



NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

3 | 11  
oktober

Norges Banks rapportserie nr. 4-2011



Pengepolitisk rapport  
3/2011



Norges Bank

Oslo 2011

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: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Gruppen AS

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

ISSN 1504-8489 (trykk)

ISSN 1504-8500 (online)

## Pengepolitisk rapport

Rapporten blir lagt fram tre ganger i året, i mars, juni og oktober/november. Rapporten vurderer utsiktene for renten og inneholder anslag for utviklingen i norsk økonomi og utdypinger av særskilte temaer.

I møtet 10. august 2011 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 5. oktober drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene og hovedlinjene i pengepolitikken. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 19. oktober en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 14. mars 2012. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering". I perioden fram til neste rapport er det rentemøte i hovedstyret 14. desember.

# Innhold

Hovedstyrets vurdering	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	9
Den økonomiske situasjonen	9
Utsiktene fremover	11
Vurdering av renteprognosen	16
Usikkerhet i anslagene	18
Rammer:	
- Kriterier for en god rentebane	15
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/11	20
2. Nærmere om anslagene	23
Internasjonal økonomi	23
Norsk økonomi det neste året	27
Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2011 til 2014	33
Utdyping	
Systemet for styring av bankenes reserver	36
Vedlegg	
Oversikt over utdypinger 2006 – 2011	39
Oversikt over publikasjoner i 2009 – 2011 på Norges Banks nettsider	40
Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk	42
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	45
Tabeller og detaljerte anslag	46

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 13. oktober 2011.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 19. oktober 2011.

## 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, herunder alternative strategier. Endelig vedtak om en pengepolitisk strategi fattes samme dag som 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 seks ganger i året. Analysene og den pengepolitiske strategien er, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om styringsrenten.

### Formidling av rentebeslutningen

Utfallet av rentemøtet blir offentliggjort i en pressemelding og pressekonferanse kl 14.00.

“Hovedstyrets vurdering” offentliggjøres i Pengepolitisk rapport. Den inneholder hovedpunktene i rapporten og en oppsummering av momenter som hovedstyret har lagt vekt på i sin drøfting av pengepolitikken. Vurderingen konkluderer med hovedstyrets strategi fram til neste rapport legges fram, og den aktuelle rentebeslutningen.

Pressemeldingen, Pengepolitisk rapport, hovedstyrets vurdering og begrunnelse for rentebeslutningen og pressekonferansen er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

### 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.

## Hovedstyrets vurdering

Da Pengepolitisk rapport 2/11 ble lagt fram i juni, vedtok hovedstyret at styringsrenten burde ligge i intervallet 2¼–3¼ prosent fram til i dag, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. Analysen i rapporten tilsa at styringsrenten kunne øke til 2¾–3 prosent fram mot årsskiftet.

I sin drøfting på møtet 10. august pekte Norges Banks hovedstyre på den forsterkede uroen i finansmarkedene den siste tiden og signaler om svakere vekst internasjonalt. Det ble fremhevet at høy statsgjeld og store underskudd i statsfinansene hos flere av våre handelspartnere gjør det vanskelig å gjennomføre tiltak som skaper vekst. Utviklingen i norsk økonomi hadde vært om lag som ventet, men inflasjonen var lav. Hovedstyret la vekt på at usikkerheten var stor og at svakere vekst ute påvirker utsiktene også her hjemme. Hovedstyret kom til at det var riktig å holde renten i ro og se an utviklingen fram til neste rentemøte. Styringsrenten ble holdt uendret på 2,25 prosent.

I sin drøfting på møtet 21. september la hovedstyret vekt på at usikkerheten om utviklingen i verdensøkonomien hadde tiltatt ytterligere. Risikoen for at gjeldskrisen i euroområdet ville forverres og få store og langvarige virkninger på den økonomiske utviklingen så ut til å ha økt. Det hadde vært store bevegelser i aksje-, obligasjons- og valutamarkedene, og motpartsrisikoen mot europeiske banker hadde gått opp. Det var tegn til at veksten avtok også i fremvoksende økonomier. Her hjemme hadde produksjonen og etterspørselen vært noe lavere enn anslått, selv om veksten holdt seg oppe. Det var høy aktivitet i boligmarkedet, og boligprisene hadde tiltatt. Samtidig var inflasjonen lavere enn ventet. Hovedstyret mente at utviklingen tilsa at renten holdes lav lenger enn anslått i juni, og hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret.

I sine møter 5. og 19. oktober drøftet hovedstyret hovedlinjene i pengepolitikken og intervallet for

styringsrenten for perioden fram til neste pengepolitiske rapport presenteres 14. mars 2012. Hovedstyret har festet seg ved følgende utviklingstrekk:

Industrilandene står trolig overfor en forsterket og langvarig lavkonjunktur. Arbeidsledigheten i USA og euroområdet er fortsatt høy. Stigende statsgjeld og store underskudd i statsfinansene begrenser den økonomiske handlefriheten.

Usikkerhet i forbindelse med statsgjeldskrisen og økt risiko for ny nedgang i verdensøkonomien preger finansmarkedene. Rentene på statsobligasjoner i land med svake statsfinanser har økt. Aksjemarkedene og rentene på langsiktige amerikanske og tyske statsobligasjoner har falt markert. Påslagene i pengemarkedet har steget, og bankenes finansiering er blitt dyrere. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover har falt markert. Det er utsikter til at styringsrentene ute vil kunne ligge lavt lenge.

Veksten i norsk økonomi holder seg fortsatt godt oppe, men bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter noe lavere vekst fremover. Det private forbruket utvikler seg svakere enn ventet. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ser ut til å holde seg på et litt lavere nivå enn anslått i forrige rapport, selv om sysselsettingen fortsatt øker mye. Prisstigningen er lav. Den underliggende inflasjonen vil trolig være mellom 1¼ og 1½ prosent fram mot neste sommer.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin drøfting at renten settes med sikte på at inflasjonen over tid skal være nær 2,5 prosent. Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten innebærer en betydelig nedjustering av rentebanen.

Hovedstyret legger vekt på at det er uvanlig stor usikkerhet om den videre utviklingen internasjonalt, spesielt i Europa. Usikkerheten preger finansmarkedene.

Uroen ute påvirker utsiktene også for norsk økonomi, særlig konkurranseutsatt virksomhet. Aktiviteten knyttet til oljevirkosomheten og boligmarkedet holder seg likevel godt oppe, og det er kraftig vekst i boliginvesteringene. De høye påslagene i penge- og kredittmarkedene vil trolig føre til en viss oppgang i utlånsrentene fra bankene. Høy etterspørsel og knapphet på boliger i de store byene kan likevel fortsatt gi press i boligmarkedet fremover. På den andre siden er inflasjonen lavere enn ventet. Både utsikter til noe svakere vekst og lavere inflasjon taler mot en videre oppgang i styringsrenten de neste månedene.

Lave renter ute påvirker renten her hjemme. Skulle renten i Norge stige vesentlig raskere enn i utlandet, øker risikoen for at kronen styrker seg slik at inflasjonen blir for lav. Den lave inflasjonen taler isolert sett for at styringsrenten settes ned. Men renten er allerede lav. Kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå. Lav rente over tid medfører risiko for at ubalanser bygger seg opp. Det taler for at renten på sikt settes opp mot et mer normalt nivå.

Hovedstyret mener at utsiktene og risikobildet nå tilsier at styringsrenten holdes på dagens nivå en god stund fremover. Skulle uroen ute forsterkes, påslagene i penge-markedet holde seg høye og utsiktene for vekst og inflasjon bli ytterligere svekket, kan renten bli satt ned. Hvis uroen i finansmarkedene avtar og det er utsikter til høyere vekst og inflasjon, kan renten gå opp.

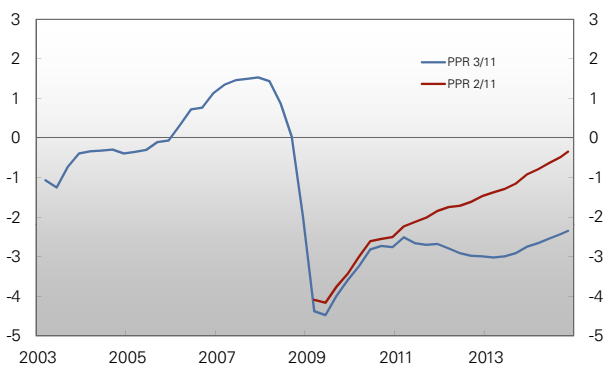
Hovedstyret vedtok på sitt møte 19. oktober at styringsrenten bør ligge i intervallet  $1\frac{3}{4}$ – $2\frac{3}{4}$  prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 14. mars 2012, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

I samme møte vedtok hovedstyret å holde styringsrenten uendret på 2,25 prosent.

Øystein Olsen  
19. oktober 2011

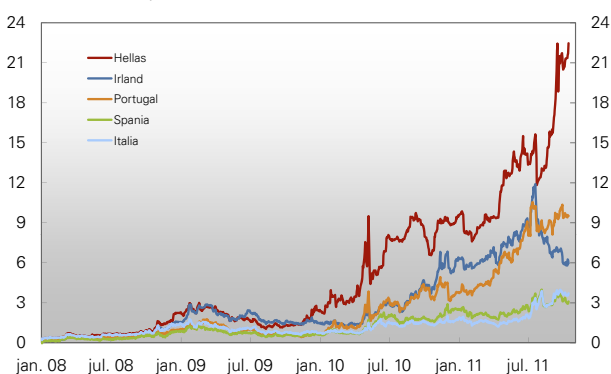


Figur 1.1 Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> for Norges handelspartnere. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2014



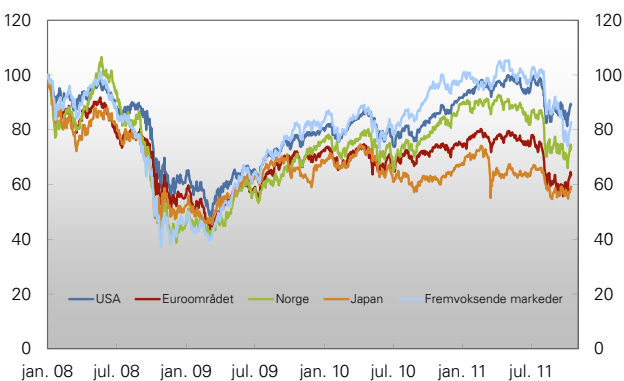
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP og anslått potensielt BNP hos Norges handelspartnere  
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 Renter på 10-års statsobligasjoner. Differanse mot Tyskland. Prosentenheter. 1. januar 2008 – 13. oktober 2011



Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.3 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks. 1. januar 2008 = 100. 1. januar 2008 – 13. oktober 2011



Kilde: Thomson Reuters

# 1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

## Den økonomiske situasjonen

Utsiktene for verdensøkonomien er vesentlig svekket gjennom sommeren og høsten. Veksten har vært lavere enn ventet i USA, euroområdet og Storbritannia. Tillitssindikatorer for både bedrifter og husholdninger har falt markert, særlig i euroområdet. Industrilandene står trolig overfor en forsterket og langvarig lavkonjunktur, se figur 1.1. Prisveksten holder seg oppe i mange land etter den sterke veksten i energi- og råvareprisene gjennom fjoråret, men inflasjonsforventningene ser ut til å avta noe både på kort og lang sikt. Også i de fremvoksende økonomiene avtar veksten noe, men etterspørselen etter råvarer holder seg godt oppe i disse landene. Oljeprisen har svingt i det siste og er nå noe lavere enn da forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram i juni.

Rentene på statsobligasjoner har økt kraftig for Hellas, og er også høye for flere europeiske land, se figur 1.2. Aksjemarkedene falt markert i sommer og har siden svingt mye, se figur 1.3. Rentene på langsiktige amerikanske og tyske statsobligasjoner har falt til uvanlig lave nivåer, se figur 1.4. Ettersom mange europeiske banker er eksponert mot de gjeldsutsatte landene, har motpartsrisikoen mot bankene økt og deres finansieringskostnader tiltatt. Forskjellen mellom rentene i pengemarkedet og styringsrentene, påslagene, har steget en god del, men på langt nær så mye som etter Lehman-konkursen i september 2008, se figur 1.5.

Uroen i finansmarkedene påvirker også norske banker. Forskjellen mellom rentene i det norske pengemarkedet og styringsrenten har økt betydelig, se figur 1.5. Finansieringen for norske banker er blitt dyrere. Økt pengemarkedsrente og kredittpåslag for obligasjoner med fortrinnsrett har ført til at bankenes marginale innlånskostnader for boliglån nå ligger svært nær gjennomsnittlig utlånsrente på godt sikrete boliglån, se figur 1.6. Bankene har økt sine utlånsrenter til næringslivet, og renten på boliglån er trolig på vei opp.

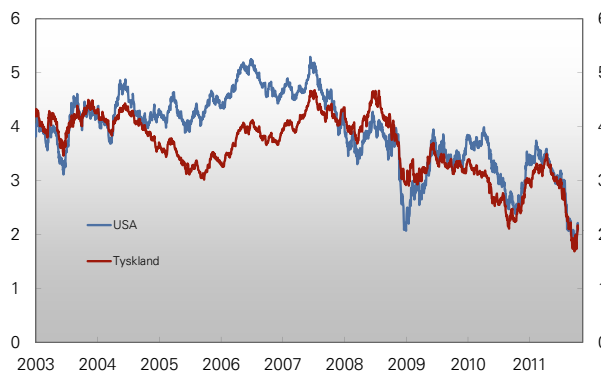
Styringsrentene hos våre handelspartnere er svært lave. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover har falt markert, se figur 1.7. I USA har den amerikanske sentralbanken uttalt at styringsrenten kan bli holdt på dagens nivå fram til midten av 2013, og kanskje lenger dersom veksten ikke tar seg opp. I Storbritannia ventes heller ingen renteøkning de neste par årene. I euroområdet ventes den kortsiktige pengemarkedsrenten (EONIA) å falle. Det gjenspeiler forventninger om fortsatt høy likviditet i banksystemet og at Den europeiske sentralbanken kan redusere renten bankene får på sine innskudd.

Kronen har gjennomgående holdt seg rundt nivåene som ble anslått i forrige pengepolitiske rapport, men det har tidvis vært store bevegelser i kursen.<sup>1</sup> Kronen styrket seg markert etter at sentralbanken i Sveits den 6. september offentliggjorde en minimumskurs mellom euro og sveitsiske franc, men svekket seg igjen kort tid etterpå.

Her hjemme har utviklingen i produksjonen og etterspørselen vært noe lavere enn anslått selv om veksten fortsatt er ganske høy. BNP for Fastlands-Norge økte med 2,4 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år. Ifølge arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) har det vært god vekst i både sysselsettingen og arbeidsstyrken. Boliginvesteringene øker mye. Husholdningenes gjeldsvekst har økt litt det siste året, og boligprisene har steget kraftig. Privat forbruk har derimot utviklet seg svakere enn anslått i juni, og husholdningenes forventninger til utviklingen fremover er svekket. Veksten i industriproduksjonen har avtatt, og bedriftenes tillitsindikatorer er noe dempet. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i september at veksten har holdt seg oppe de siste månedene, men de ventet noe lavere vekst fremover. Vi venter at BNP for Fastlands-Norge vil vokse med om lag ¾ prosent i kvartalet den nærmeste tiden, som er litt lavere enn anslått i forrige rapport. Den registrerte arbeidsledigheten har vært stabil og har ikke falt videre slik vi ventet i forrige rapport. Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi er trolig nær et normalt nivå, men stiger noe saktere enn vi anslo i juni.

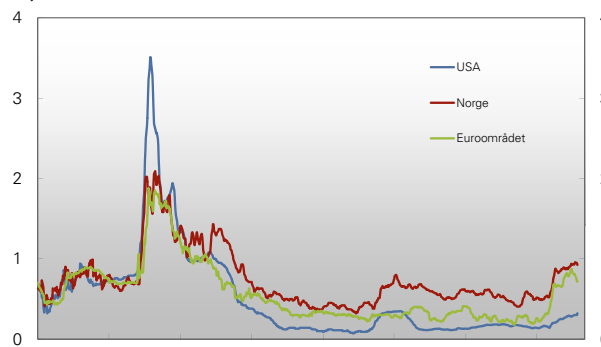
1 For en drøfting av kronekursen og likviditeten i markedet for norske kroner, se *Aktuell kommentar 3/2011* på Norges Banks nettsider.

