

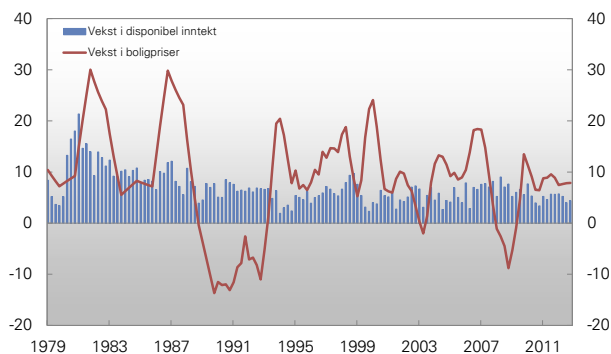
som bankene har pant i. Det kan føre til økte tap i norske banker.

Andelen av virksomheten til norske banker og kredittforetak finansiert med lån fra penge- og kredittmarkedene økte kraftig fra 2005 og fram til 2008, se figur 2.4. God tilgang på markedsfinansiering bidro til at bankkonsernene lett kunne vokse og møte den høye etterspørselen etter kreditt fra foretak og husholdninger, se figur 2.14. Den raske veksten bidro til oppbygging av risiko i det finansielle systemet. Markedsfinansieringsandelen har ligget på et historisk høyt nivå siden 2008. Samtidig har norske bankers finansieringsstruktur blitt mer robust. Løpetiden på markedsfinansieringen har økt, og kortsiktige markedsinnlån motsvares i stadig større grad av likvide fordringer. Norske banker har for tiden god tilgang på finansiering i penge- og kredittmarkedene, men prisen på finansieringen er høyere enn før finanskrisen.

Bankene i Norge har et godt utgangspunkt for å bygge buffere som gjør dem bedre rustet ved et eventuelt tilbakeslag. Inntjeningen er god, og tapene er for tiden lave. Økningen i kapitaldekning fra 2011 til 2012 viser at bankene allerede er i ferd med å bedre sin soliditet, se figur 2.15.

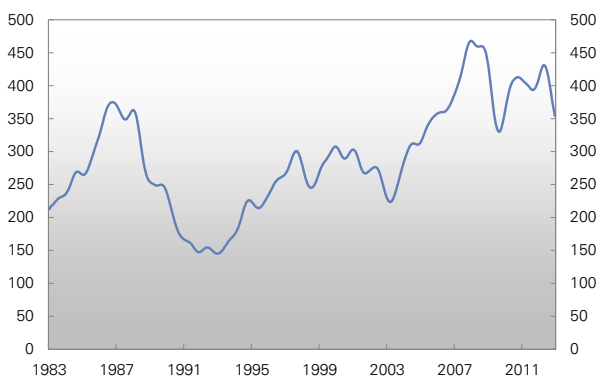
Bankene kan fortsette å øke kapitaldekningen på ulike måter. For det første kan de bedre kapitaldekningen ved å styrke egenkapitalen, enten gjennom emisjoner eller ved å holde tilbake overskudd. Bankene kan også øke kapitaldekningen ved å redusere eller endre sammensetningen av eiendelene slik at deres risikovektede eiendeler synker. Det vil ha en direkte effekt på tilbudet av kreditt. Dersom bankene øker sine utlånsmarginer for å styrke inntjeningen, vil det kunne ha en indirekte effekt på kredittveksten. En videreføring av bankenes atferd til nå tilsier en kombinasjon av høye marginer, svak vekst i utlån til foretak og moderat utbytteandel.

Figur 2.11 Boligpriser¹⁾ og disponibel inntekt²⁾. 4-kvartalersvekst. Prosent. 4. kv. 1978 – 4. kv. 2012



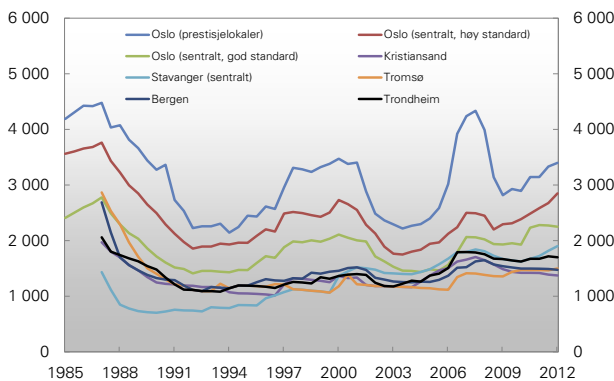
1) Kvartalstall frem til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 2006 – 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes forening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

Figur 2.12 Igangsatt bruksareal til annet enn bolig. Justert for sesong og irregulære komponenter. 1000 m². 1983 – 2012



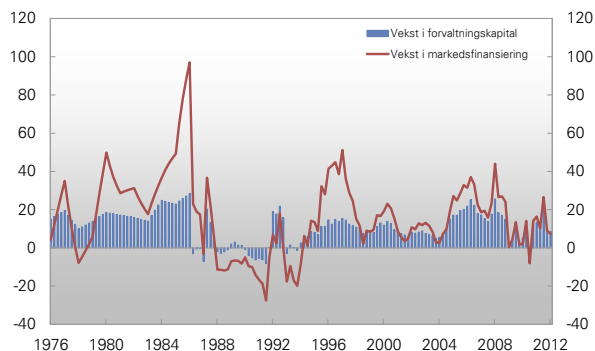
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.13 Kontorleiepriser. Kroner per kvadratmeter (faste 2012-kroner). Halvårstall. 1985 – 2012



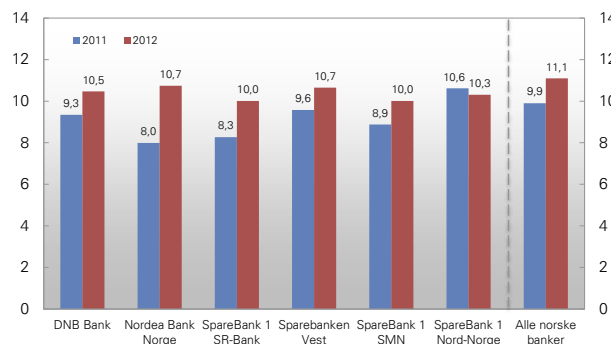
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Dagens Næringsliv og OPAK

Figur 2.14 Bankenes¹⁾ forvaltningskapital og markedsfinansiering²⁾. 4-kvartalersvekst. Prosent. 2. kv. 1981 – 4. kv. 2012



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

Figur 2.15 Ren kjernekapitaldekning ved utgangen av året. Store bankkonsern¹⁾ og alle norske banker²⁾. Prosent. 2011 – 2012



1) Norske bankkonsern med forvaltningskapital større enn 60 milliarder kroner
2) For banker som er finanskonsern benyttes regnskapstall for bankkonsern. For øvrige banker benyttes morbankstall
Kilder: Bankkonsernernes resultatrapporter, Finanstilsynet og Norges Bank

Regelverk for motsyklisk kapitalbuffer¹

Finanskrisen tydeliggjorde behovet for mer robuste banker. Det ble klart at mer egenkapital var nødvendig for å gjøre bankene bedre rustet ved tilbakeslag i økonomien. Baselkomiteen for banktilsyn anbefalte i 2010 et nytt regelverk (Basel III) som innebærer strengere krav til kapital i bankene, både til kvalitet og omfang. EU-kommisjonen fulgte opp i juli 2011 ved å legge fram forslag til nytt regelverk for EØS-landene. Det er ventet at regelverket vil være ferdig behandlet i EU-systemet i løpet av våren 2013. Gjennom EØS-avtalen vil regelverket også gjelde i Norge. I det nye regelverket innføres blant annet krav om motsyklisk kapitalbuffer.

Målet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur og motvirke store utslag i tilbudet av kreditt som kan forsterke svingningene i økonomien. Bufferen bør økes når finansielle ubalanser bygger seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal bufferen kunne tæres på. Det vil kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

Bufferkravet skal gjelde alle banker i Norge. Hjemlandsmyndighetene til en utenlandsk filial skal automatisk anerkjenne bufferkravet så lenge det utgjør

inntil 2,5 prosent av beregningsgrunnlaget for kjernekapital. Bufferkravet kan settes høyere enn dette, men gjelder da ikke automatisk for filialer av utenlandske banker i Norge før det er godkjent av deres hjemlandsmyndigheter.

Økning av bufferkravet skal fastsettes minst 12 måneder før økningen trer i kraft for at bankene skal ha tid til å tilpasse seg. En reduksjon av kravet skal derimot kunne gjelde umiddelbart. Ved en reduksjon i bufferkravet skal myndighetene også anslå en periode der kravet med stor sannsynlighet ikke vil økes, for å skape mer forutsigbarhet for bankene.

Norges Bank har fått hovedansvaret for å utarbeide grunnlaget for beslutninger om motsyklisk kapitalbuffer i Norge. Banken skal legge fram et vurderingsgrunnlag og et råd om bufferen til Finansdepartementet fire ganger i året. Ved utarbeidelsen av grunnlaget vil Norges Bank også ha kontakt med Finanstilsynet. Finansdepartementet vil fastsette bufferkravet.

¹ Regelverket er nærmere beskrevet i *Norges Bank Memo Nr. 1/2013: Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer*

3 Nærmere om den økonomiske utviklingen

Internasjonal økonomi

Utsiktene for veksten i verdensøkonomien er noe svakere enn ventet i Pengepolitisk rapport 3/12. Fremvoksende økonomier bidrar til å holde den samlede veksten i verden oppe. I industrilandene dempes veksten av fortsatt behov for nedbelåning i privat og offentlig sektor. Euroområdet er fremdeles i resesjon, og nedgangen ser ut til å vare noe lenger enn anslått i forrige rapport. For 2013 og 2014 er vekstanslagene for handelspartnerne justert ned med henholdsvis 1/2 og 1/4 prosentenheter til 1 1/4 og 2 1/4 prosent, se tabell 3.1. Den globale veksten anslås å bli 2 3/4 prosent i år, på linje med gjennomsnittet for de siste 30 årene, se figur 3.1.

