



NORGES BANK

2014 JUNI

**PENGEPOLITISK  
RAPPORT**

MED VURDERING AV  
FINANSIELL STABILITET

# Norges Bank

Oslo 2014

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

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

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

## Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

I møtet 7. mai 2014 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 4. juni 2014 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 18. juni 2014 en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 18. september 2014. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

Rapporten er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

# INNHold

---

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN</b>	<b>7</b>
RAMME:	
- Forutsetninger om petroleumsinvesteringer og finanspolitikken	13
<b>2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>14</b>
Kryssjekker av renteprognosen	18
RAMMER:	
- Kriterier for en god rentebane	20
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/14	22
<b>3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>24</b>
Finansielle ubalanser	24
Bankenes tilpasning	28
RAMMER:	
- Beslutning om motsyklisk kapitalbuffer	30
- Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	31
- Trendberegninger og referanseverdier for bufferkravet	32
- Endringer i det norske kapitaldekningsregelverket	34
<b>UTDYPER</b>	<b>35</b>
- Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land	36
- Husholdningenes gjeldsbelastning etter årskull	40
- Husholdningenes sparing	42
- Eksportmarkedsvekst og norsk fastlandseksport	45
<b>VEDLEGG</b>	<b>47</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	48
Tabeller og detaljerte anslag	49

---

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 12. juni 2014.  
Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 18. juni 2014.

# Pengepolitikken i Norge

## MÅL

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

## GJENNOMFØRING

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

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

## BESLUTNINGSPROSESS

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

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

## RAPPORTERING

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

# Motsyklisk kapitalbuffer

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

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

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

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

# HOVEDSTYRETS VURDERING

Hovedstyret diskuterte strategien for pengepolitikken på møtene 4. og 18. juni 2014. Utgangspunktet for diskusjonen var strategien som hovedstyret vedtok i sitt møte den 26. mars 2014 og analysen i Pengepolitisk rapport 1/14. Strategien innebar at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 19. juni 2014, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. Analysen i Pengepolitisk rapport 1/14 tilsa en styringsrente på 1,5 prosent fram mot sommeren 2015, og at den deretter ville økes gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville ligge noe under, men nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å avta noe det nærmeste året, men øke noe igjen mot slutten av anslagsperioden til nær et normalt nivå.

I sine drøftinger på møtet 7. mai 2014 la hovedstyret vekt på at den økonomiske veksten hos våre handelspartnere hadde vært om lag som ventet, men at den forventede renteoppgangen ute igjen var skjøvet ut i tid. Her hjemme tydet ny informasjon på at norsk økonomi utviklet seg om lag som ventet. Boligprisene hadde tatt seg opp igjen etter en nedgang i fjor høst. Samtidig hadde bankene satt utlåns- og innskuddsrentene til publikum litt ned. Veksten i konsumprisene var om lag som anslått. Hovedstyret besluttet å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent.

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

- Veksten hos våre handelspartnere er fortsatt moderat. I fremvoksende økonomier har veksten avtatt, mens det er tegn til en gradvis bedring i mange industriland. Samlet vekst hos våre handelspartnere anslås å ta seg opp fra 1¼ prosent i fjor til 2¼ prosent i år og videre til rundt 2½ prosent de neste årene. Utsiktene for veksten ute er lite endret fra forrige rapport.
- Styringsrentene er nær null i mange land. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er lavere enn lagt til grunn i mars, i hovedsak drevet av lavere renteforventninger for euroområdet og Sverige.

- Kronen, målt ved den importveide kronekursen (I-44), har vært litt sterkere enn anslått i forrige rapport.
- Bankene har satt utlåns- og innskuddsrentene til publikum ned. Det er derfor utsikter til at den gjennomsnittlige utlånsrenten kan bli litt lavere de neste kvartalene enn lagt til grunn i forrige rapport. Utlånsrentene publikum står overfor, er fortsatt vesentlig høyere enn styringsrenten.
- Veksten i norsk økonomi har vært om lag som anslått. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai om fortsatt moderat vekst i produksjonen, men noe høyere enn i februar. Husholdningenes tillitsindikatorer har steget, og veksten i privat konsum ventes å bli høyere enn tidligere lagt til grunn. På den andre siden ser det ut til at veksten i foretaksinvesteringene og petroleumsinvesteringene kan bli lavere enn anslått. Den registrerte arbeidsledigheten har steget litt. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien har trolig avtatt, men anslås fortsatt å være nær et normalt nivå.
- Boligprisene falt gjennom høsten i fjor, men har tatt seg opp igjen de siste månedene, og steget noe mer enn tidligere lagt til grunn. Husholdningenes gjeldsvekst har holdt seg oppe.
- Prisveksten har vært litt høyere enn ventet. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,3 prosent i mai. Underliggende inflasjon anslås fortsatt å være mellom 2 og 2½ prosent. Lønnstilleggene som er forhandlet fram i årets lønnsoppgjør, er i tråd med lønnsvekstanslaget på 3½ prosent i Pengepolitisk rapport 1/14.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av pengepolitikken at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon avveies mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken bør også være robust. Det er usikkerhet om drivkreftene i økonomien og økonomiens

virkemåte. Det taler normalt for å gå gradvis fram i rentesettingen. I tillegg tas det i pengepolitikken hensyn til faren for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp.

Høyere kapitalkrav vil gjøre bankene mer robuste og kan dempe risikoen for at ubalanser utløser eller forsterker tilbakeslag i økonomien. Dersom finansielle ubalanser bygger seg opp, vil det være nærliggende å vurdere kravet til motsyklisk kapitalbuffer i bankene.

Hovedstyret har merket seg at analysene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes om lag på dagens nivå ut neste år, og at den deretter økes gradvis. Prognosen for styringsrenten er lavere enn i Pengepolitisk rapport 1/14. Med en slik utvikling i styringsrenten tilsier analysen i rapporten at prisveksten vil ligge noe under, men nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen vil kunne avta noe det nærmeste året, men ventes å øke noe igjen mot slutten av anslagsperioden til nær et normalt nivå.

I hovedstyrets drøfting ble det pekt på at den ventede renteoppgangen ute er skjøvet ytterligere ut i tid og at kronen har styrket seg siden mars. Den europeiske sentralbanken har satt styringsrenten ned, og det er forventninger i markedet om ytterligere rentereduksjoner fra Sveriges Riksbank. Endrede forventninger om pengepolitikken ute vil kunne påvirke kronen og dermed også utsiktene for inflasjonen og aktiviteten her hjemme.

Hovedstyret diskuterte den siste tidens utvikling i boligmarkedet. Det ble pekt på at det er usikkerhet om hvorvidt oppgangen i boligprisene gjennom våren var et uttrykk for gjeninnhenting etter fallet i fjor høst, eller om økt optimisme i husholdningssektoren kan

føre til tiltakende forbruksvekst og videre oppgang i boligprisene.

Hovedstyret merket seg også at den siste investeringsstillingen for petroleumsvirksomheten nå indikerer et fall neste år. Erfaringsmessig er det stor usikkerhet om disse anslagene. Skulle petroleumsinvesteringene falle mye, vil vekstutsiktene for norsk økonomi svekkes. Da vil også kronen kunne svekke seg.

I vurderingen av pengepolitikken den nærmeste tiden ble det lagt vekt på at den økonomiske utviklingen hjemme og ute i hovedsak har vært som ventet, men at det er utsikter til at veksten i norsk økonomi fremover kan bli noe lavere enn tidligere antatt. Både hensynet til å holde prisveksten nær 2,5 prosent og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene kunne isolert sett tilsi en noe lavere styringsrente. En lavere styringsrente nå kan på den andre siden øke faren for at finansielle ubalanser igjen bygger seg opp. Hovedstyret la også vekt på at det er usikkerhet om nåsituasjonen og økonomiens virkemåte. Hensynet til robusthet taler for å gå forsiktig fram i rentesettingen. Etter en samlet vurdering mente hovedstyret at styringsrenten bør ligge på dagens nivå den nærmeste tiden. Skulle utsiktene for norsk økonomi svekke seg ytterligere, kan det bli aktuelt å sette styringsrenten ned.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 18. juni 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 18. september 2014, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Øystein Olsen  
19. juni 2014

# 1 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN

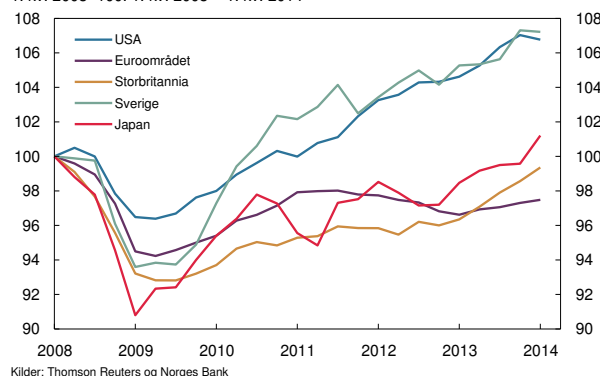
Den moderate økonomiske oppgangen fortsetter i industrilandene, se figur 1.1. I euroområdet øker aktiviteten i nesten alle land, men høy arbeidsledighet og behov for videre nedbelåning i privat og offentlig sektor kan bidra til å dempe veksten i lang tid fremover. I USA tyder makroøkonomiske indikatorer på at veksten tar seg raskt opp etter en uvanlig kald vinter. Arbeidsmarkedet er i bedring, og det er god vekst i privat etterspørsel. I Storbritannia og Sverige fortsetter oppgangen. I Japan har usikkerheten om den underliggende økonomiske utviklingen tiltatt, blant annet som følge av økt merverdiavgift fra april. De nærmeste årene venter vi at bedre kredittforhold, mindre stram finanspolitikk og fortsatt ekspansiv pengepolitikk bidrar til høyere vekst i de fleste industriland.

I Kina avtok veksten i første kvartal, særlig drevet av svakere vekst i eiendomsinvesteringene. Fremover venter vi at økte infrastrukturinvesteringer og fortsatt god vekst i det private forbruket vil bidra til å holde veksten oppe, men utviklingen kan bli noe svakere enn tidligere lagt til grunn. I de fleste andre fremvoksende økonomier i Asia er vekstutsiktene lite endret, mens veksten i Russland og Brasil ser ut til å bli lavere enn tidligere anslått. Fremover venter vi at økt inflasjon og tilstramminger i pengepolitikken vil kunne dempe veksten i flere fremvoksende økonomier. På den andre siden kan høyere etterspørsel fra tradisjonelle industriland føre til økt eksportvekst.

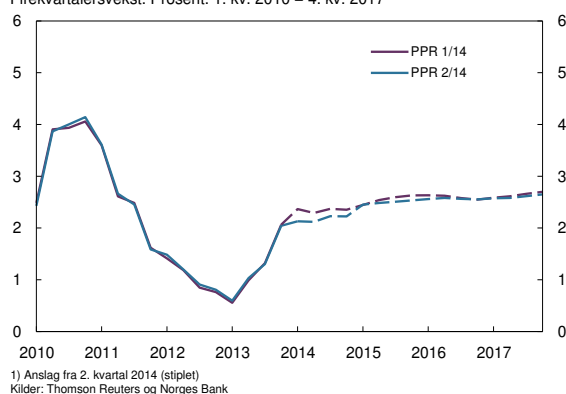
Utsiktene for den økonomiske veksten ute er samlet sett om lag uendret fra forrige rapport, se figur 1.2 og tabell 3 i vedlegget. Veksten hos Norges handelspartnere anslås å ta seg opp fra 1¼ prosent i fjor til 2¼ prosent i år. Utover i prognoseperioden venter vi en vekst på rundt 2½ prosent årlig. Verdensøkonomien anslås samlet å vokse med 3 prosent i år, på linje med gjennomsnittet for de siste 30 årene. Det vises til utdypingen på side 36 for en nærmere omtale av utviklingen i ulike regioner.

Veksten i konsumprisene har avtatt videre i mange industriland, se figur 1.3. For flere av våre viktigste handelspartnere ser inflasjonen ut til å bli litt lavere i år enn vi la til grunn i forrige rapport, se tabell 4 i vedlegget. I euroområdet har prisveksten falt til om lag ½ prosent. I Sverige er konsumprisveksten nær null, men den vil trolig ta seg relativt raskt opp neste

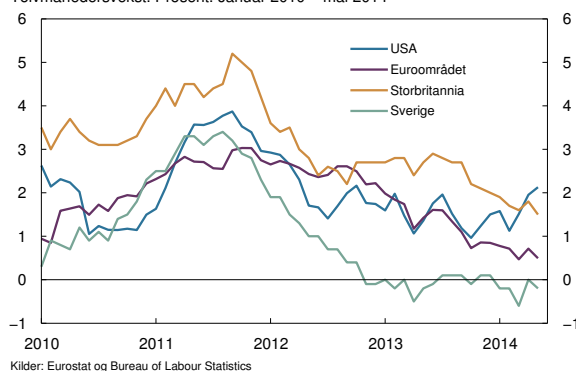
Figur 1.1 BNP. Sesongjustert volumindeks. 1. kv. 2008=100. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2014



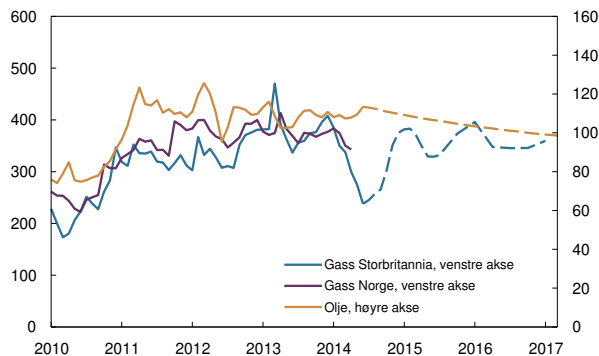
Figur 1.2 BNP hos handelspartnere i PPR 1/14 og PPR 2/14. Volum. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017<sup>1)</sup>



Figur 1.3 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2010 – mai 2014



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

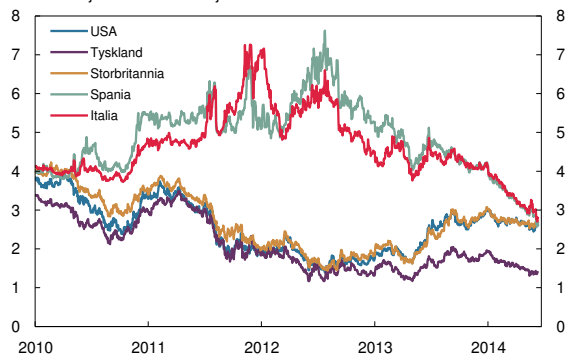


1) USD per fat for olje og USD per tusen standard kubikkmeter (Sm<sup>3</sup>) for gass  
2) For juni 2014 er siste observasjon (12. juni 2014) brukt for oljepris og britisk gasspris  
3) Terminpriser fra juni 2014  
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

år. Langsiktige inflasjonsforventninger ser ut til å være godt forankret i de fleste industriland. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere samlet sett anslås å øke fra 1½ prosent i år til 2¼ prosent utover i prognoseperioden.

Oljeprisen er nå rundt 110 dollar per fat, om lag 5 dollar høyere enn i mars. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, som nå indikerer en viss nedgang i oljeprisen fremover, se figur 1.4. Eksportprisen på norsk gass har falt siden forrige rapport. Prisene på metaller har steget noe, mens råvareprisene på matvarer har falt litt.

Figur 1.5 Rente 10-års statsobligasjoner.  
Prosent. 1. januar 2010 – 12. juni 2014

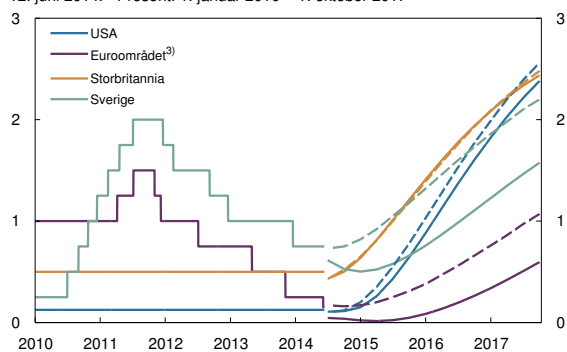


Kilde: Bloomberg

Langsiktige statsrenter i USA og Tyskland har falt siden mars, mens britiske renter er om lag uendret, se figur 1.5. De langsiktige rentene i de gjeldsutsatte eurolandene har fortsatt å falle og er nå lavere enn nivåene før finanskrisen. De viktigste aksjeindeksene i USA og Europa har steget siden forrige rapport.

Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land, se figur 1.6. Den europeiske sentralbanken satte ned styringsrenten med 0,10 prosentenheter til 0,15 prosent 5. juni. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten blir liggende på dette nivået fram til høsten 2016. I Sverige er det forventninger om at styringsrenten settes ned i juli i år, og første renteøkning ventes sommeren 2015. I USA indikerer markedsprisingen at renten kan bli satt opp i løpet av høsten 2015, mens første renteøkning i Storbritannia ventes våren 2015. For våre handelspartnere sett under ett er markedsaktørenes forventninger til styringsrentene lavere enn ved forrige rapport, se figur 1.7.

Figur 1.6 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 20. mars 2014 og 12. juni 2014.<sup>1)</sup> Prosent. 1. januar 2010 – 1. oktober 2017<sup>2)</sup>



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 20. mars 2014. Tynne linjer viser terminrenter per 12. juni 2014. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter  
2) Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 3. kvartal 2014  
3) Eonia for euroområdet fra 2. kvartal 2014  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Kronen har styrket seg noe siden mars. Målt ved den importveide kronkursindeksen (I-44) har kronen hittil i andre kvartal vært om lag 0,5 prosent sterkere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/14, se figur 1.8.

Norske banker har god tilgang på markedsfinansiering. Risikopåslaget i tremåneders pengemarkedsrente ventes å holde seg rundt ¼ prosentenheter fremover. Risikopåslagene bankene betaler for ny langsiktig markedsfinansiering har falt noe siden forrige rapport, se figur 1.9, mens det gjennomsnittlige risikopåslaget på bankenes utestående obligasjonsgjeld er om lag uendret. Bankene har satt ned utlåns- og



innskuddsrentene til publikum. Det er derfor utsikter til at den gjennomsnittlige utlånsrenten kan bli litt lavere de neste kvartalene enn lagt til grunn i forrige rapport. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse meldte i april om litt høyere etterspørsel etter lån fra husholdningene.

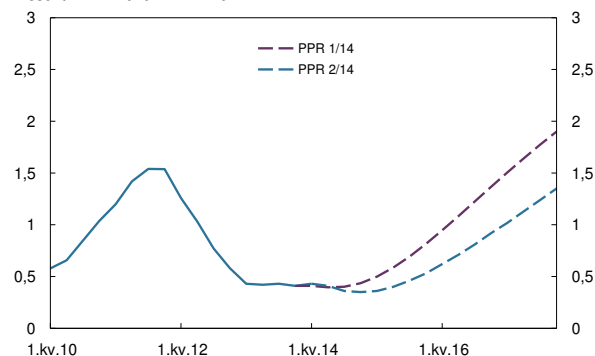
Veksten i norsk økonomi er moderat og om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap økte BNP for Fastlands-Norge med 0,5 prosent i første kvartal 2014. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i mai om fortsatt moderat produksjonsvekst. Veksten hadde økt noe fra februar, særlig i eksportindustrien, hjemmemarkedsindustrien og varehandelen, se figur 1.10. Innen oljerelatert virksomhet rettet mot norsk sokkel har veksten avtatt.

