



NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

2 | 11

juni

Norges Banks rapportserie nr. 3-2011



Pengepolitisk rapport  
2/2011



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 27. april 2011 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 8. juni drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene og hovedlinjene i pengepolitikken. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 22. juni en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 19. oktober. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering". I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 10. august, 21. september og 19. oktober.

# 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 1/11	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
Vedlegg	35
Oversikt over utdypinger 2006 – 2011	37
Oversikt over publikasjoner i 2009 – 2011 på Norges Banks nettsider	38
Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk	40
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	43
Tabeller og detaljerte anslag	44

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 16. juni 2011.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 22. juni 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

Norges Banks hovedstyre drøftet i sitt møte 8. juni hovedlinjene i pengepolitikken og intervallet for styringsrenten for perioden fram til neste pengepolitiske rapport presenteres 19. oktober. Det endelige vedtaket om intervallet for styringsrenten for perioden ble fattet etter hovedstyrets drøfting i møtet 22. juni.

Hovedstyret har festet seg ved følgende utviklingstrekk:

Statsgjeldskrisen i enkelte land i euroområdet og tegn til svakere vekst i amerikansk økonomi har igjen ført til uro i finansmarkedene. Det ser ut til at veksten i verdensøkonomien samlet holder seg oppe, men det er betydelige forskjeller mellom regioner og land. Det har vært høy vekst i Asia og Sør-Amerika og i etterspørselen etter råvarer. I Europa er utviklingen todelt. Det har vært til dels sterk oppgang i Nord-Europa. Økte råvarepriser har gitt tiltakende konsumprisvekst, og både Den europeiske sentralbanken og Sveriges Riksbank satte opp renten i april. På den andre siden er det utsikter til svak vekst eller nedgang i Sør-Europa og Irland. I USA og Storbritannia kan veksten den nærmeste tiden dempes fordi budsjettpolitikken må strammes til. Arbeidsledigheten er fortsatt høy i mange av OECD-landene. Forventningene til rentene hos våre handelspartnere fremover er samlet sett noe lavere enn det så ut til i mars. I anslagene i denne rapporten er det lagt til grunn at gjeldskrisen i Hellas blir håndtert på en måte som ikke fører til vesentlige ringvirkninger for andre land i euroområdet.

Her hjemme ventes den underliggende inflasjonen å holde seg lav enda noen kvartaler, men det er flere forhold som tilsier at prisstigningen etter hvert vil ta seg opp. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har økt og er nå trolig nær et normalt nivå. Arbeidsledigheten har falt noe mer enn ventet, og lønnsveksten tiltar. Det er også tegn til at den økende prisveksten ute slår gjennom i norske konsumpriser.

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 peker i retning av at styringsrenten settes videre opp. Oppgangen i renten forventes i hovedsak å følge anslagene som ble lagt fram i forrige pengepolitiske rapport, men den kan komme litt tidligere. Inflasjonen ventes å ta seg opp mot 2,5 prosent i løpet av de neste to årene. Veksten i norsk økonomi ventes i samme periode å ligge mellom 3 og 4 prosent, blant annet med bakgrunn i en markert oppgang i investeringene. Kapasitetsutnyttningen anslås å øke ytterligere før den igjen vender tilbake til et normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

I sin drøfting la hovedstyret vekt på at det nå er tegn til at arbeidsmarkedet strammes til selv om innvandringen er høy. Arbeidsledigheten går ned noe raskere, og lønnsveksten tiltar litt mer enn ventet. Det er også tegn til mangel på enkelte typer arbeidskraft, blant annet ingeniører i industri, bygg og anlegg. Samtidig vil den høye befolkningsveksten øke etterspørselen etter varer og tjenester, herunder boligjenester. Det er oppgang i boligprisene og i leiemarkedet i byene, og boliginvesteringene tiltar raskt. På den andre siden tyder tallene fra det regionale nettverket på at bedriftene foreløpig ikke opplever noen vesentlig mangel på arbeidskraft. Det kan henge sammen med at det er god tilgang på enkelte typer arbeidskraft fra utlandet. Utsiktene for verdensøkonomien synes nå noe mer usikre, til tross for at oppgangen hittil har vært noe sterkere enn ventet. Nedgangen i de forventede rentene hos våre handelspartnere og svake tall for amerikansk økonomi den siste tiden, gjenspeiler en risiko for svakere vekst. Gjeldssituasjonen i Europa forsterker dette inntrykket.