Samtidig som vekstutsiktene er svekket, har forholdene i finansmarkedene fortsatt å bedre seg, mye på grunn av tiltak fra sentralbanker og myndigheter siden i fjor sommer. Faren for sammenbrudd i eurosamarbeidet ble betydelig redusert etter at den europeiske sentralbanken (ESB) i høst åpnet for ubegrensede støttekjøp av europeiske statsobligasjoner (Outright Monetary Transactions). EU tok i høst ytterligere steg i retning av en europeisk bankunion. Markedenes bekymringer om utsiktene for de greske statsfinansene ble mindre etter at Hellas før jul kom til enighet med kreditorene om lettelse i landets betalings- og gjeldsforpliktelser. I USA er det fortsatt usikkerhet om finanspolitikken.

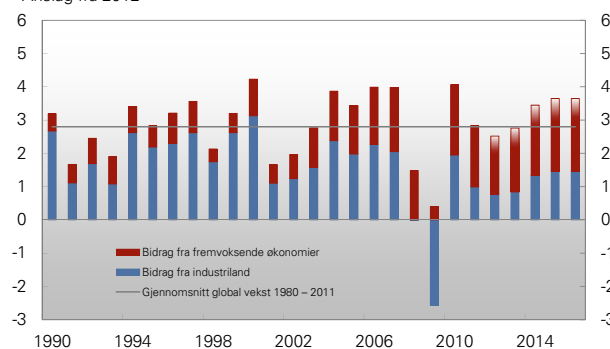
I etterkant av disse begivenhetene har risikopremiene falt i flere markeder. Rentene på statsobligasjoner fra de gjeldsutsatte eurolandene har falt, se figur 3.2, og kredittforsikringspremiene for europeiske finansinstitusjoner er betydelig redusert. Aksjekursene har steget siden fremleggelsen av forrige rapport, se figur 3.3. I Tyskland og USA er de viktigste aksjeindeksene nå nær toppnivåene fra høsten 2007. Investorene synes å ha redusert sin etterspørsel etter de aller sikreste plasseringene til fordel for aktiva som gir høyere forventet avkastning og noe mer risiko. De langsiktige rentene i store økonomier som USA og Storbritannia har steget litt. Usikkerheten i markedene økte noe etter det italienske parlamentsvalget i slutten av februar.

Tabell 3.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 3/12 i parentes

Andel av verdens BNP ¹⁾ (prosent)	2013	2014	2015 – 2016 ²⁾
USA	20 2 1/4 (-1/4)	2 3/4 (0)	3 1/4
Euroområdet	15 -1/4 (-3/4)	1 1/4 (-1/2)	1 3/4
Storbritannia	3 1 (-1/2)	2 (0)	2 1/4
Sverige	0,5 1 1/4 (-1/2)	2 1/2 (0)	2 3/4
Kina	13 8 (0)	8 (0)	7 1/2
Norges handelspartnere ³⁾	65 1 1/4 (-1/2)	2 1/4 (-1/4)	2 1/2
Verden (PPP) ⁴⁾	100 3 1/2 (-1/4)	4 (0)	4 1/4
Verden (markedskurser) ⁴⁾	100 2 3/4 (-1/4)	3 1/2 (0)	3 3/4

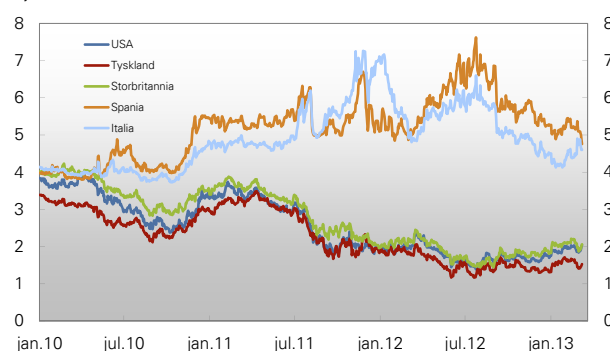
¹⁾ Kjøpekraftsjustert BNP (PPP) i 2010
²⁾ Gjennomsnittlig vekst per år
³⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere
⁴⁾ BNP-vekter. Norges Banks anslag for 26 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF
 Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

Figur 3.1 Globalt BNP. Vektet med landenes andel av global produksjon målt i felles valuta (markedskurser). Prosentvis årlig vekst, 1990 – 2016. Anslag fra 2012



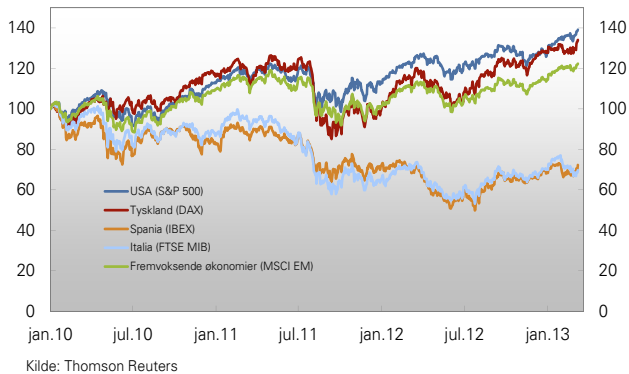
Kilder: IMF og Norges Bank

Figur 3.2 Rente 10-års statsobligasjoner. Prosent. Dagstall. 1. januar 2010 – 8. mars 2013



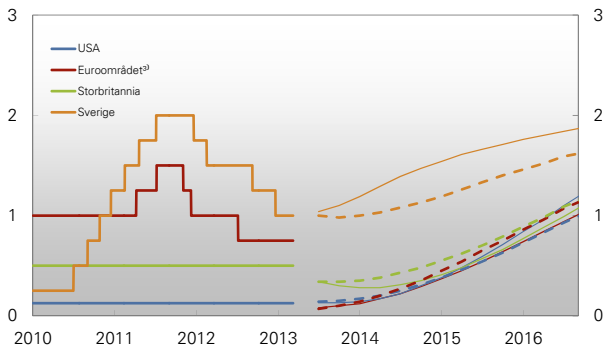
Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.3 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks. 1. januar 2010 = 100. 1. januar 2010 – 8. mars 2013



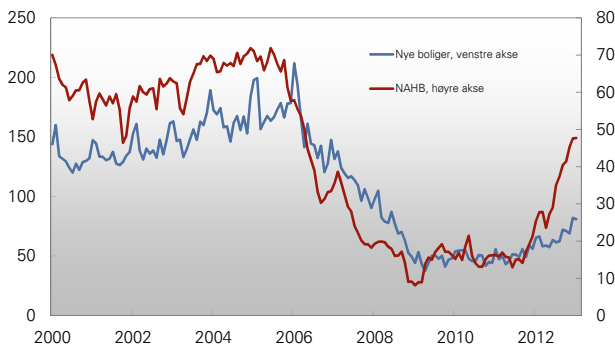
Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.4 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 31. oktober 2012 og 8. mars 2013.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2016²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 31. oktober 2012. Tynne linjer viser terminrenter per 8. mars 2013. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 2. kvartal 2013
3) EONIA for euroområdet fra 2. kvartal 2013
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 3.5 Boligmarkedet i USA. Nye boliger (antall i 1000) og National Association of Home Builders (NAHB) boligmarkedsindeks. Månedstall. Januar 2000 – januar 2013



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Styringsrentene i USA, euroområdet og Storbritannia har vært uendret siden Pengepolitisk rapport 3/12. Markedsaktørene venter uendrede styringsrenter i USA og euroområdet og noe lavere styringsrente i Storbritannia de nærmeste årene, se figur 3.4. På sitt møte i desember knyttet den pengepolitiske komiteen i Federal Reserve (FOMC) utsiktene for styringsrenten til utviklingen i arbeidsledigheten og inflasjonen. I desember besluttet FOMC også å utvide sine aktivkjøp. I januar annonserte Bank of Japan at den innfører et inflasjonsmål på 2 prosent i pengepolitikken. For å nå dette målet skal den fra 2014 øke kjøpene av verdipapirer.

I eurosystemet er det fortsatt mye overskuddslikviditet, og den kortsiktige pengemarkedsrenten, EONIA, ligger betydelig lavere enn styringsrenten. Markedsaktørene venter at denne differansen holder seg høy de nærmeste årene. I Sverige satte Riksbanken styringsrenten ned fra 1,25 til 1,0 prosent på rentemøtet i desember. Markedsaktørene priser ikke inn ytterligere kutt i styringsrenten i Sverige. For våre handelspartnere sett under ett, er markedsaktørenes forventninger til styringsrentene lite endret siden forrige rapport.

Vekstutsikter for regioner og land

I USA var den økonomiske aktiviteten svak i andre halvår i fjor. I januar ble det enighet i Kongressen om å gjøre deler av skattelettelsene, som ble innført under president Bush og forlenget under president Obama, permanente. Derimot ble det ikke oppnådd enighet om kutt i de føderale utgiftene. Fra 1. mars ble det derfor iverksatt automatiske utgiftskutt tilsvarende om lag 1/2 prosent av BNP. Veksten ventes å ta seg noe opp de nærmeste kvartalene, men vekstanslaget for 2013 er justert litt ned sammenlignet med forrige rapport. Nedjusteringen er en følge av usikkerheten rundt finanspolitikken og virkninger av svak utvikling i Europa. Likevel er det flere positive signaler i amerikansk økonomi. Boligmarkedet har fortsatt å bedre seg, se figur 3.5, og arbeidsledigheten er på vei ned. Økt energiproduksjon og bedre kostnadsmessig konkurransevne vil kunne bidra til tiltakende vekst noe lenger ut i prognoseperioden.