Figur 1.4 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2003 – 13. oktober 2011



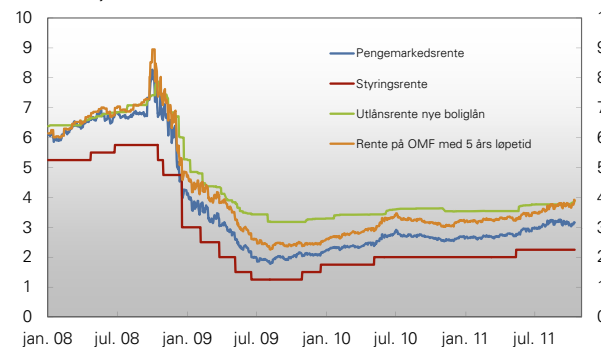
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.5 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente<sup>1</sup>. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2008 – 13. oktober 2011



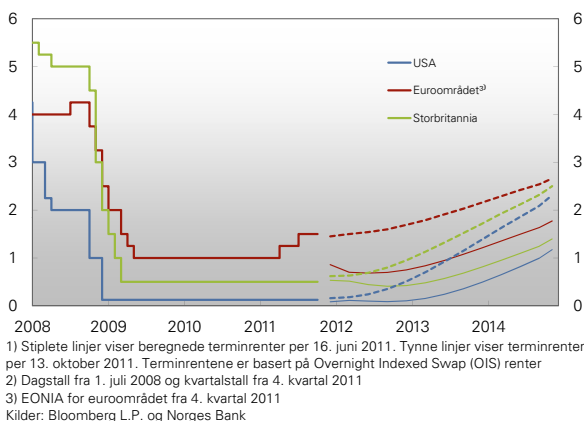
1) Forventet styringsrente er avledet fra Overnight Indexed Swap (OIS) renter. For Norge er Norges Banks anslag på markedets forventede styringsrente brukt  
Kilder: Bloomberg L.P., Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.6 Styringsrente, pengemarkedsrente<sup>1</sup>, rente på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)<sup>2</sup> og vektet utlånsrente fra bankene på nye boliglån<sup>3</sup>. Prosent. 1. januar 2008 – 13. oktober 2011

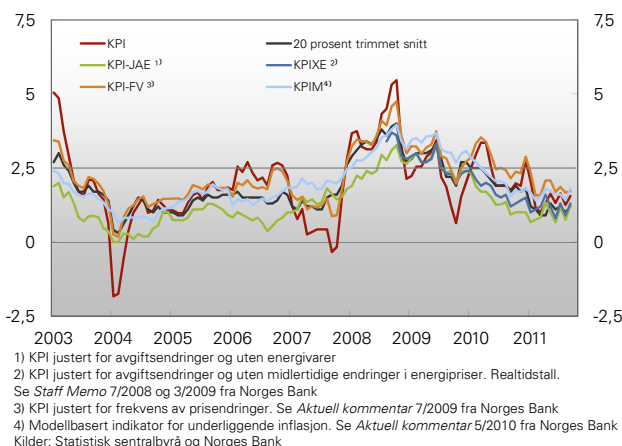


1) Tremåneders NIBOR (effektiv)  
2) Sum av 3 mnd NIBOR og indikative kredittpåslag for OMF med 5-års løpetid  
3) Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60 prosent av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler  
Kilder: Norsk familieøkonomi AS, DnB Nor Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

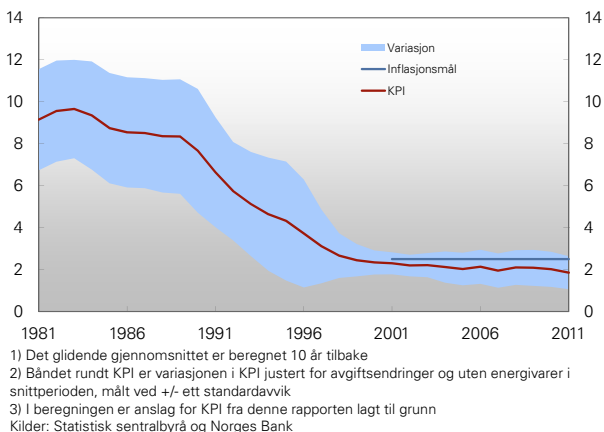
Figur 1.7 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 16. juni 2011 og 13. oktober 2011.<sup>1)</sup> Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2014<sup>2)</sup>



Figur 1.8 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2003 – september 2011



Figur 1.9 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI<sup>3)</sup>. Prosent. 1981 – 2011



Inflasjonen er lav, se figur 1.8. Tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene (KPIXE) var 1,3 prosent i september, 0,2 prosentenheter lavere enn vi anslo i forrige rapport. Prisene på elektrisitet og andre norskproduserte varer og tjenester har økt mindre enn vi så for oss, mens prisene på importerte konsumvarer har steget mer enn ventet. Underliggende inflasjon anslås nå å være mellom 1¼ og 1½ prosent. Ifølge Perducos forventningsundersøkelse for tredje kvartal har partene i arbeidslivet, næringslivslederne og husholdningene nedjustert sine forventninger til prisstigningen om 12 måneder. De neste kvartalene ventes den underliggende inflasjonen å holde seg noe lavere enn vi anslo i forrige rapport.

## Utsiktene fremover

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 1.9. Langsiktige inflasjonsforventninger holder seg nær inflasjonsmålet, se figur 1.10 og 1.11.

I kjølvannet av den internasjonale finanskrisen ble styringsrenten i Norge kraftig redusert høsten 2008 og i første halvår 2009 for å dempe utslagene på norsk økonomi og motvirke at inflasjonen skulle bli for lav. Siden oktober 2009 er styringsrenten hevet med 1 prosentenheter til 2,25 prosent. Renten ble sist satt opp med 0,25 prosentenheter i mai i år. I Pengepolitisk rapport 2/11 ble kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi anslått å være på et normalt nivå, og det var utsikter til at den ville stige noe fremover. Inflasjonen var ventet å holde seg lav en stund og deretter gradvis øke opp mot 2,5 prosent. Analysen i rapporten tilsa at styringsrenten kunne øke til 2¾–3 prosent fram mot årsskiftet og deretter gradvis opp mot 5 prosent i 2014.

Gjennom sommeren og tidlig i høst ble det klart at forutsetningen bak analysen var vesentlig endret. Veksten hos enkelte av våre handelspartnere er klart svakere enn tidligere lagt til grunn, og risikoen for ny nedgang har økt betydelig. Vi venter nå en vekst neste år på ½ prosent i

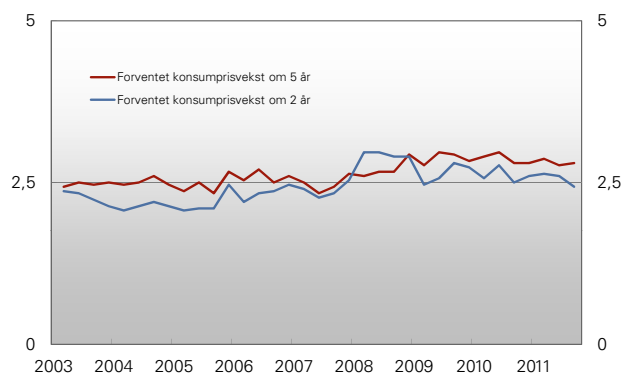
euroområdet og 1¼ prosent i USA, som er klart svakere enn anslagene i forrige rapport. Veksten anslås deretter å ta seg noe opp, men vil trolig forbli nokså moderat. Analysen i denne rapporten bygger på at uroen i finansmarkedene ikke forsterkes ytterligere, men gradvis avtar. Vi legger til grunn at gjeldskrisen i Hellas blir håndtert på en måte som ikke fører til vesentlige nye ringvirkninger for andre land.

Aktiviteten i norsk økonomi holdes oppe av høy oljepris, sterk vekst i oljeinvesteringene og lav rente. Likevel er det sannsynlig at vi vil påvirkes av den svake utviklingen i Europa og USA. Norske bedrifter møter lavere etterspørsel i eksportmarkedene. Stor usikkerhet kan gjøre husholdninger og bedrifter mer forsiktige når de tar beslutninger om forbruk og investeringer. Investeringskostnadene kan også øke som følge av høyere finansieringskostnader i bankene. Inflasjonen har avtatt gradvis siden finanskrisen, og det er en risiko for at inflasjonsforventningene får feste på et for lavt nivå. Urolige tider ute kan dempe den økonomiske veksten og inflasjonen her hjemme. Behovet for en pengepolitisk tilstramming den nærmeste tiden synes derfor lite.

Den forventede oppgangen i rentene ute er skjøvet ut i tid, se figur 1.12. Ved utgangen av 2014 anslås styringsrentene å være rundt 1¼ prosent hos våre viktigste handelspartnere. Vi har ikke sterke holdepunkter for å bygge på en vesentlig raskere normalisering av rentene ute enn det som ligger i markedsrentene. Den amerikanske sentralbanken har selv signalisert at renten kommer til å ligge lavt lenge.

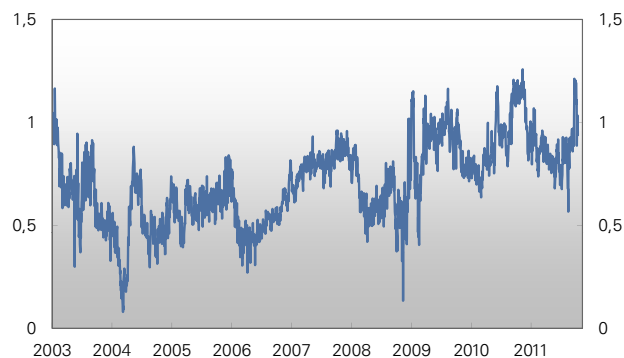
Lave renter ute påvirker også renten her hjemme. Skulle renten hjemme stige vesentlig raskere enn ute, øker risikoen for at kronkursen styrker seg slik at inflasjonen blir for lav. Å gardere mot for lav inflasjon taler isolert sett for at styringsrenten settes ned. Men renten er allerede lav. Kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå. Husholdningenes gjeld øker mer enn inntektene, se figur 1.13. Lav rente over tid kan føre til at ubalanser bygger seg opp. På sikt skal derfor renten gradvis opp mot et mer normalt nivå.

Figur 1.10 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2011



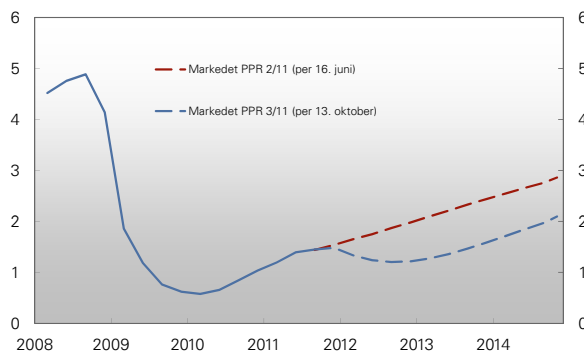
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien  
Kilder: TNS Gallup og Perduco

Figur 1.11 Differansen mellom femårs terminrenter<sup>1)</sup> om fem år i Norge og euroområdet.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. januar 2003 – 13. oktober 2011



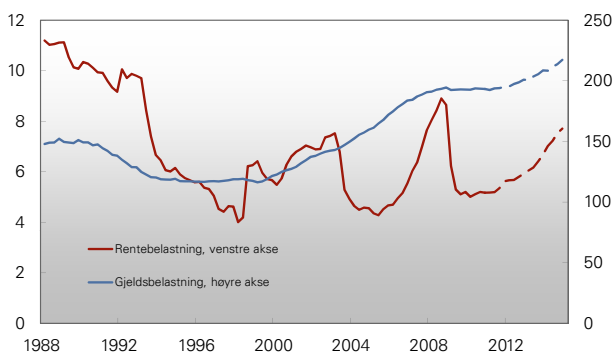
1) Basert på swaprenter  
2) Inflasjonsforventningene kan avledes ut i fra den langsiktige rentedifferansen. Høyere inflasjonsmål i Norge gjør at den langsiktige rentedifferansen normalt vil ligge i området 0,5 – 1 prosentenheter, avhengig av risikopremie  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.12 Tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



1) Markedsrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

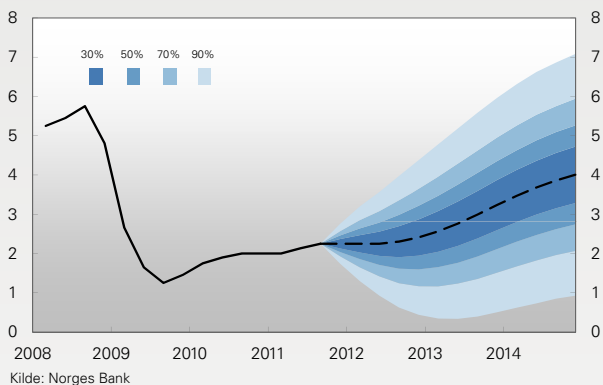
Figur 1.13 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> og rentebelastning<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2014



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/hedsettelse av egenkapital 2006 – 2014  
 2) Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/hedsettelse av egenkapital 2006 – 2014 pluss renteutgifter  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

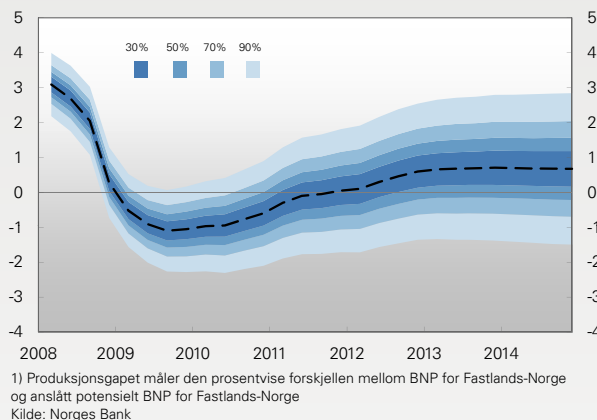
En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet tilsier at styringsrenten bør holdes på dagens nivå den nærmeste tiden og at normaliseringen av rentenivået skyves ut i tid, se figur 1.14 a-d og figur 1.15. Vi anslår nå at styringsrenten begynner å øke igjen om ett års tid og stiger gradvis til rundt 4 prosent mot slutten av 2014, som er klart lavere enn anslått i forrige rapport, men samtidig en god del høyere enn de forventede rentene ute, se egen ramme på side 20.

Figur 1.14a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



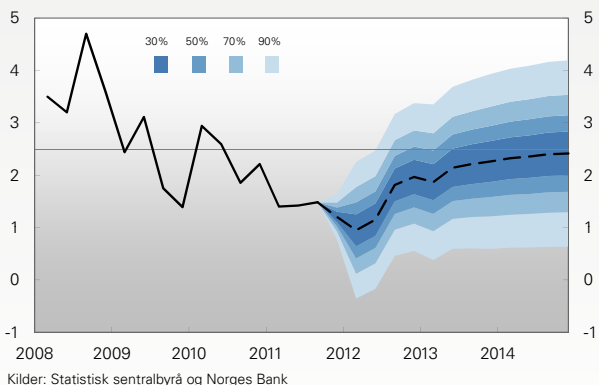
Kilde: Norges Bank

Figur 1.14b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



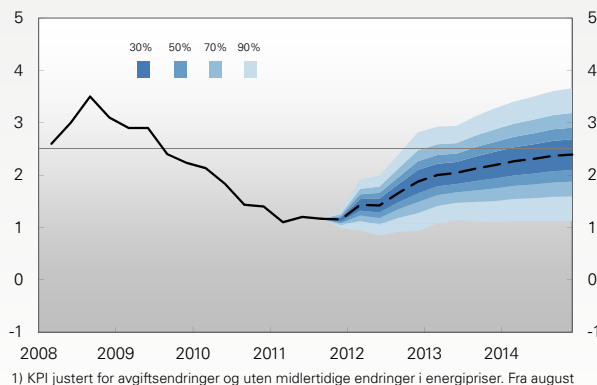
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
 Kilde: Norges Bank

Figur 1.14c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14d Anslag på KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014

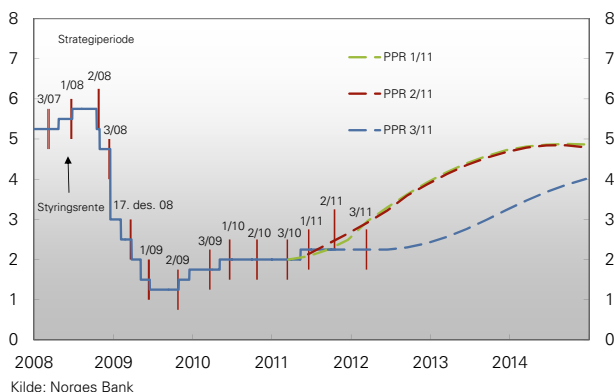


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank  
 Kilde: Norges Bank

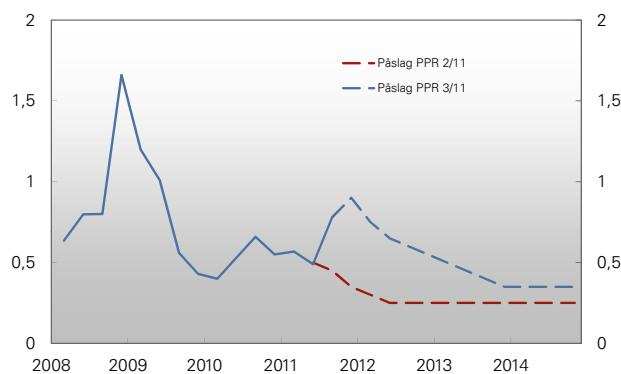
Vi legger til grunn at forskjellen mellom forventet styringsrente og pengemarkedsrenten gradvis avtar fra dagens nivå på nærmere 1 prosentenheter til om lag 0,35 prosentenheter i løpet av 2013, se figur 1.16. Penge-markedsrentene anslås derfor å avta noe det neste året og deretter stige litt mindre enn styringsrenten. Rente-differansen mot utlandet ventes å øke noe, og kronen ventes å holde seg nokså stabil rundt dagens nivå, se figur 1.17.

Med dette forløpet for renten anslår vi at inflasjonen vil tilta gjennom 2012 og deretter øke gradvis gjennom 2013 og 2014, se figur 1.18. Vi anslår at inflasjonen kommer opp mot inflasjonsmålet mot slutten av prognoseperioden. I avveiingen som ligger til grunn for renteprognosen, ses utsiktene for inflasjonen i sammenheng med utsiktene for realøkonomien, se figur 1.18. Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 3¾ prosent i 2012, 3¼ prosent i 2013, og ned mot 3 prosent i 2014. Det ventes høy vekst i boliginvesteringene og i husholdningenes forbruk. Spareraten vil trolig avta noe fremover. Norske eksport-bedrifter vil merke svak etterspørsel fra flere av våre handelspartnere. Kostnadsnivået i Norge i forhold til utlandet har økt mye de siste årene, se figur 1.19. Det kan også virke dempende på eksporten. Sterk vekst i olje-investeringene vil på den andre siden bidra til å holde aktiviteten i industrien oppe. Kapasitetsutnyttningen anslås etter hvert å stige noe.