Arbeidsinnvandringen ser fortsatt ut til å holde seg oppe. Veksten i sysselsettingen har som ventet avtatt noe, og det er fortsatt utsikter til svak vekst i sysselsettingen fremover. Arbeidsledigheten har økt noe, på linje med våre prognoser fra Pengepolitisk rapport 1/14. I mai var den registrerte arbeidsledigheten 2,9 prosent av arbeidsstyrken, se figur 1.11. Arbeidsledigheten anslås å øke noe de nærmeste kvartalene.

Veksten i husholdningenes konsum har vært moderat de siste årene og sparingen er kommet opp på et høyt nivå. Pensjonsreformen, høy arbeidsinnvandring, strammere kredittpraksis og usikkerhet om den økonomiske utviklingen har trolig bidratt til at husholdningene har økt sparingen, se utdypingen på side 42. Siden forrige rapport har det private forbruket økt mer enn ventet. Husholdningenes tillitsindikatorer har steget noe, og bedriftene i vårt regionale nettverk melder om økt vekst i husholdningsrettede næringer. Samtidig har bankenes utlånsrenter kommet litt ned. Samlet kan det tilsi at veksten i privat konsum blir litt høyere enn tidligere lagt til grunn, og at spareraten stiger noe mindre enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/14.

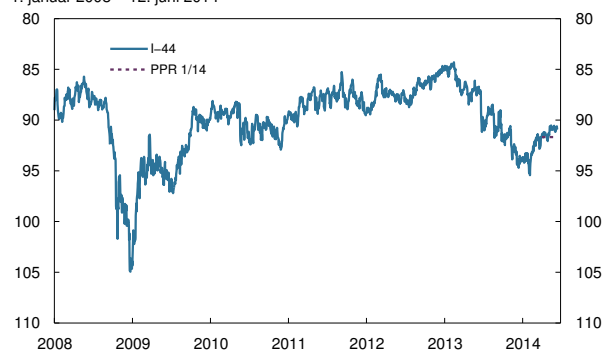
Boligprisene falt gjennom høsten i fjor, men har tatt seg opp og vært litt høyere enn ventet de siste månedene. Boligprisene var i mai 0,3 prosent høyere enn i samme måned i fjor, se figur 1.12. Den nærmeste tiden venter vi litt høyere vekst i boligprisene enn lagt til grunn i forrige rapport. Husholdningenes gjeldsvekst har som ventet holdt seg nokså stabil på i

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



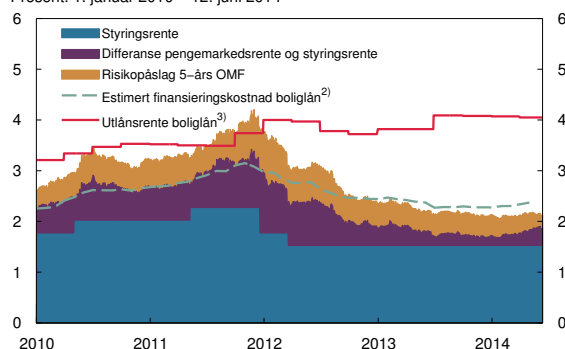
1) Stiplede blå og lilla linjer viser terminrenter henholdsvis per 12. juni 2014 og 20. mars 2014  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.8 Importveid valutakursindeks (I-44).<sup>1)</sup> 1. januar 2008 – 12. juni 2014



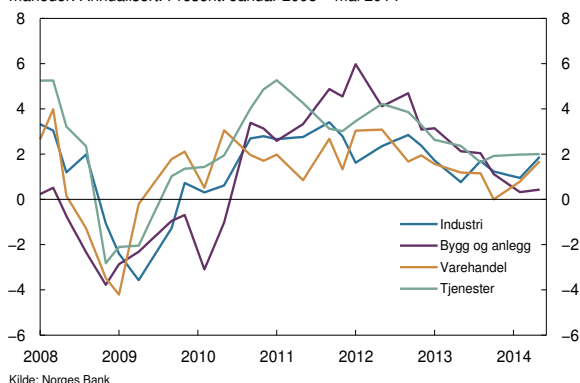
1) Stigende kurve betyr sterkere kurs  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.9 Utlånsrente boliglån<sup>1)</sup> og finansieringskostnader. Prosent. 1. januar 2010 – 12. juni 2014



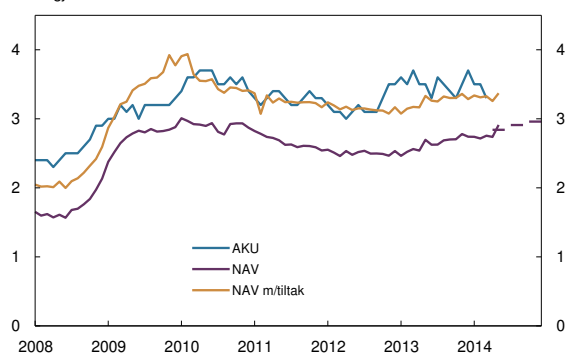
1) Utlånsrenten på rammelån med pant i bolig gitt av alle banker og kredittforetak i Norge  
2) Estimert ut fra vektet rente på beholdning av OMF-lån og vektet innskuddsrente  
3) Rammelån  
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



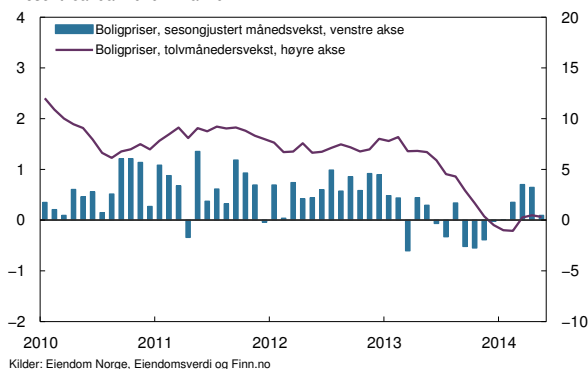
Kilde: Norges Bank

Figur 1.11 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV. Sesongjustert. Prosent. Januar 2008 – desember 2014<sup>2)</sup>



1) Arbeidskraftundersøkelsen  
2) Anslag for juni 2014 – desember 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, NAV og Norges Bank

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



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

underkant av 7 prosent. Gjelden vokser fortsatt raskere enn husholdningenes inntekter, slik at gjeldsbelastningen øker videre fra et høyt nivå.

Boliginvesteringene har falt de siste kvartalene og vært lavere enn tidligere lagt til grunn. Salget av nye boliger er fortsatt moderat, og igangsettingen av nye boliger har så langt i år vært lavere enn for tilsvarende periode de siste årene. Antall igangsatte boliger anslås nå å falle fra om lag 30 000 i fjor til i overkant av 26 000 i år. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i mai om svak og uendret vekst i bygg- og anleggsektoren, men produksjonsutsiktene er noe oppjustert. Vi legger til grunn at veksten i boliginvesteringene vil ta seg noe opp fremover.

Petroleumsinvesteringene har steget mye over flere år og vært en viktig drivkraft for oppgangen i fastlandsøkonomien. Veksten i petroleumsinvesteringene har som ventet avtatt markert de siste kvartalene, og ser ut til å bli lavere fremover enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/14, se rammen på side 13. Investeringene i fastlandsbedriftene har falt de siste kvartalene og vært lavere enn tidligere anslått. Bedriftene i vårt regionale nettverk har nedjustert sine investeringsplaner. Moderate vekstutsikter både hjemme og ute og et høyt kostnadsnivå vil trolig bidra til fortsatt svak vekst i foretaksinvesteringene.

Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har vært litt høyere enn anslått. Vi venter fortsatt at den markerte svekkelsen av kronen gjennom fjoråret og økt vekst ute vil bidra til at eksportveksten tar seg ytterligere opp fremover. Anslagene for eksportveksten innebærer fortsatt tap av markedsandeler, se utdypingen på side 45 for en nærmere omtale av sammenhengen mellom importveksten hos våre handelspartnere og utviklingen i norsk eksport.

Norsk fastlandsøkonomi anslås å vokse med rundt 1/2 prosent i kvartalet de nærmeste kvartalene, om lag som lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/14. Privat konsum ser ut til å utvikle seg litt sterkere enn tidligere anslått. I motsatt retning trekker lavere vekst i foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge. Anslagene for BNP for Fastlands-Norge er litt lavere enn prognosene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.13. Vi har lagt vekt på

at bedriftene i vårt regionale nettverk i mai meldte om fortsatt moderat vekst fremover, se figur 1.14.

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vurderes å ha avtatt litt det siste året, men er trolig fortsatt nær et normalt nivå. Ifølge vårt regionale nettverk har andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer fortsatt å falle, se figur 1.15. Bedriftene melder også om god tilgang på arbeidskraft. Den registrerte arbeidsledigheten har økt litt det siste halve året, men er fortsatt nær et gjennomsnitt for de siste 15 årene. Samlet ser det ut til at kapasitetsutnyttningen har avtatt i tråd med anslagene fra forrige rapport. Anslagene for kapasitetsutnyttningen de nærmeste kvartalene er om lag uendret.

Lønnsveksten i 2014 anslås til 3½ prosent, uendret fra Pengepolitisk rapport 1/14. Anslaget er i tråd med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk. I forhandlingene mellom Fellesforbundet og Norsk Industri ble det enighet om en ramme for årslønnsveksten på 3,3 prosent. Det er også oppnådd enighet i en rekke andre forhandlingsområder, både i privat og offentlig sektor, som er på linje med denne rammen.

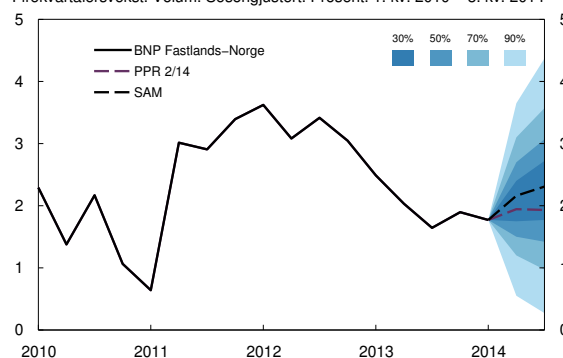
Prisveksten har vært litt høyere enn anslått. I mai var årsveksten i konsumprisene (KPI) 1,8 prosent, se figur 1.16. Justert for avgiftsendringer og uten energipriser (KPI-JAE) var veksten 2,3 prosent. Den underliggende prisveksten anslås å være mellom 2 og 2½ prosent.

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

Prisene på importerte konsumvarer økte markert i fjor høst, blant annet som følge av svekkelsen av kronen gjennom fjoråret. De siste månedene har

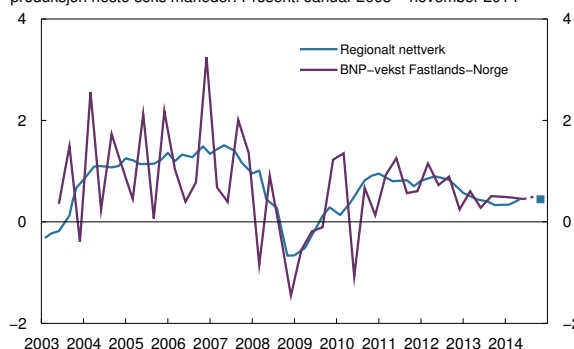
Figur 1.13 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte.

Firekvaralersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2014<sup>2)</sup>



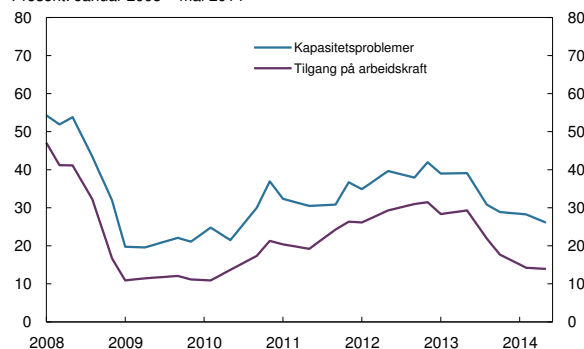
1) System for sammenværing av korttidsmodeller  
2) Anslag for 2. kv. 2014 – 3. kv. 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. Januar 2003 – november 2014<sup>2)</sup>



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

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

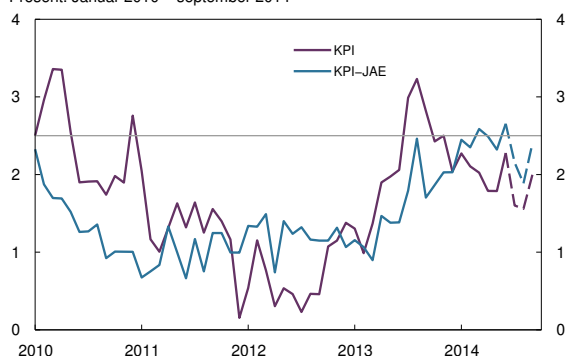


1) Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen  
Kilde: Norges Bank

prisene på importerte konsumvarer vært litt lavere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.17. Internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser anslås å være litt sterkere enn i fjor, se figur 1.18, men anslaget er lite endret fra forrige rapport. Vi legger til grunn at prisveksten på importerte konsumvarer vil holde seg mellom 1½ og 1¾ prosent de neste månedene.

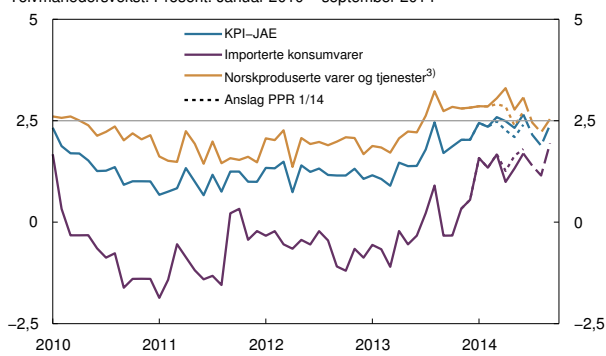
Samlet venter vi at tolv månedersveksten i konsumprisene målt ved KPI-JAE vil avta gradvis utover høsten til om lag 2 prosent. Det er om lag som lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/14. Anslagene for KPI-JAE er på linje med anslagene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 1.19.

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



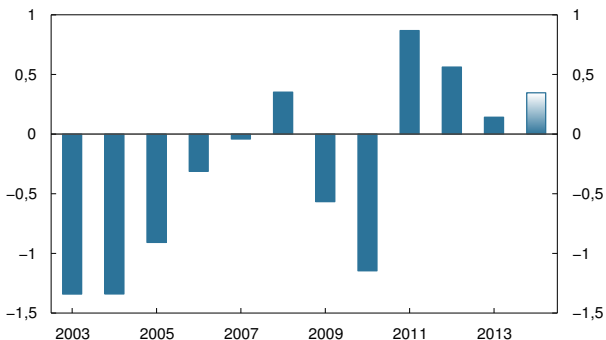
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for juni 2014 – september 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



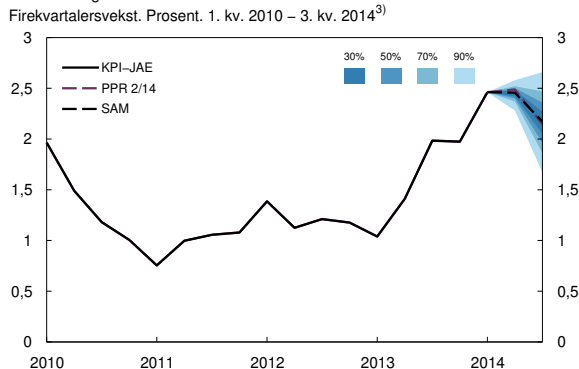
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for juni 2014 – september 2014 (stiplet)  
3) Norges Banks beregninger  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



1) Anslag for 2014  
Kilde: Norges Bank

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



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

## FORUTSETNINGER OM PETROLEUMSINVESTINGER OG FINANSPOLITIKKEN

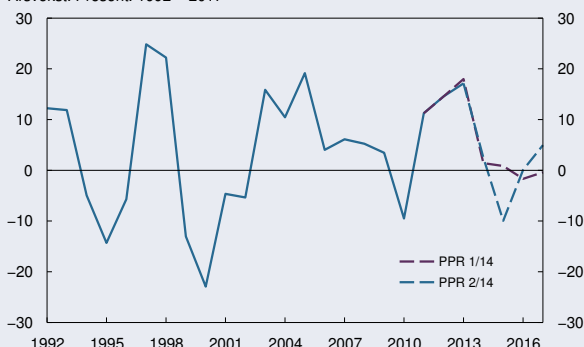
Investeringene i petroleumsvirksomheten har kommet opp på et høyt nivå, drevet av høye priser på olje og gass. Fra og med i år ventes vi at veksten i petroleumsinvesteringene avtar markert, se figur 1.20. Avdempingen må ses i sammenheng med at det høye kostnadsnivået på norsk sokkel kombinert med utsikter til noe lavere olje- og gasspriser har ført til utsettelse av en del prosjekter den siste tiden. Samtidig vil flere store investeringsprosjekter slutføres i år og de neste årene.

I denne rapporten legger vi til grunn en volumvekst i petroleumsinvesteringene på 2½ prosent i år. For 2015 anslår vi et fall i investeringene på 10 prosent. Investeringstillingen for petroleumsvirksomheten fra Statistisk sentralbyrå indikerer en noe større nedgang enn dette, men det er usikkerhet knyttet til disse anslagene. Tellingen inneholder blant annet ikke investeringsanslag for prosjekter der det ikke er levert inn plan for utbygging og drift. Utbyggingen av Johan Sverdrup-feltet, som ventes å bidra til å øke petroleumsinvesteringene i 2015, er ikke med i tallene ennå. Vi anslår en utflating av nivået på petroleumsinvesteringene i 2016 og en moderat økning i 2017.

Forutsetningene om finanspolitikken bygger på Revidert nasjonalbudsjett 2014. Der anslås bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 141 milliarder kroner i 2014. Dette tilsvarer 2,8 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved utgangen av 2013.