Aktiviteten i euroområdet falt gjennom 2012. Den svake utviklingen i flere sør-europeiske medlemsland har nå spredd seg til kjernelandene. Makroøkonomiske indikatorer tyder på fall også i første kvartal i år. Bedringen i finansmarkedene siden i fjor sommer har ikke hatt like

stor positiv virkning på husholdninger og bedrifter som lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 3/12. Stigende arbeidsledighet, vanskelige finansieringsforhold i mange land, stram finanspolitikk og fortsatt stor usikkerhet demper veksten i konsum og investeringer, se figur 3.6. Det vil trolig ta lenger tid enn tidligere antatt før finansieringsforholdene i landene med høy statsgjeld bedres vesentlig, noe som vil holde investeringsveksten nede fremover.

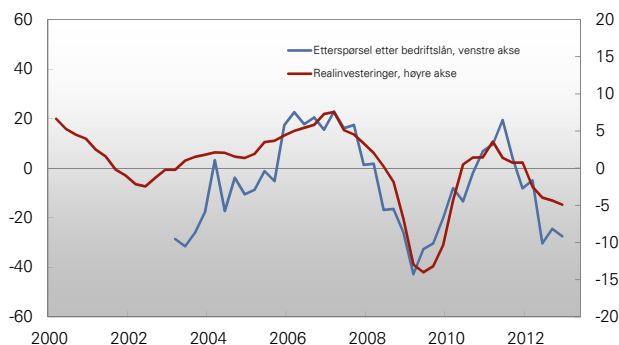
De siste årene er det vedtatt en rekke strukturreformer innenfor arbeidsmarkedene, produktmarkedene og pensjonssystemene i kriselandene i euroområdet. Dette har trolig bidratt til at underskuddene i utenrikshandelen er redusert, og lønnskostnadsveksten har avtatt i de hardest rammede landene, se figur 3.7. På sikt vil reformene bidra til å øke vekstevnen i økonomiene, men det tar tid å flytte ressurser mellom sektorene. Reformen i arbeidsmarkedene har så langt bidratt til oppsigelser og lønnsreduksjoner, se figur 3.8. Det vil trolig ta lenger tid enn tidligere antatt før vedtatte strukturreformer gir vedvarende positive veksteffekter. Anslagene for veksten i euroområdet er derfor nedjustert gjennom hele prognoseperioden.

I Storbritannia har gjeninnhenting etter det kraftige aktivitetsfallet i 2008 og 2009 vært uvanlig svak. Bruttonasjonalproduktet var ved årsskiftet fortsatt 3 prosent lavere enn før finanskrisen. Fortsatt høy gjeldsbelastning for privat sektor, stram finanspolitikk og svak utvikling i viktige eksportmarkeder vil bidra til at veksten forblir svak de nærmeste årene.

I Sverige var BNP-veksten i fjerde kvartal i fjor lavere enn ventet i forrige rapport. Utviklingen i industri-sektoren forverret seg, fallet i eksporten fortsatte og til-litsindikatorer for tjenestesektoren og husholdningene har falt til lave nivåer. Veksten for inneværende år er nedjustert. Den solide finansielle stillingen i både privat og offentlig sektor vil sammen med fortsatt ekspansiv pengepolitikk trolig bidra til å løfte veksten opp mot potensialet allerede i 2014.

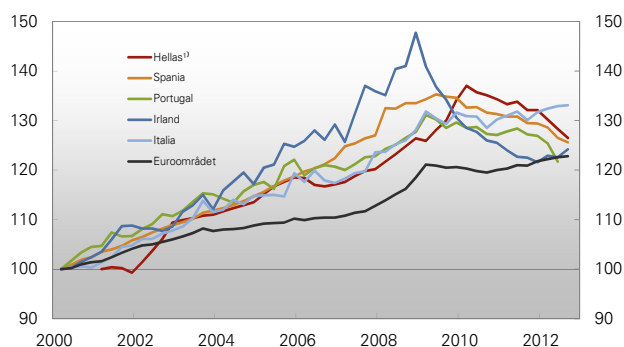
BNP-veksten i Kina var 7,8 prosent i 2012, den laveste siden 2001. Nedgangen skyldes lavere vekst i eksport- etterspørselen og tidligere pengepolitiske innstramminger. Veksttakten tok seg noe opp mot slutten av fjoråret, og vi venter at fortsatt høy innenlandsk etterspørsel og en ekspansiv finanspolitikk bidrar til at veksten holdes

Figur 3.6 Realinvesteringer i euroområdet. Firekvartalersvekst. Prosent. Bedriftenes etterspørsel etter kreditt¹⁾. Kvartalstall. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2012



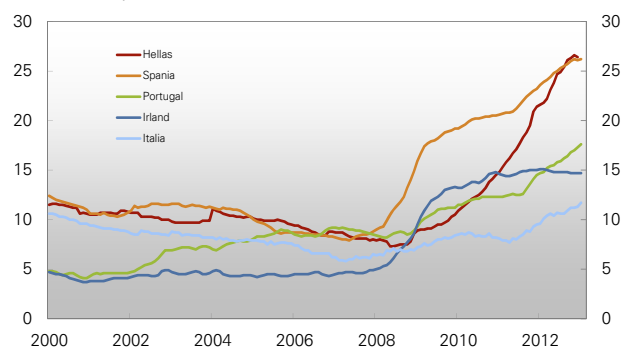
1) Bank lending survey. Verdier over null indikerer økende låneetterspørsel
Kilder: Thomson Reuters, Eurostat og ESB

Figur 3.7 Lønnskostnader per produsert enhet. Sesongjustert indeks. 1. kv. 2000 = 100. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2012



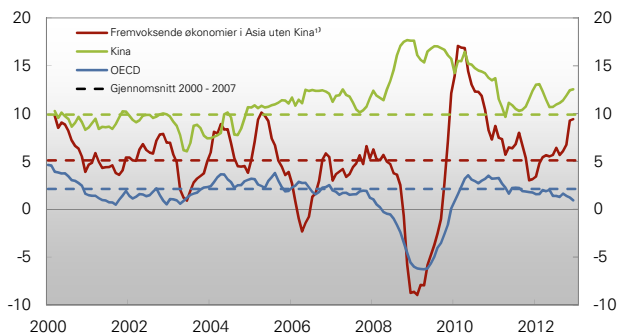
1) 1. kv. 2001 = 100. Firekvartalers glidende gjennomsnitt, ikke sesongjustert
Kilder: OECD og Norges Bank

Figur 3.8 Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Månedstall. Januar 2000 – januar 2013



Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.9 Detaljhandel i fremvoksende økonomier i Asia og i OECD. Volum. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – desember 2012



1) BNP-vektet (PPP). Indonesia, Malaysia, Filippinene, Thailand, Singapore, Sør-Korea og Taiwan
Kilder: Thomson Reuters, IMF og Norges Bank

Tabell 3.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 3/12 i parentes

	2013	2014	2015–16 ¹⁾
USA	1¾ (-¼)	2 (0)	2¼
Euroområdet ²⁾	1¾ (+¼)	1½ (-¼)	1¾
Storbritannia	2½ (+¾)	2¼ (+½)	2
Sverige	½ (-1)	2¼ (-¼)	2½
Kina	3¼ (+¼)	3½ (+¼)	3¼
Norges handelspartnere ³⁾	1¾ (0)	2 (0)	2
Oljepris Brent Blend ⁴⁾	110	102	97

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

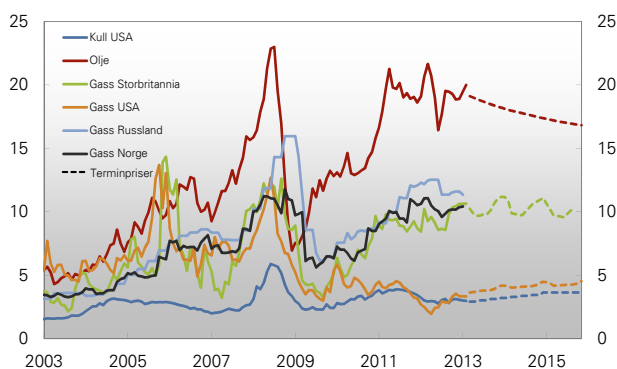
²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

³⁾ Importvekter, 26 viktige handelspartnere

⁴⁾ 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. Månedstall. Januar 2003 – desember 2015



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

på rundt 8 prosent både i 2013 og 2014. I Japan ventes tiltakende vekst de nærmeste kvartalene som følge av lettelse i penge- og finanspolitikken.

I de andre fremvoksende økonomiene i Asia har veksten vært om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 3/12. Innenlandsk etterspørsel har holdt seg godt oppe i mange av landene, se figur 3.9. Eksporten falt gjennom deler av 2012, men bedret seg noe mot slutten av året. Vi venter at veksttaket i regionen vil tilta, mye som følge av økt etterspørsel fra Kina. Privat sektor har god tilgang på kapital fra utlandet. Dette vil bidra til at veksten i innenlandsk konsum og investeringer holdes oppe.

Priser

Konsumprisveksten hos handelspartnerne var i fjerde kvartal 1,8 prosent, om lag som ventet i forrige rapport. I USA og Europa venter vi at ledig kapasitet og lav lønnsvekst vil bidra til litt lavere inflasjon i år. Langsiktige inflasjonsforventninger synes godt forankret på inflasjonsmålene. Konsumprisveksten hos handelspartnerne anslås å øke til om lag 2 prosent per år etter hvert som den økonomiske veksten gradvis tiltar, se tabell 3.2.

Oljeprisen er rundt 110 dollar per fat, om lag uendret siden forrige rapport. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 3.2. En fortsatt høy oljepris må sees i sammenheng med at veksten i fremvoksende økonomier holder seg godt oppe, samtidig som produksjonen i OPEC har blitt redusert en del de siste månedene. I tillegg vedvarer uroen i Midtøsten og Nord-Afrika. 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. Høyere skiferoljeproduksjon i USA og oljesandproduksjon i Canada ventes å stå for mye av denne økningen.