Forskjellene mellom norsk og internasjonal økonomi innebærer en risiko for at kronen styrker seg slik at inflasjonen blir for lav. Det taler for å gå forsiktig fram i rentesettingen. På den andre siden har erfaring vist at lønns- og prisveksten raskt kan skyte fart når kapasitetsutnyttningen i økonomien er kommet opp på et høyt nivå. Risikoen for at en lav rente kan gi opphav til ubalanser i

realøkonomien og en kraftig oppgang i lønns- og prisstigningen noe lenger fram i tid taler for å sette renten videre opp.

Hovedstyret mener samlet sett at renten bør settes gradvis opp gjennom andre halvår slik utsiktene og risikobildet nå fremstår. En uventet sterk økning i aktiviteten eller i pris- og kostnadsveksten vil kunne føre til en mer markert oppgang i renten enn vi nå ser for oss. Skulle uroen i finansmarkedet slå ut i betydelig svakere vekst eller kronen styrke seg vesentlig, kan økningen i renten bli skjøvet ut i tid.

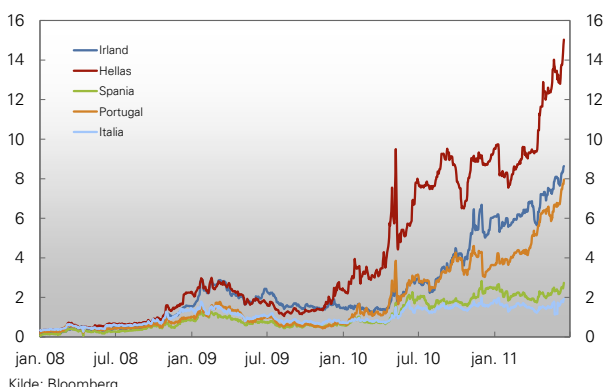
Hovedstyret vedtok på sitt møte 22. juni at styringsrenten bør ligge i intervallet  $2\frac{1}{4}$ – $3\frac{1}{4}$  prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 19. oktober, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

På møtet 22. juni vedtok hovedstyret å holde styringsrenten uendret på 2,25 prosent.

Øystein Olsen  
22. juni 2011

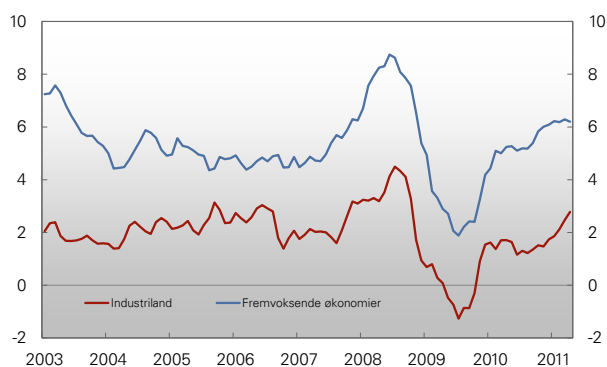


Figur 1.1 Effektiv avkastning på 10-års statsobligasjoner. Differanse mot Tyskland. Prosentenheter. 1. januar 2008 – 16. juni 2011



Kilde: Bloomberg

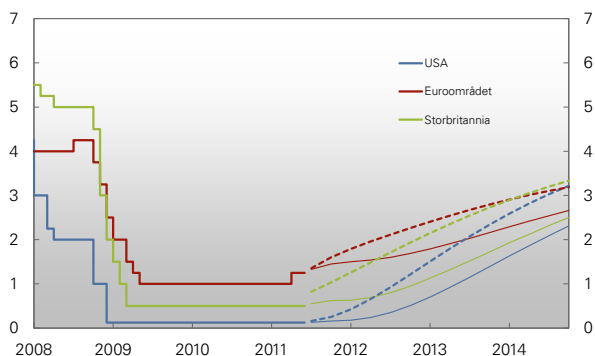
Figur 1.2 Konsumpriser i G20 – Industriland<sup>1)</sup> og fremvoksende økonomier.<sup>2)</sup> Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2003 – april 2011



1) Fra Europa er euroområdet og Storbritannia inkludert  
2) Vektet med BNP-vekter (PPP)

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 10. mars 2011 og 16. juni 2011<sup>1)</sup>. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2014<sup>2)</sup>



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 10. mars 2011. Tynne linjer viser terminrenter per 16. juni 2011. Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter  
2) Dagstall fra 1. januar 2008 og kvartalstall per 16. juni 2011

Kilder: Bloomberg L.P. og Norges Bank

# 1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

## Den økonomiske situasjonen

Veksten i verdensøkonomien holder seg oppe, men det er betydelige forskjeller mellom regioner og land. I euroområdet har det vært god vekst i Tyskland, Finland, Frankrike og Nederland, mens det er økonomisk nedgang i Irland, Hellas og Portugal. Arbeidsledigheten i euroområdet samlet har ligget stabilt på rundt 10 prosent det siste året. I USA har den økonomiske veksten avtatt i år, og arbeidsledigheten er fortsatt rundt 9 prosent. Fremvoksende økonomier i Asia vokser fortsatt raskt selv om veksttakten har avtatt noe.