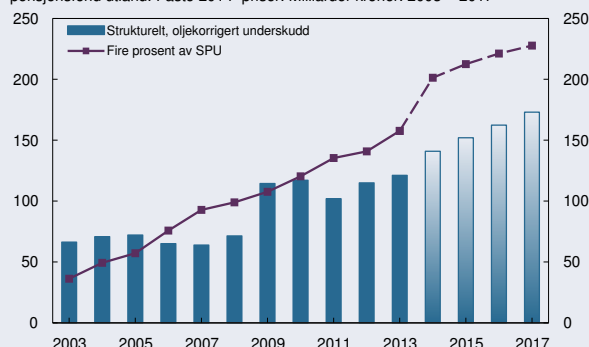
Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslås å utgjøre 5,8 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2014, en økning på 0,7 prosentenheter fra 2013. Siden handlingsregelen ble innført i 2001 har underskuddet målt på denne måten i gjennomsnitt steget med 0,3 prosentenheter årlig. I de kommende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

Figur 1.20 Petroleumsinvesteringer. Faste 2011-priser. Årsvekst. Prosent. 1992 – 2017<sup>1)</sup>



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

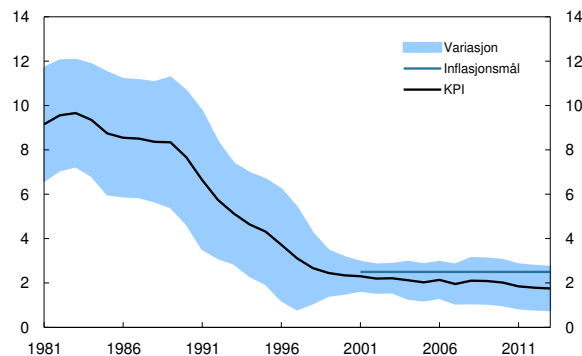
Figur 1.21 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Faste 2014-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2017<sup>1)</sup>



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

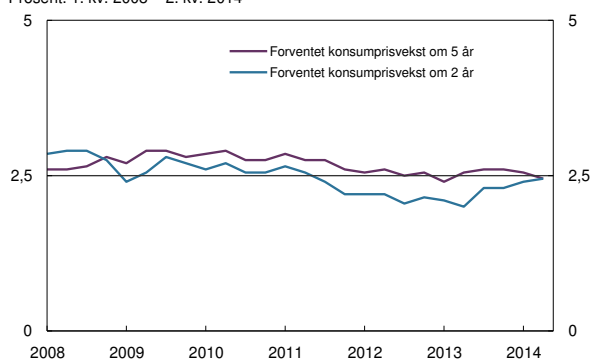
## 2 UTSIKTENE FOR PENGEPOLITIKKEN

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



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

Figur 2.2 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2014



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

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

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

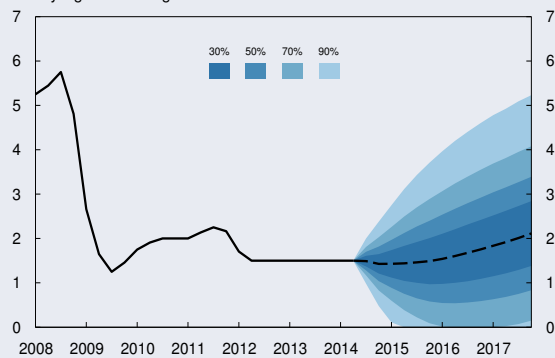
En styrringsrente på 1,5 prosent er lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå. Styrringsrenten er lav blant annet fordi rentene ute er svært lave. Samtidig er det større forskjell enn normalt mellom styrringsrenten og de rentene publikum står overfor.<sup>1</sup> Utlånsrenten på boliglån ligger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

I Pengepolitisk rapport 1/14 ble styrringsrenten anslått å bli liggende på dagens nivå fram mot sommeren 2015. Deretter ble det anslått en gradvis økning i styrringsrenten. Med en slik renteutvikling var det utsikter til at prisveksten ville ligge noe under, men nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å avta noe det nærmeste året, men øke noe igjen mot slutten av anslagsperioden til nær et normalt nivå.

Veksten i konsumprisene har vært litt høyere enn ventet, men den underliggende prisveksten anslås fortsatt å være mellom 2 og 2½ prosent. Drivkreftene for prisveksten fremover er fortsatt moderate. Veksten i norsk økonomi har vært om lag som anslått i mars, men utsiktene er noe svekket. Det er særlig investeringene som ser ut til å utvikle seg svakere enn tidligere anslått. Petroleumsinvesteringene ventes nå å kunne falle markert neste år. På den andre

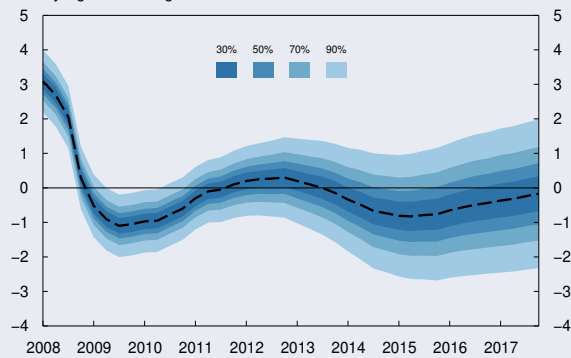
<sup>1</sup> For en nærmere omtalen av bankenes utlånsmarginer, se *Bankenes marginer*, Aktuell kommentar 4/2014, Monique Erard, Norges Bank

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



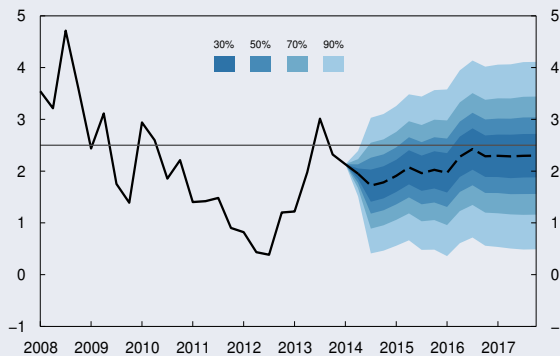
1) Anslag for 2. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilde: Norges Bank

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



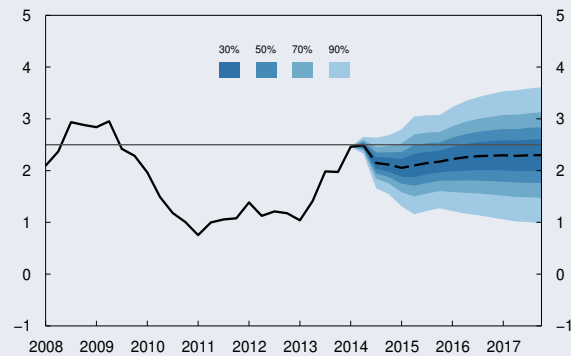
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

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



1) Anslag for 2. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



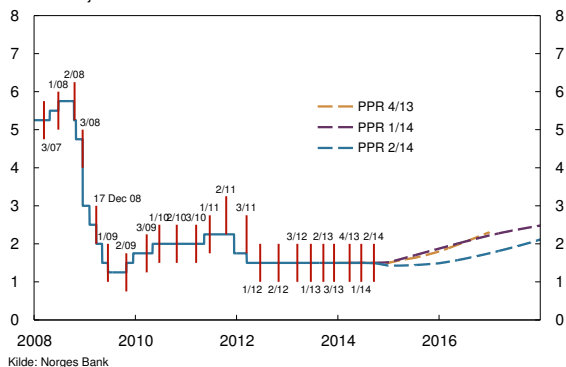
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for 2. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

siden har bankene satt ned utlånsrentene noe, og veksten i privat konsum har vært høyere enn ventet. Lønnsveksten anslås fortsatt til 3½ prosent i år. Kronen har som ventet styrket seg noe siden mars, men har vært litt sterkere enn anslått. Det må trolig ses i lys av at den forventede oppgangen i rentene ute er skjøvet ytterligere ut i tid.

Boligprisene har tatt seg opp igjen de siste månedene og har steget noe mer enn tidligere lagt til grunn. Husholdningenes gjeldsvekst holder seg som ventet oppe. Utviklingen den siste tiden tyder likevel ikke på at de finansielle ubalansene bygger seg videre opp, se kapittel 3 for en nærmere gjennomgang.

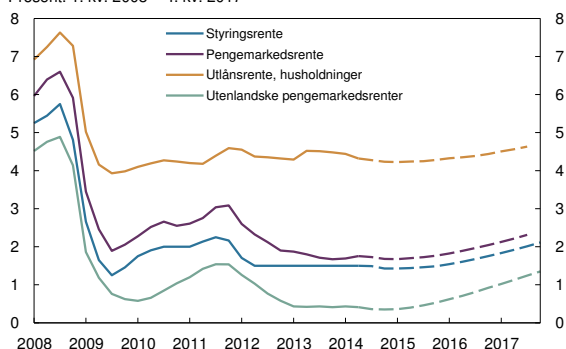
Anslagene i denne rapporten tilsier at styringsrenten holdes om lag på dagens nivå ut neste år og at den deretter økes gradvis i 2016 og 2017, se figur 2.3 a-d. Prognosen for styringsrenten er lavere enn i Pengepolitisk rapport 1/14, se figur 2.4. Det vises til en nærmere beskrivelse av faktorer bak endringer i renteprognoen i rammen på side 22. Bankenes utlånsrenter anslås å følge utviklingen i styringsrenten den nærmeste tiden, men kan øke noe mindre lenger ut i prognoseperioden, se figur 2.5. Vi legger til grunn at bankenes rentemarginer kan avta noe etter hvert som bankene blir ferdige med å bygge egenkapital for å møte nye regulatoriske krav.

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



Kilde: Norges Bank

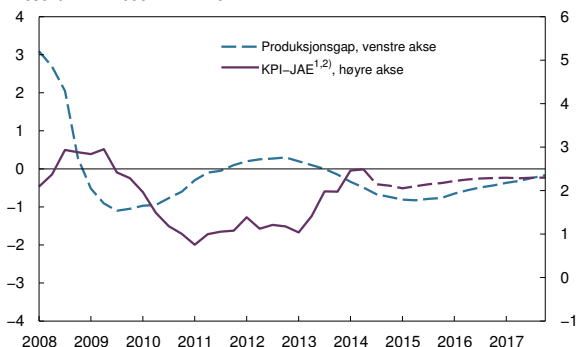
Figur 2.5 Styringsrente, tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, utlånsrente til husholdninger<sup>2)</sup> og utenlandske pengemarkedsrenter i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017<sup>3)</sup>



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for 2. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Med en slik prognose for styringsrenten er det utsikter til at prisveksten vil ligge noe under, men nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen vil kunne avta noe det nærmeste året, men anslås å øke noe igjen mot slutten av prognoseperioden til nær et normalt nivå, se figur 2.6.

Både hensynet til å holde veksten i konsumprisene nær 2,5 prosent og hensynet til å holde kapasitetsutnyttningen oppe de nærmeste årene kunne isolert sett tilsi en noe lavere prognose for styringsrenten, se rammen på side 20. En lavere styringsrente nå kan på den andre siden stimulere til låneopptak og øke faren for at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Usikkerhet om nåsituasjonen i norsk økonomi og økonomiens virkemåte taler samtidig for å gå forsiktig fram i rentesettingen. Ved å ta slike robusthetshensyn vil pengepolitikken kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid.

Veksten i norsk økonomi ventes å holde seg rundt 2 prosent i år og neste år, og øke til nærmere 3 prosent mot slutten av prognoseperioden. Arbeidsledigheten anslås å øke noe det nærmeste året, men avta noe igjen etter hvert som aktiviteten tar seg opp. Veksten blant våre handelspartnere ventes å ta seg gradvis opp, og anslagene er lite endret fra forrige rapport. Vi venter at eksportveksten fra Fastlands-Norge gradvis øker i takt med at etterspørselen fra eksportmarkedene tiltar, se figur 2.7. Samtidig legger vi til grunn at husholdningenes sparing vil holde seg nokså stabil, se figur 2.8. Veksten i privat konsum, som lenge har vært moderat, ventes dermed å være i takt med inntektsveksten fremover, se figur 2.9. Vi anslår at veksten i det private forbruket tar seg opp fra vel 2 prosent i år til rundt 3 prosent årlig i resten av prognoseperioden. Etter en moderat økning i år, ventes petroleumsinvesteringene å falle med 10 prosent i 2015. Boliginvesteringene ventes å falle i år, men stige noe igjen de neste årene.

Boligprisene anslås å vokse med om lag 3 prosent årlig i årene fremover. Det innebærer i så fall at veksten i boligprisene vil være lavere enn veksten i husholdningenes inntekter i årene som kommer. Denne utviklingen må ses i sammenheng med at boligprisene har kommet opp på et høyt nivå. Gjeldsveksten ventes å avta noe fremover, se figur 2.10. Likevel er det utsikter til at husholdningenes gjelds- og



rentebelastning fortsetter å øke noe de neste årene, se figur 2.11.

Veksten i produksjonspotensialet i fastlandsøkonomien ventes å stige noe gjennom perioden. Produktivtetsveksten anslås å ta seg opp fra om lag 1 prosent i år til om lag 1¾ prosent mot slutten av prognoseperioden. Vi legger fortsatt til grunn forholdsvis høy arbeidsinnvandring, slik at befolkningsveksten også fremover vil bidra mye til økningen i produksjonspotensialet.

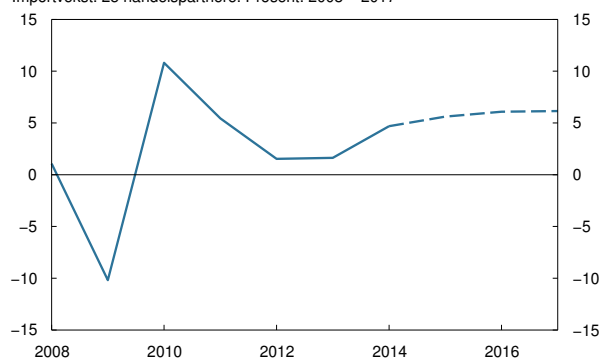
Rentedifferansen mot utlandet ventes å være nokså stabil. I anslagene har vi lagt til grunn at kronen holder seg nokså stabil på kort sikt, men at den etter hvert kan styrke seg noe, se figur 2.12.

Prisveksten anslås til 2¼ prosent i år og til 2 prosent i 2015. Deretter venter vi at prisveksten tar seg gradvis opp mot 2½ prosent utover i prognoseperioden. Lønnsveksten vil kunne øke noe etter hvert som veksten i norsk økonomi tiltar. Det vil kunne føre til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester øker noe. Fortsatt lav prisvekst ute, og en moderat styrking av kronen, bidrar på den andre siden til at prisveksten på importerte konsumvarer trolig vil avta fra slutten av inneværende år.

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

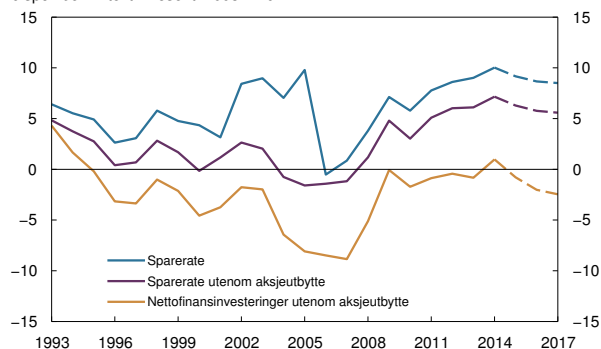
Vi anslår at husholdningenes sparerate vil holde seg nokså stabil de neste årene. Det er usikkerhet knyttet til husholdningenes sparing, se utdypingen på side 42. Det kan ikke utelukkes at spareraten faller mer enn lagt til grunn fremover. Boligprisene har økt mer enn ventet de siste månedene og husholdningenes tillitsindikatorer har steget noe. Skulle boligprisene

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



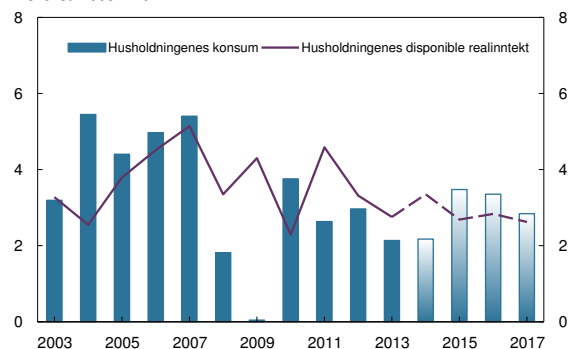
1) Anslag for 2014 – 2017 (stiplet)  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



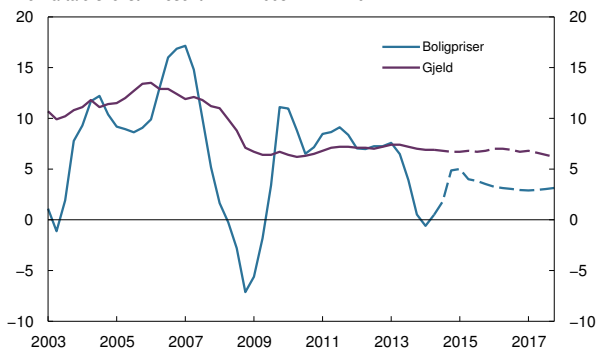
1) Anslag for 2014 – 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



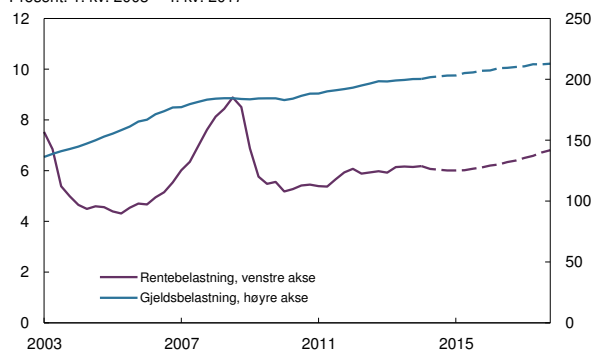
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner  
3) Anslag for 2014 – 2017  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



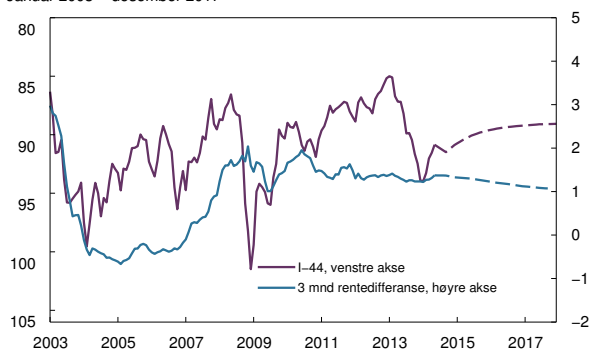
1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2  
2) Anslag for 2. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

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



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

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



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

fortsette å stige i samme takt og gå sammen med økt optimisme hos husholdningene, kan veksten i norsk økonomi bli høyere enn vi nå anslår.

Veksten i norsk økonomi kan også bli svakere enn vi nå ser for oss. Petroleumsinvesteringene har de siste årene gitt sterke vekstimpulser til norsk økonomi. Utsettelse av en del prosjekter og slutføring av enkelte store investeringer gjør at vi venter et lavere nivå på disse investeringene fremover. Det er stor usikkerhet om utviklingen i petroleumsinvesteringene fremover. Skulle investeringene falle vesentlig mer enn vi nå anslår, vil vekstutsiktene for norsk økonomi kunne svekkes betydelig og føre til at arbeidsledigheten tiltar. Dersom usikkerheten samtidig øker blant husholdningene, vil virkningene på boligprisene og den samlede etterspørselen kunne bli store.