Eksportprisen på norsk gass er fortsatt høy, se figur 3.10. En relativt stor andel norsk gass selges fremdeles gjennom kontrakter der prisen er knyttet opp mot oljeprisen. Dessuten holder prisen på gass seg godt oppe i Storbritannia. Høye terminpriser for olje og britisk gass tyder på fortsatt høy pris på norsk gasseksport.

The Economists råvareindeks har falt med om lag 3 prosent siden forrige rapport. Prisen på industrimetaller har

steget med over 2 prosent i samme tidsrom. Terminprisene viser også en liten oppgang fremover, se figur 3.11. Matvareprisene har imidlertid falt med over 7 prosent siden forrige rapport, men er fortsatt på historisk høye nivåer.

Valutamarkeder

Siden sommeren har risikoviljen i valutamarkedene tatt seg litt opp. Euroen har styrket seg i takt med redusert usikkerhet om eurosamarbeidet. Råvarevalutaer som australske og newzealandske dollar har også styrket seg. Kursen på japanske yen har svekket seg markert etter økte forventninger om en langt mer ekspansiv penge- og finanspolitikk.

Utviklingen i kronekursen gjenspeiler normalt utviklingen i oljeprisen og rentedifferansen overfor utlandet. Siden sommeren har kronen styrket seg mer enn utviklingen i disse størrelsene skulle tilsi. Kombinasjonen av stabilitet, solide statsfinanser og en viss avkastning kan ha bidratt til økt etterspørsel etter investeringer i norske kroner. De siste månedene har den effektive nominelle kronekursen vært på de sterkeste nivåene siden mai 1986, se figur 3.12.

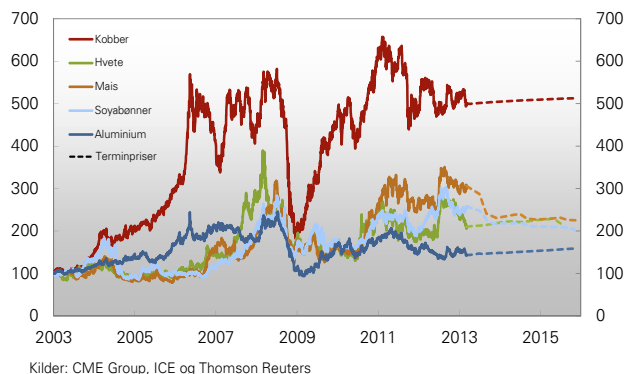
En svekkelse de siste ukene har imidlertid bidratt til at kronen, målt ved den importveide kursindeksen (I-44), samlet sett er lite endret siden Pengepolitisk rapport 3/12 ble lagt fram i oktober. I denne rapporten har vi lagt til grunn at I-44 de nærmeste kvartalene holder seg nær gjennomsnittsnivået hittil i år.

Norske banker

Rentene bankene betaler for å låne i markedet har falt de siste månedene. Redusert usikkerhet i finansmarkedene og fortsatt høy overskuddslikviditet har ført til lavere renter i penge- og kredittmarkedene. Risikopåslaget i pengemarkedet avtok gjennom 2012, og er i mange land kommet ned mot nivåene fra før finanskrisen. Siden forrige rapport har påslagene vært om lag uendret. Norsk tre måneders pengemarkedsrente har hittil i år ligget i gjennomsnitt 38 basispunkter over den forventede styringsrenten. Påslagene ventes å ligge om lag på samme nivå fremover.

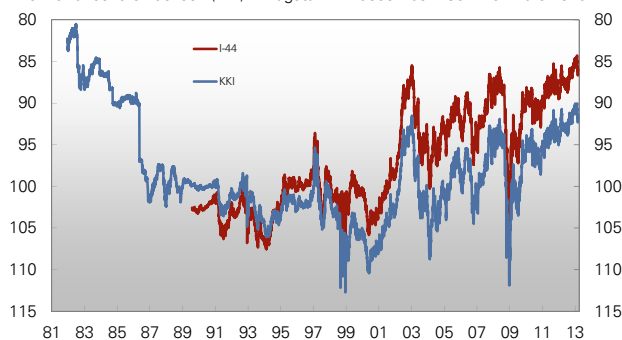
Norske banker og kredittforetak har fremdeles god tilgang på finansiering, se figur 3.13. Risikopåslagene på

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



Kilder: CME Group, ICE og Thomson Reuters

Figur 3.12 Utviklingen i kronekursen. Importveid valutakurs (I-44) og konkurransekursindeksen (KKI)¹⁾. Dagstall. 11. desember 1981 – 8. mars 2013



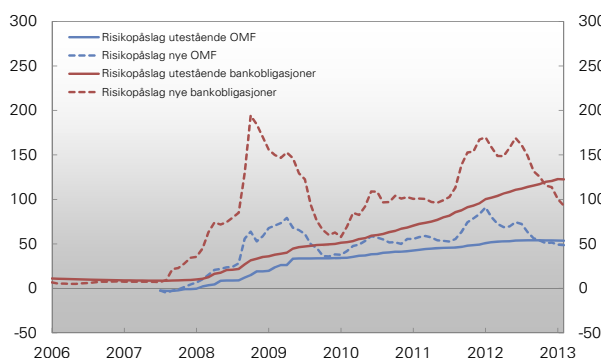
1) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs
Kilde: Norges Bank

Figur 3.13 Bankene sine kvalitative vurderinger fra Norges Banks Likviditetsundersøkelse.¹⁾ Mars 2008 – februar 2013

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

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 henholdsvis dårligere tilgang og høyere påslag, grå betyr uendret, mens grønn står for henholdsvis bedre tilgang og lavere påslag
Kilde: Norges Bank

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

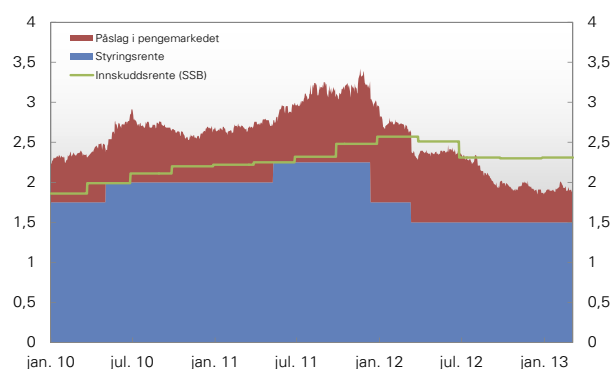


1) Differanse mot 3-mnd NIBOR
 2) Alle banker og kredittforetak i Norge med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge
 Kilder: Bloomberg, Stamdata, DNB Markets og Norges Bank

ny langsiktig markedsfinansiering har falt siden forrige rapport, se figur 3.14. For bankene har det gjennomsnittlige risikopåslaget på beholdningen av innlån fra markedet likevel fortsatt å stige. Det kommer av at risikopåslagene på ny finansiering er høyere enn påslagene på lån som forfaller.

Nedbelåning i Europa og forventninger om lettelser i fremtidige krav til bankenes langsiktige finansiering reduserer tilbudet av obligasjoner fra banker og kredittforetak. Det bidrar til å holde risikopåslagene på senior bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) nede. Rentene på norske OMF ligger nå nær statsrentene i land med solide statsfinanser. Det kan begrense et videre fall i OMF-påslagene her hjemme. Dersom påslagene på ny finansiering holder seg på dagens nivå ut 2013, vil det gjennomsnittlige påslaget for bankenes beholdning av senior bankobligasjoner kunne falle noe gjennom 2013, mens gjennomsnittspåslaget på OMF vil være om lag uendret.

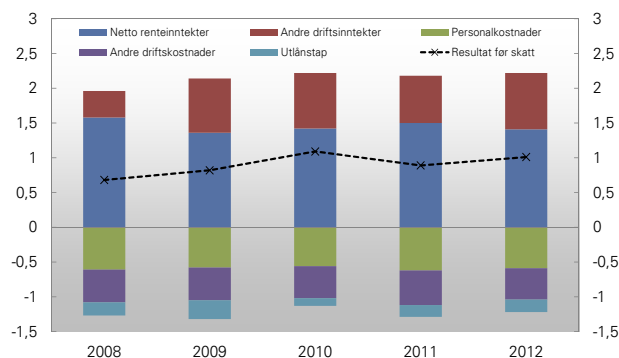
Figur 3.15 Innskuddsrente¹⁾ og margin. Prosent. 1. januar 2010 – 8. mars 2013



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

Det siste året har bankene betalt forholdsvis høye renter på innskudd fra publikum, og innskuddsrentene har vært høyere enn pengemarkedsrentene, se figur 3.15. Innskudd og markedsfinansiering er bankenes viktigste finansieringskilder. Den høye innskuddsrenten har sammenheng med de høye markedsfinansieringskostnadene bankene sto overfor på slutten av 2011 og første halvdel av 2012. Lavere påslag på markedsfinansiering gjør trolig at bankene fremover ikke ønsker å betale like mye for innskudd. Det taler for at innskuddsrentene vil nærme seg pengemarkedsrentene.

Figur 3.16 Bankenes¹⁾ resultat før skatt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Prosent. Årstall. 2008 – 2012



1) Alle banker i Norge med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge, men inkludert filialer av norske banker utenlands. Enkeltbanknivå
 Kilde: Norges Bank

Bankene oppnådde gode resultater i 2012, se figur 3.16. Forslagene til overskuddsdisponering legger opp til at de store bankene vil holde tilbake mellom 72 og 100 prosent av årsoverskuddet som egenkapital. Ved å holde tilbake overskudd og hente ny egenkapital har bankkonsernene samlet styrket sin rene kjernekapitaldekning med 1/4 prosentenheter i 2012.