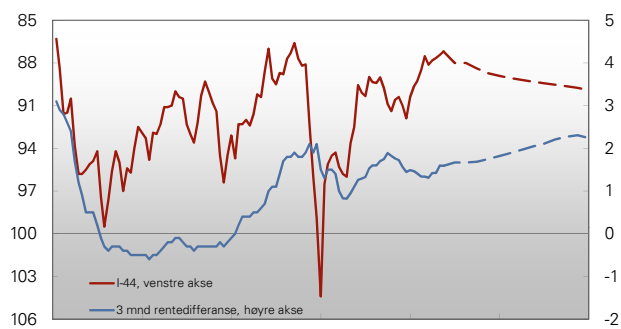
Figur 1.15 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2014



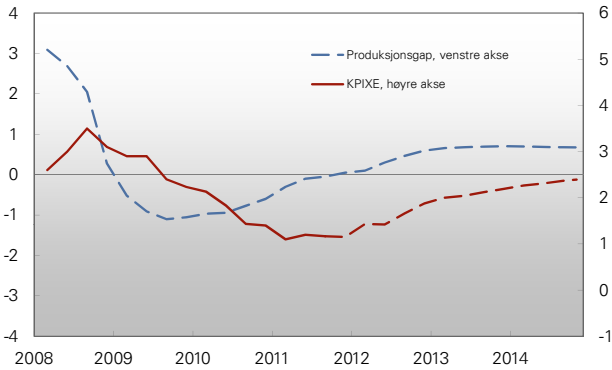
Figur 1.16 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.<sup>1)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Figur 1.17 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere og importveid valutakurs (I-44)<sup>2)</sup>. Januar 2003 – desember 2014<sup>3)</sup>

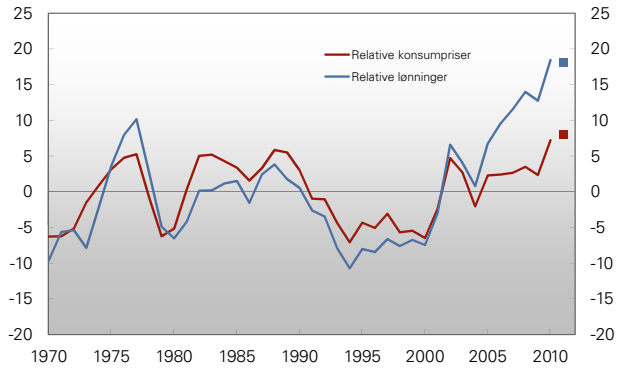


Figur 1.18 Anslag på inflasjonen<sup>1)</sup> og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



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

Figur 1.19 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970 – 2010. Årstall. Prosent. 1970 – 2011<sup>1)</sup>



1) Punktene viser gjennomsnitt for utviklingen hittil i 2011. Stigende kurve indikerer svakere konkurranseevne  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

## Kriterier for en god rentebane

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Følgende hovedkriterier bør være oppfylt for prognosen for den fremtidige renteutviklingen:

1) Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres på målet eller bringes tilbake på målet etter at det har oppstått avvik. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

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

I avveilingen tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronkursen også kan påvirke stabiliteten i produksjon, sysselsetting og

inflasjon. Under forutsetning av at kriteriene over er oppfylt, er følgende tilleggskriterier til nytte:

3) Renten bør normalt endres gradvis og konsistent med bankens tidligere reaksjonsmønstre.

4) Som en kryssjekk for rentesettingen bør eventuelle store og systematiske avvik fra enkle pengepolitiske regler begrunnes.

Uttrykt matematisk kan oppfyllelsen av kriteriene over representeres ved en såkalt "tapsfunksjon"<sup>1)</sup>:

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

Den renteprognosen som best oppfylder kriteriene over, kan tolkes som det forløpet for renten som minimerer summen av nåværende og fremtidige tap. Som regel kan ikke alle kriteriene oppfylles samtidig på kort sikt. De ulike hensynene må da veies mot hverandre.

Parametrene  $\lambda$ ,  $\delta$  og  $\kappa$  uttrykker vektene de ulike hensynene tillegges i forhold til kostnaden ved å avvike fra inflasjonsmålet.<sup>2)</sup>

Tapsfunksjonen over må betraktes som en forenklet representasjon av de mer omfattende avveiningene som ligger bak rentebeslutningene. Blant annet kan det oppstå situasjoner der det vil bli lagt vekt på andre hensyn enn det som kommer til uttrykk i den enkle tapsfunksjonen. For eksempel kan det i visse situasjoner være nødvendig å reagere sterkere med renten enn vanlig for å forebygge særlig ugunstige utfall.

1) Se nærmere omtale i egen ramme i Pengepolitisk rapport 2/10.

2) I beregningene her er modellen løst med en tapsfunksjon der  $\lambda=0,5$ ,  $\delta=0,25$  og  $\kappa=0,25$ . Disse parametrene vil avhenge av modellen og av hvordan modellen løses, se nærmere beskrivelse i Alstadheim m.fl. (2010). Hensynet til konsistent reaksjonsmønster over tid taler for å tallfeste parametrene i tapsfunksjonen i samsvar med bankens tidligere handlingsmønstre.

## Vurdering av renteprognosen

Referansebanen i denne rapporten gir uttrykk for vårt samlede skjønn og vår vurdering basert på kriteriene for en god rentebane, se omtale i egen ramme på side 15. Ifølge kriteriene skal styringsrenten settes slik at inflasjonen bringes til målet uten at det oppstår for store svingninger i produksjonen og sysselsettingen. Samtidig bør renten ikke endres i for store steg, og ikke avvike for mye fra enkle og robuste pengepolitiske regler. Renten kan ikke fullt ut oppfylle alle kriteriene samtidig, og forløpet for renten velges slik at ulike hensyn veies mot hverandre.

Figurene 1.20 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.<sup>2</sup>

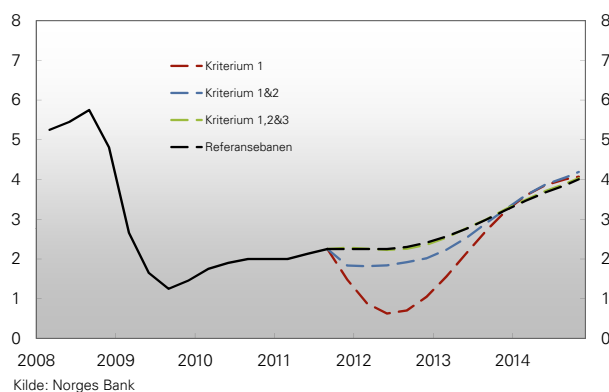
Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til å få inflasjonen raskt tilbake til målet, ville styringsrenten bli satt raskt ned. Da ville inflasjonen komme opp i løpet av kort tid, men det ville samtidig ført til større utslag i produksjon og sysselsetting. Renten ville deretter måtte økes ganske kraftig for å unngå for høy inflasjon lenger fram i tid, se kriterium 1 i figur 1.20 a-c.

Når vi også tar hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting (kriterium 1 og 2 i figur 1.20 a-c), vil styringsrenten få et jevnere forløp. Da tar det noe lenger tid før inflasjonen er tilbake mot målet, men utviklingen i produksjon og sysselsetting er mer stabil.

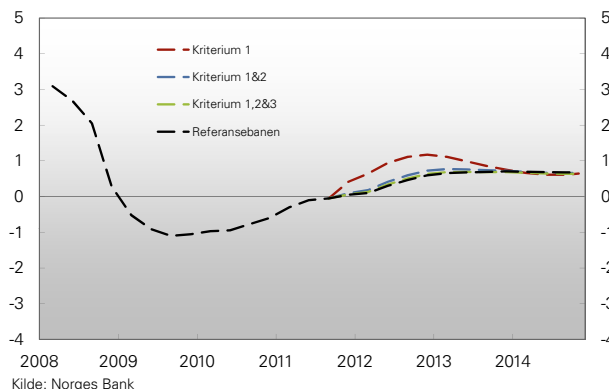
Normalt tar vi hensyn til at renten bør endres gradvis (kriterium 1, 2 og 3), slik at vi unngår brå skift i økonomien og løpende kan vurdere virkningene av rentendringen. Som det fremgår av figurene 1.20 a-c bidrar dette kriteriet til et noe høyere rentenivå i begynnelsen av prognoseperioden.<sup>3</sup>

Enkle pengepolitiske regler kan være robuste overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker, og de er nyttige kryssjekker i analysen. Pengepolitikken kan bli

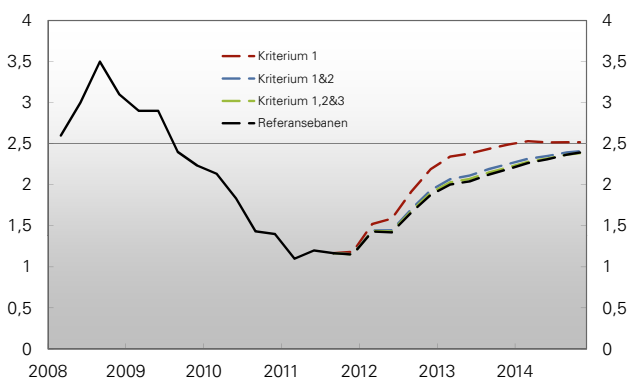
Figur 1.20a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Figur 1.20b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Figur 1.20c KPIXE<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



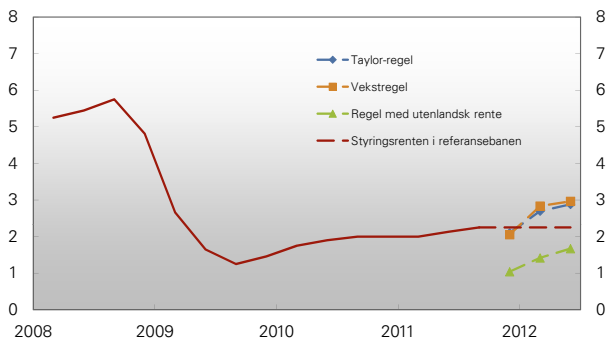
2 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO.

3 Tilleggsvurderingen som er omtalt på side 20-21, er i fremstillingen her tatt inn i kriterium 3.

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

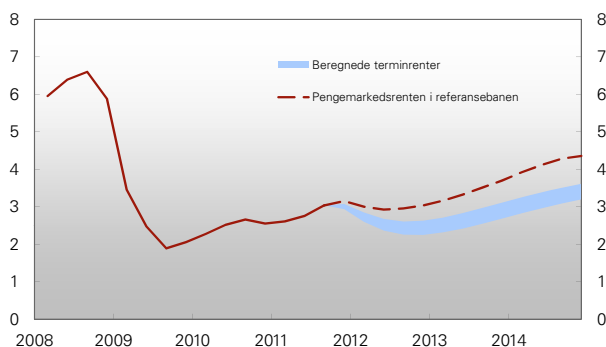


Figur 1.21 Styringsrente og beregnede enkle renteregler.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2012



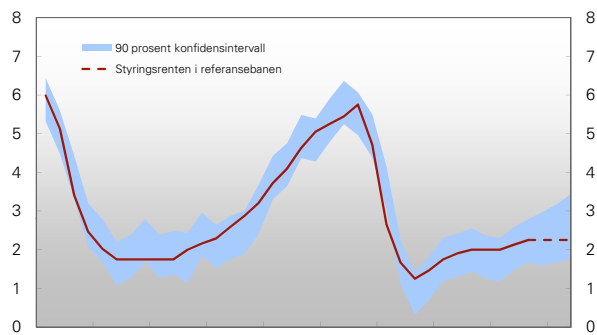
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 30. september – 13. oktober 2011  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.23 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2012



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og 3-måneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 - 2. kv. 2011. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo 3/2008*  
Kilde: Norges Bank

mindre sårbar mot svakheter i analyseapparatet om det også legges noe vekt på slike enkle regler. I analysen legger vi en viss vekt på Taylor-regelen. Denne regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. Taylor-regelen anslår en noe lavere styringsrente nå og en høyere rente i første halvår 2012 enn anslått i referansebanen, se blå linje i figur 1.21. Vekstregelen, der produksjonsgapet er erstattet med et vekstgap, gir en tilsvarende prognose, se oransje linje i figuren. En enkel pengepolitisk regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet, anslår en noe lavere rente, se grønn linje i figur 1.21.<sup>4</sup> Vektlegging av Taylor-renten bidrar ikke til vesentlige endringer av renteprognosen sammenliknet med prognosen basert på de tre første kriteriene, se sort linje i figur 1.20a.

Terminrentene i pengemarkedet er en annen kryssjekk for renteprognosen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter nedgang i styringsrenten på  $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$  prosentenheter innen andre kvartal 2012, se figur 1.22. Også lenger fram ligger terminrentene lavere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten.

Hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renteprognosen. Figur 1.23 viser en estimert modell som på en enkel måte søker å forklare den historiske utviklingen i styringsrenten med utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå arealet. I fremskrivningen er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Figuren viser at renteprognosen i referansebanen samsvarer godt med anslaget fra den estimerte renteregelen, se figur 1.23.

4 Regelen med utenlandske renter tar utgangspunkt i inflasjonen og produksjonsgapet, men den tar også hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået hos våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene.

## Usikkerhet i anslagene

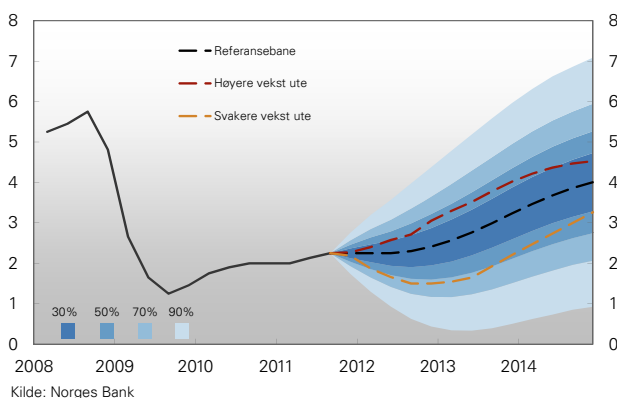
Anslagene for renten, inflasjonen, produksjonen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og vår oppfatning av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Blir utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Pengepolitikken kan derimot bli utformet annerledes om de økonomiske utsiktene endres, eller dersom endringer i rentenivået påvirker inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen på en annen måte enn vi har lagt til grunn.

Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.24 a-c. Bredden på viftene er basert på observasjoner av utslag i de ulike størrelsene som har funnet sted tidligere, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.

I referansebanen legger vi til grunn at gjeldskrisen i Hellas blir håndtert på en måte som ikke fører til vesentlige nye ringvirkninger for andre land. Vi kan likevel ikke utelukke at uroen i finansmarkedene øker og sprer seg videre slik at veksten i verdensøkonomien avtar ytterligere.

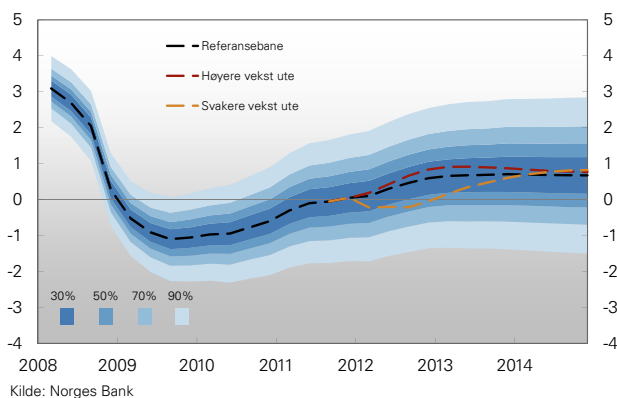
I figurene 1.24. a-c (oransje linjer) illustreres en utvikling der uroen i finansmarkedene fortsetter, påslagene i pengemarkedet holder seg høye og lavkonjunkturen ute blir dypere og mer langvarig enn anslått. Vi har i dette alternativet lagt til grunn at påslaget holder seg på dagens nivå fram til neste sommer og deretter avtar gradvis. Renteoppgangen hos våre handelspartnere skyves ytterligere ut i tid. Utslagene på norsk økonomi anslås å komme nokså raskt. Fortsatt uro og høye finansieringskostnader vil trolig føre til at både bedrifter og husholdninger blir mer tilbakeholdne. Lavere etterspørsel fra utlandet og fallende eksportpriser vil dempe aktiviteten i norske eksportnæringer og få ringvirkninger for andre deler av næringslivet. Lønnsveksten vil trolig bli lavere enn i referansebanen. I et slikt alternativ vil det være riktig å sette renten ned for å unngå for lav vekst og inflasjon. Det vil trolig bidra til at veksten og inflasjonen tar seg opp igjen, blant annet gjennom en noe svakere kronkurs.

Figur 1.24a Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



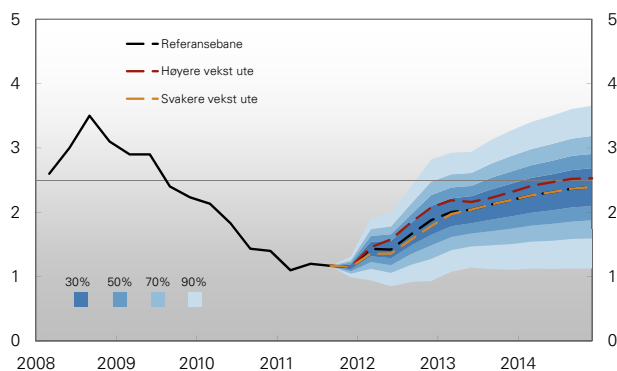
Kilde: Norges Bank

Figur 1.24b Produksjonsgapet i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

Figur 1.24c KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



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

Kilde: Norges Bank

Det er også en risiko for at gjeldsproblemene i eurosone forverres, uroen tiltar og vi får en ny, alvorlig krise i finansmarkedene. Da kan norsk økonomi bli utsatt for nye store forstyrrelser og styringsrenten bli satt ned mer enn skissert over.

På den andre siden kan det utover høsten og vinteren komme nye tiltak og løsninger for gjeldssituasjonen i euroområdet som vil roe markedene og redusere usikkerheten. Det kan føre til at vekstutsiktene i Europa bedres, renteforventningene ute skifter opp igjen og påslagene i pengemarkedet avtar raskere enn vi legger til grunn i referansebanen. Husholdningene og bedriftene i norsk økonomi vil trolig øke forbruket og investeringene slik at veksten og kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi igjen får et oppsving. Ledigheten kan falle og lønnsveksten kan bli høyere enn i referansebanen slik at inflasjonen tiltar raskere.

I figurene 1.24 a-c (røde linjer) har vi illustrert en utvikling der vekstutsiktene ute bedres og finansmarkedene roer seg tidligere enn lagt til grunn i referansebanen. Det vil gi høyere aktivitet her hjemme og føre til at pris- og kostnadsveksten stiger raskere enn i referansebanen. Da vil renten øke tidligere enn vi nå ser for oss. Oppgangen i renten vil bidra til å stabilisere produksjonen og til at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent.

## Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/11

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er betydelig nedjustert fra Pengepolitisk rapport 2/11, se figur 1. Renten anslås nå å bli liggende på dagens nivå i ett års tid og deretter gradvis øke mot et mer normalt nivå. Anslagene er basert på en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Renten settes slik at inflasjonen over tid ligger nær 2,5 prosent.