Det er også usikkerhet om utviklingen i kronkursen. Den ventede renteoppgangen ute er igjen skjøvet ut i tid, og kronen har styrket seg litt etter svekkelsen gjennom fjoråret. Lavere styringsrenter ute kan føre til økt etterspørsel etter norske kroner. På den andre siden kan svekkede vekstutsikter her hjemme, blant annet som følge av lavere petroleumsinvesteringer, føre til at kronen blir svakere enn vi nå har lagt til grunn.

## KRYSSJEKKER AV RENTEPROGNOSEN

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive en rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. I vekstregelen er produksjonsgapet erstattet med et vekstgap. Begge disse reglene tilsier en styringsrente rundt 3 prosent, se blå og oransje linje i figur 2.13. Den modellrobuste regelen<sup>2)</sup> er basert på beregninger i ulike modeller for norsk økonomi. Denne regelen legger større vekt på produksjonsgapet og inflasjonen enn hva Taylor-regelen gjør. I tillegg legger den vekt på renten i forrige periode. Regelen tilsier en styringsrente fremover om lag på nivå med prognosen for renten i denne rapporten, se lilla linje i figuren. En enkel regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet tilsier

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

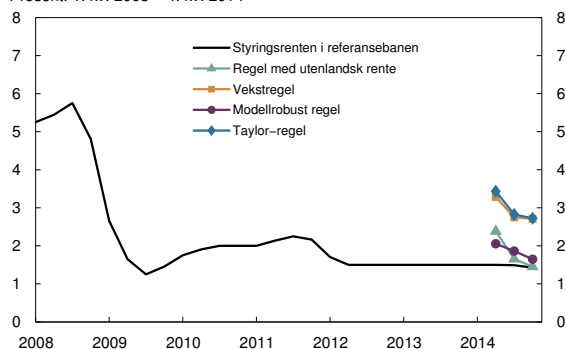
en rente nå på rundt 2 prosent. Fremover gir også denne regelen en styringsrente på nivå med renten i referansebanen, se grønn linje.

Slike enkle regler kan brukes som en kryssjekk på den faktiske rentesettingen, men fanger nødvendigvis ikke opp alle forhold som er relevante for pengepolitikken. Taylor-regelen, vekstregelen og den modellrobuste regelen forholder seg for eksempel ikke til at styringsrenten hos mange av våre handelspartnere er nær null. Ingen av de enkle reglene fanger heller opp at forskjellen mellom bankenes utlånsrenter og pengemarkedsrenten er større enn normalt, se figur 2.5.

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

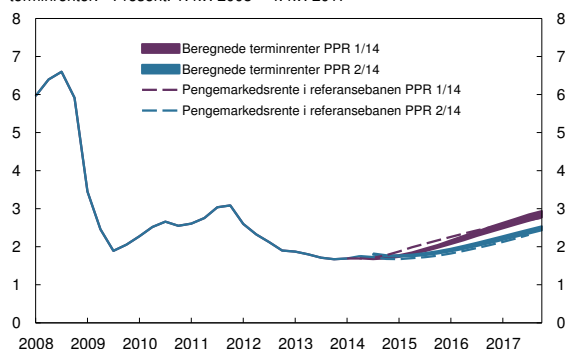
En enkel regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten kan også være en kryssjekk for renten i referansebanen. Figur 2.15 viser en slik regel, hvor styringsrenten blir bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og renteutviklingen ute. Renten i forrige periode har også betydning. Parametrene i denne modellen er estimert på historiske sammenhenger. I fremskrivningene er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå intervallet. Figuren viser at renten i referansebanen ligger nær midten i dette intervallet.

Figur 2.13 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



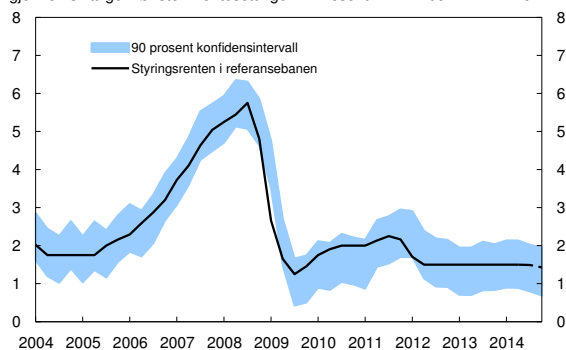
<sup>1)</sup> Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser (KPI-JAE) og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente  
Kilde: Norges Bank

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



<sup>1)</sup> Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
<sup>2)</sup> Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det lilla og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 7. mars – 20. mars 2014 og 30. mai – 12. juni 2014  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.15 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2014



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

# KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

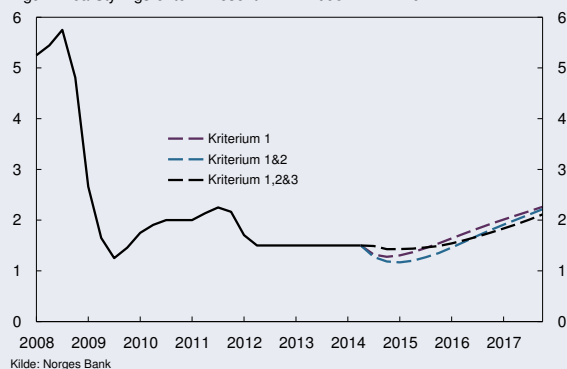
Over tid sikter Norges Bank mot en prisstigning nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Den fleksible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

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

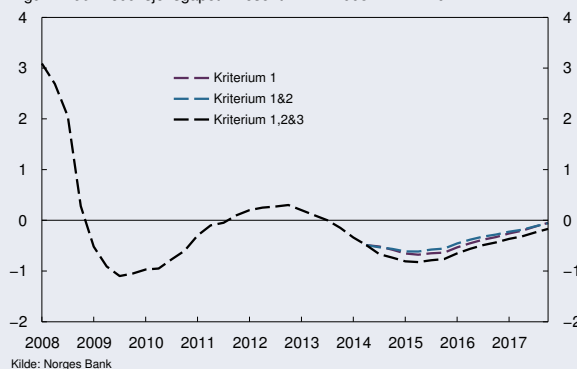
Følgende kriterier kan være en rettesnor for en god rentebane:

1. **Inflasjonsmålet nås:**  
Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres på målet eller bringes tilbake til målet etter at det har oppstått avvik.
2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**  
Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien.
3. **Pengepolitikken er robust:**  
Renten bør settes slik at pengepolitikken demper faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp i økonomien, og slik at en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon er sannsynlig også med alternative forutsetninger om økonomiens virkemåte.

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



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



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

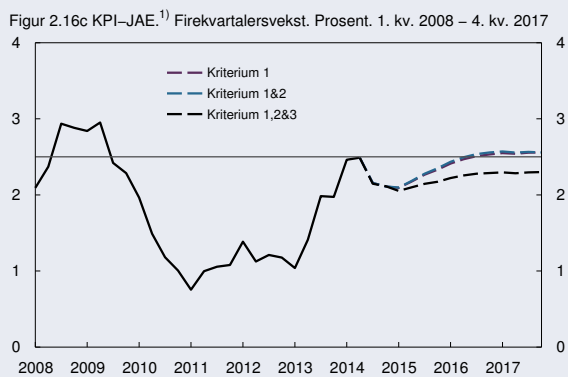
Figurene 2.16 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.

Dersom pengepolitikken hadde som eneste mål å holde inflasjonen på inflasjonsmålet, ville styringsrenten ifølge en modellanalyse bli satt raskt ned med om lag ¼ prosentenheter før styringsrenten deretter økes gradvis de neste årene, se lilla linje i figurene.<sup>1</sup> Ifølge modellanalysen vil styringsrenten holdes lav litt lenger når det også tas hensyn til at pengepolitikken

ikke bør gi for store utslag i produksjon og syssel-setting, se blå linje.

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

1 I modellanalysen har vi benyttet vår makroøkonomiske modell NEMO



# ENDRINGER I ANSLAGENE FRA PENGEPOLITISK RAPPORT 1/14

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er litt lavere enn prognosen i Pengepolitisk rapport 1/14, se figur 2.17. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane, se egen ramme side 20, en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2.18 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.<sup>1</sup> De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

Styringsrentene er nær null hos mange av våre handelspartnere. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover er lavere enn lagt til grunn i mars,

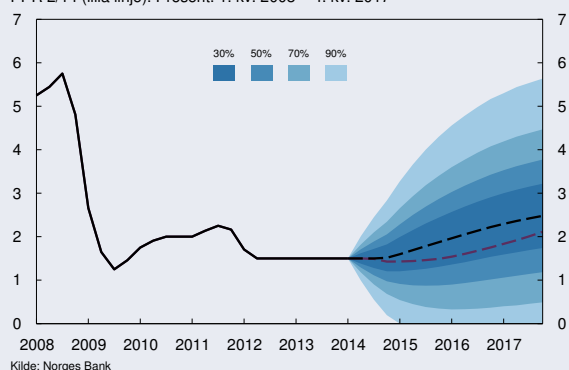
i hovedsak drevet av lavere renteforventninger i euroområdet og i Sverige. Lavere renter ute trekker i retning av at også renten her hjemme blir holdt nede lenger for å unngå en sterkere krone, se oransje søyler.

Bankene har satt ned utlånsrentene til publikum. Det er utsikter til at bankenes utlånsmarginer, forskjellen mellom pengemarkedsrentene og utlånsrentene, vil holde seg litt lavere fremover enn lagt til grunn i forrige rapport. Det trekker i retning av en høyere styringsrente, se lilla søyler.

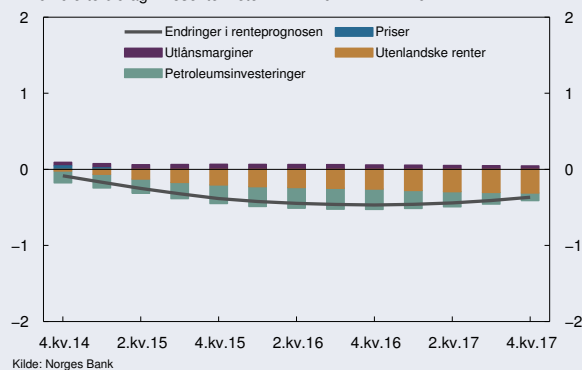
Veksten i konsumprisene har vært litt høyere enn ventet siden Pengepolitisk rapport 1/14. Drivkreftene for prisveksten fremover er fortsatt moderate. Litt høyere prisvekst trekker i retning av en høyere rente de nærmeste kvartalene, se blå søyler.

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

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



Figur 2.18 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 1/14. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2014 – 4. kv. 2017



Veksten i norsk økonomi har vært om lag som anslått i forrige rapport. Drivkreftene fremover vurderes likevel som litt svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Petroleumsinvesteringene ser ut til å bli lavere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/14, og ventes nå å falle med 10 prosent neste år. Det vil

bidra til lavere etterspørsel i norsk økonomi og trekker i retning av en lavere styringsrente, se grønne søyler.

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

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

	2014	2015	2016	2017
KPI	2 (0)	2 (0)	2¼ (0)	2¼ (0)
KPI-JAE <sup>1</sup>	2¼ (0)	2 (0)	2¼ (0)	2¼ (0)
Årslønn <sup>2</sup>	3½ (0)	3½ (-¼)	4 (0)	4 (0)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>3</sup>	1¾ (0)	3¼ (0)	3¼ (¼)	2¾ (0)
BNP Fastlands-Norge	2 (¼)	2¼ (-¼)	2¾ (-¼)	3 (¼)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>4</sup>	-½ (0)	-¾ (0)	-½ (0)	-¼ (0)
Sysselsetting, personer (KNR)	1 (0)	¾ (0)	1 (0)	1¼ (¼)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2¾ (-¼)	3 (0)	3 (0)	2¾ (-¼)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>5</sup>	1½ (0)	1½ (-¼)	1¾ (-¼)	2 (-½)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>6</sup>	91½ (0)	90 (0)	89¼ (-½)	89 (-¾)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>7</sup>	½ (0)	½ (-¼)	¾ (-½)	1¼ (-½)

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

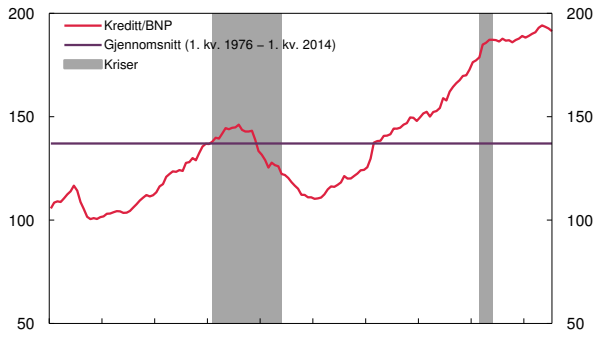
6 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

7 Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

# 3 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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



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

Den motsykliske kapitalbufferen er ett av flere elementer i det nye regelverket for bankenes kapitaldekning. Norges Bank skal legge fram et beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om nivået på bufferkravet fire ganger i året. Kravet er fastsatt til 1 prosent fra 30. juni 2015, se ramme på side 30.

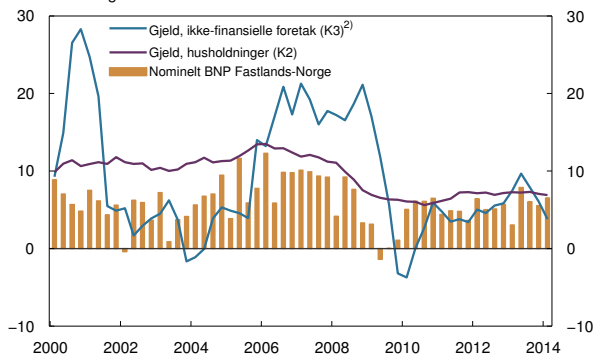
Norges Bank har formulert tre kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 31. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene, særlig når nye krav innføres. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker tilbakeslaget.

## FINANSIELLE UBALANSER

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

Gjelden i husholdningene er nå dobbelt så høy som de disponible inntektene, se figur 3.3. Samtidig er husholdningenes boligformue om lag dobbelt så stor som gjelden, se figur 3.4. Husholdningene har samlet sett også store bankinnskudd.

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

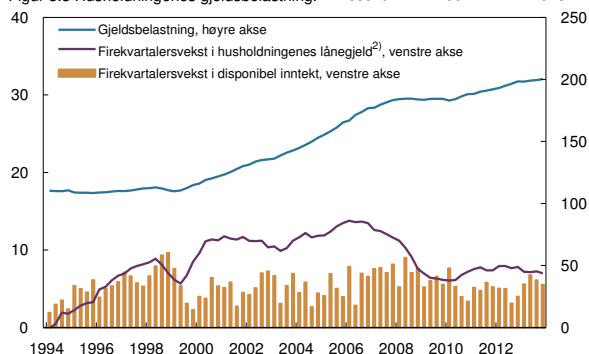


1) Endring i kredittbeholdning målt ved utgangen av kvartalet  
2) Sum K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeld har vokst raskere enn de disponible inntektene siden slutten av 1990-tallet. Samtidig har husholdningenes utgifter til alminnelig forbruk, slik det måles av Statens institutt for forbruksforskning (SIFO), vokst lite. Når de alminnelige utgiftene trekkes fra inntekt etter skatt, gjenstår det som er tilgjengelig for å betjene gjeld.<sup>1</sup> Denne gjeldsdisponible inntekten har økt betydelig, og nesten i takt med gjelden, se figur 3.5 og utdyping på side 40.

Gjeld, inntekt og formue er skjevt fordelt. Andelen husholdninger med en gjeld over fem ganger disponibel inntekt økte i årene før finanskrisen og har siden

Figur 3.3 Husholdningenes gjeldsbelastning.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1994 – 4. kv. 2013



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

1) Beregning av denne gjeldsdisponible inntekten er gjort med statistikk på husholdningsnivå fra SSB



vært rundt 12 prosent.<sup>2</sup> Disse holder om lag en tredjedel av den samlede gjelden i husholdningssektoren, se figur 3.6.

Bankenes direkte kredittrisiko på lån til husholdningene er trolig knyttet til husholdninger med høyt gjeldsnivå, lav betalingsevne og dårlig pantesikkerhet.<sup>3</sup> Andelen husholdninger som har mindre enn én månedsinntekt igjen etter at rentekostnader og utgifter til alminnelig forbruk er betalt, har falt siden 1990-tallet. Husholdninger som både har høy gjeld i forhold til inntekt og små marginer holder om lag fem prosent av gjelden. Vel to prosent av gjelden holdes av husholdninger som i tillegg har en nettogjeld som overstiger boligverdien.

Selv om de fleste norske husholdninger er forholdsvis robuste, vil inntektsbortfall, økte renter på boliglån eller fall i boligprisene kunne føre til et fall i etterspørselen etter varer og tjenester. Høy gjeldsbelastning kan forsterke fallet. Det vil i sin tur kunne svekke foretakenes lønnsomhet og føre til tap i bankene. Ved et tilbakeslag i økonomien vil byggenæringen og eiendomssektoren være særlig utsatt.

Kredittveksten i husholdningene er nært knyttet til utviklingen i boligmarkedet. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om en liten økning i etterspørselen etter boliglån i første kvartal. For første gang siden undersøkelsen startet opp i 2007 har bankene de siste kvartalene også rapportert om noe lettere kredittpraksis overfor husholdningene samlet, se figur 3.7. Bankene har satt ned rentene på boliglån.

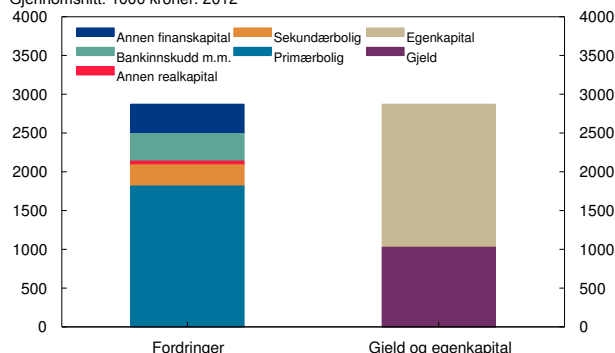
Boligprisene steg lenge raskere enn husholdningenes disponible inntekter, se figur 3.8. Gjennom 2013 avtok boligprisveksten. Etter å ha falt i fjor høst, har boligprisene steget igjen de siste månedene. I mai var boligprisene 0,3 prosent høyere enn på samme tid året før. Omsetningen i boligmarkedet har økt i det siste, men antall boliger til salgs er fortsatt høyere

2 Dersom banken bruker gjeld i forhold til inntekt som beslutningskriterium for å gi boliglån, bør lånet normalt ikke overstige tre ganger samlet brutto inntekt, se Finanstilsynets rundskriv med *Retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål*. Dette kriteriet tilsvarer en gjeld på fem ganger disponible inntekt

3 Se boks på side 31 i *Finansiell Stabilitet 2013* eller *Mål på kredittrisiko i husholdningene*, Aktuell Kommentar nr. 8/2013, Haakon Solheim og Bjørn Helge Vatne, Norges Bank. For en analyse av utviklingen i kredittrisiko etter alder og inntekt, se *Evidence of a change in banks' lending practices after the financial crisis*, Aktuell Kommentar nr. 3/2014, Haakon Solheim og Bjørn Helge Vatne, Norges Bank

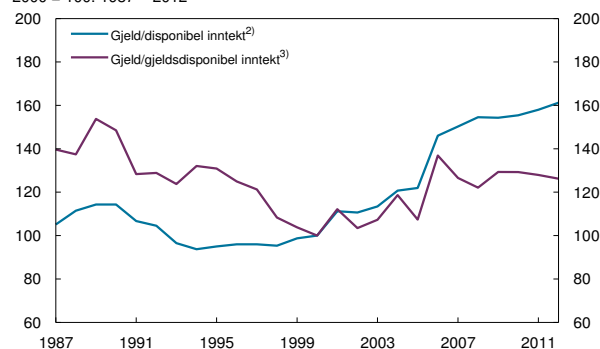
Figur 3.4 Husholdningenes<sup>1)</sup> balanse basert på ligningsverdier.