Regjeringen har varslet at det lovmessige rammeverket for nye kapitalkrav til bankene vil legges fram i løpet av våren. Rammeverket vil blant annet åpne for å pålegge bankene et motsyklisk kapitalkrav, se kapittel 2. Med utgangspunkt i Finanstilsynets retningslinjer om minimum 9 prosent ren kjernekapitaldekning vil en motsyklisk kapitalbuffer kunne føre til at flere av de store

bankkonsernene fortsatt vil ha behov for å øke sin rene kjernekapitaldekning, se figur 3.17.

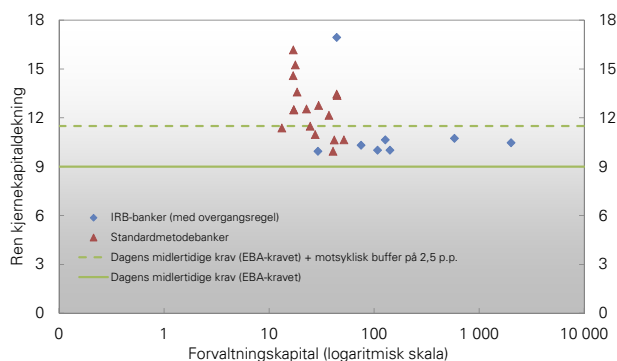
Bankenes marginer på utlån har økt det siste året. Utlånsrentene har vært holdt oppe selv om bankenes innlånskostnader har falt, se figur 1.4. Selv om vi tar hensyn til at bankene har betalt forholdsvis høye renter for innskudd, har inntjeningen på utlånsvirksomheten vært god. Flere banker har likevel varslet at de øker sine utlånsrenter. Det vil gi noe høyere utlånsmarginer fremover. Økningen begrunnes ut fra forventninger om strengere kapitalkrav.

Norske banker og kredittforetak har opprettholdt veksten i utlån til husholdninger, mens veksten i utlån til foretak har avtatt. Utviklingen i bankenes utlånspraksis 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. Dersom bankene pålegges høyere risikovekter for boliglån, vil det redusere forskjellen i kapitalbinding mellom foretakslån og boliglån. En mulig effekt kan være reduserte utlån til bolig. På kort sikt kan effekten imidlertid være at bankene reduserer utlån til foretak for lettere å oppfylle krav til kapital som følger av økte risikovekter for boliglån.

Utviklingen i bankenes finansieringsstruktur er påvirket av forventede regulatoriske krav til likviditet og langsiktig finansiering. Norske banker er på god vei til å oppfylle det forventede kortsiktige likviditetskravet (LCR¹), se figur 3.18. I januar kom Basel-komiteen med lettelse i forslaget til regelverket. Lettelsene vil bedre bankenes LCR. De fleste bankene trenger mer langsiktig finansiering for å oppfylle det forventede kravet til langsiktig finansiering (NSFR²). Forfall på 128 milliarder kroner³ i bytteordningen de neste to årene vil også kreve langsiktig markedsfinansiering.

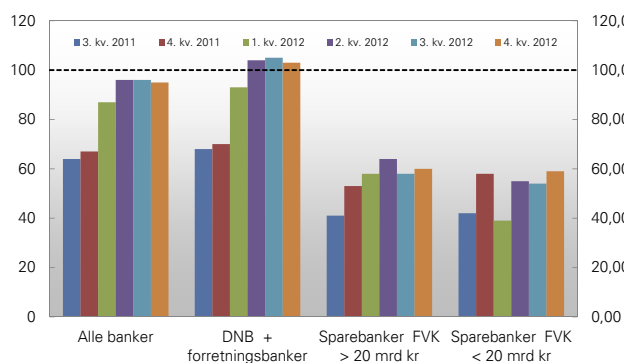
Bankenes innskuddsdekning, det vil si innskudd som andel av utlån til kunder, økte gjennom 2012, se figur 3.19. Innskudd regnes normalt som en stabil form for finansiering. Fallet i dekningen de siste månedene skyldes i hovedsak en reduksjon i innskudd fra utenlandske

Figur 3.17 Bankkonsernenes¹⁾ rene kjernekapitaldekning. Prosent. Forvaltningskapital (FVK). Milliarder kroner. Per 31. desember 2012



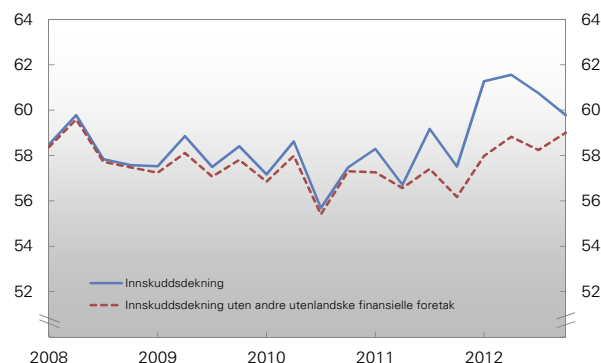
1) Bankkonsern med FVK større enn 10 milliarder kroner med unntak av utenlandske filialer i Norge
Kilder: Finanstilsynet, bankkonsernenes resultatrapporter og Norges Bank

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



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

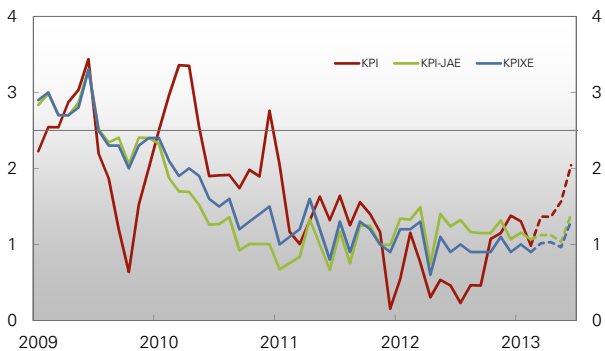
Figur 3.19 Innskuddsdekning – kunder i norske banker og kredittforetak¹⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv 2012



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

1 LCR står for Liquidity Coverage Ratio
2 NSFR står for Net Stable Funding Ratio
3 Per 31. desember 2012

Figur 3.20 KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – juni 2013³⁾



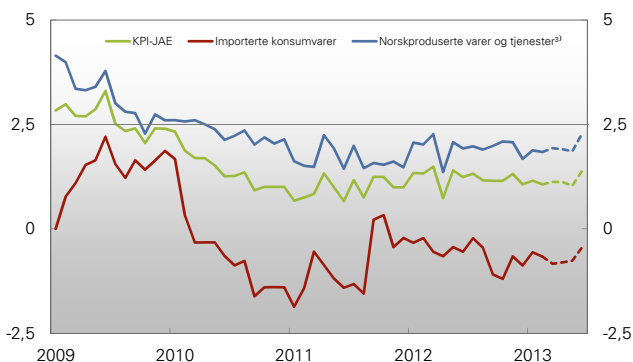
- 1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 - 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realitidstall. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
 - 3) Anslag for mars 2013 – juni 2013 (stiplet)
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

finansielle foretak. Dersom vilkårene for innskyltere blir dårligere, kan også innskudd som anses stabile falle bort. Behovet for markedsfinansiering vil da øke.

Konsumpriser

I februar var årsveksten i konsumprisene (KPI) 1,0 prosent, se figur 3.20. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 0,9 prosent. Korrigert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 1,1 prosent. Enkelte andre indikatorer for underliggende inflasjon ligger noe over dette. Vi anslår at den underliggende inflasjonen fortsatt er 1-1½ prosent.

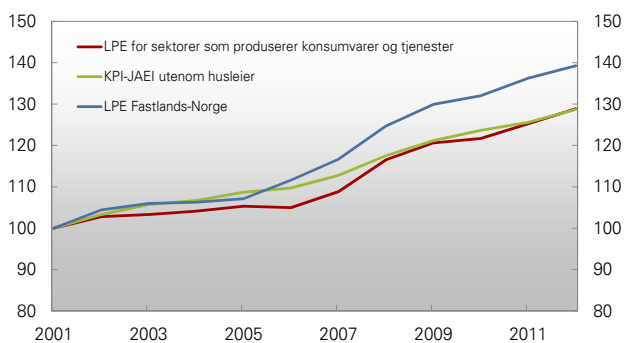
Figur 3.21 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – juni 2013²⁾



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

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har utviklet seg svakere enn ventet i forrige rapport, se figur 3.21. Veksten i husleiene var spesielt lav gjennom fjoråret, men tok seg noe opp i januar og februar. Prisveksten på øvrige norskproduserte varer og tjenester har tatt seg opp det siste året, i takt med økte kostnader i varehandelen og næringer som leverer tjenester til husholdningene. Kostnadsutviklingen i disse næringene har imidlertid vært lavere enn den samlede kostnadsutviklingen i fastlandsøkonomien de siste årene, se figur 3.22. Mange av næringene har hatt høyere produktivitsvekst enn økonomien for øvrig samtidig som at lønnsveksten kan ha blitt holdt nede av stort tilbud av arbeidskraft. Det kan forklare at veksten i konsumprisene har vært lav, samtidig som lønnsomheten i bedriftene ikke ser ut til å ha blitt betydelig svekket. Fremover venter vi at lønns- og produktivitsveksten i disse næringene er lik som i økonomien for øvrig, og at dette slår ut i økt prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Husleiene påvirkes av konsumprisveksten med et tidsetterslep. Den lave KPI-veksten gjennom fjoråret vil trolig dempe oppgangen i husleiene den nærmeste tiden, og noe mer enn vi la til grunn i forrige rapport. Samlet anslår vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil ta seg svakt opp fram mot sommeren, til 2¼ 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

Prisene på importerte konsumvarer har falt litt mindre enn ventet de siste månedene. De internasjonale prisimpulsene til norske konsumpriser antas å være positive, men noe svakere enn i fjor, se figur 3.23. På den annen side innebærer anslagene i denne rapporten at kronkursen blir om lag 1½ prosent sterkere i 2013, sammenliknet

med gjennomsnittet for fjoråret. Kronestyrkingen vil bidra til å dempe prisveksten på importerte konsumvarer målt i norske kroner også fremover. Vi venter at prisveksten på importerte konsumvarer, slik de måles i KPI-JAE, vil holde seg rundt $-\frac{1}{2}$ prosent ved utgangen av første halvår.