Figur 2 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger beregningsteknisk 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. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den sorte linjen.

Styringsrentene hos våre handelspartnere er nå svært lave, og markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover har falt markert siden juni. Det er utsikter til at lavkonjunkturen ute blir langvarig, og rentene vil kunne ligge lavt lenge. Lavere renter ute innebærer at også renten her hjemme kan bli holdt nede lenger for å unngå en sterkere krone og for lav inflasjon, se mørkeblå søyler. Utslagene fra lave renter ute til styringsrenten her hjemme

er i denne rapporten større enn vi har bygd på i tidligere rapporter. Det har sammenheng med at rentene ute ventes å være lave lenger enn tidligere.

Påslagene i pengemarkedet har steget og er markert høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/11. Det trekker isolert sett styringsrenten ned fordi høyere påslag, alt annet likt, betyr en høyere pengemarkedsrente, se oransje søyler. Vi legger til grunn at påslagene gradvis vender tilbake til et mer normalt nivå.

Her hjemme har utviklingen i produksjonen og etterspørselen vært noe lavere enn anslått. Anslaget for kapasitetsutnyttingen nå er noe nedjustert sammenliknet med rapporten i juni. Det trekker i retning av lavere styringsrente, se grønne søyler.

Den svake utviklingen i Europa og USA og uroen i finansmarkedene vil påvirke norsk økonomi fremover. Stor usikkerhet kan gjøre husholdninger og bedrifter mer forsiktige når de tar beslutninger om bruk av penger. Investeringskostnadene kan også øke som følge av høyere finansieringskostnader i bankene. Norske bedrifter kan møte lavere etterspørsel i eksportmarkedene. Svakere vekstutsikter ute trekker i retning av en lavere styringsrente, se lilla søyler.

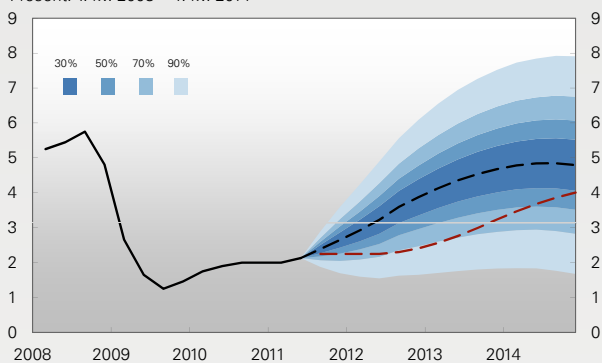
Inflasjonen har vært lavere enn ventet. Tolvmånedersveksten i KPIXE var 1,3 prosent i september, 0,2 prosentenheter lavere enn vi anslo i forrige rapport. Lavere prisvekst trekker i retning av lavere styringsrente, se røde søyler.

Samlet trekker utviklingen den siste tiden og nye vurderinger isolert sett i retning av en litt lavere styringsrente de nærmeste kvartalene. Deretter anslås renten å øke gradvis opp mot et mer normalt nivå. En slik liten og kortvarig nedgang i renten vurderes som lite hensiktsmessig. De lyseblå søylene viser denne tilleggs-vurderingen.

Endringene i anslagene for andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1. Endringene i anslagene gjenspeiler endringen i renteprognosen slik den fremkommer i figur 2.

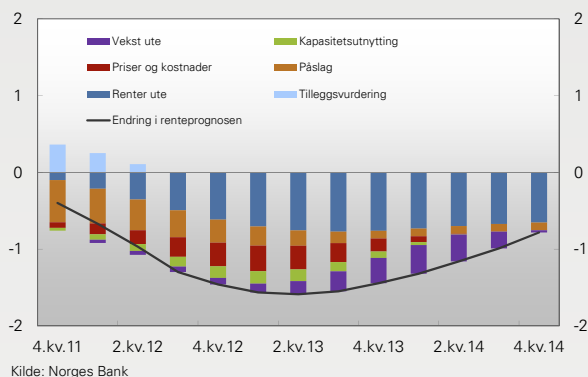
<sup>1</sup> Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO.

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/11 med usikkerhetsvitte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/11 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/11. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2011 – 4. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/11. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/11 i parentes.

	2011	2012	2013	2014
KPI	1½ (-¼)	1½ (-¼)	2 (-½)	2¼ (-¼)
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1 (0)	1¾ (-¼)	2¼ (-¼)	2¼ (-¼)
KPIXE <sup>2)</sup>	1¼ (0)	1½ (-½)	2 (-¼)	2¼ (-¼)
Årslønn <sup>3)</sup>	4¼ (0)	4¼ (-½)	4½ (-¼)	4¾ (¼)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4)</sup>	3½ (-¼)	4 (-½)	3¾ (¾)	2¾ (0)
BNP Fastlands-Norge <sup>5)</sup>	2¾ (-¼)	3¾ (0)	3¼ (0)	3 (¼)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>6)</sup>	0 (0)	¼ (-½)	¾ (¼)	¾ (½)
Sysselsetting, personer (KNR)	1 (-¼)	1¼ (-¼)	1¼ (0)	1¼ (¼)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2¾ (¼)	2½ (¼)	2½ (¼)	2½ (0)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>7)</sup>	2¼ (0)	2¼ (-1¼)	3 (-1½)	3¾ (-1)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>8)</sup>	88 (0)	88½ (½)	89¼ (¾)	89¾ (1)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>9)</sup>	1½ (¼)	1¼ (-¾)	1½ (-1)	2 (-¾)
Påslag i det norske pengemarkedet	¾ (¼)	¾ (½)	½ (¼)	¼ (0)

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

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

3) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

5) Høy kraftproduksjon i siste halvdel av 2011 gir et bidrag til veksten i BNP for Fastlands-Norge neste år på ¼ prosentenheter

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

7) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

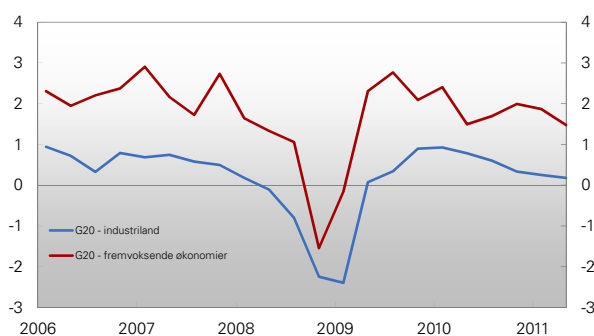
8) Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

9) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

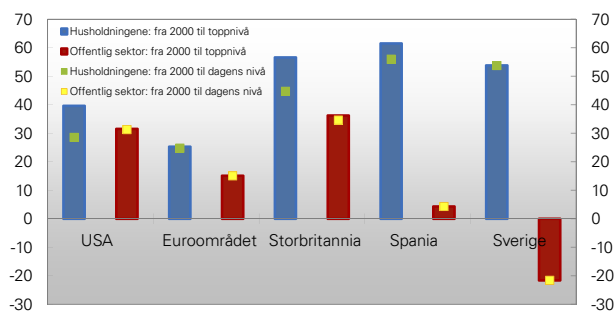


Figur 2.1 BNP-vekst i G20-industriland og G20-fremvoksende økonomier.<sup>1)</sup> Kvartalsvekst. 1. kv. 2006 – 2. kv. 2011



1) Vektet med BNP-vekter (PPP)  
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Endring i gjeld for husholdninger<sup>1)</sup> og offentlig sektor<sup>2)</sup>. Prosentpoeng. Målt fra 1. kv. 2000 til toppnivå og fra 1. kv. 2000 til dagens nivå



1) Bruttogjeld i prosent av disponibel inntekt  
2) Bruttogjeld i prosent av BNP  
Kilder: Thomson Reuters, ESB og Norges Bank

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 2/11 parentes

	Andel av verdens BNP <sup>1)</sup> (prosent)	2011	2012	2013 – 2014 <sup>2)</sup>
USA	20	1½ (-1)	1¾ (-1¼)	2¾ (-½)
Euroområdet	15	1½ (-½)	½ (-1¼)	1¾ (-¼)
Storbritannia	3	1 (-½)	1¼ (-¾)	2¼ (-¼)
Sverige	0,5	4½ (-¼)	1½ (-1)	2¼ (-¼)
Kina	13	9 (-¼)	8½ (-¼)	8½ (-½)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	65	2½ (-½)	1¾ (-¾)	2½ (-¼)
Verden (PPP) <sup>4)</sup>	100	3¾ (-½)	3¾ (-¾)	4¼ (-½)
Verden (markedsкурser) <sup>4)</sup>	100	3 (-½)	3 (-¾)	3½ (-¼)

<sup>1)</sup> Kjøpekraftsjustert BNP (PPP) i 2010

<sup>2)</sup> Gjennomsnittlig vekst per år

<sup>3)</sup> Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

<sup>4)</sup> BNP-vekter. Norges Banks anslag for 26 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF

Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

## 2 Nærmere om anslagene

### Internasjonal økonomi

Vekstutsiktene for verdensøkonomien har svekket seg betydelig siden fremleggelsen av Pengepolitisk rapport 2/11 i juni. Usikkerheten om utviklingen videre er stor. Uroen knyttet til statsgjeldskrisen i flere europeiske land har tiltatt og spredt seg til flere land og markeder. Både husholdningene og bedriftene er blitt mer pessimistiske, og i industrilandene er samlet etterspørsel etter varer og tjenester svak.

Etter god vekst i første kvartal hos de fleste handelspartnere avtok oppgangen i andre kvartal. Løpende konjunkturindikatorer tyder på lav vekst i de fleste industriland, og fremoverskuende indikatorer peker mot ytterligere svekkelse. Veksten er klart høyere i fremvoksende økonomier, men avmattingen merkes også her, se figur 2.1. I USA vedvarer den svake utviklingen i arbeidsmarkedet og boligmarkedet, mens utviklingen i flere land i Europa, som Spania og Storbritannia, i tillegg er preget av omfattende finanspolitiske innstramminger. Samtidig har svakere eksportetterspørsel dempet veksten også i land med bedre offentlige balanser, som Tyskland og Sverige.

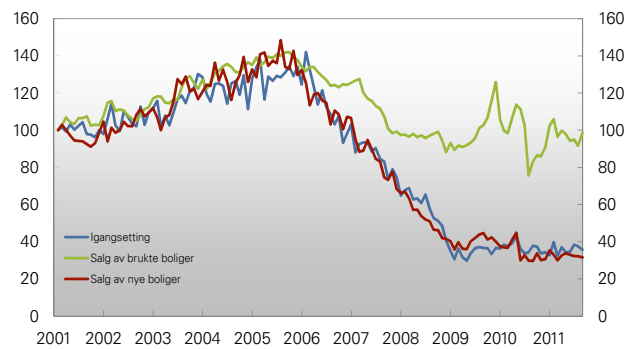
Det har vært et markert skift i den annonserte pengepolitikken hos våre viktigste handelspartnere, fra normalisering til ytterligere lettelse. Den amerikanske sentralbanken har varslet at den vil holde styringsrenten uendret de neste to årene dersom ikke veksten tar seg vesentlig opp. I tillegg vil banken selge kortsiktige statspapirer og kjøpe langsiktige papirer i et forsøk på å redusere langsiktige renter ytterligere. Den europeiske sentralbanken, ESB, har også signalisert at styringsrenten vil holdes lav lenger og tilbyr bankene i euroområdet full likviditetstildeling med opp til ett års løpetid. I tillegg har ESB gjenopptatt programmet for kjøp av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet (SMP) og kjøp av obligasjoner med fortrinnsrett. Den svenske Riksbanken har nedjustert sin renteprognose betydelig. I september annonserte sentralbankene i USA, euroområdet, Storbritannia, Japan og Sveits koordinerte dollarauksjoner for å lette finansieringen for banksektoren.

I anslagene er det lagt til grunn at gjeldskrisen i Hellas blir håndtert på en måte som ikke gir vesentlige nye ringvirkninger for andre land. Likevel venter vi at veksten i industrilandene vil være svakere i årene fremover enn tidligere lagt til grunn. Den sterke globale veksten gjennom 2010 var i stor grad et resultat av kraftige penge- og finanspolitiske stimulanser. Når virkningene fra denne politikken nå avtar, og finanspolitikken strammes inn, vil veksten dempes. I mange land vil både husholdninger og offentlig sektor søke å redusere sin gjeld. I noen land er husholdningene i gang med å bygge ned gjelden, mens offentlig gjeld fremdeles stiger i flere land, se figur 2.2. Utfordringen øker fordi nedbelåningen gjennomføres i mange land samtidig. Sammenliknet med forrige pengepolitiske rapport er anslagene på BNP-veksten hos våre handelspartnere nedjustert med ½ prosentenheter i år og ¾ prosentenheter for neste år. Veksten ventes å være om lag 2 prosent fremover, se tabell 2.1. For den globale veksten innebærer disse anslagene en nedjustering til 3¾ prosent i 2011 og 2012 og til 4¼ prosent i 2013-14.

Privat konsum i industrilandene har utviklet seg svært moderat i etterkant av krisen. I USA har formueseffekter fra stigende boligpriser tidligere vært en viktig driver for husholdningenes konsum. Selv om boligmarkedet nå synes å ha stabilisert seg noe, er utviklingen fortsatt svak, med lav boligbygging og svak prisutvikling, se figur 2.3. Også i andre land som har opplevd sterk økning i boligprisene vedvarer ubalansene, for eksempel Spania og Storbritannia. Samtidig vil innstramningene i offentlig sektor bidra til lavere disponibel inntekt for mange husholdninger gjennom høyere skatter og avgifter og bortfall av overføringer. Vedvarende høy arbeidsledighet og urolige finansmarkeder trekker også ned forbruket. Sett under ett venter vi derfor kun beskjeden vekst i privat konsum de to nærmeste årene.

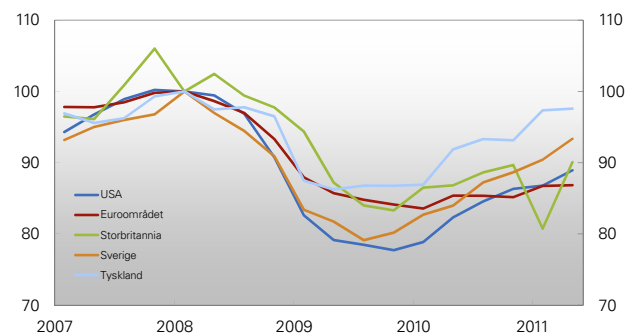
I både USA og euroområdet har oppgang i investeringene bidratt til BNP-veksten i 2011, men de er fortsatt lavere enn før krisen, se figur 2.4. Det antas derfor å være et betydelig potensial for høyere investeringer. Samtidig er den finansielle stillingen i bedriftene utenom bankene god i mange land. Svak utvikling i privat konsum og økende pessimisme i bedriftene peker imidlertid mot svake utsikter

Figur 2.3 Boligmarkedsindikatorer for USA. Indeks, januar 2001 = 100. Januar 2001 – august 2011



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.4 Private investeringer.<sup>1)</sup> Indeks, 1.kv. 2008 = 100. 1. kv. 2007 – 2. kv. 2011



1) Totale investeringer for euroområdet, Tyskland og Sverige. Private investeringer utenom boliginvesteringer for USA. Bedriftsinvesteringer for Storbritannia  
Kilde: Thomson Reuters

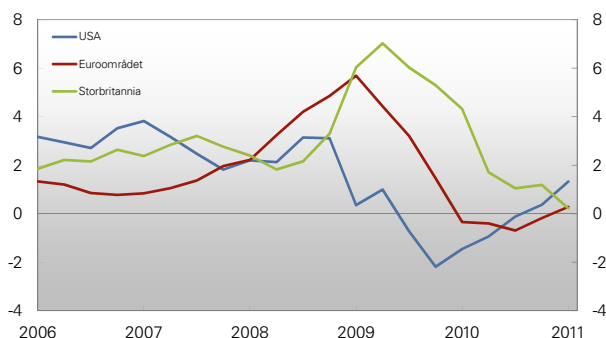
Figur 2.5 Konsumpriser uten matvarer og energi.<sup>1)</sup> Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2006 – august 2011



1) HICP utenom energi, mat, alkohol og tobakk for euroområdet, Storbritannia og Sverige  
Kilde: Thomson Reuters

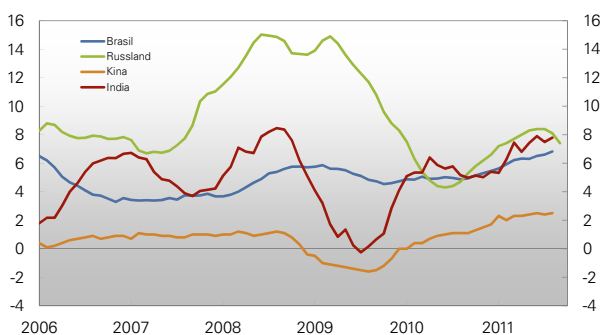


Figur 2.6 Lønnskostnader per produsert enhet. Hele økonomien. Firekvarterersvekst. Prosent. 1.kv. 2006 – 1. kv. 2011



Kilde: OECD

Figur 2.7 Kjerneprisvekst i fremvoksende økonomier<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 - august 2011



1) India: engrospriser på industrivarer  
Kilde: Thomson Reuters

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 2/11 parentes.

	2011	2012	2013–14 <sup>1)</sup>
USA	3 (-¼)	1¾ (0)	1¾ (-¼)
Euroområdet <sup>2)</sup>	2½ (0)	1½ (-¼)	1¾ (-¼)
Storbritannia	4¼ (-¼)	2½ (0)	2 (0)
Sverige	3 (-¼)	2 (-¾)	2 (-¼)
Kina	5½ (½)	3¾ (0)	2½ (0)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	3 (0)	2 (-¼)	2 (0)
Oljepris Brent Blend <sup>4)</sup>	109,9	97	94

<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig vekst per år

<sup>2)</sup> Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

<sup>3)</sup> Importvekter, 26 viktige handelspartnere

<sup>4)</sup> USD per fat. Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager.

For 2011 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

den nærmeste tiden for bedriftssektoren. Vi venter at investeringsveksten vil være moderat i 2011 og 2012, før veksten tar seg opp mot slutten av anslagsperioden.