Gjennomsnitt. 1000 kroner. 2012



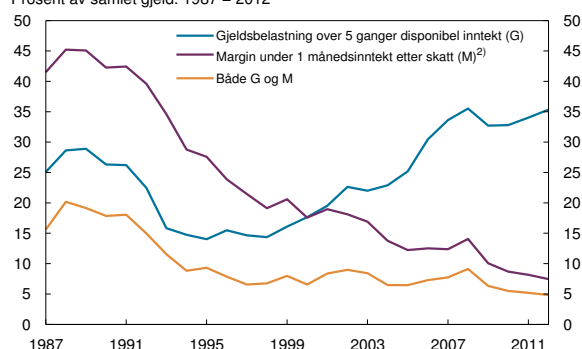
1) Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt  
Kilder: Statistisk sentralbyrå (Husholda sine inntekter og formue) og Norges Bank

Figur 3.5 To mål på husholdningenes<sup>1)</sup> gjeldsbelastning. Indeks. 2000 = 100. 1987 – 2012



1) Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt  
2) Disponibel inntekt er inntekt etter skatt og rentebetalinger  
3) Gjeldsdisponibel inntekt er inntekt etter skatt og alminnelige forbruksutgifter basert på SIFOs referansebudsjett  
Kilder: Statistisk sentralbyrå (Husholda sine inntekter og formue), SIFO og Norges Bank

Figur 3.6 Gjeld i risikoutsatte husholdninger<sup>1)</sup>. Prosent av samlet gjeld. 1987 – 2012



1) Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt  
2) Margin er inntekt etter skatt, rentebetalinger og alminnelige forbruksutgifter basert på SIFOs referansebudsjett  
Kilder: Statistisk sentralbyrå (Husholda sine inntekter og formue), SIFO og Norges Bank

enn for et år siden, se figur 3.9. Norges Banks system for sammenveing av modeller, SAM, som baserer seg på et bredt sett av indikatorer og modeller for boligprisene, anslår at veksten i boligprisene vil ta seg opp de nærmeste kvartalene.

Foretakene i Fastlands-Norge tok opp mye gjeld i årene før finanskrisen, men gjeldsveksten avtok til et mer moderat nivå i årene som fulgte, se figur 3.2. Bankgjelden, som er foretakenes viktigste kilde til finansiering, har steget lite det siste året, se figur 3.10.

Samtidig har den innenlandske obligasjonsgjelden steget kraftig. Oppbyggingen av kapital i bankene kan ha ført til at en større del av foretakenes nye finansiering skjer gjennom obligasjonsmarkedet. Foretakenes utenlandsgjeld steg kraftig i fjor, men veksten har avtatt i det siste.

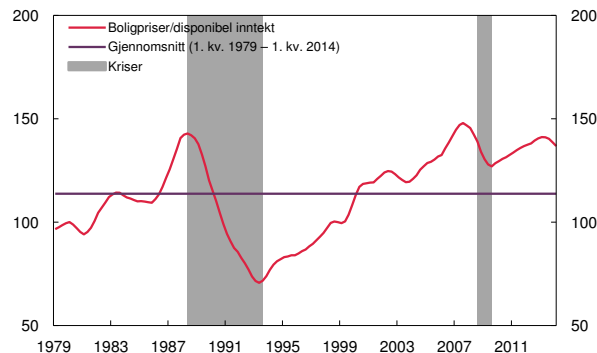
Gjeldsbetjeningsevnen i norske børsnoterte foretak ligger på et lavere nivå enn før finanskrisen, se figur 3.11. Svekket gjeldsbetjeningsevne er tidligere blitt etterfulgt av en økning i andelen misligholdte lån og

Figur 3.7 Bankenes endring i kredittpraksis overfor husholdninger, siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Prosent. 4. kv. 2007 – 2. kv. 2014



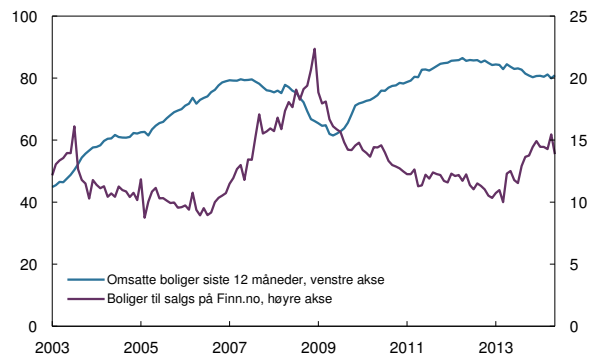
1) Negative tall innebærer innstramning i kredittpraksis  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 Boligpriser<sup>1)</sup> i forhold til disponibel inntekt<sup>2)</sup>. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 1. kv. 2014



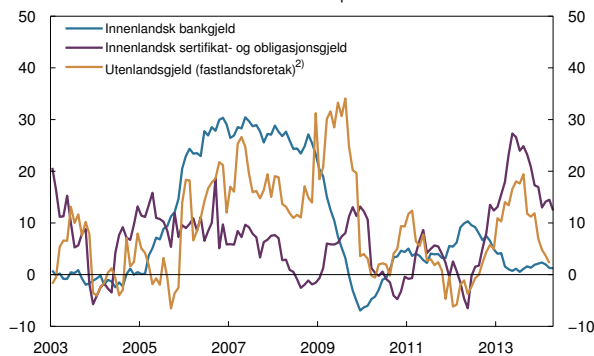
1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall  
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte for 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF),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

Figur 3.9 Omsetning og boliger til salgs. Sesongjustert. 1000 boliger. Januar 2003 – mai 2014



Kilder: Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

Figur 3.10 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til norske ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2003 – april 2014



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

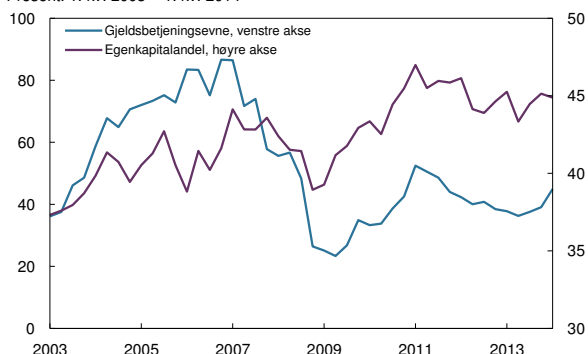
utlånstap i bankene. Samtidig har egenkapitalandelen i foretakene samlet sett steget gjennom det siste tiåret. Etter en svak nedgang de siste par årene har den vært nokså stabil de siste kvartalene.

Næringseiendom er den enkeltnæringen norske banker har mest utlån til. De siste årene har denne næringen bidratt til å holde bankenes utlånsvekst til foretakene oppe, se figur 3.12. Bankene har særlig stor eksponering mot kontormarkedet i Oslo-regionen. Prisindikatoren for næringseiendom, som tar utgangs-

punkt i beregnede salgspriser på kontorlokaler med høy standard i Oslo, har falt litt det siste året, se figur 3.13. Indikatoren er fortsatt på et høyt nivå.

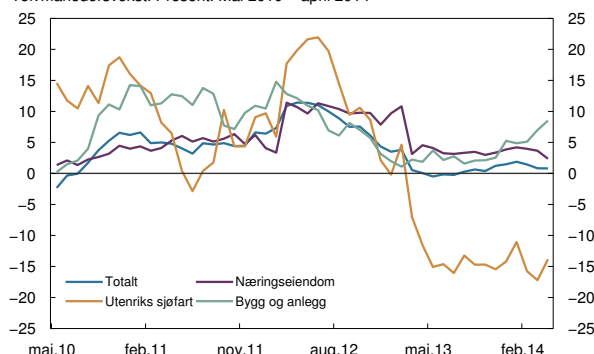
Norske banker var avhengige av markedsfinansiering for å finansiere den kraftige utlånsveksten i årene før finanskrisen, se figur 3.14. De siste årene har høy vekst i innskudd sammen med moderat utlånsvekst bidratt til å stabilisere andelen markedsfinansiering i bankene. De siste kvartalene har andelen økt litt.

Figur 3.11 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> og egenkapitalandel<sup>2)</sup> i børsnoterte foretak. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2014



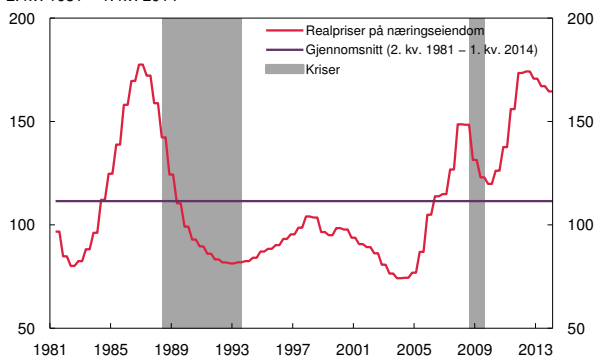
1) Resultat før skatt pluss av- og nedskrivninger siste fire kvartaler i prosent av rentebærende gjeld for ikke-finansielle foretak som er med i OEX-indeksen, eksklusive Statoil  
2) Egenkapital i prosent av eiendeler for ikke-finansielle foretak på Oslo Børs  
Kilder: Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Bankenes utlån til ikke-finansielle foretak i utvalgte næringer i Norge.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Mai 2010 – april 2014



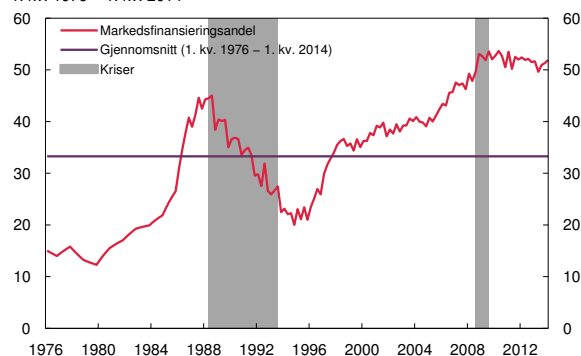
1) Alle banker og kredittforetak i Norge. Tallene inkluderer ikke utlån fra Eksportkreditt som ikke regnes som kredittforetak  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Realpriser på næringseiendom.<sup>1)</sup> Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 1. kv. 2014



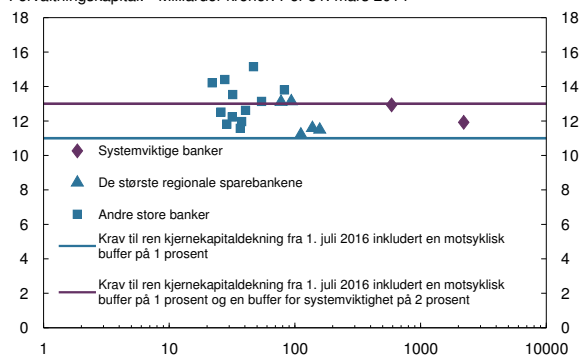
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge  
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 1976 – 1. kv. 2014



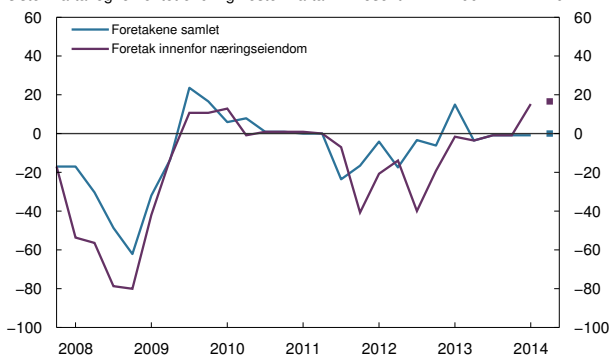
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge  
2) Kvartalstall fram til 1989 er beregnet med lineær interpolering av årstall  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.15 Bankkonsernernes<sup>1)</sup> rene kjernekapitaldekning, Prosent. Forvaltningskapital.<sup>2)</sup> Milliarder kroner. Per 31. mars 2014<sup>3)</sup>



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

Figur 3.16 Bankenes endring i kredittpraksis overfor ikke-finansielle foretak, siste kvartal og forventet endring neste kvartal.<sup>1)</sup> Prosent. 4. kv. 2007 – 2. kv. 2014



1) Negative tall innebærer innstramning i kredittpraksis  
 Kilde: Norges Bank

De fire indikatorene for finansielle ubalanser er på historisk høye nivåer, se figur 3.1, 3.8, 3.13 og 3.14. De er også høyere enn de fleste beregnede langsiktige trendene, se ramme side 32. Det tyder på at finansielle ubalanser som kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien, har bygd seg opp. Den siste tiden er gapene kommet noe ned. Utviklingen tyder på at de finansielle ubalansene ikke bygger seg videre opp. Skulle boligprisene på ny stige raskere enn husholdningenes inntekter og gjeldsveksten tilta, kan systemrisikoen etter hvert øke.

## BANKENES TILPASNING

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer bør ses i lys av andre krav til bankene. Det gjelder særlig når nye krav innføres, se ramme på side 34.

Ved utgangen av første kvartal oppfylte alle store norske bankkonsern kravet til ren kjernekapitaldekning på 10 prosent fra 1. juli 2014 med god margin, se figur 3.15. Bankene hadde god lønnsomhet i første kvartal. De største bankene<sup>4)</sup> vil samlet ha en ren kjernekapitaldekning på 12,1 prosent dersom hele kvartalsresultatet legges til den rene kjernekapitalen.

Finansdepartementets beslutning om å utpeke DNB Bank og Nordea Bank Norge som systemviktige banker innebærer at kapitalkravene for disse trappes videre opp fram mot 2016. Også de store sparebankene vil trolig måtte tilpasse seg de høyeste kravene for kapitaldekning.

Utviklingen de siste par årene tyder på at bankene kan øke sin rene kjernekapitaldekning med rundt 1 prosentenheter i året gjennom tilbakeholdt overskudd. Egenkapitalemissjoner gjør det mulig for bankene raskt å tilfredsstille økte kapitalkrav uten å måtte begrense sin utlånskapasitet. Bankene kan også velge å selge unna eiendeler eller holde tilbake på nye utlån for raskere å kunne øke kapitaldekningen.

Kredittveksten det siste året tyder på at foretakene samlet sett har god tilgang på kreditt. I NHOs spørreundersøkelse for andre kvartal oppgir 16 prosent av medlemsbedriftene at situasjonen i finansmarkedene og bankene i stor grad bidrar til at bedriften revurderer

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

eller utsetter investeringsprosjekter. Tilsvarende andel var 25 prosent i første kvartal. Manglende tilgang på kreditt og finansiering rangeres fremdeles nederst av mange investeringshindre. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse ventet ingen endringer i kredittpraksisen overfor foretakene samlet i andre kvartal, men noe lettelse i kredittpraksisen overfor foretak innen næringseiendom, se figur 3.16.

# BESLUTNING OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

## «§ 1

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

## § 2

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

## § 3

Forskriften trer i kraft straks.»

I brev til Finansdepartementet 26. mars 2014 vurderte Norges Bank at beslutningsgrunnlaget ikke talte for en endring i bufferkravet.<sup>1</sup> Finanstilsynet sluttet seg til Norges Banks råd. Finansdepartementet besluttet 4. april å holde bufferkravet uendret.

---

<sup>1</sup> Se «Råd om motsyklisk kapitalbuffer 1. kvartal 2014», Norges Bank 4. april 2014

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

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorene og sammenlikne nåsituasjonen med historiske trender, se ramme på side 32. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

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

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

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

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

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

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

3 Retningslinjene fra ESRB vil bli gitt i form av en «ESRB Recommendation» i andre halvår 2014

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

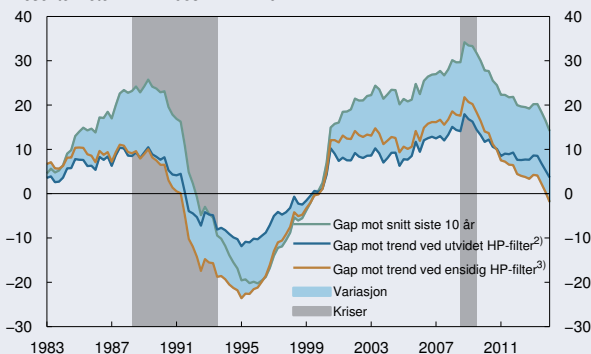
Norges Bank analyserer utviklingen i fire nøkkelindikatorer og sammenlikner nåsituasjonen med langsiktige trender. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene og dermed til målingen av finansielle ubalanser. Usikkerheten taler for å se på ulike beregningsmetoder.