Samlet anslår vi at prisveksten, målt ved KPI-JAE, øker svakt til $\frac{1}{4}$ prosent i andre kvartal. Anslagene for KPI-JAE er på linje med fremskrivningene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.24.

Prisene på elektrisitet var svært lave fram mot høsten i fjor, men tok seg forholdsvis raskt opp til mer normale nivåer mot slutten av året. Det har bidratt til at veksten i KPI har økt markert de siste månedene. Tolvmånedersveksten i energiprisene ventes å ta seg opp fremover, slik at veksten i KPI vil stige nokså raskt, og komme opp i $\frac{1}{4}$ prosent ved utgangen av første halvår. Energipris-trenden, slik den inngår i beregningen av KPIXE, er ventet å vokse svakt fremover, slik at veksten i KPIXE blir nokså lik veksten i KPI-JAE gjennom første halvår i år, og vil være rundt $\frac{1}{4}$ prosent ved utgangen av andre kvartal.

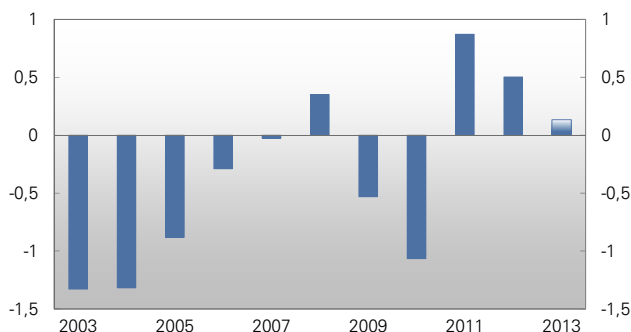
Realøkonomien

Produksjon og kapasitetsutnyttning

Det er fortsatt god vekst i norsk økonomi, se figur 3.25. Ifølge nasjonalregnskapet økte BNP for Fastlands-Norge med 3,5 prosent i fjor, mens vi hadde ventet en vekst på $3\frac{3}{4}$ prosent. Det private forbruket og foretaksinvesteringene har utviklet seg svakere enn ventet, mens oljeinvesteringene og eksporten har utviklet seg sterkere. Det er fortsatt god vekst i boliginvesteringene. Vi venter en vekst i fastlandsøkonomien på nær $\frac{3}{4}$ prosent de nærmeste kvartalene. Fortsatt høy aktivitet i petroleumssektoren, sterk befolkningsvekst, et godt bytteforhold overfor utlandet og lav rente bidrar til å holde veksten oppe. BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med $2\frac{3}{4}$ prosent i år.

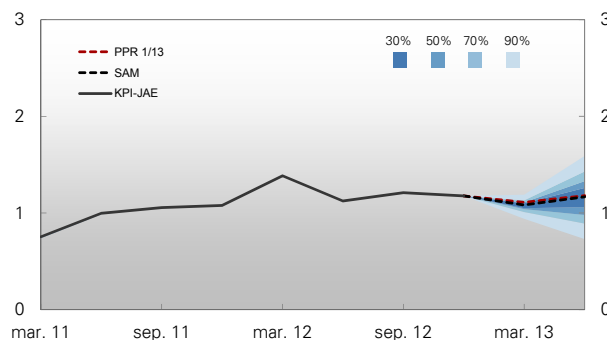
Våre anslag for BNP for Fastlands-Norge er på linje med anslagene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller, se figur 3.25. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter også en vekst i produksjonen som er i tråd med våre anslag, se figur 3.26. Det anslås høy vekst

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



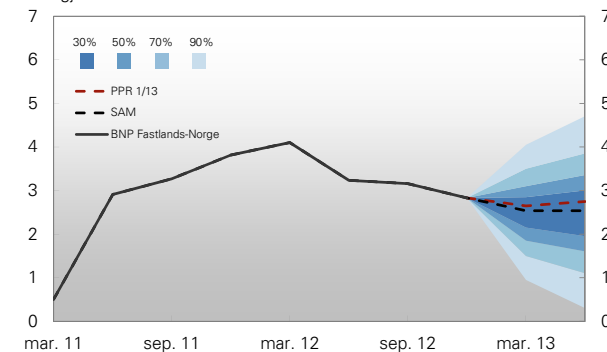
1) Anslag for 2013
Kilde: Norges Bank

Figur 3.24 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 2. kv. 2013³⁾



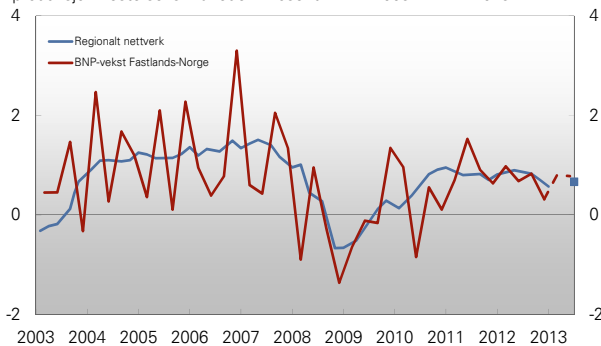
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) System for sammenveiling av korttidsmodeller
3) Anslag for 1. kv. 2013 – 2. kv. 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.25 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvarteralsvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2011 – 2. kv. 2013²⁾



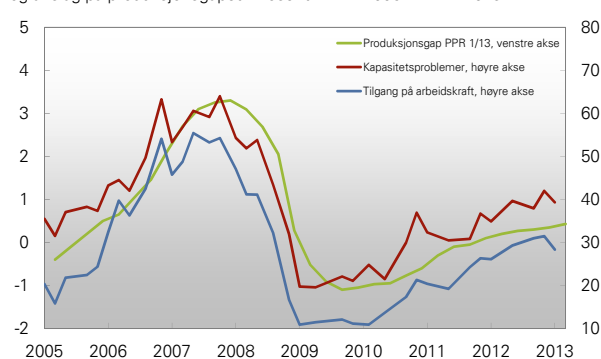
1) System for sammenveiling av korttidsmodeller
2) Anslag for 1. kv. 2013 – 2. kv. 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 – 2. kv. 2013²⁾



1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er januar 2013. Siste observasjon for BNP-vekst er 4. kvartal 2012, anslag for 1. kv. 2013 – 2. kv. 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

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

i oljeleverandørnæringen, moderat vekst i bygg og anlegg og eksportindustrien, mens hjemmemarkedsindustrien venter uendret produksjon.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ser ut til å stige litt saktere enn tidligere anslått, men er trolig fortsatt litt over et normalt nivå. Selv om mange bedrifter i Norges Banks regionale nettverk melder om kapasitetsproblemer, har andelen falt litt i det siste, se figur 3.27. I tillegg har den registrerte arbeidsledigheten, som er litt lavere enn gjennomsnittet de siste 15 årene, vært stabil de siste månedene.

Produktivitetsveksten i norsk økonomi har vært lav siden finanskrisen. Samtidig har sysselsettingen steget mye. Det kan tilsi at den underliggende produktivitetsveksten også har vært lav. Fremover anslås den underliggende produktivitetsveksten å ta seg opp, men den vil fortsatt ligge litt lavere enn sin gjennomsnittlige vekst i tiårene før finanskrisen. Samtidig anslås befolkningsveksten å holde seg oppe. Samlet anslår vi en vekst i potensiell produksjon på 2¾ prosent i år, som er litt lavere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Fram mot sommeren venter vi at veksten i økonomien vil være litt høyere enn den antatte veksten i produksjonspotensialet, slik at kapasitetsutnyttningen vil øke noe.

Arbeidsmarked

Arbeidsmarkedet har utviklet seg litt svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har arbeidstilbudet vært om lag som ventet, mens sysselsettingsveksten har vært lavere enn lagt til grunn. Arbeidsledigheten har vært litt høyere enn ventet.

Kontaktene i Regionalt nettverk har nedjustert forventningene om vekst i sysselsettingen, se figur 3.28. Forventningsundersøkelser fra Næringslivets Hovedorganisasjon og Opinion Perduco viser også at sysselsettingsveksten i år vil bli lavere enn i fjor. Vi anslår at sysselsettingen vil vokse om lag ¼ prosent de nærmeste kvartalene.

Arbeidstilbudet fra utlandet, særlig fra øst-europeiske EU-land, holder seg oppe. I fjor var nettoinnvandringen til Norge 47 000 personer. Vi legger til grunn fortsatt høy arbeidsinnvandring de neste årene, slik at befolkningsveksten holder seg oppe, se tabell 3.3.

Yrkesdeltakelsen anslås å holde seg nokså stabil den nærmeste tiden, og sysselsettingen anslås å vokse i takt med arbeidsstyrken. Arbeidsledigheten ventes derfor å holde seg nokså stabil, se figur 3.29.

Årslønnsveksten i 2012 var, ifølge foreløpige tall fra Det tekniske beregningsutvalget (TBU), 4 prosent. Lønnsveksten var 4 prosent i industrien og offentlig sektor, men var 3,3 prosent i varehandelen.

Ifølge Opinion Perducus forventningsundersøkelse, venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst på 3,8 prosent i 2013. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter en lønnsvekst på 4 prosent. Lønnsforventningene er høyest innen tjenesteyting og lavere innen bygg og anlegg, varehandel og industri.