Det har igjen oppstått uro og usikkerhet i finansmarkedene som følge av statsgjeldskrisen i enkelte land i euroområdet. Rentene på statsobligasjoner i Hellas, Irland og Portugal har fortsatt å stige til tross for omfattende låne- og stabilitetsprogrammer, se figur 1.1. I anslagene er det lagt til grunn at gjeldskrisen blir håndtert på en måte som ikke fører til vesentlige ringvirkninger for andre land i euroområdet. Fremover venter vi en moderat vekst i verdensøkonomien på linje med anslagene i forrige rapport, se nærmere omtale i kapittel 2.

Energi- og råvareprisene er fortsatt høye, men har falt noe tilbake fra de høye nivåene tidligere i år. Sammen med en kraftig vekst i matvareprisene har det gitt et oppsving i konsumprisveksten ute, se figur 1.2. Også prisveksten utenom mat og energi er på vei opp, spesielt i fremvoksende økonomier. Flere av disse landene har strammet til pengepolitikken på grunn av tiltakende prisvekst. Også Den europeiske sentralbanken (ESB) og Sveriges Riksbank satte opp sine styringsrenter i april. Det er usikkert hvordan de svake statsfinansene i Sør-Europa og Irland vil påvirke den økonomiske utviklingen. Uroen i finansmarkedene og den økte usikkerheten har trolig bidratt til at den forventede videre oppgangen i styringsrentene ute er blitt skjøvet noe ut i tid. Rente-forventningene har falt både i euroområdet, Storbritannia og USA, se figur 1.3. De langsiktige rentene er igjen svært

lave, se figur 1.4. Globale aksjeindekser har falt og er nær nivåene rett etter jordskjelvet i Japan i mars.

Veksten i norsk økonomi har fått godt feste. Særlig tiltar boligbyggingen, og investeringene i petroleumsvirksomheten har steget mye. Husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester har utviklet seg nokså moderat så langt i år etter å ha vokst mye mot slutten av fjoråret, og husholdningenes sparing er fortsatt høy. BNP for Fastlands-Norge økte ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall med 2,7 prosent fra første kvartal 2010 til første kvartal 2011. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i begynnelsen av mai at utsiktene er noe bedret, se figur 1.5.

Den registrerte arbeidsledigheten er kommet ned raskere enn vi så for oss i mars og var i mai 2,7 prosent korrigert for sesongvariasjoner. Utfallet av lønnsoppgjørene tyder på at lønnsveksten i år kan bli noe høyere enn tidligere anslått. Sammen med nedgangen i arbeidsledigheten er det et uttrykk for økt press i økonomien. Samlet anslår vi at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi nå er nær et normalt nivå.

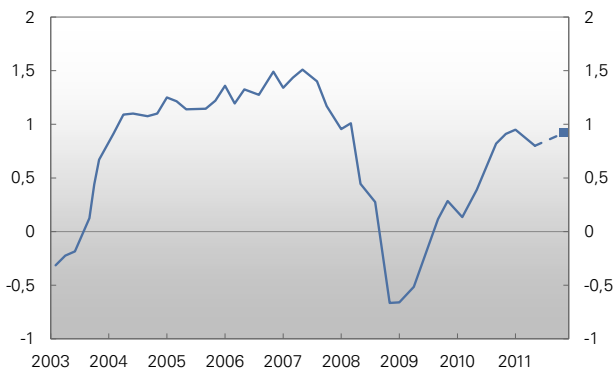
Inflasjonen er lav. Den underliggende inflasjonen er i området 1¼–1½ prosent, se figur 1.6. Moderat lønnsvekst de siste par årene, en sterk krone og økt import fra lavkostnadsland har bidratt til å holde inflasjonen nede. Kronen har svingt en del og har i andre kvartal vært sterkere enn vi anslo i mars.