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

1 Se også *Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer*, Norges Bank Memo Nr. 17/2013

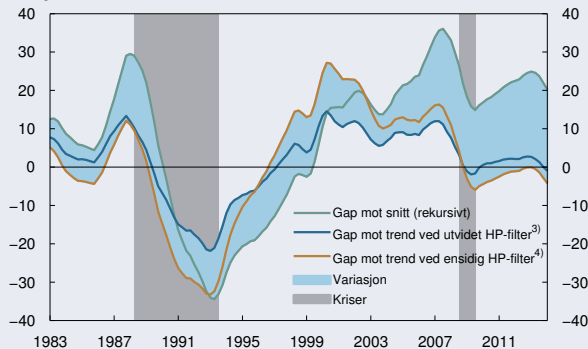
2 For utdypning, se ramme om måling av finansielle ubalanser på side 30 i *Pengepolitisk rapport 2/13*

Figur 3.17a Kredittgap. Samlet kreditt<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2014



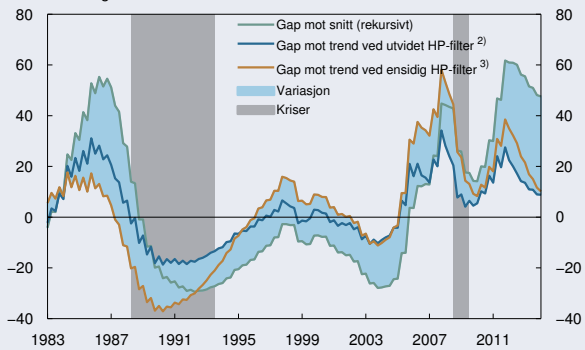
1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995), K3 inneholder K2 og utenlandsgjeld  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000  
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda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

Figur 3.17b Boligprisgap. Boligpriser<sup>1)</sup> i forhold til disponibel inntekt<sup>2)</sup> som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2014



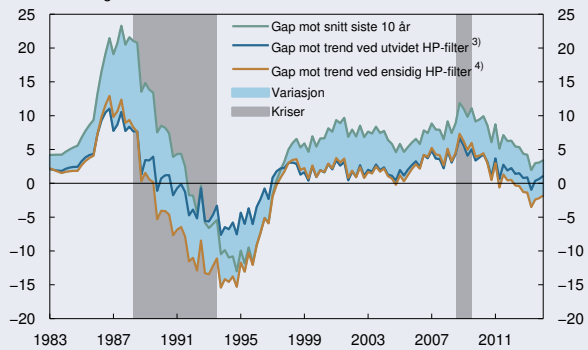
1) Kvartalstall fram til 1990 er beregnet med lineær interpolering av årstall  
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjebuyback for 2000 – 2005 og innløsning/nedssettelse av egenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012  
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose.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

Figur 3.17c Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2014



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

Figur 3.17d Markedsfinansieringsgap. Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2014



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



BNP og markedsfinansieringsandelen i bankene benyttes et 10-års rullende gjennomsnitt.

Figur 3.17 a viser utviklingen i kredittindikatoren målt som avvik fra de beregnede trendene. Gapet mellom indikatoren og trendene er blitt mindre de siste årene, men indikatoren ligger fremdeles høyere enn to av tre trender. Mens kredittindikatoren var nokså stabil i årene etter finanskrisen, har trenden beregnet med det ensidig HP-filteret fortsatt å stige raskt. Dersom veksttakten fra før finanskrisen ikke er bærekraftig, kan denne metoden undervurdere de finansielle ubalansene. Kredittgapet er erfaringsmessig en bedre ledende indikator for kriser når trenden er basert på et utvidet HP-filter.

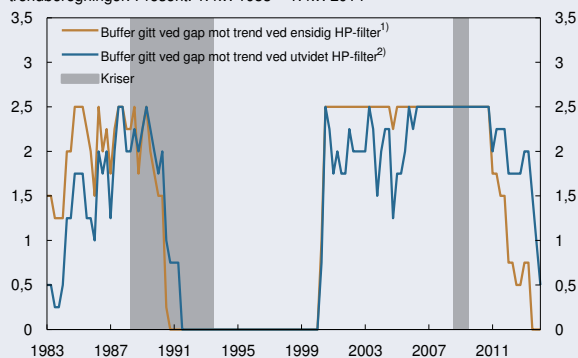
Figur 3.17 b–d viser utviklingen i de øvrige nøkkelindikatorerne målt som avvik fra de beregnede trendene. Alle indikatorene er på høye nivåer. De siste årene har avviket mellom indikatorene og trendene avtatt, men de fleste gapene er positive.

Baselkomiteen har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for bufferkravet med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.<sup>3</sup>

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

Regelen innebærer at bufferen aktiveres når kredittgapet passerer 2 prosentenheter. Når kredittgapet er mellom 2 og 10 prosentenheter, vil bufferen variere lineært mellom 0 og 2,5 prosent. Når kredittgapet er 10 prosentenheter eller større, vil referanseverdien for den motsykliske bufferen være 2,5 prosent. Referanseverdien for bufferkravet blir 0 prosent i første kvartal 2014 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter. Når trendberegningen er basert på et utvidet HP-filter blir referanseverdien 1/2 prosent, se figur 3.18.

Figur 3.18 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2014



<sup>1</sup> Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000

<sup>2</sup> Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000

Kilder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Norges Bank

# ENDRINGER I DET NORSKE KAPITALDEKNINGSREGELVERKET

Finansdepartementet fastsatte 12. mai 2014 kriterier for å utpeke systemviktige finansinstitusjoner. Finansinstitusjoner med en forvaltningskapital på minst 10 prosent av BNP Fastlands-Norge og/eller en markedsandel for utlån til publikum i Norge på minst 5 prosent skal som hovedregel utpekes som systemviktige.<sup>1</sup> Departementet utpekte DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS<sup>2</sup> som systemviktige. De får et tilleggskrav til ren kjernekapital på 1,0 prosent fra 1. juli 2015 og 2,0 prosent fra 1. juli 2016, se figur 3.19. Finanstilsynet skal hvert år innen utgangen av første kvartal gi råd til Finansdepartementet om hvilke banker som bør anses som systemviktige. Finansdepartementets beslutning skal normalt tidligst tre i kraft 12 måneder etter at beslutningen er fattet.

EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) trådte i kraft 1. januar 2014. Regelverket vil etter hvert bli gjort gjeldende i Norge gjennom EØS-avtalen. Kapital- og bufferkravene i CRD IV ble tatt inn i norsk lov i fjor sommer. Finanstilsynet har utarbeidet forslag til regler som gjennomfører flere av de øvrige bestemmelsene

i CRD IV inntil de tas inn i EØS-avtalen. De foreslåtte forskriftsendringene kan føre til at den rapporterte rene kjernekapitaldekningen til banker som benytter interne modeller (IRB), øker noe. Finanstilsynets forskriftsforslag var på høring med høringsfrist 15. mai.

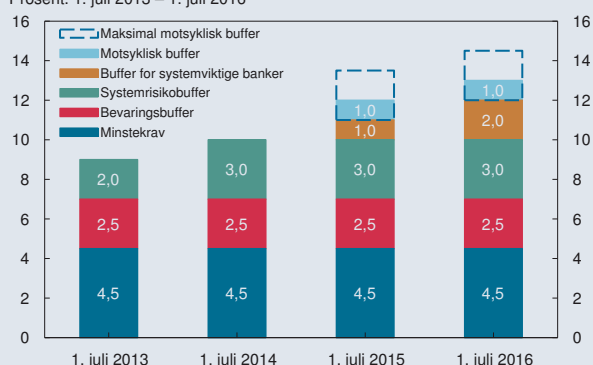
IRB-bankene måtte fra 1. januar 2014 benytte en tapsgrad (LGD) på minst 20 prosent i beregningen av risikovekter på boliglån. Det ga en økning i boliglånsvektene for alle norske IRB-banker. Reglene slår likevel ulikt ut på kapitaldekningen. Halvparten av IRB-bankene er fortsatt bundet av overgangsregelen<sup>3</sup>. For disse førte ikke økningen av boliglånsvektene til noen endring i kapitaldekningen. For bankene som ikke bindes av overgangsregelen, resulterte økte boliglånsvekter i et høyere beregningsgrunnlag og dermed lavere kapitaldekning. Finanstilsynet har varslet flere mulige innstramminger i kravene til IRB-modellene som benyttes i beregningen av boliglånsvekter. Det kan øke beregningsgrunnlaget ytterligere for enkelte banker.

1 Se Forskrift om identifisering av systemviktige finansinstitusjoner, Finansdepartementet 2014

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

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

Figur 3.19 Opptrapping av krav til ren kjernekapitaldekning i nytt regelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

# UTDYPINGER

---

Internasjonal økonomi – utviklingen i ulike regioner og land

Husholdningenes gjeldsbelastning etter årskull

Husholdningenes sparing

Eksportmarkedsvekst og norsk fastlandseksport

---

# INTERNASJONAL ØKONOMI – UTVIKLINGEN I ULIKE REGIONER OG LAND

I USA falt BNP i første kvartal i år, i hovedsak som en følge av ekstreme værforhold gjennom vinteren. Det var god vekst i privat konsum, mens investeringene falt markert. Utviklingen var svakere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 1/14. Nye data peker imidlertid mot relativt god underliggende vekst med bedring både i industrisektoren, detaljhandelen og arbeidsmarkedet. Anslaget på BNP-veksten i år er likevel noe nedjustert. For veksten videre fremover er det knyttet særlig usikkerhet til utviklingen i boligmarkedet. Etter en markert bedring i boligmarkedet de siste par årene, har aktiviteten avtatt noe siden høsten 2013. Prisveksten har holdt seg oppe, se figur 1, men dette skyldes delvis lavt tilbud av boliger. Omsetningen har falt. Deler av dette kan forklares med værforhold og økninger i boliglansrentene, men svekkelsen har vært noe sterkere enn ventet. Nå peker imidlertid utviklingen i flere indikatorer mot økt aktivitet igjen i boligmarkedet.

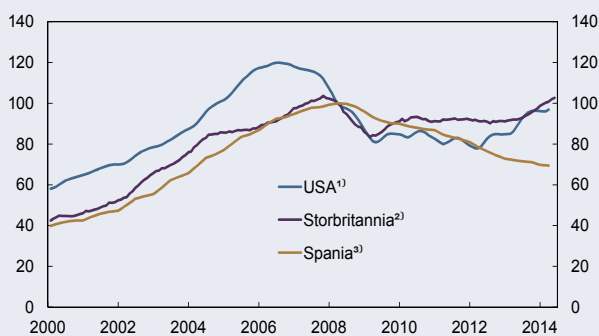
I arbeidsmarkedet har sysselsettingen steget, men fallende yrkesdeltakelse gir et betydelig bidrag til nedgangen i ledigheten, se figur 2. Fremdeles er langtidsledigheten historisk høy, og lønnsveksten er lav. Fremover ventet vi fortsatt at veksten i amerikansk økonomi tar seg gradvis opp, se tabell 3 i vedlegget. Vi legger til grunn for anslagene at videre bedring i arbeids- og boligmarkedene, lave renter og

mindre finanspolitiske innstramminger vil bidra til å understøtte privat konsum. Investeringene som andel av BNP er lave, men bedre fremtidsutsikter og behovet for fornying av kapitalbeholdningen ventes å bidra til en oppgang i investeringstakten.

For euroområdet samlet var BNP-veksten i første kvartal i år svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Flere av de store landene ble påvirket av det uvanlig milde vinterværet, men med vidt forskjellige utslag på veksten. I Tyskland bidro høy aktivitet i bygg- og anleggssektoren til å trekke opp samlet vekst. I flere andre land, herunder Nederland og Frankrike, falt derimot energikonsum og -produksjon så mye at BNP-veksten ble lavere enn ventet. Aktivitetsindikatorer tyder imidlertid på at bedringen i underliggende vekst har fortsatt, se figur 3. I tråd med dette legger vi fremdeles til grunn at aktiviteten i euroområdet tar seg ytterligere opp. Vi venter positiv vekst i nær alle medlemsland og større bidrag fra innenlandsk etterspørsel. Etterspørselen støttes av ekspansiv pengepolitikk, gradvis bedring i finansieringsforholdene og mindre kontraktiv finanspolitikk.

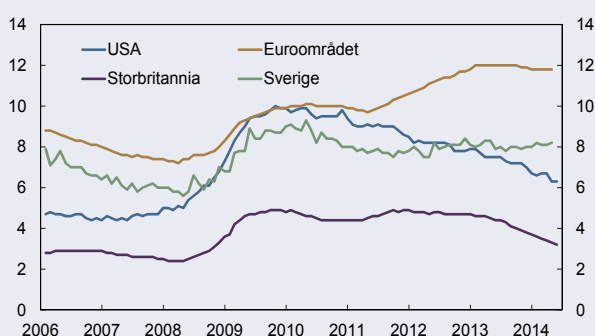
På samme tid vil behovet for å redusere gjelden i privat og offentlig sektor legge en demper på veksttakten og bidra til at arbeidsledigheten forblir høy.

Figur 1 Boligpriser. Indeks. Januar 2008 = 100. Januar 2000 – mai 2014



1) Case-Shiller Composite-20 indeks. Til mars 2014  
2) Nationwide Building Society house price indeks  
3) Det spanske boligministeriet, takserte boligverdier. Omgjort fra kvartal. Til mars 2014  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Januar 2006 – mai 2014



Kilde: Thomson Reuters

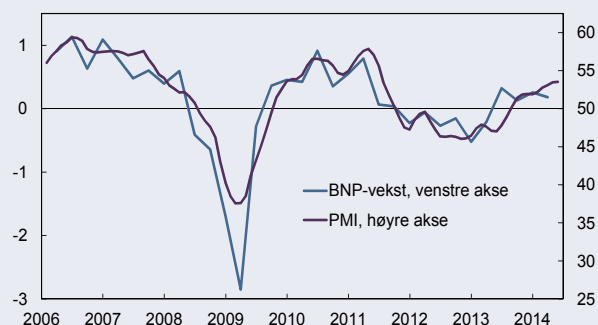
Utlånene til privat sektor har falt siden høsten 2012. Den europeiske sentralbankens (ESBs) halvårslige undersøkelse av finansieringsforholdene for små- og mellomstore bedrifter viser at for mange bedrifter er tilgang på kreditt fremdeles et betydelig problem. Utviklingen går imidlertid i riktig retning og ESBs utlansundersøkelse fra april bekrefter at det ikke lenger strammes til i utlånsvilkårene, verken for husholdninger eller bedrifter. I juni lanserte ESB tiltak som har som mål å øke bankenes utlån til ikke-finansielle bedrifter.

Den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA) har lagt fram scenarioene som vil ligge til grunn for deres stresstest av banksektoren. Sammen med ESBs gjennomgang av kvaliteten på bankenes balanser, er stresstesten ventet å styrke markedsaktørenes tillit til europeiske banker. Det gjelder særlig i land med veldig svak økonomisk utvikling, der usikkerhet rundt bankaktiva har bidratt til å øke bankenes finansieringskostnader. Lavere finansieringskostnader kan bedre bankenes soliditet og på sikt gi grunnlag for lavere utlånsrenter. For inneværende år kan imidlertid effekten på utlånsveksten ha vært negativ i noen land, i den grad bankene har forsøkt å justere sine balanser i forkant av myndighetenes gjennomgang.

Konsumprisveksten i euroområdet har vært noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Den lave inflasjonen skyldes blant annet lav råvareprisvekst, sterkere valutakurs, lav kapasitetsutnyttning og behov for bedre konkurransevne i flere av medlemslandene. Vi venter at prisveksten blir liggende rundt nivået fra april og mai gjennom sommeren og høsten før den begynner å stige gradvis mot slutten av året.

Den høye BNP-veksten i Storbritannia fortsatte inn i første kvartal og var noe sterkere enn lagt til grunn i mars. Veksttakten er nå den høyeste blant de store industrialiserte landene. Det er særlig tjenestesektoren som har bidratt til veksten, men også i industrisektoren har aktiviteten økt. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle gjennom vinteren. Veksten i innenlandsk etterspørsel har tiltatt, og husholdningenes forbruk har økt mer enn inntektsveksten skulle tilsi. Mens inflasjonspresset nå er avtakende, har boligprisveksten vært høy over flere år. Det er økende bekymring for en mulig ny boligboble, spesielt i London. Boligprisene er nå tilbake på om lag samme nivå som før krisen, se figur 1. Vekstanslagene er noe oppjustert i år som en følge av sterk vekst i første kvartal. Vi venter at ekspansiv pengepolitikk, god utvikling i arbeidsmarkedet og avtakende prisvekst vil bidra til god vekst i privat konsum og investeringer. Etter hvert

Figur 3 Euroområdet: Kvartalsvis BNP-vekst. Prosent. 1. kvartal 2006 – 1. kvartal 2014. PMI, tremåneders gjennomsnitt. Diffusjonsindeks rundt 50. Januar 2006 – mai 2014



Kilde: Thomson Reuters

som veksten i euroområdet tiltar, ventes også et økt bidrag fra nettoeksporten.

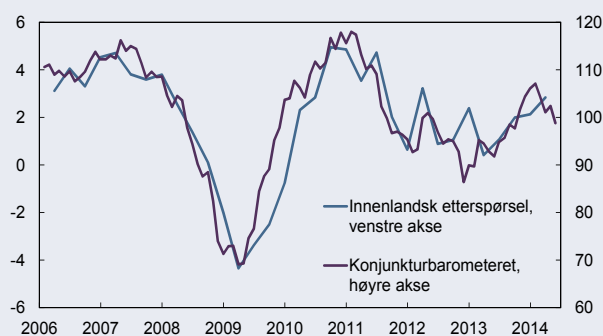
BNP-veksten i Sverige avtok mer enn ventet i første kvartal i år. Den underliggende veksten er imidlertid sterkere enn utviklingen i samlet BNP gir inntrykk av. At veksten ble lavere enn ventet skyldes i første rekke sterk importvekst. Vekstbidraget fra innenlandsk etterspørsel var som lagt til grunn i forrige rapport. Tillitsindikatorer tyder på at etterspørselsveksten holder seg oppe i andre kvartal, se figur 4. Husholdningenes tillit er betydelig bedret gjennom det siste året, hjulpet av god vekst i sysselsettingen. Sammen med høy sparerate, kutt i inntektsskatten og lavt rentenivå gir det grunn til å vente god vekst i privat konsum fremover. Høy forbruksvekst og et forventet oppsving i foretaksinvesteringene gjør at importen trolig tar seg betydelig opp i år etter fall i 2013. Samtidig peker høyere internasjonal etterspørsel og stigende eksportordre mot et oppsving i eksporten. Alt i alt er nettoeksportens vekstbidrag forventet å bli nær null de nærmeste årene.

Også i Sverige er konsumprisveksten uvanlig lav. For 2014 venter vi om lag nullvekst i KPI. Deler av fallet i prisveksten har direkte sammenheng med at Riks-

banken har satt ned styringsrenten, men veksten er også lav i KPI justert for rentendringer (KPIF). Lav underliggende inflasjon har sammenheng med lav importert prisvekst, relativt lav kapasitetsutnyttning og trolig også reduksjoner i bedriftenes marginer. Vi venter at den underliggende prisveksten blir værende lav gjennom sommeren og høsten før den tar seg opp i takt med høyere kapasitetsutnyttning og høyere importert prisvekst. KPI inklusive rentendringer vil etter hvert øke noe raskere.