I euroområdet er det planlagt finansielle tiltak som vil redusere det strukturelle budsjettunderskuddet med om lag 1¼ prosent av BNP i 2011 og 1 prosent i 2012. I USA er det foreløpig uklart hvordan budsjettutviklingen vil bli, men det legges til grunn at det vil bli en betydelig finansiell tilstramming i løpet av anslagsperioden.

I Asia venter vi fortsatt god vekst i fremvoksende økonomier i hele prognoseperioden, men veksttakten vil avta og er nedjustert også her. For de små, åpne økonomiene er vekstutsiktene klart svekket som en følge av lavere vekst i industrilandene. For store land som Kina og India har variasjon i varehandelen med utlandet relativt mindre innvirkning på vekstbildet på kort sikt. Skulle utviklingen i industrilandene bli vesentlig verre enn det vi legger til grunn, venter vi at også åpne, fremvoksende økonomier vil bli rammet med full tyngde.

Prisveksten hos Norges handelspartnere har fortsatt å tilta siden publiseringen av forrige rapport i juni. I flere industriland har også prisveksten utenom energi og matvarer tatt seg ytterligere opp de siste månedene, se figur 2.5. På kostnadssiden er bildet blandet for de ulike handelspartnere. I USA og Sverige har lønnsveksten avtatt siden 2008, mens den har tatt seg opp de siste kvartalene i Storbritannia og euroområdet. Lønnsveksten gjenspeiler ulik utvikling i produktiviteten, slik at veksten i lønnskostnader per produsert enhet har utviklet seg mer i takt, se figur 2.6. Med god tilgang på arbeidskraft og svakere BNP-vekst fremover venter vi moderat lønnsvekst i anslagsperioden.

I mange fremvoksende økonomier har høye matvarepriser og den sterke aktivitetsveksten bidratt til høy prisvekst. Den underliggende prisveksten har tiltatt, se figur 2.7. Også i fremvoksende økonomier er bildet blandet når det gjelder lønnsvekst. I flere land, blant annet India og Kina har sentralbankene økt rentene for å dempe risikoen for overoppheting. Vi venter at svakere etterspørsel etter varer og tjenester fra industrilandene og svakere vekst i

energi- og råvarepriser vil bidra til å dempe prisveksten utover i fremskrivingsperioden.

For handelspartnerne sett under ett er KPI-anslaget for 2011 uendret på 3 prosent, mens anslaget for 2012 er nedjustert med ¼ prosentenheter fra forrige pengepolitiske rapport, se tabell 2.2.

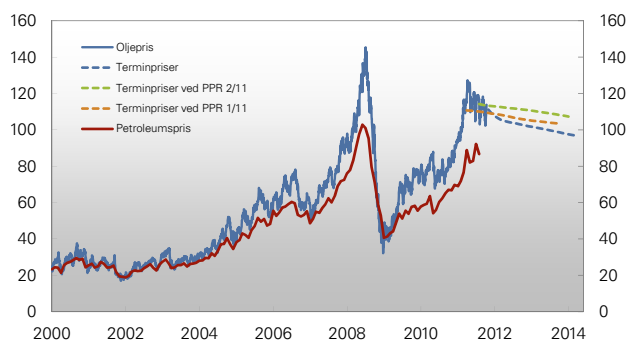
### Råvaremarkedene

Oljeprisen er rundt 110 dollar per fat, om lag 5 dollar lavere enn ved siste rapport. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.8. De antyder nå en pris under 100 dollar i 2013-14. Veksten i oljeetterspørselen har avtatt med lavere vekst i verdensøkonomien. Samtidig har produksjonen i land utenfor OPEC utviklet seg svakt. Oljelagrene i OECD-landene er nå under siste fem års gjennomsnitt. Skulle oljelagrene fortsette å falle, kan oljeprisen holde seg høy. Skulle utsiktene for verdensøkonomien bli dårligere enn vi nå ser for oss, og da særlig for fremvoksende økonomier, kan oljeprisen falle mye. For eksempel falt oljeprisen til under 40 dollar per fat i slutten av 2008.

Prisen på eksport av norsk gass har økt videre, spesielt i tredje kvartal, se figur 2.9. Økningen må ses i sammenheng med den markerte oppgangen i oljeprisen i begynnelsen av året. En stor del av norsk gass selges fremdeles på langsiktige kontrakter der prisen er knyttet til oljeprisen med et visst tidsetterslep. Deler av norsk gass selges også til spotpriser, særlig i Storbritannia. Den norske gassprisen vil ventelig holde seg godt oppe siden både terminprisene for olje og for britisk gass fortsatt er relativt høye. Hvis oljeprisen faller mye, vil etter hvert også gassprisene reduseres.

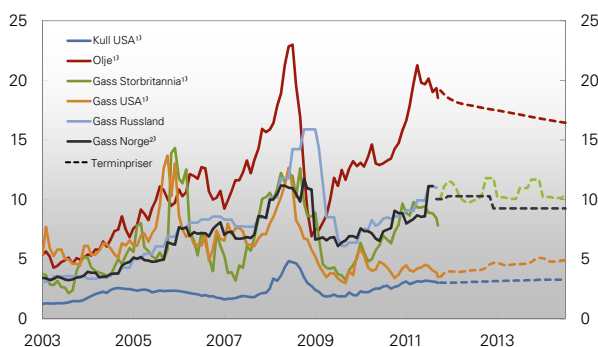
The Economists råvareindeks har falt med i overkant av 15 prosent siden forrige rapport. Fallet henger særlig sammen med svakere utvikling i verdensøkonomien. Råvareprisene er likevel fortsatt relativt høye og terminprisene antyder at de vil holde seg om lag på dagens nivå fremover, se figur 2.10.

Figur 2.8 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumseksport<sup>1)</sup>. USD/fat. Januar 2000 – april 2014



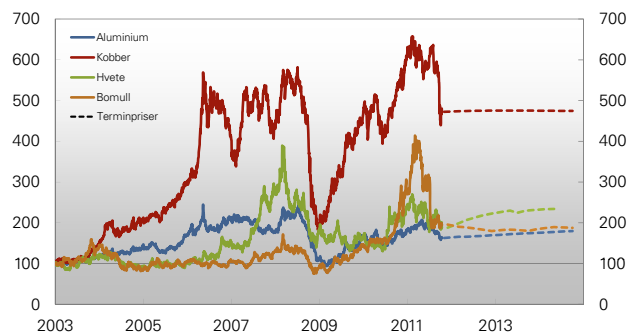
1) Vektet gjennomsnitt av norsk råolje- og gasseksport  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.9 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBTU. Januar 2003 – august 2014



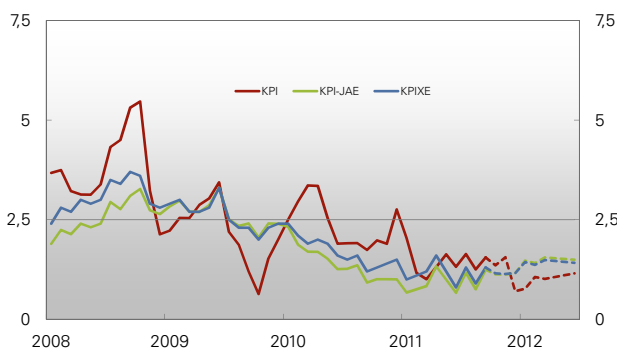
1) For oktober 2011 er gjennomsnitt av dagstall brukt  
2) For Norge er beregning av fremtidig gasspris basert på forutsetninger i Nasjonalbudsjettet 2012  
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.10 Råvarepriser. USD. Spot- og terminpriser. Indeks, januar 2003 = 100. Januar 2003 – oktober 2014



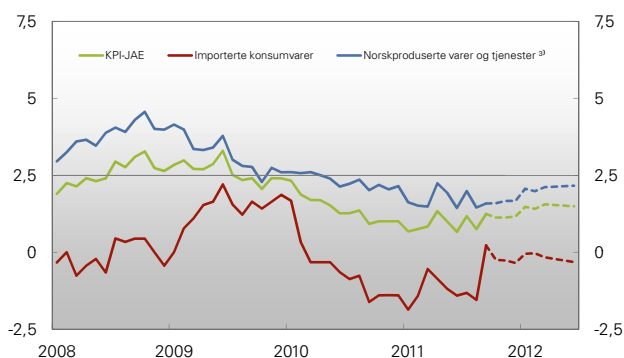
Kilder: CME Group og Thomson Reuters

Figur 2.11 KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – juni 2012<sup>3)</sup>



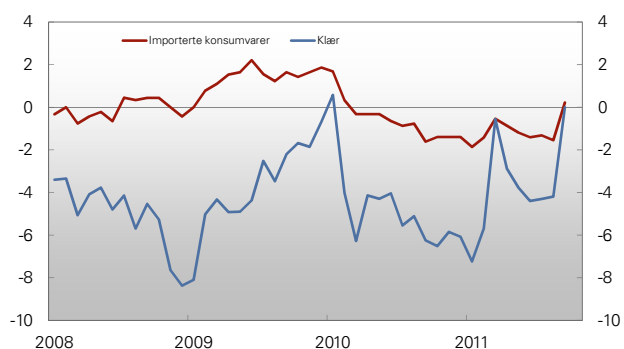
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank  
 3) Anslag for oktober 2011 – juni 2012 (stiplet). Månedstall fram til mars 2012, deretter kvartalstall  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – juni 2012<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) Anslag for oktober 2011 – juni 2012 (stiplet). Månedstall fram til mars 2012, deretter kvartalstall  
 3) Norges Banks beregninger  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.13 Priser på importerte konsumvarer i KPI-JAE og priser på klær i KPI. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – september 2011



Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Norsk økonomi det neste året

### Priser

Konsumprisene (KPI) har vært lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/11. Det skyldes særlig svakere prisutvikling enn ventet på elektrisitet og på andre norskproduserte varer og tjenester. Prisveksten på importerte konsumvarer har steget mer enn lagt til grunn. I september var tolv månedersveksten i KPI 1,6 prosent, se figur 2.11. Det var 0,5 prosentenheter lavere enn ventet i PPR 2/11. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 1,3 prosent, 0,2 prosentenheter lavere enn anslått. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,2 prosent i september, 0,1 prosentenheter lavere enn ventet. Årsveksten i KPI-JAE har variert mer enn vanlig i det siste halve året. Det skyldes blant annet stor variasjon i prisveksten på flyreiser og på matvarer og alkoholfrie drikkevarer.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE falt betydelig i etterkant av den internasjonale finanskrisen høsten 2008, se figur 2.12. Lavere kostnadsvekst, lavere enn normal kapasitetsutnyttning og økt priskonkurranse i dagligvarehandelen bidro til å dempe prisveksten. Nedgangen i den samlede innenlandske prisveksten har stoppet opp i år. Dette gjenspeiler trolig andrerundeeffekter av høye oljepriser, blant annet gjennom økte priser på flyreiser, og redusert priskonkurranse i dagligvarehandelen. I tillegg har lønnsveksten tiltatt og kapasitetsutnyttningen i økonomien økt noe. Fremover venter vi at disse faktorene bidrar til å trekke den innenlandske prisveksten opp. Samlet venter vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE øker fra 1 $\frac{3}{4}$  prosent i tredje kvartal i år til 2 $\frac{1}{4}$  prosent i andre kvartal neste år.

Prisveksten på importerte konsumvarer i KPI-JAE falt gjennom fjoråret og i begynnelsen av 2011, se figur 2.12. Den siste tiden, og spesielt i september, har prisveksten på importerte konsumvarer økt. Prisene på klær har bidratt mye til oppgangen, se figur 2.13, noe som kan ses i sammenheng med den kraftige økningen i de inter-

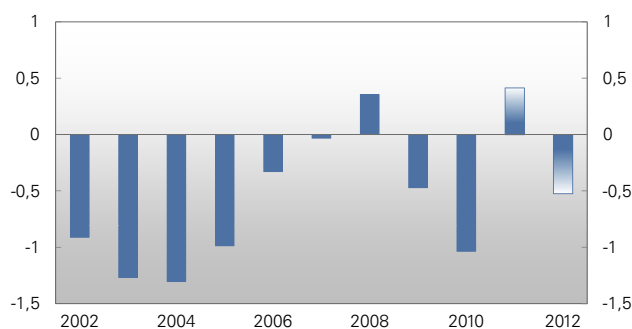
nasjonale bomullsprisene det siste året.<sup>1</sup> Også andre importerte konsumvarer har hatt økt prisvekst målt i utenlandsk valuta. Samlet anslås de internasjonale prisimpulsene til norske konsumpriser å stige med ½ prosent i 2011, se figur 2.14. Fremover venter vi at prisveksten ute avtar. Sammen med styrkingen av kronen det siste året, kan det dempe prisutviklingen på importerte konsumvarer. Vi venter at prisveksten på importerte konsumvarer i KPI-JAE faller fra 0,2 prosent ved utgangen av tredje kvartal til -¼ prosent i andre kvartal neste år.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE øker fra 1,2 prosent ved utgangen av tredje kvartal til 1½ prosent i andre kvartal neste år. Anslagene for prisveksten er noe lavere enn anslagene i Pengepolitisk rapport 2/11. Det kan i hovedsak forklares av at vi har nedjustert anslagene for den innenlandske etterspørselen i år. Anslagene i referansebanen er noe høyere enn fremskrivningene fra vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM) første halvår neste år, se figur 2.15. Effekten av økte internasjonale prisimpulser er trolig ennå ikke fullt ut reflektert i anslagene fra SAM. Fremtidsprisene for elektrisitet har falt markert siden forrige rapport. Vi venter nå at årsveksten i KPI og KPIXE er henholdsvis 1¼ og 1½ prosent i andre kvartal 2012. Anslagene for veksten i KPI og KPIXE i 2012 er begge nedjustert med ¼ - ½ prosentenheter siden forrige rapport.

### Produksjon og etterspørsel

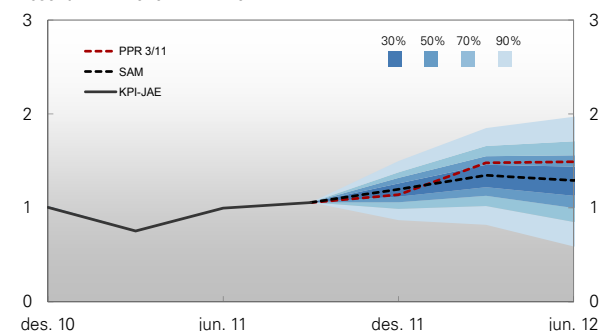
Veksten i norsk økonomi holdt seg oppe i første halvår i år. Utenom kraftforsyning økte BNP for Fastlands-Norge med 0,8 prosent både i første og andre kvartal. Veksten i andre kvartal var noe lavere enn anslått i forrige rapport. Svekkede utsikter ute og nedgang i tillitsindikatorer tilsier at utviklingen også de nærmeste kvartalene kan bli noe svakere enn vi la til grunn sist. Fram til neste vår anslår vi at veksten fortsetter med om lag ¾ prosent per kvartal, se figur 2.16. Veksten holdes oppe av sterk befolkningsvekst, et godt bytteforhold (se figur 2.17), høy aktivitet i petroleumssektoren og lav rente. I tillegg kan høy kraftproduksjon øke BNP-veksten med ytterligere ¼ prosentenheter i tredje kvartal. Samlet anslås BNP for

Figur 2.14 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2002 – 2012<sup>1)</sup>



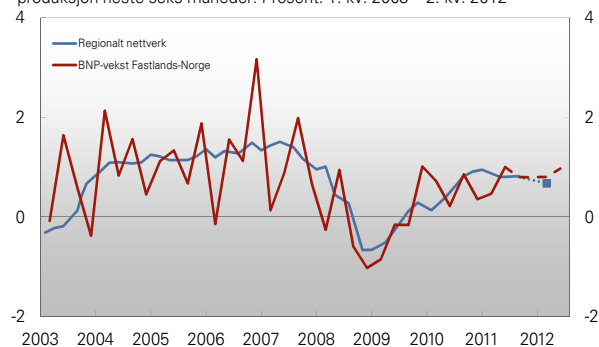
1) Anslag for 2011 og 2012  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.15 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 4. kv. 2010 – 2. kv. 2012<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) System for sammenveing av korttidsmodeller  
3) Anslag for 4. kv. 2011 – 2. kv. 2012 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

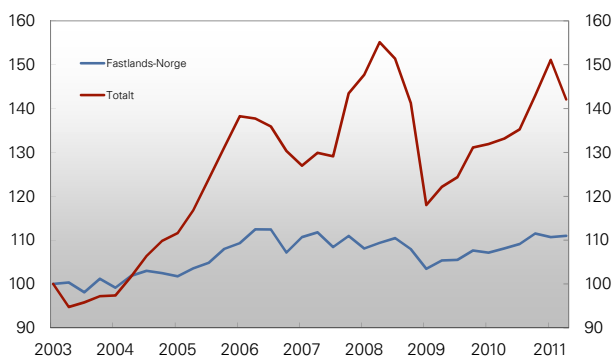
Figur 2.16 BNP for Fastlands-Norge<sup>1,2)</sup> og Norges Banks regionale nettverk indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2012<sup>3)</sup>



1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum  
2) Høy kraftproduksjon kan bidra med om lag ¼ prosentenheter høyere kvartalsvekst i BNP Fastlands-Norge i 3. kv. 2011 enn vist i figuren  
3) Siste observasjon i Regionalt nettverk er september 2011. Siste observasjon for BNP-vekst er 2. kvartal 2011, anslag for 3. kv 2011 – 2. kv. 2012 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

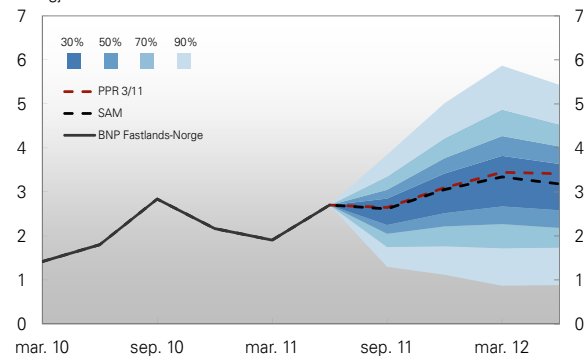
1 Metodeomleggingen for behandlingen av klær og sko i KPI har gitt disse seriene nye sesongmønstre i år, og dermed store variasjoner i tolv månedersveksten, se figur 2.13.