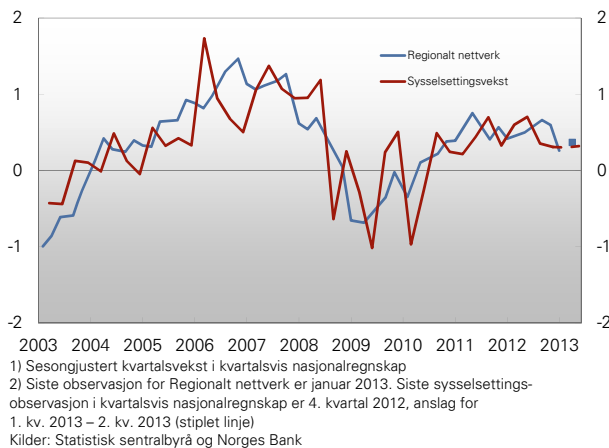
Det er stor etterspørsel etter enkelte typer arbeidskraft, og arbeidsledigheten er på et lavt nivå. Samtidig vil god vekst i tilgangen på arbeidskraft, en svakere utvikling ute og en sterk krone trolig ha en dempende effekt på lønnsveksten. TBU anslår lønnsoverhøyet til 2013 for ansatte i de største forhandlingsområdene til 1¼ prosent. Samlet anslår vi årslønnsveksten i 2013 til 4 prosent. Anslagene innebærer en reallønnsvekst i 2013 på 2½ prosent, ned fra 3,2 prosent i 2012.

Husholdninger og foretak

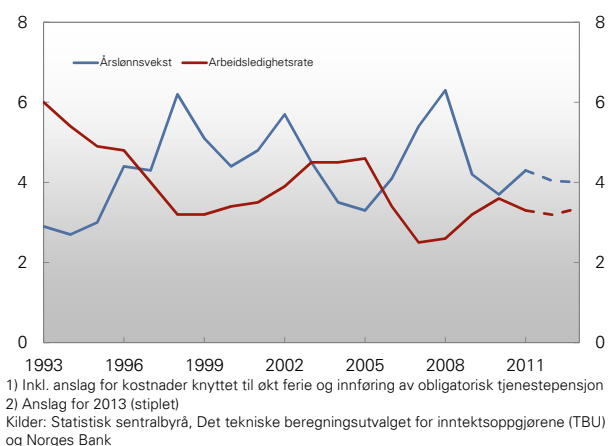
Husholdninger

Veksten i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester har vært moderat. De siste årene har husholdningene spart en stigende andel av sin disponible inntekt. Mye av sparingen har vært knyttet til bygging og oppussing av boliger, men også finanssparingen har økt, se figur 3.30. Et høyt gjeldsnivå og usikkerhet om hvordan dårlige tider i landene rundt oss vil påvirke norsk økonomi, har trolig bidratt til å dempe forbruket og øke sparingen. Demografiske endringer og høyere yrkesdeltakelse blant eldre arbeidstakere kan også ha virket inn. Pensjonsreformen åpner for muligheten til å kombinere arbeid med tidlig uttak av alderspensjon. Det gir tilgang på en midlertidig høyere inntekt, og en stor del av dette kan ha blitt spart. Uvanlig liten forskjell mellom innskuddsrenter og utlånsrenter gir mindre insentiv til å betale ned gjeld og kan derfor også ha bidratt til høyere brutto finanssparing.

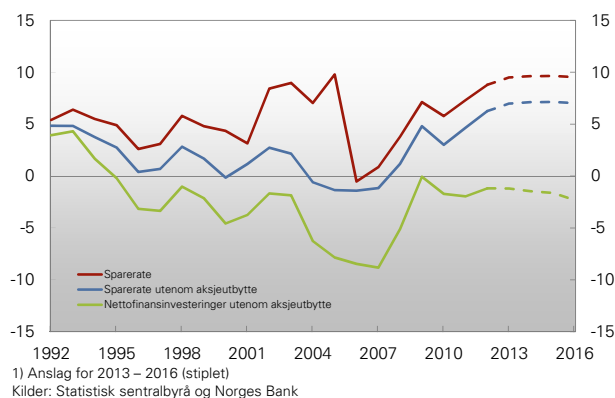
Figur 3.28 Sysselsetting¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2013²⁾



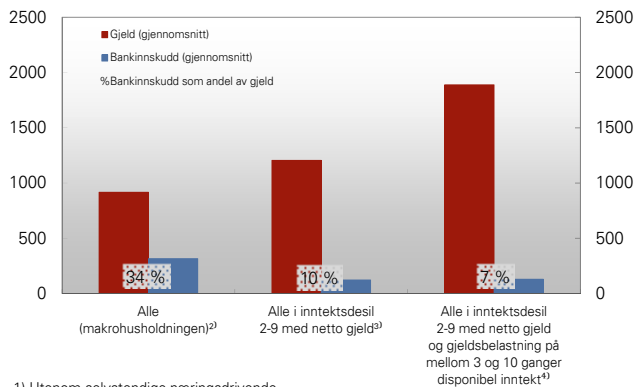
Figur 3.29 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2013²⁾



Figur 3.30 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 2000 – 2016¹⁾



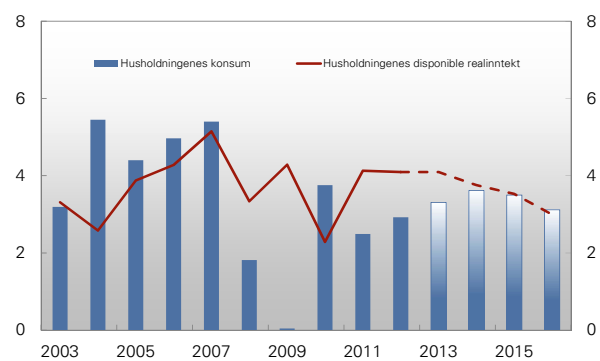
Figur 3.31 Samlet gjeld og bankinnskudd i husholdninger¹. Gjennomsnitt. Tusen kroner. 2010



1) Utom selvstendige næringsdrivende
 2) 2,19 millioner husholdninger 3) 1,16 millioner husholdninger 4) 455 000 husholdninger
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Boligprisene økte med nesten 8 prosent i fjor, og husholdningenes gjeld steg med vel 7 prosent. Gjelden vokser fortsatt raskere enn inntekten, og husholdningene hadde ved utgangen av 2012 samlet nesten dobbelt så mye gjeld som disponibel årsinntekt. Økt sparing bidrar til at gjennomsnittshusholdningen blir mer robust, men det er store forskjeller mellom husholdningene. Omtrent en fjerdedel av husholdningene har en gjeld som er mer enn 3 ganger sin disponible inntekt, se figur 3.31. Disse husholdningene har også i gjennomsnitt en lav finansiell buffer. Høyt belånte husholdninger er spesielt sårbare for renteøkninger, inntektsbortfall og boligprisfall.

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

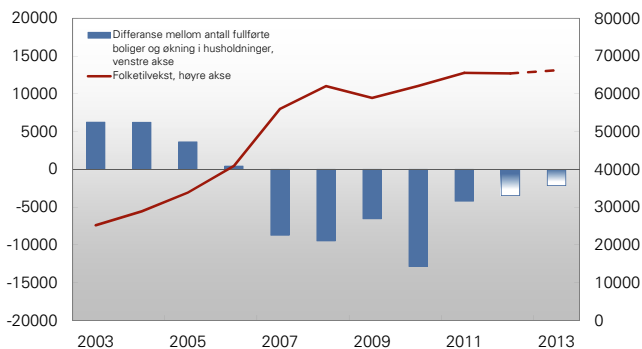


1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
 2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner
 3) Anslag for 2013 – 2016 (stiplet)
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Etterspørselen fra husholdningene har utviklet seg nokså moderat, selv om tillitsindikatorer har vært noe over sine gjennomsnittlige nivåer. Anslagene for sparingen er oppjustert, mens konsumet ventes å øke noe mindre enn tidligere, se figur 3.32. Privat konsum anslås å øke med 3¼ prosent i år og spareraten uten aksjeutbytte anslås til 7 prosent.

Aktiviteten i boligmarkedet antas å stige videre. Det tar tid å tilpasse boligmassen til den stadig økende befolkningen, se figur 3.33. Det ble i fjor ferdigstilt 26 000 boliger, som er noe mindre enn veksten i antall husholdninger. Vi venter at boliginvesteringene fortsetter å stige gjennom året, se figur 3.34. Antall fullførte boliger, som anslås til om lag 28 000 boliger i år, nærmer seg veksten i antall husholdninger. Både boligpriser og husholdningenes gjeld ventes å vokse med om lag 7¾ prosent i år. Veksten i gjeld og boligpriser vil dermed ligge noe over inntektsveksten også i 2013.

Figur 3.33 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger¹, samt folketilvekst². 2003 – 2013



1) Anslag for 2012 og 2013
 2) Anslag for 2013
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Foretak

Norske foretak påvirkes av utviklingen hos våre største handelspartnere. Veksten i eksporten fra fastlandsøkonomien har vært lav de siste årene. Et høyt norsk kostnadsnivå har ført til at mange norske bedrifter har tapt markedsandeler på verdensmarkedet. Eksport av verktødsprodukter og tjenester fra oljeleverandørindustrien har i mindre grad blitt påvirket av den svake utviklingen ute. 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 samlet å øke med ¾ prosent fra 2012 til 2013.

Aktiviteten i petroleumssektoren er høy, se figur 3.34, og det har vært sterk vekst i oljeinvesteringene de siste årene, se figur 3.35. En rekke utbygginger på både nye og eldre felt vil bidra til at oljeinvesteringene fortsetter å vokse sterkt fremover, selv om tilgangen på kvalifisert arbeidskraft kan begrense veksten noe. Vi legger til grunn at oljeinvesteringene vil øke med 11 prosent i år, med 5 prosent i 2014 og 4 prosent de påfølgende to årene, som samlet sett er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

I fastlandsbedriftene har investeringsveksten derimot vært moderat de siste årene, se figur 3.34. Svak utvikling hos våre handelspartnere, innstramming i bankenes kredittpraksis og fortsatt høye finansieringskostnader kan ha bidratt til å dempe veksten i investeringene. Ifølge investeringstelingen for industri, bergverk og kraftforsyning vil investeringene falle noe fremover, mens bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter fortsatt moderat vekst. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil vokse med 4,0 prosent fra 2012 til 2013.