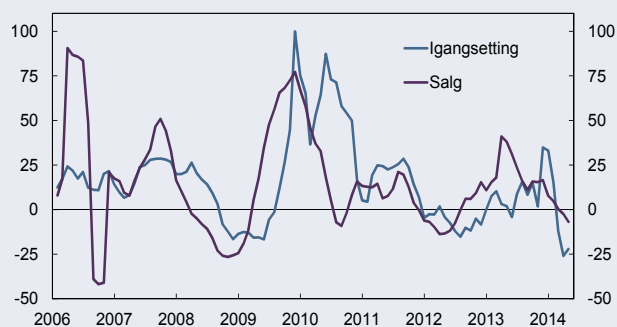
Firekvarteralsveksten i BNP i Kina avtok fra 7,7 prosent i fjerde kvartal 2013 til 7,4 prosent i første kvartal. Avdempingen i innenlandsk etterspørsel reflekterer strammere kredittforhold og tidligere politikkinstramminger. Utenrikshandelen har også vært svak, tross noe bedring de siste månedene. Det har vært en tydelig oppbremsing i eiendomsmarkedet de siste månedene, se figur 5. Vi venter lavere vekst i eiendomsinvesteringene også fremover. Vekstanslagene for Kina er noe nedjustert. Utsikter til ytterligere bedring i eksporten, økte infrastrukturinvesteringer og fortsatt god vekst i innenlandsk konsum gjør at vi ikke venter et større fall i veksten de nærmeste årene. Utviklingen i eiendomsmarkedet har likevel økt risikoen for en brå avdemping i investeringene som kan

Figur 4 Sverige: Firekvarteralsvekst i innenlandsk etterspørsel<sup>1)</sup>. 1. kv. 2006 – 1. kv. 2014. Konjunkturbarometeret<sup>2)</sup>. Januar 2006 – mai 2014



1) Privat og offentlig konsum og investeringer (utenom lager)  
2) Svenske bedrifter og husholdningers syn på den økonomiske utviklingen. Historisk snitt lik 100  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 5 Kina: Igangsetting og salg av nye bygg. Privatboliger og næringsbygg. Kvadratmeter. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 – april 2014



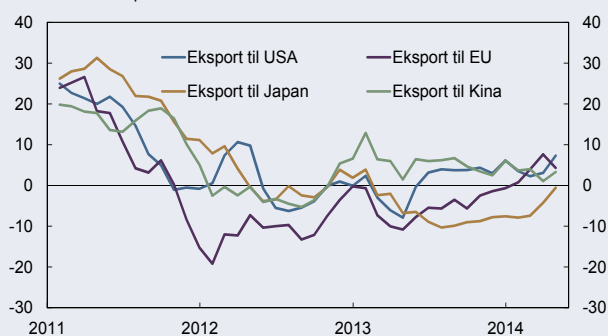
Kilde: CEIC

få betydelige ringvirkninger både i Kina og i andre land. Dette er nærmere diskutert i Aktuell kommentar 5/2014: «Konsekvenser av en brå oppbremsing i det kinesiske eiendomsmarkedet».

I andre fremvoksende økonomier i Asia er vekstbildet om lag som anslått i forrige rapport. Økte realrenter har bidratt til å dempe veksten i innenlandsk etterspørsel, samtidig som driftsbalansene er bedret i flere land på grunn av tidligere valutakursdepresiering. I India ser det ut til at veksten er i ferd med å nå bunnen. Tilliten i bedriftene har bedret seg, og det ventes at offentlige investeringer og bedret eksport vil løfte veksten fremover. I Thailand er vekstutsiktene svekket på grunn av politisk uro som har ført til økt usikkerhet og utsettelse av offentlige investeringsprosjekter. I Russland avtok firekvarteralsveksten i BNP fra 2 prosent i fjerde kvartal 2013 til 0,9 prosent i første kvartal. Uroen rundt situasjonen i Ukraina har bidratt til en betydelig kapitalutgang fra Russland, og tilliten hos konsumenter og i bedrifter har falt. Kapitalutgang og tiltakende inflasjon har ført til tilstramminger i pengepolitikken som ventes å dempe veksten videre fremover. I Brasil er også vekstutsiktene noe svekket på grunn av tørke og dårlige avlinger.

Sitasjonen i finansmarkedene i fremvoksende økonomier har bedret seg, med blant annet bred styrking av valutakursene. Dette kan ses i sammenheng med rask politikkrespons i land som Indonesia og India og signaler om finanspolitiske tiltak for å øke veksten i Kina. De to episodene med markedsuro i løpet av det siste året har likevel avdekket sårbarheter i flere fremvoksende økonomier. Det ventes at tilstrømming i den økonomiske politikken vil dempe veksten i lengre tid fremover, samtidig som videre normalisering av pengepolitikken i USA vil kunne bidra til flere episoder med økt volatilitet i finansmarkedene. Veksten ventes å ta seg noe opp i 2015, til 3½ prosent. Dette skyldes utsikter til bedret eksport, se figur 6, og en moderat opphenting i innenlandsk etterspørsel. Sammenliknet med forrige rapport er veksten i fremvoksende økonomier nedjustert med ½ prosentenheter i 2014 og 2015 og ¼ prosentenheter årlig videre ut prognoseperioden.

Figur 6 Asia: Eksportvekst til ulike handelspartnere. Tolv månedersvekst, tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2011 – april 2014



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

# HUSHOLDNINGENES GJELDSBELASTNING ETTER ÅRSKULL

Husholdningenes samlede gjeld har fortsatt å stige de siste årene, og gjelden er nå på et historisk høyt nivå i forhold til de disponible inntektene. Gjeldsopptaket er nært knyttet til den livsfasen husholdningene er i. Tall for gjeld og inntekt for årskull av husholdninger kan belyse hvorvidt husholdningenes tilpasning i ulike livsfaser har endret seg over tid.<sup>1</sup>

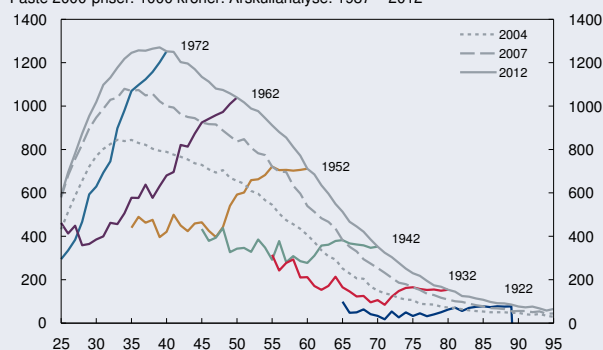
Figur 1 viser utviklingen i gjeld i faste priser i ulike årskull av husholdninger. Et årskull består av husholdninger der hovedinntektstaker er født i samme år. Vi følger seks ulike årskull spesielt. Årskullene er født med ti års mellomrom fra 1922 til 1972. De fargede linjene i figuren viser utviklingen over tid for disse årskullene. For hvert år flytter årskullet seg mot høyre i figuren. Vi har data fra 1987 til 2012. Husholdningene i 1952-kullet kommer følgelig inn i datamaterialet først når de er 35 år. De grå kurvene viser tilpasningen for hele den voksne befolkningen i årene 2004, 2007 og 2012.

<sup>1</sup> Analysen er basert på tall fra Hushalda sine inntekter og formue fra Statistisk sentralbyrå. Se også *Ten years of household micro data. What have we learned?*, Staff Memo nr 8/2014, K-G. Lindquist, M. Riiser, H. Solheim, og B. H. Vatne, Norges Bank

Gjennomsnittlig gjeld økte kraftig gjennom 2000-tallet. De grå kurvene løfter seg betydelig i figuren over tid, og aller mest blant yngre husholdninger som tar opp relativt store lån for å finansiere kjøp av bolig. Store gjeldsopptak i en livsfase trekkes med videre i livsløpet. Livsløpsprofilen, som fremkommer ved de fargede linjene i figuren, viser at de yngre årskullene gjennomgående har høyere gjeld enn det de eldre årskullene hadde i samme livsfase. Det må dels ses på bakgrunn av at boligverdiene økte betydelig på 2000-tallet og at det ble enklere for husholdningene å ta opp lån med sikkerhet i boligene.

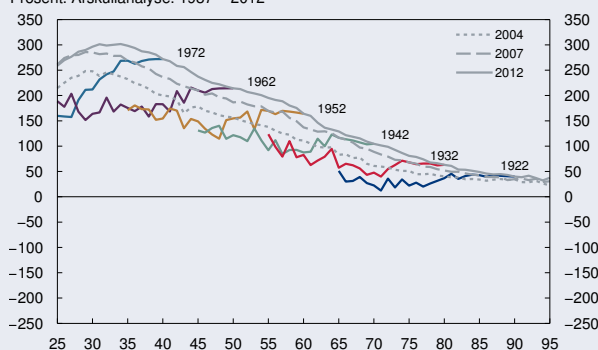
Husholdningenes gjeldsbelastning måles ofte som gjeld i forhold til disponibel inntekt, der disponibel inntekt er definert som inntekt etter skatt fratrukket renteutgifter. Disponibel inntekt er et mål på hvor mye husholdningene har tilgjengelig for konsum og sparing. Målt på denne måten økte gjeldsbelastningen betydelig på 2000-tallet, særlig for de yngre gruppene, se figur 2. For noen årskull er gjeldsbelastningen oppe i 300 prosent av disponibel inntekt i 2012. Sammenlikner vi gjeldsbelastningen i en bestemt livsfase på

Figur 1 Gjennomsnittlig gjeld etter alder på hovedinntektstaker<sup>1</sup>. Faste 2000-priser. 1000 kroner. Årskullanalyse. 1987 – 2012



<sup>1</sup> Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt  
Kilder: Statistisk sentralbyrå (Hushalda sine inntekter og formue) og Norges Bank

Figur 2 Gjeld som andel av disponibel inntekt<sup>1</sup> etter alder på hovedinntektstaker<sup>2</sup>. Prosent. Årskullanalyse. 1987 – 2012



<sup>1</sup> Disponibel inntekt er inntekt etter skatt og rentebetalinger  
<sup>2</sup> Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt  
Kilder: Statistisk sentralbyrå (Hushalda sine inntekter og formue) og Norges Bank

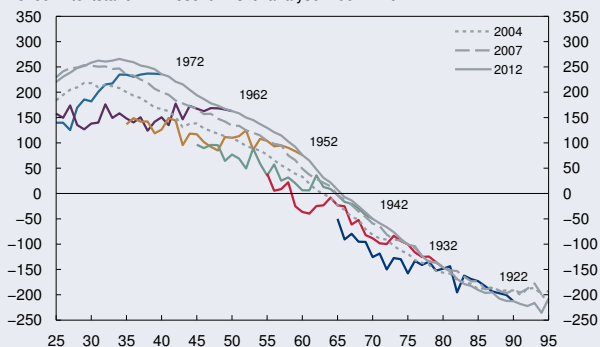


tvers av årskull, ser vi at de yngre årskullene har en vesentlig høyere gjeldsbelastning enn de eldre hadde. Det kan tyde på at yngre husholdninger er mer sårbare overfor inntektsbortfall og økte utlånsrenter enn det eldre husholdninger var i samme livsfase.

Samtidig med at mange husholdninger har økt gjelden betydelig, har de også spart mye. Størrelsen på husholdningenes bankinnskudd vokste kraftig på 2000-tallet, spesielt i eldre aldersgrupper. Bankinnskudd kan raskt benyttes til å redusere gjelden. Figur 3 viser utviklingen i et alternativt mål på gjeldsbelastningen, der nettogjelden er målt som husholdningenes gjeld fratrukket bankinnskudd.<sup>2</sup> Også dette målet viser at gjeldsbelastningen til de yngre årskullene øker markert tidlig på 2000-tallet. De fargede linjene viser at når vi tar hensyn til veksten i bankinnskuddene, faller gjeldsbelastningen gjennom livsløpet særlig i de eldre årskullene.

2 | I 2012 utgjorde bankinnskudd om lag halvparten av husholdningenes finansformue, utenom forsikringskrav. Resten av finansformuen (utenom forsikringskrav) er mer volatil, vanskelig å verdsette og skjevt fordelt. Bankinnskudd er derfor et godt mål på den likvide finansformuen i et stort flertall av husholdningene

Figur 3 Nettogjeld<sup>1)</sup> som andel av disponibel inntekt<sup>2)</sup> etter alder på hovedinntektstaker<sup>3)</sup>. Prosent. Årskullanalyse<sup>4)</sup>. 1987 – 2012

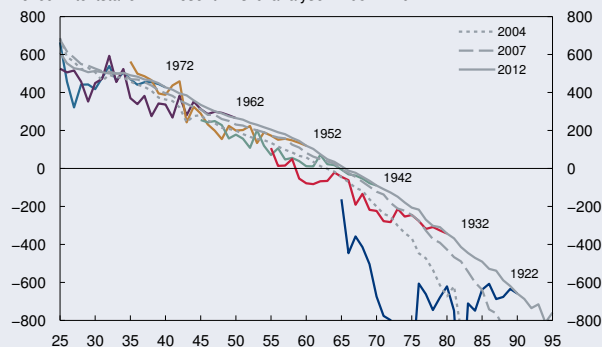


1) Nettogjeld er samlet gjeld fratrukket bankinnskudd  
2) Disponibel inntekt er inntekt etter skatt og rentebetalinger  
3) Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt  
Kilder: Statistisk sentralbyrå (Husholda sine inntekter og formue) og Norges Bank

Et tredje mål på gjeldsbelastningen er nettogjeld i forhold til inntekt fratrukket skatt og alminnelige forbruksutgifter, slik de beregnes av SIFO.<sup>3</sup> Denne inntekten er et mål på hvor mye husholdningene har tilgjengelig til å betjene gjeld i form av renter og avdrag etter at de har dekket et alminnelig forbruk. Husholdningenes inntekter har økt betydelig raskere enn SIFOs mål på de alminnelige forbruksutgiftene de siste tiårene. Gjeldsbetjeningsevnen har dermed økt. Målt i forhold til den gjeldsdisponible inntekten har selv økningen i de yngre årskullenes gjeld vært moderat, se figur 4. Forskjellen i gjeldsbelastning mellom årskull i samme livsfase er også mindre.

3 | Vanlige, løpende utgifter til mat, klær, hygieneartikler med mer og utgifter til sjeldnere innkjøp av varige forbruksgjenstander som møbler, elektrisk utstyr o.l. som definert av SIFO – Statens institutt for forbruksforskning, se SIFO Referansebudsjett for forbruksutgifter

Figur 4 Nettogjeld<sup>1)</sup> som andel av gjeldsdisponibel inntekt<sup>2)</sup> etter alder på hovedinntektstaker<sup>3)</sup>. Prosent. Årskullanalyse<sup>4)</sup>. 1987 – 2012



1) Nettogjeld er samlet gjeld fratrukket bankinnskudd  
2) Gjeldsdisponibel inntekt er inntekt etter skatt og alminnelige forbruksutgifter basert på SIFOs referansebudsjett  
3) Lønsmottakere og trygdede. Selvstendig næringsdrivende er utelatt  
4) Få observasjoner i 1922-årskullet gjør serien volatil  
Kilder: Statistisk sentralbyrå (Husholda sine inntekter og formue), SIFO og Norges Bank

# HUSHOLDNINGENES SPARING

Husholdningenes sparing som andel av disponibel inntekt (spareraten) har økt siden 2007. Tall fra institusjonelt sektorregnskap fra Statistisk sentralbyrå viser at spareraten var 9 prosent i 1. kvartal 2014. Utenom aksjeutbytte<sup>1</sup> var den om lag 6 prosent, se figur 1.

Spareraten svinger normalt med konjunktorene. I oppgangskonjunkturer vil spareraten vanligvis falle, mens den øker i nedgangskonjunkturer.<sup>2</sup> Konjunktursituasjonen i norsk økonomi tilsier nå en sparerate nær et normalt nivå. Figur 2 viser en enkel modell for sammenhengen mellom spareraten og konjunktursituasjonen målt ved Norges Banks produksjonsgap.<sup>3</sup> Modellen tilsier nå en sparerate utenom aksjeutbytte rett i overkant av det historiske snittet på 2 prosent. Økningen i spareraten fra 2008 til 2010 kan i stor grad forklares av konjunkturutviklingen, men modellen klarer ikke å fange opp utviklingen siden 2010.

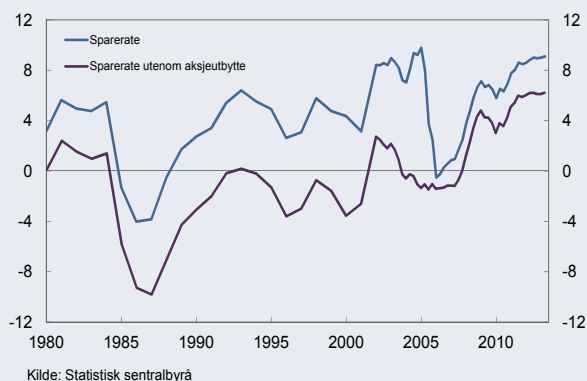
Norge har en aldrende befolkning. Slike demografiske endringer kan påvirke den samlede spareraten dersom ulike aldersgrupper har veldig forskjellig sparetilbøyelighet. Beregninger gjennomført av Statistisk sentralbyrå tyder imidlertid på at forskjellen i spareatferden mellom aldersgrupper er for liten til at aldringen av befolkningen har særlig innvirkning på spareraten fra år til år.<sup>4</sup> Andre forhold har trolig i større grad bidratt til oppgangen i spareraten de siste årene. Vi ser her nærmere på mulige effekter av pensjonsreformen og høy arbeidsinnvandring.

Det er flere grunner til at endringene i pensjonssystemet de siste årene kan ha påvirket sparingen. I dag er det om lag 50 000 personer i aldersgruppen 62–67 år som kombinerer arbeidsinntekt med alderspensjon,<sup>5</sup> uten at pensjonen avkortes mot lønnsinntekten. Det var ikke mulig tidligere. Disse personene får midlertidig høy inntekt de siste årene av arbeidslivet. Det gir incentiver til å spare deler av denne ekstraintekten for å kunne ha jevnere konsum over den resterende levetiden. Vi kjenner ikke den faktiske sparetilbøyeligheten for denne gruppen, men dersom det antas at de sparer hele alderspensjonen kan

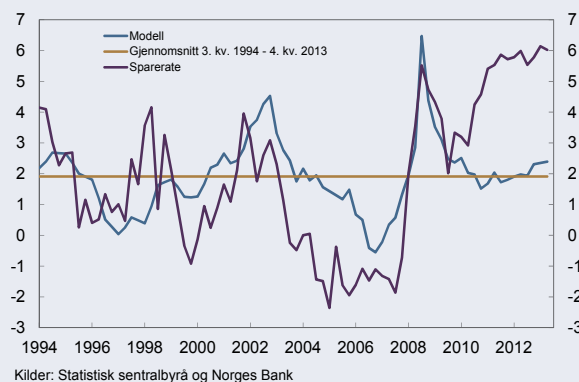
1 Vi bruker dette målet for spareraten for å begrense bevegelser i tallserien som skyldes skattemessige forhold. Samtidig tilfaller store deler av aksjeutbyttet en forholdsvis liten andel av befolkningen. Sparerate korrigert for aksjeutbytte kan derfor være et bedre mål på den generelle spareadferden  
2 Denne empiriske sammenhengen kan begrunnes teoretisk med endringer i forventet livsløpsinntekt, eller med forsiktighetsmotivert sparing når husholdningene endrer syn på sannsynligheten for inntektsbortfall  
3 Kvarstalstall for spareraten er ikke tilgjengelig før 2002. Vi har derfor konstruert kvartalstall på bakgrunn av årstall for inntekt og kvartalstall for konsumet. Denne metoden er benyttet også etter 2002

4 Se «Norske husholdningers sparing», Elin Halvorsen, Økonomiske analyser 3/2011, Statistisk sentralbyrå  
5 Se *Utviklingen i alderspensjon pr. 31. mars 2014*, Statistikknotat fra NAV, Arbeids- og velferdsdirektoratet

Figur 1: Sparerate. Sum siste fire kvartaler. Prosent. 4. kv. 1980 - 1 kv. 2014



Figur 2: Sparerate utenom aksjeutbytte. Prosent. 3. kv. 1994 - 4. kv. 2013



muligheten for fleksibelt uttak ha løftet spareraten med i underkant av 1 prosentenheter.<sup>6</sup> Den faktiske effekten av denne delen av pensjonsreformen er nok lavere. I en spørreundersøkelse gjennomført av NAV oppgir 70 prosent av respondentene at intensjonen om å spare pengene har hatt betydning for valget om å ta ut alderspensjon sammen med fortsatt arbeidsinntekt.<sup>7</sup>

Innføring av levealdersjustering i det nye pensjons-systemet innebærer at en økning i forventet levealder blant pensjonistene skal føre til en tilsvarende nedgang i de årlige pensjonsytelsene. Det gir alle nåværende og fremtidige arbeidstakere under 60 år lavere årlige pensjonsutbetalinger ved en gitt pensjoneringsalder enn før reformen.<sup>8</sup> Yrkesaktive kan motvirke denne effekten ved å arbeide lenger. Det er også grunn til å tro at arbeidstakere i noen grad vil kompensere for levealdersjusteringen ved å spare mer gjennom yrkeskarrieren.<sup>9</sup> Ifølge Norsk Finansbarometer 2014 sparer 23 prosent av norske husholdninger som følge

av pensjonsreformen og ytterligere 26 prosent planlegger å spare. Effekten på spareraten er usikker, men det er likevel grunn til å tro at levealdersjusteringen sammen med økt bevisstgjøring om behovet for egen sparing kan ha bidratt til å løfte spareraten de siste årene.