Figur 2.17 Bytteforhold, Indeks. 1. kvartal 2003 = 100. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

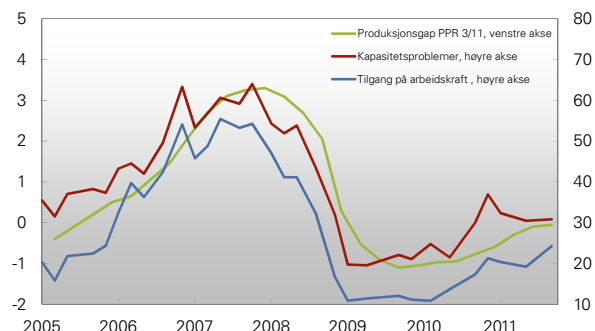
Figur 2.18 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen<sup>1)</sup> og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 2. kv. 2012<sup>3)</sup>



- 1) Høy kraftproduksjon kan bidra med om lag ¼ prosentenheter høyere kvartalsvekst i BNP Fastlands-Norge i 3. kv. 2011 enn vist i figuren
- 2) System for sammenveiging av korttidsmodeller
- 3) Anslag for 3. kv. 2011 – 2. kv. 2012 (stiple)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft<sup>1)</sup> i Regionalt nettverk og anslag på produksjonsgapet. Prosent. Januar 2005 – september 2011



- 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

Fastlands-Norge å stige med 2¾ prosent i år og 3¾ prosent neste år.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i september om samme produksjonsvekst de siste tre månedene som i de foregående tre månedene. Bedriftene er imidlertid noe mindre optimistiske med hensyn til utsiktene fremover, og de venter litt lavere vekst det neste halve året, se figur 2.16. Det er særlig tjenesteytende sektor som har nedjustert forventningene til produksjonsutviklingen.

Anslagene på BNP for Fastlands-Norge i vårt system for sammenveiging av korttidsmodeller (SAM) er litt lavere enn i forrige rapport. Det har sammenheng med lavere verdier for flere forventningsindikatorer. Anslagene i denne rapporten er på linje med SAM-anslagene, se figur 2.18.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er trolig nær et normalt nivå. Den registrerte arbeidsledigheten er litt lavere enn gjennomsnittet for de siste ti årene. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer indikerer at mangel på arbeidskraft i industrien nå i noe større grad begrenser produksjonen. Lønnsveksten har tatt seg noe opp. Ifølge vårt regionale nettverk er andelen bedrifter med kapasitetsproblemer høyere enn i fjor sommer, men fortsatt på et moderat nivå, se figur 2.19.

Fram til våren venter vi at kapasitetsutnyttningen vil holde seg nær et normalt nivå, mens vi i forrige rapport anslo en økning i kapasitetsutnyttningen. Den ventede veksten i økonomien de neste kvartalene tilsvarer om lag den anslåtte veksten i produksjonspotensialet. Den underliggende produktiviteitsveksten anslås til om lag 2 prosent, mens befolkningsutviklingen ventes å heve produksjonspotensialet med i overkant av 1 prosent. En om lag uendret kapasitetsutnyttning speiles i at arbeidsledigheten anslås å holde seg forholdsvis stabil og at lønnsveksten ventes å holde seg i overkant av 4 prosent.

De svake utsiktene for verdensøkonomien tilsier nokså lav vekst i importen hos Norges handelspartnere fremover. Samtidig legger vi til grunn at norske eksportører

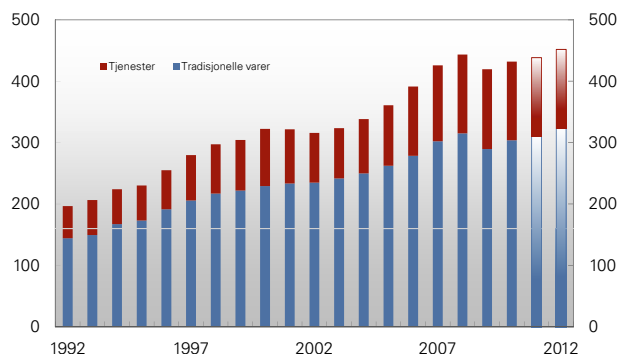
vil tape markedsandeler som følge av høy kostnadsvekst. Det vil isolert sett bidra til en relativt svak utvikling i norsk eksport. Eksporten fra oljeleverandørindustrien kan imidlertid ta seg opp som følge av sterk vekst i de globale petroleumsinvesteringene. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk venter at produksjonen vil vokse gjennom høsten og inn i 2012. Samlet anslår vi at eksportvolumet av tradisjonelle varer vil øke med 2¼ prosent i år og 4 prosent til neste år, se figur 2.20.

Det private forbruket har vært lavere enn ventet. Noe av den svake konsumveksten kan skyldes midlertidige forhold. Jordskjelvet i Japan reduserte midlertidig tilgangen på nye biler. Angrepene 22. juli dempet trolig også forbruket for en periode. Vi anslår at veksten i husholdningenes forbruk vil ta seg opp fremover som følge av forholdsvis lav arbeidsledighet, lav rente, lav konsumprisvekst og god vekst i både boligpriser og inntekt. Konsumveksten fremover kan likevel bli noe lavere enn vi anslo i forrige rapport. Tillitsindikatorer for husholdningene har falt som følge av internasjonal uro, og den økte usikkerheten kan føre til at husholdninger med høy gjeldsbyrde blir mer forsiktige. Den disponible realinntekten ser ut til å øke mye neste år som følge av lave strømpriser. Vi anslår at privat konsum øker med 2¾ prosent i år og 4½ prosent neste år, se figur 2.21. Vi venter at spareraten vil avta i årene fremover, se figur 2.22.

Boliginvesteringene økte kraftig gjennom første halvår i år. Høy befolkningsvekst, lav rente og god vekst i boligprisene tilsier at boliginvesteringene vil øke ytterligere. Det siste året er det igangsatt 25 200 boliger, som er lavere enn økningen i antall husholdninger i Norge. Bedriftene i byggenæringen i vårt regionale nettverk melder om høy aktivitet, og de venter at aktiviteten fortsatt skal øke. Ordreinngangen for boligbygg har falt litt og kan tyde på at den sterke veksten i boliginvesteringene vil avta noe fremover, se figur 2.23. Vi anslår at boliginvesteringene øker med henholdsvis 23 prosent i år og 8 prosent i 2012.

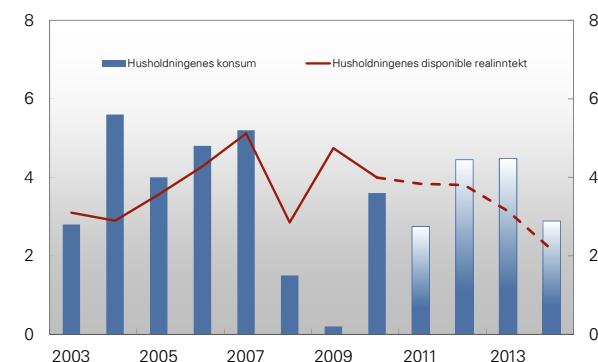
Investeringene i fastlandsbedriftene har økt med over 10 prosent siden begynnelsen av 2010. Lav rente, bedre lønnsomhet og økt kapasitetsutnyttning har bidratt til høyere

Figur 2.20 Eksport fra Fastlands-Norge. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2012<sup>1)</sup>



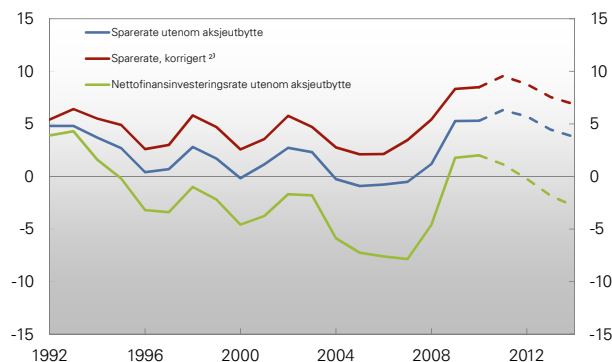
1) Anslag for 2011 og 2012  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.21 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2014<sup>3)</sup>



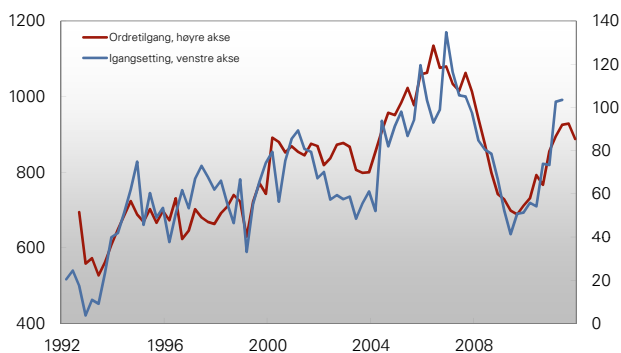
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner  
3) Anslag for 2011 – 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.22 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1992 – 2014<sup>1)</sup>



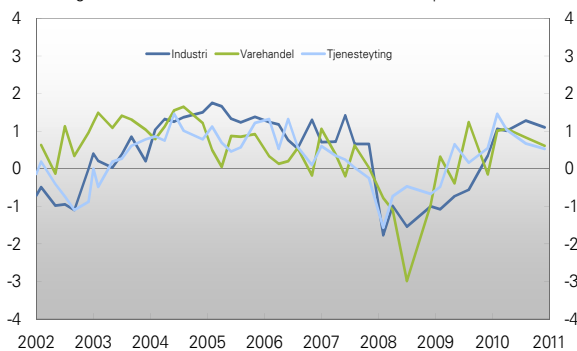
1) Anslag for 2011 – 2014 (stiplet)  
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2014  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.23 Igangsatt boligareal<sup>1)</sup> og ordretilgang for bygging av boliger<sup>2)</sup>. 1. kv. 1992 – 2. kv. 2011



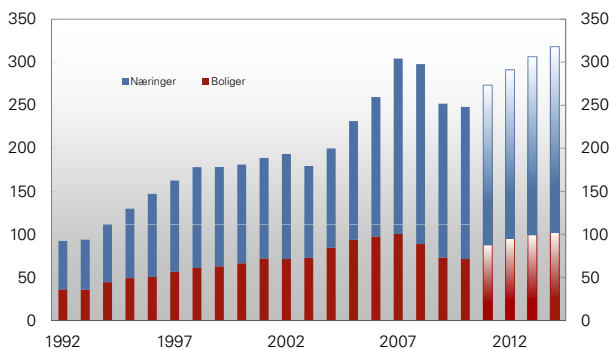
1) I 1000 kvadratmeter. Sesongjustert  
 2) Sesongjustert verdiindeks deflatert med prisindeksen for boliginvesteringer fra nasjonalregnskapet. Forskjøvet to kvartaler fram. 2007 = 100  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.24 Planlagt vekst i investeringer neste 12 måneder sammenliknet med foregående 12 måneder. Indeks.<sup>1)</sup> Oktober 2002 – september 2011



1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen 'Regionalt Nettverk: Fersk og nyttig informasjon' i *Penger og Kreditt* 2/2009 for nærmere omtale  
 Kilde: Norges Bank

Figur 2.25 Investeringer i Fastlands-Norge utenom offentlig forvaltning. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2014<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2011 – 2014  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

investeringer i varehandelen og annen tjenesteyting. I tillegg har investeringene i kraftsektoren økt markert. Bedriftene i vårt regionale nettverk planlegger å øke investeringene det neste året, se figur 2.24. Planene nå innebærer imidlertid lavere vekst enn det som ble anslått i mai. Tall for ordreinngang og igangsetting tyder på at investeringene vil øke moderat fremover. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil øke med 4¾ prosent i år og med 5¾ prosent i 2012, se figur 2.25.

### Arbeidsmarkedet

Arbeidsmarkedet har utviklet seg litt svakere enn vi la til grunn i forrige rapport. Den registrerte arbeidsledigheten falt markert gjennom vinteren, men det siste halve året har ledigheten vært om lag uendret. I september var 2,6 prosent av arbeidsstyrken registrert som helt ledige justert for vanlige sesongvariasjoner. Antall personer på tiltak har økt. Samtidig har tilgangen på nye stillinger gått ned, mens kontaktene i vårt regionale nettverk har rapportert om fallende vekst i sysselsettingen, se figur 2.26. Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) fra Statistisk sentralbyrå var det relativt god vekst i arbeidsstyrken og sysselsettingen i sommer. Arbeidsledigheten målt ved AKU har variert rundt 3¾ prosent siden begynnelsen av året.

Utsiktene for arbeidsmarkedet er også noe svakere. Lavere vekst i produksjonen betyr at bedriftene ikke behøver å øke bemanningen så mye som vi forventet i juni. Kontaktene i vårt regionale nettverk har nedjustert forventningene om vekst i sysselsettingen fra før sommeren. Forventningsundersøkelsene fra Næringslivets Hovedorganisasjon og Perduco fra tredje kvartal viste også en nedgang i forventet vekst i sysselsettingen. Vi legger til grunn en økning i sysselsettingen på om lag ¼ prosent i kvartalet fram til sommeren 2012, se figur 2.26.

Samtidig er tilgangen på arbeidskraft fra utlandet fortsatt god. De siste fire kvartalene har det vært en nettoinnflytting til Norge på 46 000 personer ifølge Statistisk sentralbyrås befolkningsstatistikk. Vi må tilbake til sommeren 2008 for å finne like høy tilflytting fra utlandet, se figur 2.27. Det har særlig vært store flyttestrømmer fra Polen og de baltiske landene. Lav arbeidsledighet og

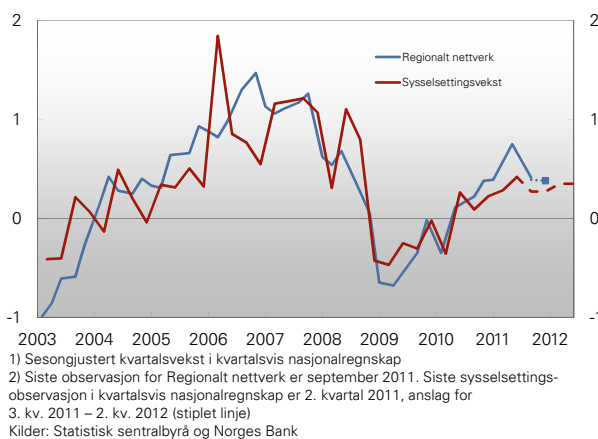
et høyt lønnsnivå gjør Norge til et attraktivt land for utenlandske jobbsøkere. Vi legger til grunn at innvandringen vil avta noe fremover, men likevel holde seg på et høyt nivå. Den spesielt sterke tilstrømningen fra de baltiske landene må ses i sammenheng med at disse landene ble særlig hardt rammet av finanskrisen, og vi må regne med at flyttestrømmene derfra etter hvert avtar. Det er betydelig usikkerhet om nettoinnflyttingen fremover. Om den økonomiske situasjonen i europeiske land forverres samtidig som norsk økonomi i liten grad blir påvirket, kan befolkningsstilstrømningen tilta ytterligere.

De fleste innvandrerne er i yrkesaktiv alder. Befolkningen i yrkesaktiv alder vokser derfor særlig sterkt,<sup>2</sup> se tabell 2.3. Veksten i arbeidsstyrken har tatt seg opp i takt med at konjunktorene har bedret seg, men er fortsatt noe svakere enn veksten i befolkningen. Det må ses i sammenheng med de store etterkrigskullene, som nå nærmer seg pensjonsalder. Den demografiske utviklingen trekker i retning av at veksten i arbeidsstyrken over tid vil kunne være svakere enn veksten i befolkningen. Når vi justerer for endringer i alderssammensetningen, har arbeidsstyrken det siste året vokst om lag i takt med befolkningen i yrkesaktiv alder, se figur 2.28. Vi legger til grunn at arbeidsstyrken vil vokse om lag i takt med den justerte befolkningsveksten også fram mot neste sommer. Dette er i tråd med at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ventes å være nær et normalt nivå.

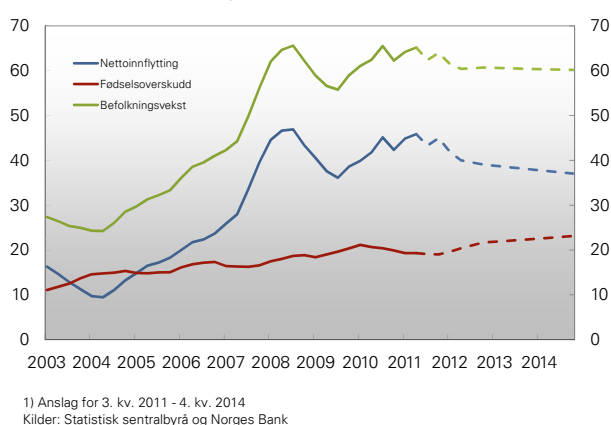
Arbeidsstyrken anslås å vokse om lag i takt med sysselsettingen, slik at arbeidsledigheten ikke endres vesentlig fremover. Vi legger til grunn at den registrerte ledigheten vil være rundt 2½ prosent neste sommer, se figur 2.29.