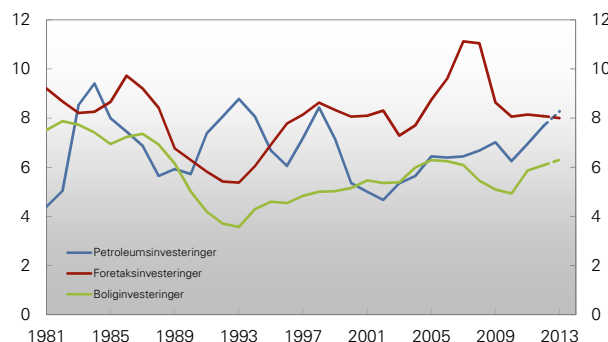
Investeringer i næringsbygg utgjør en stor andel av fastlandsbedriftenes investeringer. Prisene på næringseiendom steg kraftig i 2010 og 2011, men har holdt seg nokså stabile det siste året. Markedsprisene på kontorlokaler har ofte svingt i takt med sysselsetningsveksten, se figur 3.36. Skulle lønnsomheten i næringslivet brått svekkes og veksten i sysselsettingen stoppe opp, vil prisene på næringseiendom kunne falle. Den negative virkningen på økonomien vil forsterkes av at bankene har særlig store utlån til næringseiendom.

Gjeldsveksten til foretakene har samlet sett utviklet seg nokså moderat siden finanskrisen, og har avtatt litt den siste tiden. I 2012 steg gjelden i foretakene med om lag 5 prosent.

Norske foretak sett under ett har en høy egenkapitalandel og god soliditet. Egenkapitalandelen og lønnsomheten falt imidlertid noe i 2011, se figur 3.37. Lønnsomheten ble særlig redusert innen tjenesteyting, utenriks sjøfart og industri. Redusert lønnsomhet har gitt noe lavere gjeldsbetjeningsevne for bedriftene samlet sammenliknet med perioden før finanskrisen. Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte foretak falt i første halvdel av 2012, men var om lag uendret fra andre til tredje kvartal.⁴ En lavere

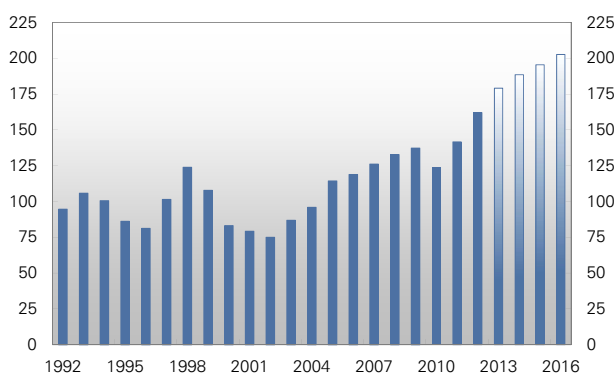
4 Foretak i OBX-indeksen ekskludert Statoil og finans

Figur 3.34 Investeringer som andel av BNP Fastlands-Norge. Volum. Prosent. 1981 – 2013¹⁾



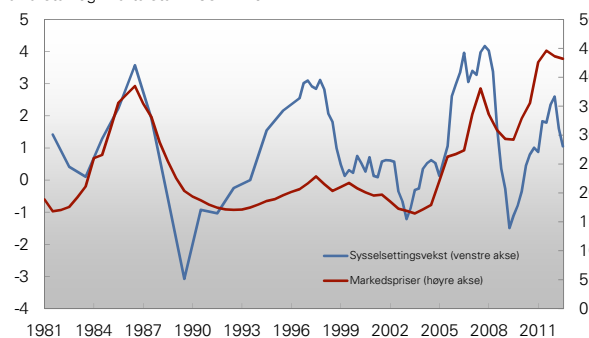
1) Anslag for 2013
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.35 Petroleumsinvesteringer. Faste 2010-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2016¹⁾



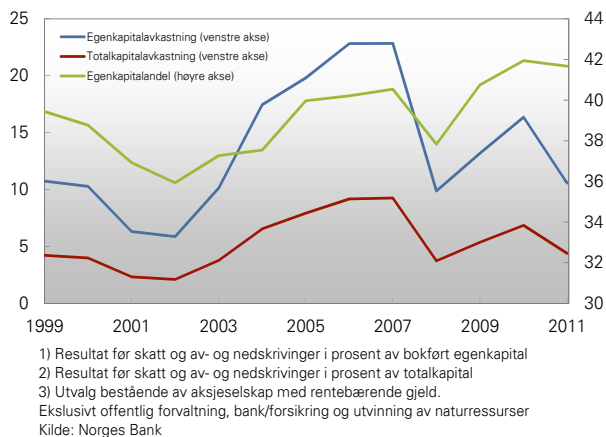
1) Anslag for 2013 – 2016
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.36 Markedspriser på kontorlokaler i Oslo og sysselsetningsvekst¹⁾. Tusen kroner per kvadratmeter (faste 2012-kroner) og firekvarteralsvekst i prosent. Halvårstall og kvartalstall. 1981 – 2012

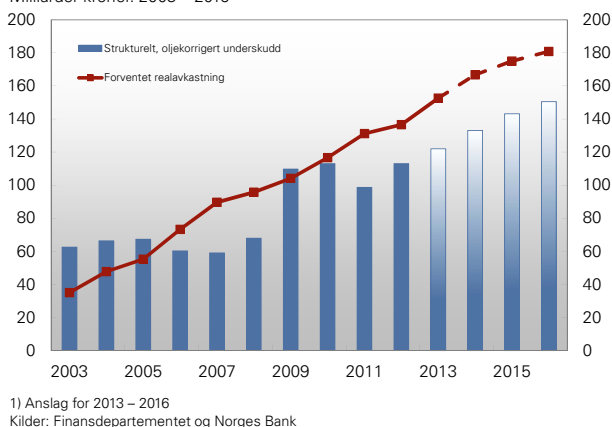


1) Årstall for perioden 1981 – 1995, kvartalstall fra 4. kv. 1996
Kilder: OPAK og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.37 Egen¹⁾ og total kapitalavkastning²⁾ og egenkapitalandel³⁾. Prosent. Årstall. 1999 – 2011



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



gjeldsbetjeningssevne gjør at foretakene kan være noe mer sårbare for et eventuelt tilbakeslag i økonomien enn tidligere.

Finanspolitikken

Forutsetningene om finanspolitikken i denne rapporten tar utgangspunkt i anslagene i Nasjonalbudsjettet 2013, men det kan se ut til at bruken av oljepenger blir noe lavere enn lagt til grunn i budsjettet. Blant annet ble anslaget på det strukturelle underskuddet i 2012 nedjustert med 7 milliarder i forbindelse med nysalderingen av statsbudsjettet. Vi legger nå til grunn et strukturelt underskudd på 122 milliarder i 2013, 3 milliarder under anslaget i Nasjonalbudsjettet 2013. Underskuddet vil i så fall utgjøre 3,2 prosent av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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 imidlertid at bruken av oljepenger tiltar raskere enn den økonomiske aktiviteten for øvrig. Likevel kan veksten i offentlig konsum og investeringer bli forholdsvis moderat. Det har sammenheng med at overføringene ventes å stige mye, i hovedsak som følge av økte utgifter til alderspensjon.

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
19. juni 2013		
8. mai 2013		
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
15. oktober 2008	5,25	-0,50
24. september 2008	5,75	0

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		3,2	3,5	2,9	2,1	3,9	14,4	2,9	3,3
2012 ³⁾	1. kv	1,3	1,0	0,8	0,0	2,5	3,8	2,6	0,4
	2. kv	0,8	0,7	0,9	1,3	0,4	5,2	1,5	1,7
	3. kv	-0,6	0,8	0,7	0,2	4,0	0,4	-1,0	-0,2
	4. kv	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,6	5,0	0,3	1,3
Nivå 2012, mrd. kroner		2 915	2 206	1 175	626	411	171	457	804

¹⁾ Utvinning og rørtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

³⁾ Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2 Konsumpriser

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

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	1½	1½	2	2
KPI-JAE ¹⁾		1,2	1¼	1½	2	2
KPIXE ²⁾		1,0	1	1½	2	2
Årslønn ³⁾		4	4	4¼	4½	4¼
Realøkonomi						
BNP	2 915	3,2	1¾	2¼	2	2¼
BNP for Fastlands-Norge	2 206	3,5	2¾	3	2½	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴⁾		0,3	½	½	¼	0
Sysselsetting, personer, KNR		2,2	1½	1¼	1	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,8	1¼	1¼	1¼	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,2	3¼	3¼	3½	3¾
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,5	2½	2½	2½	2¾
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	2 212	2,9	3	3¾	3¼	3
- Privat konsum	1 175	2,9	3¼	3½	3½	3
- Offentlig konsum	626	2,1	2	2½	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	411	3,9	4	6	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁶⁾	171	14,4	11	5	4	4
Eksport fra Fastlands-Norge ⁷⁾	457	2,9	½	¼	.	.
Import	804	3,3	3¾	3½	.	.
Rente og valutakurs						
Styrringsrente (nivå) ⁸⁾		1,6	1½	1¾	2¼	2¾
Importveid valutakurs (I-44) ⁹⁾		87,1	85½	84½	84½	85

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

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

³⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

⁵⁾ Privat og offentlig konsum og brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge

⁶⁾ Utvinning og rørtransport

⁷⁾ Tradisjonelle varer, reisefrafikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

⁸⁾ Styrringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

⁹⁾ 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. 1 – mars

2013