Høy arbeidsinnvandring de siste årene kan også ha hatt en effekt på samlet sparerate. Utenlandske arbeidere som planlegger å reise hjem til lavkostland kan ha insentiver til å spare mer enn befolkningen for øvrig. Dette er i mindre grad tilfellet for arbeidsinnvandrere som har lang tidshorisonnt på oppholdet, eller som kommer fra land med kostnadsnivå på linje med landet de innvandrer til. Siden 2010 har antall arbeidsinnvandrere fra lavkostland i Øst-Europa økt med om lag 70 000. Undersøkelser tyder på at øst-europeiske arbeidsinnvandrere i stor grad planlegger å reise hjem på et eller annet tidspunkt.<sup>10</sup> Vi har forholdsvis lite tallmateriale som belyser sparetilbøyeligheten til arbeidsinnvandrere i Norge, noe som gjør det vanskelig å tallfeste effekten på spareraten. Dersom vi legger til grunn en gjennomsnittlig årsinntekt for denne gruppen på 275 000 kroner etter skatt, og konsumtgifter gitt av SIFOs referansebudsjett,

6 Basert på en gjennomsnittlig årlig pensjonsutbetaling etter skatt på om lag 200 000 kroner

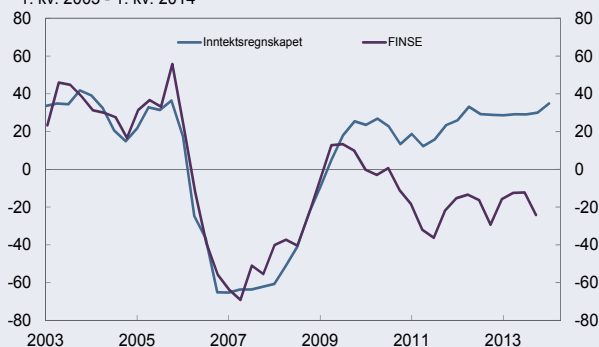
7 Se *Ja takk - begge deler? En spørreundersøkelse om arbeid og pensjon*. Anders Mølster Galaasen og Espen Steinung Dahl, NAV-rapport nr. 4-2013, Arbeids- og velferdsdirektoratet

8 En overgangsordning skjermes personer født før 1954

9 En gjennomsnittlig arbeidstager er rundt 45 år og må spare om lag 2 prosent ekstra av disponibel inntekt for å fullt ut kompensere for levealdersjusteringen.

10 Se *Polonia i Oslo 2010*. Jon Horgen Friberg og Line Eldring. Fafo-rapport 2011:27

Figur 3: Nettofinansinvesteringer. Inntektsregnskapet og finansielle sektorregnskaper (FINSE). Sum siste fire kvartaler. Milliarder kroner. 1. kv. 2003 - 1. kv. 2014



Kilde: Statistisk sentralbyrå

vil disse personene spare om lag en tredjedel av inntekten etter skatt. Denne sparingen vil med disse forutsetningene tilsvare om lag 1/2 prosentenhet av spareraten.

Det er også usikkerhet knyttet til selve målingen av spareraten. Husholdningenes sparing består av nettofinansinvesteringer og nettorealinvesteringer. Institusjonelt sektorregnskap er eneste kilde som gir et komplett bilde av husholdningenes sparing. Statistisk sentralbyrå publiserer også tall fra finansregnskapet for nettofinansinvesteringer. Det er i dag et stort avvik mellom nettofinansinvesteringene i sektorregnskapet og finansregnskapet, se figur 3. I sektorregnskapet er disse investeringene beregnet som en restpost etter at konsum og nettorealinvesteringer er trukket fra disponibel inntekt. I finansregnskapet blir nettofinansinvesteringer beregnet direkte som endring i husholdningenes beholdning av finanskapital etter korreksjon for prisendringer.

Historisk har det vært store justeringer i begge disse tallseriene ved hovedrevisjoner. Statistisk sentralbyrå publiserer reviderte nasjonalregnskapstall i november 2014. Tidligere hovedrevisjoner har normalt ført til at avstanden mellom nettofinansinvesteringer i finans- og sektorregnskapet blir mindre ved at begge seriene endres.

Vi har drøftet noen forhold som kan forklare økningen i spareraten de siste årene. Både pensjonsreformen og fortsatt høy arbeidsinnvandring er forhold som kan bidra til at spareraten blir liggende høyere i årene som kommer enn det konjunktursituasjonen skulle tilsa. Samtidig er det lite trolig at disse faktorene alene kan forklare økningen i spareraten fra 2010. Strammere kredittpraksis i bankene<sup>11</sup> og økt inntektsusikkerhet i kombinasjon med et høyt gjeldsnivå, kan ha bidratt til å holde spareraten høy i etterkant av finanskrisen. Det er imidlertid vanskelig å kvantifisere bidragene fra disse forholdene. Deler av økningen kan også være knyttet til måleproblemer, og den kommende hovedrevisjonen i november 2014 kan føre til at forløpet for husholdningenes sparerate de siste årene kan bli noe endret. Vi venter ingen store endringer i husholdningenes spareadferd fremover og anslår en konsumvekst om lag i takt med inntektsveksten.

<sup>11</sup> Utviklingen i kredittpraksisindikatoren fra Norges Banks utlånsundersøkelse tilsier at kredittpraksisen har blitt strammere de siste årene

# EKSPORTMARKEDSV EKST OG NORSK FASTLANDSEKSPORT

Analysene i denne rapporten bygger på at eksporten fra Fastlands-Norge<sup>1</sup> gradvis øker de neste årene i takt med at veksten blant våre handelspartnere tiltar. I denne utdypingen gjør vi nærmere rede for vurderingene som ligger til grunn for dette anslaget.

Markedsveksten for norske eksportører henger nært sammen med aktiviteten hos våre handelspartnere. Våre handelspartneres samlede importvekst er norske bedrifters *eksportmarkedsvekst*. Tradisjonelt har våre handelspartnere<sup>2</sup> økt sin import med om lag det dobbelte av BNP-veksten,<sup>3</sup> se figur 1. Forskjellen mellom BNP-vekst og importvekst er normalt mindre i perioder med lav økonomisk vekst, som de siste årene. Det må ses i lys av at lav vekst ofte går sammen med svak utvikling i etterspørselskomponenter med et høyt importinnhold, som privat konsum og foretaksinvesteringer.

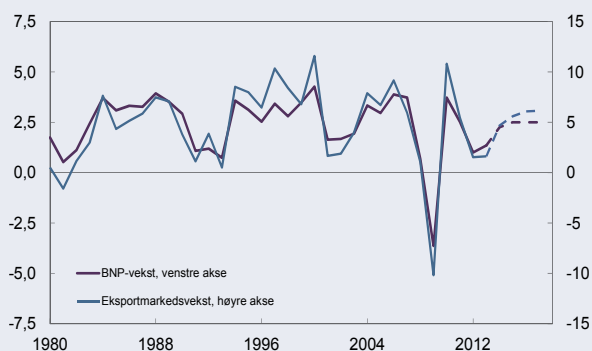
- 1 Eksport av tjenester og andre varer enn råolje, naturgass, naturlige gass-kondensater, skip og oljeplattformer
- 2 For en nærmere gjennomgang av hvilke land som inngår i handelspartneraggregatet, se *Flere fremvoksende økonomier inkluderes i Norges Banks handelspartneraggregat*, Staff Memo 12/2013, Bjørnar K. Slettvåg, Norges Bank
- 3 Veksten i internasjonal handel har over tid vært høyere enn produksjonsveksten. Det kan blant annet forklares med fallende kostnader ved handel, internasjonale produksjonskjeder, relativt høy produktivitetsvekst i konkurranseutsatt sektor, samt at velstandsøkning har ført til økt konsum av varer som handles internasjonalt. Se for eksempel *Why has world trade grown faster than world output?* Bank of England Quarterly Bulletin Autumn 2004 for en nærmere gjennomgang

Det er en nær sammenheng mellom eksportmarkedsveksten og utviklingen i norsk fastlands-eksport, se figur 2.<sup>4</sup> Gjennom mange år har likevel norske eksportører tapt markedsandeler i eksportmarkedene. Markedsveksten har i gjennomsnitt vært 5,0 prosent siden 1996, mens eksportveksten har vært 3,8 prosent. Eksporten fra Fastlands-Norge har dermed i gjennomsnitt økt med rundt 75 prosent av eksportmarkedsveksten. Tap av markedsandeler er en utvikling vi finner igjen i en rekke industriland og må blant annet ses i sammenheng med sterk eksportvekst fra en rekke fremvoksende økonomier. I tillegg har flere år med relativt høy kostnadsvekst her hjemme svekket vår kostnadmessige konkurranseevne.

Sammensetningen av norsk fastlandseksport har endret seg vesentlig de siste 20 årene. Eksport fra oljeleverandørindustrien har vokst fram, og denne eksporten utgjør nå om lag 20 prosent av tradisjonell eksport.<sup>5</sup> Veksten i de globale investeringene i oljeutvinning offshore var særlig sterk fra 2000 til 2010, noe som bidro til at eksporten fra leverandørindustrien økte mye i denne perioden. Siden 2010 har

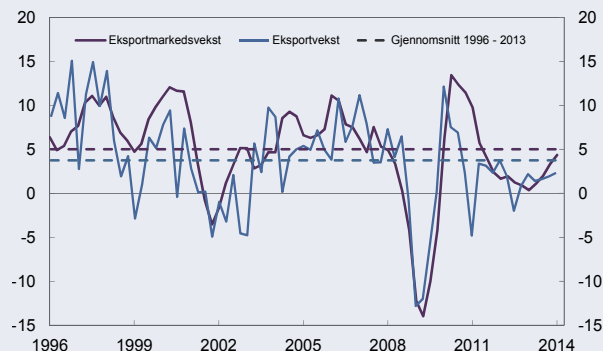
- 4 Korrelasjonen mellom årlig eksportmarkedsvekst og veksten i norsk fastlandseksport i perioden 1996-2013 er om lag 0,8
- 5 Ifølge tall utarbeidet av Rystad Energy og Menon for Olje- og energidepartementet

Figur 1: Eksportmarkedsvekst. 25 handelspartnere. Vektet gjennomsnitt. Prosent. 1980 - 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges bank

Figur 2: Eksportmarkedsvekst og vekst i norsk fastlandseksport. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1996 - 1. kv. 2014



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

veksten i disse investeringene avtatt markert. Over tid ser det ut til at denne næringen har opprettholdt sine markedsandeler internasjonalt.

BNP-veksten hos Norges handelspartnere ventes å øke fra 1¼ prosent i 2013 til 2¼ i 2014 og videre til rundt 2½ prosent de neste årene. Veksten ventes å gå sammen med sterkere vekst i etterspørselskomponenter med høyt importinnhold, som privat etterspørsel og foretaksinvesteringer. I tråd med dette anslår vi en eksportmarkedsvekst på 4¾ prosent i år, 5½ i 2015 og 6 prosent i både 2016 og 2017, se figur 1. I våre anslag legger vi til grunn at eksporten fra Fastlands-Norge utenom oljevirkomheten øker i takt med at etterspørselen fra eksportmarkedene tiltar, med et tap av markedsandeler på linje med gjennom-

snittet de siste 20 årene. Mange oljeselskaper har utsatt store prosjekter, og investeringer i offshore oljevirkomhet globalt ventes å vokse lite i år og neste år for deretter å ta seg opp.<sup>6</sup> Vi venter at eksporten fra leverandørindustrien tar seg opp i tråd med dette.

Samlet anslår vi en nokså moderat vekst i fastlands-eksporten i år og neste år. Mot slutten av prognoseperioden tar fastlandseksporten seg opp til om lag 4 prosent, hjulpet av høyere eksportmarkedsvekst og økt vekst i globale investeringer i offshore oljevirkomhet.

---

<sup>6</sup> Kilde: Rystad Energy

# VEDLEGG

---

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte overslag

---

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

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

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



## TABELL 1 MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer <sup>1</sup>	Eksport F-Norge <sup>2</sup>	Import
2008	0,1	1,5	1,8	2,7	-1,3	5,2	4,5	3,9
2009	-1,6	-1,6	0,0	4,3	-13,2	3,4	-8,4	-12,5
2010	0,5	1,7	3,8	1,3	-4,5	-9,5	7,5	9,0
2011	1,3	2,6	2,6	1,1	6,3	11,3	1,0	3,8
2012	2,9	3,4	3,0	1,8	4,5	14,6	1,1	2,3
2013	0,6	2,0	2,1	1,8	4,4	17,1	1,9	2,9
2013 <sup>3</sup> 2. kv	1,0	0,3	0,0	0,1	4,5	8,1	2,1	2,5
3. kv	0,7	0,5	0,0	0,3	-2,5	6,1	0,0	1,7
4. kv	-0,2	0,5	0,3	0,5	0,7	-2,9	-0,2	-1,3
2014 1. kv	0,3	0,5	0,8	0,9	-1,9	2,4	0,5	-2,6
Nivå 2013, mrd. kroner	3 011	2 314	1 234	658	441	208	478	848

1 Utvinning og rørtransport

2 Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

3 Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## TABELL 2 KONSUMPRISER

Årlig vekst/ tolvmånedersvekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1</sup>	KPIXE <sup>2</sup>	KPI-JA <sup>3</sup>	KPI-JE <sup>4</sup>	HKPI <sup>5</sup>
2007	0,7	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	2,1	1,6	1,4	2,1	1,6	2,0
2014 jan	2,3	2,4	2,2	2,3	2,4	2,1
feb	2,1	2,4	2,1	2,1	2,4	1,9
mar	2,0	2,6	2,4	2,0	2,6	1,8
apr	1,8	2,5	2,3	1,8	2,6	1,5
mai	1,8	2,3	2,2	1,8	2,3	1,6

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

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

3 KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

4 KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## TABELL 3 ANSLAG PÅ BNP-VEKST I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 1/14 i parentes	Andel av verdens BNP		Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markedskurser <sup>1</sup>	2013	2014	2015	2016	2017
USA	20	23	1,9	2¼ (-½)	3 (-¼)	3¼ (0)	3¼ (0)
Euroområdet	14	18	-0,4	1 (-¼)	1½ (0)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	3	4	1,7	3 (¼)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (0)
Sverige	½	¾	1,5	2½ (-¼)	3 (0)	2¾ (¼)	2½ (0)
Kina	15	10	7,7	7¼ (0)	6¾ (-¼)	6¾ (-¼)	6½ (-¼)
Fremvoksende økonomier <sup>2</sup>	16	12	3	2¾ (-½)	3½ (-½)	4¼ (-¼)	4¼ (-¼)
Norges handelspartnere <sup>3</sup>	74	78	1¼	2¼ (0)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (-¼)
Verden (PPP) <sup>4</sup>	100	100	3	3½ (-¼)	3¾ (-¼)	4 (0)	4 (0)
Verden (markedskurser) <sup>4</sup>	100	100	2½	3 (-¼)	3¼ (-¼)	3½ (0)	3½ (0)

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

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

3 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

## TABELL 4 ANSLAG PÅ KONSUMPRISER I UTLANDET

Endring i anslag fra PPR 1/14 i parentes	Prosentvis vekst fra foregående år				
	2013	2014	2015	2016	2017
USA	1,5	1¾ (¼)	2 (0)	2 (0)	2¼ (0)
Euroområdet	1,3	½ (-½)	1 (-¼)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2,6	1¾ (-¼)	2 (0)	2 (0)	2 (0)
Sverige	0	0 (-½)	1¾ (-½)	2½ (0)	2¼ (0)
Kina	2,6	2¾ (-¼)	3 (-½)	3 (-¼)	3 (0)
Fremvoksende økonomier <sup>1</sup>	6,5	6 (0)	5½ (0)	5¼ (0)	5¼ (0)
Norges handelspartnere <sup>2</sup>	1,7	1½ (-¼)	2 (-¼)	2¼ (0)	2¼ (0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>3</sup>	109	109	104	100	97

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

2 Importvekter, 25 viktige handelspartnere

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

**TABELL 5 ANSLAG PÅ MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER**

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		2013	Anslag			
	2013	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,1	2	2	2¼	2¼
KPI-JAE <sup>1</sup>		1,6	2¼	2	2¼	2¼
Årslønn <sup>2</sup>		3,9	3½	3½	4	4
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	3011	0,6	1½	1¾	2¼	2¾
BNP for Fastlands-Norge	2314	2,0	2	2¼	2¾	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		0,0	-½	-¾	-½	-¼
Sysselsetting, personer, KNR		1,2	1	¾	1	1¼
Arbeidsstyrke, AKU		1,0	1	1	1	1
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,5	3½	3¾	3¾	3½
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,6	2¾	3	3	2¾
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4</sup>	2333	2,5	1¾	3¼	3¼	2¾
- Privat konsum	1234	2,1	2¼	3½	3¼	2¾
- Offentlig konsum	658	1,8	2¼	2¼	-	-
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	441	4,4	-1	4	-	-
Petroleumsinvesteringer <sup>5</sup>	208	17,1	2½	-10	0	5
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>6</sup>	478	1,9	2	2½	3¾	4½
Import	848	2,9	¼	3¼	-	-
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>7</sup>		1,5	1½	1½	1¾	2
Importveid valutakurs (I-44) <sup>8</sup>		89,0	91½	90	89¼	89

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

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

5 Utvinning og rørtransport

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

7 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

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

NORGES BANK  
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 2|14 – juni