Mange bedrifter unnlot å redusere bemanningen så mye som nedgangen i produksjonen kunne tilsi i kjølvannet av finanskrisen. Det resulterte i et fall i produktiviteten, se figur 2.30. Siden sommeren 2009 har produktiviteten tatt seg opp, men produktivitetsnivået er lavere enn det trenden før finanskrisen kunne tilsi. Det kan tyde på at trendproduktiviteten også utviklet seg svakt gjennom finanskrisen for eksempel som følge av fall i investeringene

Figur 2.26 Sysselsetting<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2012<sup>2)</sup>



Figur 2.27 Befolkningsvekst, nettoinnflytting og fødselsoverskudd. Sum siste fire kvartaler. 1000 personer. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2014<sup>1)</sup>



Tabell 2.3. Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	2011	2012
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1¼	1½
Vekst i arbeidsstyrken med uendret yrkesdeltakelse*	1¼	1¼
Vekst i arbeidsstyrken	¾	1¼

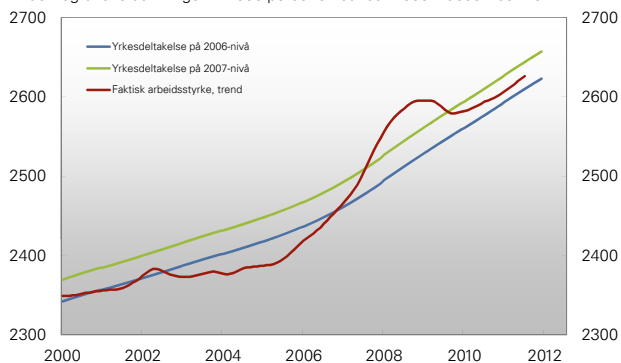
\* Yrkesdeltakelsen for hver aldersgruppe er holdt fast på 2007-nivå

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 For en drøfting av virkninger av arbeidsinnvandring, se kommende Staff Memo fra Norges Bank

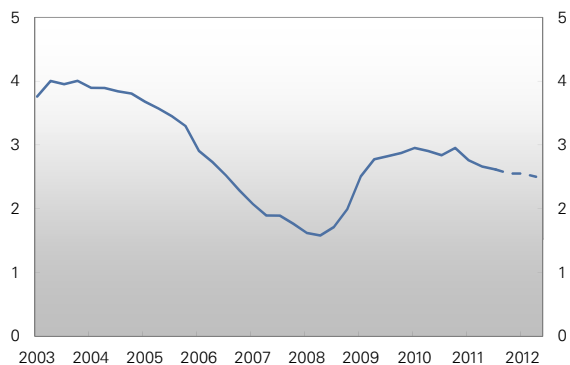


Figur 2.28 Faktisk trend i arbeidsstyrken og arbeidsstyrke som følge av den demografiske utviklingen<sup>1)</sup>. 1000 personer. Januar 2000 – desember 2011



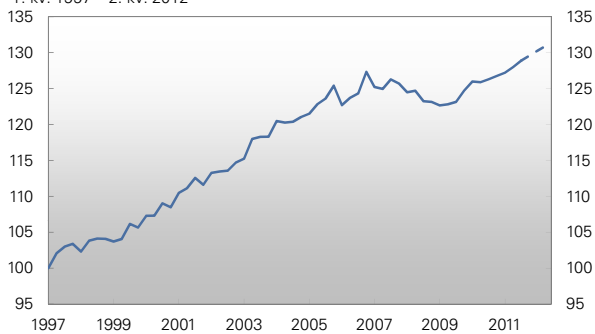
1) Arbeidsstyrken gitt at yrkesdeltakelsen i hver aldersgruppe holdes uendret på 2006/2007-nivå  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.29 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2012<sup>1)</sup>



1) Anslag for 4. kv. 2011 – 2. kv. 2012 (stiplet)  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.30 Bruttonettprodukt per arbeidstime for Fastlands-Norge. Indeks, 1. kv. 1997 = 100. Sesongjustert. Markedsverdi. 1. kv. 1997 – 2. kv. 2012<sup>1)</sup>



1) Anslag for 3. kv. 2011 – 2. kv. 2012 (stiplet linje)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

eller som følge av mindre risikovilje hos banker og bedrifter. Vi legger til grunn at produktivitetsveksten fremover vil være om lag  $\frac{1}{2}$  prosent per kvartal. Dette er på linje med veksten i produktiviteten siden slutten av 2009.

### Lønn

Vi anslår lønnsveksten i år til  $4\frac{1}{4}$  prosent, som i Pengepolitisk rapport 2/11. Løpende lønnsstatistikk er i tråd med anslaget. Bedriftene i vårt regionale nettverk ventet i september en lønnsvekst i inneværende år på 4,0 prosent. Ifølge Perducos forventningsundersøkelse for tredje kvartal venter partene i arbeidslivet i gjennomsnitt en lønnsvekst på 4,1 prosent i 2011 og 4,0 prosent i 2012.

Neste år anslår vi at lønnsveksten vil holde seg på  $4\frac{1}{4}$  prosent, som er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Nedjusteringen av lønnsanslaget følger av at konsumprisveksten neste år anslås noe lavere, samt at vi venter en noe svakere utvikling i arbeidsmarkedet fremover. Svakere vekst ute tilsier at lønnsveksten hos handelspartnerne holder seg lavere enn i Norge.

## Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2011 til 2014

### Finanspolitikken

Bruken av oljepenger over statsbudsjettet økte markert i kjølvannet av finanskrisen, men de siste par årene har ikke bruken tiltatt vesentlig. Det har sammenheng med at konjunktursituasjonen har bedret seg. Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge har både det oljekorrigerede og det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet vært nokså stabile siden 2009, se figur 2.31.

Forutsetningene om finanspolitikken i denne rapporten tar utgangspunkt i Nasjonalbudsjettet 2012. Der anslås den strukturelle bruken av oljepenger i 2012 til 122 milliarder kroner, noe under fire prosent av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året, se figur 2.32. Veksten i statsbudsjettets underliggende utgifter fra 2011 til 2012 anslås til 5,4 prosent målt i løpende priser.

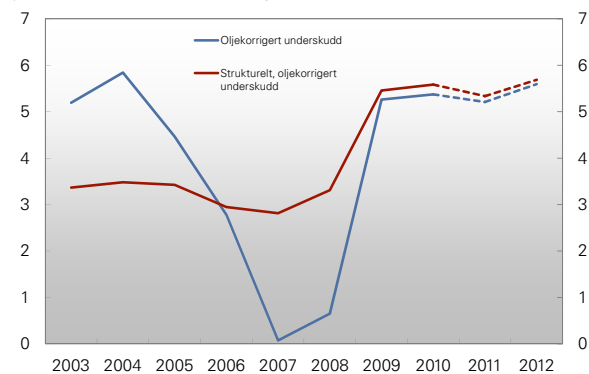
Utviklingen i fondets verdi så langt i 2011 har vært svakere enn antatt, men dersom fondet utvikler seg som lagt til grunn i nasjonalbudsjettet, vil det kunne gi rom for å øke bruken av oljepenger i årene fremover. Budsjettfremskrivningen av fondsverdien er samtidig basert på at oljeprisen utvikler seg svakere enn det fremtidsprisene i markedet nå indikerer.

Utsikter til at kapasitetsutnyttningen kan bli litt høyere enn normalt i årene fremover tilsier at bruken av oljepenger holdes noe under fire prosent av fondskapitalen. Vi legger til grunn at bruken av oljepenger øker, men mindre enn den forventede realavkastningen av fondet. Veksten i offentlig konsum og investeringer kan bli forholdsvis moderat. Dette må ses i lys av at utgiftene til alderspensjon nå øker raskt som følge av at de store etterkrigskullene nærmer seg pensjonsalder.

### Petroleumsinvesteringene

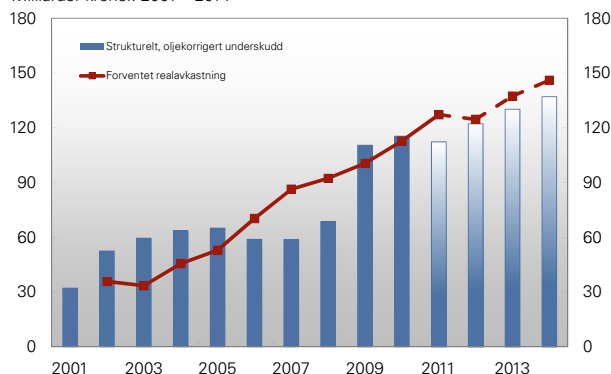
Investeringene i petroleumsvirksomheten har tatt seg opp de siste kvartalene, etter å ha falt med nesten 30 prosent fra begynnelsen av 2009 til i fjor høst. Nedgangen gjennom 2009 og 2010 hadde sammenheng med at flere prosjekter ble utsatt som følge av finanskrisen og det påfølgende fallet i prisene på olje og gass. Oljeprisen og eksportprisen for norsk gass har økt markert siden sommeren 2009. Det vil bidra til økt aktivitet på norsk sokkel de neste årene. I tillegg vil trolig utgifter knyttet til leteaktiviteten øke som følge av de store funnene som er gjort i Nordsjøen og Barentshavet i år. Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil øke med 13-14 prosent i år og neste år og med 4-6 prosent de to påfølgende årene, se figur 2.33. Store investeringer på feltene Goliat, Gudrun, Valemon, Eldfisk og Ekofisk bidrar til det høye investeringsnivået i 2011-2014.

Figur 2.31 Oljekorrigert og strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd. I prosent av BNP for Fastlands-Norge. 2003 – 2012<sup>1)</sup>



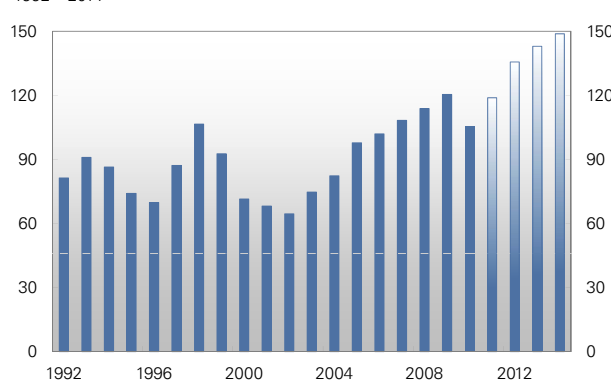
1) Anslag for 2011 og 2012  
Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

Figur 2.32 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2012-priser. Milliarder kroner. 2001 – 2014<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2011 – 2014  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.33 Petroleumsinvesteringer. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2014<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2011 – 2014  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# Utdyping

## Systemet for styring av bankenes reserver

## Systemet for styring av bankenes reserver

Målet i likviditetspolitikken er å implementere hovedstyrets beslutninger om styringsrenten ved å sørge for at de kortsiktige pengemarkedsrentene blir liggende nær styringsrenten. Slik implementering krever et system for styring av bankenes reserver, det vil si de innskudd bankene plasserer i sentralbanken over natten. Fra 3. oktober 2011 iverksatte Norges Bank et nytt system for styring av bankenes reserver. I det nye systemet får bankene forrentet kun en viss mengde reserver – en kvote – til styringsrenten. Reserver utover kvoten forrentes til en lavere rente, reserverenten.<sup>1</sup> Ved oppstarten av systemet er reserverenten satt ett prosentpoeng lavere enn styringsrenten.<sup>2</sup>

Hensikten med omleggingen er å redusere banksystemets etterspørsel etter reserver og fremme aktiviteten i interbankmarkedet slik at bankene i større grad omfordeler reserver seg mellom. Normalt vil ikke banker ønske å plassere reserver i sentralbanken utover kvoten. Dersom en bank skulle ende opp med mer reserver enn kvoten tilsier, vil det lønne seg å tilby disse reservene i interbankmarkedet. Banker som ikke har utnyttet hele sin kvote i sentralbanken, har et økonomisk motiv til å låne overskuddsreserver fra andre banker og plassere dem over natten i sentralbanken.

Ved oppstarten av systemet er summen av alle bankenes kvoter

satt til 45 milliarder kroner. Fordi prisstillerne i pengemarkedet (NIBOR-bankene) har best forutsetning for å omfordele reserver i interbankmarkedet, har de fått størst kvoter (5 milliarder kroner hver). Banker som fungerer som oppgjørsbanker for andre banker, har fått en tilleggskvote. Norges Bank sikter mot å holde reservene i banksystemet på 35 milliarder kroner, med en svingningsmargin på 5 milliarder kroner rundt dette nivået. Dersom Norges Banks prognose for reservene i banksystemet tyder på avvik fra dette intervallet, vil sentralbanken kunne benytte markedsoperasjoner i form av F-lån og F-innskudd for å holde reservene på det ønskede nivået.<sup>3</sup> Norges Bank vil normalt vurdere kvotene og ønsket nivå på reservene to ganger i året, og bankene informeres i rundskriv.<sup>4</sup>

Staten har konto i Norges Bank. Innbetalinger til staten (skatter og lignende) reduserer mengden reserver i banksystemet, mens utbetalinger fra staten øker dem. Norges Bank har valgt å holde reservene på et forholdsvis romslig nivå på grunn av usikkerhet knyttet til transaksjonene til og fra statens konto. Det er antatte innbetalinger til og utbetalinger fra staten som danner grunnlaget for prognosen for reservene i banksystemet. Skulle utbetalingene fra staten bli større enn ventet og bankenes reserver dermed overstige summen av bankenes kvoter, kan Norges Bank iverksette fin-

styrende operasjoner med oppgjør samme dag for å redusere reservene.

Som før vil Norges Bank tilby rentefrie lån gjennom dagen (intradaglån) mot sikkerhet. Det sikrer at betalingsoppgjørene mellom bankene vil fungere tilfredsstillende. Norges Bank vil fortsatt tilby bankene en stående utlånsfasilitet, D-lån, som innebærer at de kan låne reserver av Norges Bank over natten, normalt til en rente ett prosentpoeng høyere enn styringsrenten. Med omleggingen har systemet for styring av bankenes reserver i Norge likhetstrekk med tilsvarende systemer i andre land.<sup>5</sup>

Det nye systemet innebærer at det nå noteres en rente for interbankplasseringer over natten, NOWA-renten. Denne renten kan ligge både over og under styringsrenten. Siden oppstarten av systemet har NOWA-renten gjennomgående ligget svært nær styringsrenten.

1 New Zealand har et lignende system, se I. Nield "Evolution of the Reserve Bank's liquidity facilities", Bulletin vol. 71, Desember 2008/4, Reserve Bank of New Zealand.

2 Inntil 3. oktober 2011 fikk bankene forrentet alle innskudd over natten på foliokonto i sentralbanken til styringsrenten.

3 Norges Banks prognose for reservene i banksystemet publiseres på bankens nettsider.

4 Se Rundskriv 6/30 juni 2011 for nærmere redegjørelse for hvordan kvotene er blitt beregnet ved oppstarten av systemet.

5 Bakgrunnen for omleggingen og nærmere beskrivelse av det nye systemet finnes på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no) under fanene *prisstabilitet* og *likviditetsstyring*.

## Vedlegg

Oversikt over utdypinger 2006 – 2011

Publikasjoner i 2009 – 2011 på Norges Banks nettsider

Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag



## Oversikt over utdypinger 2006 – 2011

**3/2011:**

Systemet for styring av bankenes reserver

**1/2011:**

Befolkningsvekst og arbeidsinnvandring  
Etterprøving av anslagene for 2010

**3/2010:**

Hvorfor er lange renter så lave?  
KPIM: en modellbasert indikator for underliggende inflasjon

**2/2010:**

Kriterier for en god rentebane

**1/2010:**

Nivået på den normale renten  
Etterprøving av anslagene for 2009

**3/2009:**

Avviklingen av ekstraordinære tiltak  
KPI justert for frekvens av prisendringer (KPI-FV)

**2/2009:**

Ordringen med bytte av statspapirer mot obligasjoner  
Strukturell likviditet  
Husholdningenes tilpasning

**1/2009:**

Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien  
Etterprøving av anslagene for 2008

**3/2008:**

NIBOR-markedet  
Tiltak mot finanskrisen i Norge  
Hvordan påvirker finanskrisen veksten i norsk økonomi?  
Noen begivenheter i finansmarkedene siden juni

**2/2008:**

Underliggende inflasjon  
SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

**1/2008:**

Faktorer bak veksten i internasjonale og norske matvarepriser  
Kryssjekker for kronkursen  
Etterprøving av anslagene for 2007

**3/2007:**

Likviditetsstyringen i Norges Bank  
Tiltak fra sentralbankene i forbindelse med uroen i finansmarkedene  
Husholdningenes sparing  
Finanspolitikken og kommuneøkonomien  
Høye petroleumsinvesteringer  
NEMO – en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse

**2/2007:**

Er inflasjonen internasjonalt på vei opp?  
Hva skjer med produktivitsveksten?  
Hvor ofte endrer bedriftene sine priser?

**1/2007:**

Rammes verdensøkonomien av en konjunkturedgang i USA?  
Usikkerhet om lønnsveksten fremover  
Konkurransen og priser  
Etterprøving av anslagene for 2006

**3/2006:**

Usikkerheten i produksjonsgapet

**2/2006:**

Penger, kreditt og priser – en monetær kryssjekk  
Utenlandsk arbeidskraft i Norge  
Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i Fastlands-Norge

**1/2006:**

Valg av rentebane i prognosearbeidet  
Produktiviteten i Fastlands-Norge  
Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA  
Etterprøving av anslagene for 2005

## Publikasjoner i 2009 – 2011 på Norges Banks nettsider

### Aktuell kommentar

Serien består av kortere, signerte artikler om aktuelle økonomiske problemstillinger.

- 2/2011 *Husholdningens gjeldsbelastning fordelt over aldersgrupper.* Haakon Solheim og Bjørn Helge Vatne
- 1/2011 *Om nye virkemidler i pengepolitikken. Avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikk.* Ragna Alstadheim
- 7/2010 *Det norske markedet for statpapirer og obligasjoner med fortrinnsrett i lys av nye krav til bankenes likviditetsbuffer-* Haseeb Syed
- 6/2010 Ikke utgitt
- 5/2010 *KPIM: en modellbasert indikator for underliggende inflasjon.* Marius Nyborg Hov
- 4/2010 *Formuespriser, investeringer, kreditt og finansiell utsatthet.* Magdalena D. Riiser
- 3/2010 *Hva bestemmer utviklingen i langsiktige amerikanske statsrenter over tid?* Erlend Hellum
- 2/2010 *Offentlige finanser – den krevende veien tilbake til en bærekraftig situasjon.* Unni Larsen og Bente Støholen
- 1/2010 *Hva er nivået på den normale renten?* Tom Bernhardsen og Arne Kloster
- 9/2009 *Bolig og gjeld.* Bjørn Helge Vatne
- 8/2009 *Fremvoksende økonomier – en stadig større drivkraft for verdensøkonomien.* Sofie Jebsen, Unni Larsen og Bente Støholen
- 7/2009 *KPI-FV: En frekvensvektet indikator for underliggende prisvekst.* Agnes Marie Simensen og Fredrik Wulfsberg
- 6/2009 *En foreløpig stopp i arbeidsinnvandringen?* Kaj W. Halvorsen, Marie Norum Lerbak og Haakon Solheim
- 5/2009 *IMF i endring – Lån fra Norges Bank.* Morten Jonassen, Bente Støholen og Pål Winje
- 4/2009 *Har husholdningene for høy gjeld i forhold til inntekten?* Tor Oddvar Berge og Bjørn Helge Vatne
- 3/2009 *Norske kroner ingen trygg havn.* Aleksander Flatner
- 2/2009 *Sammenhengen mellom styringsrenten og pengemarkedsrentene.* Ida Wolden Bache og Tom Bernhardsen
- 1/2009 *Økte risikopremier på statsgjeld.* Tom Bernhardsen og Terje Åmås

### Staff Memo

Staff Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank.

- 10/2011 *Effects of a higher equity ratio on a bank's total funding costs and lending.* Bent Vale
- 9/2011 *Short-term forecasting of GDP and inflation in real-time: Norges Bank's system for averaging models.* Knut Are Aastveit, Karsten R. Gerdrup and Anne Sofie Jore
- 8/2011 *Sikkerhet for lån i Norges Bank – Virkningen av endringer i Norges Banks regelverk på bankenes verdipapirporteføljer og utstedelser.* Sigrid Igland og Johannes A. Skjeltorp
- 7/2011 *A financial conditions index for Norway.* Nikka Husom Vonen
- 6/2011 *On the purpose of models – The Norges Bank experience.* Karsten G. Gjerdrup and Jon Nicolaisen



- 5/2011 *Systemer for likviditetsstyring: Oppbygging og egenskaper.* Olav Syrstad
- 4/2011 *Renteanalysen.* Tom Bernhardsen,
- 3/2011 *Countercyclical capital buffer proposal: an analysis for Norway.* VO Thi Quynh Anh
- 2/2011 *Two essays on the magic number 4.* Sigbjørn Atle Berg, Jan F. Qvigstad and Nikka Husom Vonen
- 1/2011 *Norwegian overnight interbank interest rates.* Q. Farooq Akram and Casper Christophersen
- 13/2010 *Credit, asset prices and monetary policy.* Leif Brubakk and Gisle Natvik
- 12/2010 *Systemic surcharges and measures of systemic importance.* Sigbjørn Atle Berg
- 11/2010 *Monetary policy analysis in practice.* Ragna Alstadheim, Ida Wolden Bache, Amund Holmsen, Junior Maih and Øistein Røisland
- 10/2010 *Likviditetsstyringen i Norge og utviklingen i bankenes likviditet.* Erna Hoff
- 9/2010 *Aspects of the international monetary system: International reserves and international exchange rate regimes.* Ingimundur Fridriksson
- 8/2010 *Monetary policy analysis in practice – a conditional forecasting approach.* Ida Wolden Bache, Leif Brubakk, Anne Sofie Jore, Junior Maih and Jon Nicolaisen
- 7/2010 *En oversikt over Norges Banks analyser av kronekursen.* Alexander Flatner, Preben Holthe Tornes og Magne Østnor
- 6/2010 *Betalingskort og tosidige markeder – noen implikasjoner for policy.* Bent Vale
- 5/2010 *Calculation of weights for the regional network.* Kjetil Martinsen and Fredrik Wulfsberg
- 4/2010 *Liquidity management system: Floor or corridor?* Tom Bernhardsen and Arne Kloster
- 3/2010 *Risikopremien på norske kroner.* Leif Andreas Alendal
- 2/2010 *Background information, annual address 2010.* Norges Bank Monetary Policy
- 1/2010 *Dokumentasjon av enkelte beregninger til årstalen 2010.* Norges Bank Pengepolitikk
- 11/2009 *Beregning av vektorer til regionalt nettverk.* Kjetil Martinsen og Fredrik Wulfsberg
- 10/2009 *Banking crisis resolution policy – different country experiences.* David G. Mayes
- 9/2009 *Norges Bank. Grunntrekk i administrasjon, oppgaver og historie.* Egil Borlaug og Turid Wammer
- 8/2009 *Money and credit in Norway.* Christian Kascha
- 7/2009 *Grunnbalansen/The basic balance.* Kathrine Lund
- 6/2009 *Solvensavstand og andre risikoindikatorer for banker.* Per Atle Aronsen and Kjell Bjørn Nordal
- 5/2009 *Costs in the Norwegian payment system: questionnaires.* Olaf Gresvik og Harald Haare
- 4/2009 *Costs in the Norwegian payment system.* Olaf Gresvik and Harald Haare
- 3/2009 *Teknisk beregning av KPIXE.* Marius Nyborg Hov
- 2/2009 *Renter og rentemarginer.* Asbjørn Fidjestøl
- 1/2009 *Effekten av en inndragning av 50-øremynten på inflasjonen.* Fredrik Wulfsberg

## Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 3/11

Adecco Norge AS	Boligpartner AS	Ferner Jacobsen AS
Adecco Norge AS, Hamar	Boreal Transport Norge AS	Fesil AS
Adecco Norge AS, Tromsø	Bring Cargo AS	Figgjo AS
Advokatfirmaet Thommessen AS	Brødrene Harsjøen entreprenørforretning AS	Findus Norge AS
AF gruppen ASA	Bus Pro IPEC AS	Fjeldseth AS
Ahlsell Norge AS	Bygg og maskin AS	Fjord1 Sogn billag AS
AIT Otta AS	Byggmester Fritzøe AS	Flatøy møbler AS
Aker MH AS	Byggservice Nord-Østerdal AS	FMC BioPolymer AS
Alcoa Norway ANS	Bærum kommune	FMC Technologies AS
Allbygg Florø AS	Båtservicegruppen	Forestia AS
Alvdal kommune	Båtsfjordbruket AS	Foss fabrikk AS
Alvdal skurlag AL	CargoNet AS	Fundator AS
Alvdal Tynset sport AS	CC Mat AS	Furnes-Hamjern SCC AS
Amfi Namsos	Celsa armeringsstål AS	Furset gruppen AS
Anders O Grevstad AS	Choice Hotels Scandinavia ASA	Førde kommune
Arena treningssenter AS	Color Line AS	Gange Rolv AS
Arkitektfirmaet C. F. Møller Norge AS	Comhouse AS	Gauldal-Østerdal buss AS
Asko Agder AS	Contiga AS	Gausdal kommune
Asko Midt-Norge AS	Deloitte AS	Gausdal landhandleri AS
Avigo AS	Deloitte Innlandet	Gevir AS
Axess AS	Dinamo Norge AS	Gilje tre AS
B&T låsservice AS	Diplom-Is AS, Brevik	GK Norge AS
Bakehuset Nord-Norge AS	DnB NOR eiendom AS, Bodø	Grytnes betong AS
Bakers AS	Dromedar kaffebar AS	Gunvald Johansen handel AS
Bakke el-installasjon AS	Dvergsdal og Sunde bygg AS	Helgeland sparebank AS
Barel AS	E A Smith AS	Helly Hansen Group AS
Bech frisør AS	E. Flasnes transport AS	Helse Fonna HF
BecoTek AS	Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS	Helse Møre og Romsdal HF
Bekk Consulting AS	Eiendomsmegler Vest AS	Helse Nord RHF
Benteler Aluminium Systems Norway AS	Einar Øgrey Farsund AS	Herlige Stavanger restauranter AS
Bergen Group Kimek AS	Elko AS	Herøy kommune
Bertel O. Steen Hedmark og Oppland AS	Eltek ASA	Hoff norske potetindustrier SA
Bilia AS	Elverum kommune	Holberg forvaltning AS
Bilsenteret Namsos AS	Ernst & Young AS, Tromsø	Hotel Alexandra AS
Birger Pedersen AS	Expert AS	Hotel Continental AS
Birkenes kommune	Expert Langnes AS	Hovden møbel AS
Bodø kommune	Expert Molde	HTH AS
Bohus AS	Falkanger sko AS	Hunderfossen familiepark AS
	Fatland AS	Hurre Norway AS
	Faveo AS	Hydro aluminium AS
		Hå kommune

IKEA AS, Åsane	Møre og Romsdal kornsilo ANS	Prefecto AS
Ikon AS	Namsos kommune	Privatmegleren AS, Tønsberg
Inmedia AS	NAV Nord-Trøndelag	Proffice AS, Sandefjord
ISS Facility Services AS	NAV Vest-Agder	Protan AS
IT partner Tromsø AS	NCC Construction AS	Proxll AS
Johan Kjellmark AS	Nesje AS	Quality Hotel Augustin AS
Jærentreprenør AS	Nesseplast AS	Radisson Blu Hotel Norge, Bergen
Kirkenes byggservice AS	Nextgentel AS	Ragasco AS
Kirkenes trelast AS	Nielsen Norge AS	Randaberg kommune
KLP eiendom Trondheim AS	Nikita Hair AS	Rapp Hydema AS
Komplett ASA	Nilsson AS	Rasmus Tallaksen AS
Kontali analyse AS	Noca AS	Rasmussen K A AS
KPMG AS, Stavanger	Norautron AS	Rauma kommune
Kragerø kommune	Norbitech AS	Redcats AS
Krogsveen Hamar AS	Norconsult AS	Reinertsen AS
Kroken caravan AS	Nordlandsbanken ASA	Reitan servicehandel Norge AS
Kruse Smith AS, region vest	Norengros Johs Olsen AS	Rema 1000 Norge AS, region vest
Kvestor Pro AS	Norfolier AS	Restaurant smak AS
Kynningsrud AS	Norges handels- og sjøfarts- tidende AS	Restco AS
Landskapsentreprenørene AS	NorgesGruppen ASA	Revisorkonsult AS
Larsen Atterås & Brosvik AS	Norphil AS	Rica ishavshotell Tromsø
Lerøy Seafood Group ASA	Norsea Group AS	Risa AS
Lier kommune	Norsk sjømat AS	Risør kommune
Lillehammer kommune	Nor-sport Bodø AS	Rockwool AS
Litra AS	Nortura BA	Romsdal bygg AS
L'Oréal Norge AS	Notar eiendom Ålesund AS	Romsdals budstikke AS
LPO arkitekter AS	Notodden mur- og entreprenør- forretning AS	Rygge kommune
Lyngdal byggeforretning AS	Nova Sea AS	Rygge Vaaler sparebank
Lønsethagen auto AS	NVS AS	Rørøst hotell AS
M3 anlegg AS	Nycomed Pharma AS	Rørøst kommune
Magnor glassverk AS	Nye Unex AS	Rørøst slakteri AS
Majas salong AS	Obos	Rørøst tweed AS
Marché Restaurants Norge AS	Optimera AS	Saga Boats AS
Maske gruppen AS	Optimera AS, region vest	Sandnessjøen Engineering AS
MB hydraulikk AS	Optimera Dyrøy AS	Scandic Hotel Kristiansand
Melby snekkerverksted AS	Orkidéekspressen AS	SG finans AS, Trondheim
Mester grønn AS	Os ID AS	Siemens AS, Industry Solutions
Mills DA	Overhalla cementvare AS	Sinkaberg-Hansen AS
Moelven limtre AS	Peterson Linerboard AS	Sinus AS
Moelven van Severen AS	Peterson Linerboard AS, Ranheim	Skagerak energi AS
Moelven Våler AS	Pikasso dame- og herrefrisør AS	Skedsmo kommune
Momek Group AS	Plasto AS	Skretting AS
mpDesign AS	Plastsveis AS	Slagen gruppen
Multi Phase Meters AS		Solem arkitektur AS
Møller bil Haugesund AS		Spar kjøp AS

Sparebank 1 gruppen AS	Veidekke entreprenør AS,
Sparebank 1 SMN	Indre Østland
Sparebank 1 Søre Sunnmøre avd. Volda	Veidekke industri AS, region Midt-Norge
Sparebanken Møre region Romsdal og Nordmøre	Via Travel Norge AS
Sparebanken Pluss	Via Travel, Bodø
Sperre støperi AS	Vital eiendom AS
Sport 1 gruppen AS	Vizrt Ltd
Stavanger kommune	Volmax AS
Steni AS	Weatherford Laboratories AS
Stiftelsen Akvariet i Bergen	Weatherford Norge AS
Stjern AS	Westco miljø AS
Stordal møbler AS	Westcon Yards AS
Storvik AS	Westnofa industrier AS
Strømsholm fiskeindustri AS	Widerøe Internet AS
Sunnmørsposten AS	XXL sport & villmark AS, Kristiansand
Sveins auto AS	YIT Building Systems AS, Kristiansand
Sykehuset Østfold HF	YIT Building Systems AS, Ålesund
Södra interiør AS	
Sørlandet sykehus HF	
Sør-Norge Aluminium AS	
Sør-Trøndelag fylkeskommune	
Sør-Varanger kommune	
Tamnes transport AS	
TeleD AS	
Telenor Norge	
Terra Aktiv eiendomsmegling AS	
Th Mathisen sølvarefabrikk AS	
Ticket feriereiser AS	
Time sparebank	
Tine meieriet Sør BA	
Toten sparebank	
Toyota Førde AS	
Trafikk & anlegg AS	
Trend trim Lillesand AS	
Treningscenteret Moldehallen	
Trenor vindu AS	
Tryg forsikring	
Tuboscope Norge AS, Florø	
TVNorge AS	
Tynset kommune	
Tyrholm & Farstad AS	
Tønnesen sko AS	
Vefsn kommune	

## Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente <sup>1)</sup>	Endring
<b>19. oktober 2011</b>	<b>2,25</b>	<b>0</b>
21. september 2011	2,25	0
10. august 2011	2,25	0
22. juni 2011	2,25	0
12. mai 2011	2,25	+0,25
16. mars 2011	2,00	0
26. januar 2011	2,00	0
15. desember 2010	2,00	0
27. oktober 2010	2,00	0
22. september 2010	2,00	0
11. august 2010	2,00	0
23. juni 2010	2,00	0
5. mai 2010	2,00	+0,25
24. mars 2010	1,75	0
3. februar 2010	1,75	0
16. desember 2009	1,75	+0,25
28. oktober 2009	1,50	+0,25
23. september 2009	1,25	0
12. august 2009	1,25	0
17. juni 2009	1,25	-0,25
6. mai 2009	1,50	-0,50
25. mars 2009	2,00	-0,50
4. februar 2009	2,50	-0,50
17. desember 2008	3,00	-1,75
29. oktober 2008	4,75	-0,50
15. oktober 2008	5,25	-0,50
24. september 2008	5,75	0
13. august 2008	5,75	0
25. juni 2008	5,75	+0,25
28. mai 2008	5,50	0
23. april 2008	5,50	+0,25
13. mars 2008	5,25	0
23. januar 2008	5,25	0
12. desember 2007	5,25	+0,25
31. oktober 2007	5,00	0
26. september 2007	5,00	+0,25

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

## Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før		BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer <sup>1)</sup>	Eksport F-Norge <sup>2)</sup>	Import
2007		2,7	5,6	5,4	3,0	15,7	6,3	8,8	8,6
2008		0,7	1,8	1,6	4,1	-0,8	5,1	4,1	4,3
2009		-1,7	-1,8	0,2	4,8	-10,9	5,8	-5,4	-11,7
2010		0,3	2,1	3,7	2,2	-3,1	-12,4	3,0	9,0
2010 <sup>3)</sup>	3. kv	-1,7	0,9	1,1	1,2	-1,2	-14,4	7,7	-1,5
	4. kv	2,3	0,4	1,2	-0,6	7,2	13,2	-5,0	0,6
2011 <sup>3)</sup>	1. kv	-0,6	0,5	0,3	0,1	-1,5	0,8	0,1	10,5
	2. kv	0,4	1,0	0,7	1,0	1,4	6,4	3,1	-8,4
Nivå 2010, mrd. kroner		2 496	1 937	1 073	558	357	124	444	715

<sup>1)</sup> Utvinning og rørtransport

<sup>2)</sup> Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

<sup>3)</sup> Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/ tolvmåneders- vekst i prosent		KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPIXE <sup>2)</sup>	KPI-JA <sup>3)</sup>	KPI-JE <sup>4)</sup>	HKPI <sup>5)</sup>
2007		0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008		3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009		2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010		2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,4
2011	jan	2,0	0,7	1,0	1,9	0,7	2,0
	feb	1,2	0,8	1,1	1,0	0,9	1,1
	mar	1,0	0,8	1,2	0,8	1,1	0,9
	apr	1,3	1,3	1,6	1,2	1,5	1,3
	mai	1,6	1,0	1,2	1,4	1,2	1,6
	jun	1,3	0,7	0,8	1,1	0,8	1,3
	juli	1,6	1,2	1,3	1,5	1,2	1,5
	aug	1,3	0,8	0,9	1,2	0,8	1,3
	sep	1,6	1,2	1,3	1,4	1,3	1,6

<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

<sup>3)</sup> KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

<sup>4)</sup> KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2010	2010	Anslag			
			2011	2012	2013	2014
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,5	1½	1½	2	2¼
KPI-JAE <sup>1)</sup>		1,4	1	1¾	2¼	2¼
KPIXE <sup>2)</sup>		1,7	1¼	1½	2	2¼
Årslønn <sup>3)</sup>		3,7	4¼	4¼	4½	4¾
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	2 496	0,3	1½	3	2½	2¼
BNP for Fastlands-Norge	1 937	2,1	2¾	3¾	3¼	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>4)</sup>		-0,8	0	¼	¾	¾
Sysselsetting, personer, KNR		-0,2	1	1¼	1¼	1¼
Arbeidsstyrke, AKU		0,5	¾	1¼	1¼	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,6	3¼	3	3	3
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,9	2¾	2½	2½	2½
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5)</sup>	1 988	2,0	3½	4	3¾	2¾
- Privat konsum	1 073	3,7	2¾	4½	4½	3
- Offentlig konsum	558	2,2	2	1¾	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	357	-3,1	8	6½	.	.
Petroleumsinvesteringer <sup>6)</sup>	124	-12,4	12¾	14	5½	4
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>7)</sup>	444	3,0	1½	3	.	.
Import	715	9,0	7	3½	.	.
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>8)</sup>		1,9	2¼	2¼	3	3¾
Importveid valutakurs (I-44) <sup>9)</sup>		90,3	88	88½	89¼	89¾

<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

<sup>3)</sup> Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

<sup>5)</sup> Privat og offentlig konsum og brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge

<sup>6)</sup> Utvinning og rørtransport

<sup>7)</sup> Tradisjonelle varer, reisetraffikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

<sup>8)</sup> Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

<sup>9)</sup> Nivå. Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

- Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 3 – oktober

**2011**