Figur 1.4 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2003 – 16. juni 2011



Kilde: Thomson Reuters

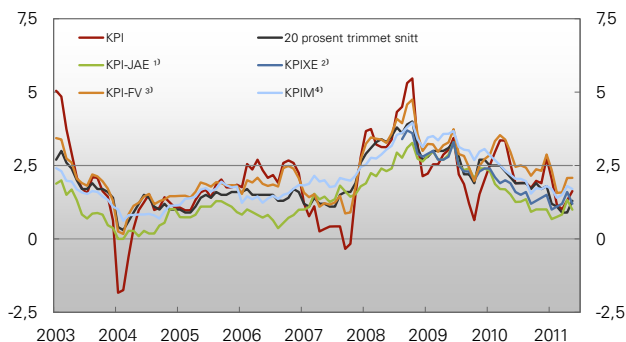
Figur 1.5 Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder. Prosent. 2003 – 2011<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Siste observasjon i Regionalt nettverk er fra mai 2011

Kilde: Norges Bank

Figur 1.6 Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2003 – mai 2011



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

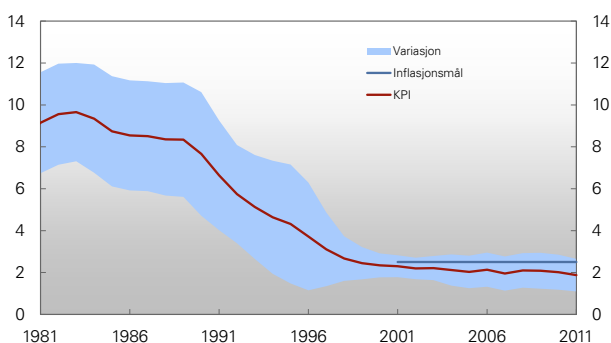
<sup>2)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank

<sup>3)</sup> KPI justert for frekvens av prisendringer. Se *Aktuell kommentar* 7/2009 fra Norges Bank

<sup>4)</sup> Modellbasert indikator for underliggende inflasjon. Se *Aktuell kommentar* 5/2010 fra Norges Bank

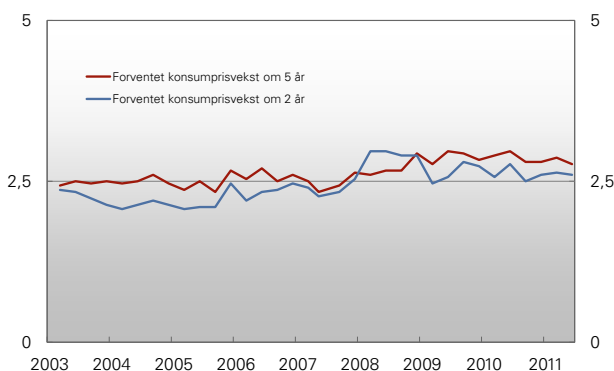
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI<sup>3)</sup>. Prosent. 1981 – 2011



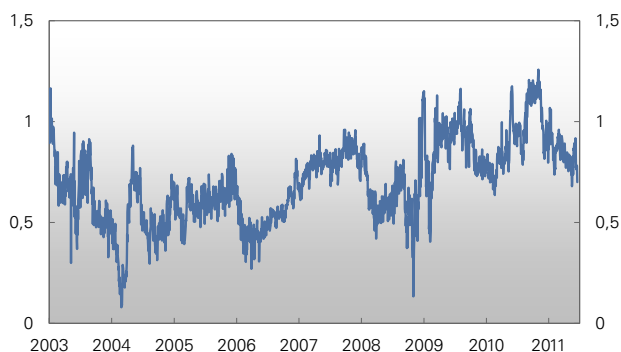
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake  
 2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik  
 3) I beregningen er anslag for KPI fra denne rapporten lagt til grunn  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2011



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

Figur 1.9 Differansen mellom femårs terminrenter<sup>1)</sup> om fem år i Norge og euroområdet.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. januar 2003 – 16. juni 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

## Utsiktene fremover

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 1.7. De langsiktige inflasjonsforventningene ser ut til å være stabile, både slik de kommer til uttrykk i Perducos forventningsundersøkelse og målt som differansen mellom Norges og euroområdet forventede femårsrenter om fem år, se figur 1.8 og 1.9.

I kjølvannet av den internasjonale finanskrisen ble styringsrenten i Norge betydelig redusert høsten 2008 og i første halvår 2009 for å dempe utslagene på norsk økonomi og motvirke at inflasjonen skulle bli for lav. Styringsrenten er hevet med til sammen 1 prosentenheter siden oktober 2009 og er nå 2,25 prosent. Renten ble sist satt opp i mai i år. Da vi la fram Pengepolitisk rapport 1/11 i mars, var det utsikter til at inflasjonen ville holde seg lav en stund og deretter gradvis øke opp mot 2,5 prosent. Kapasitetsutnyttningen var ventet å være tilbake på et normalt nivå høsten 2011. Våre analyser tilsa da at styringsrenten ville øke til 3,5 prosent fram til neste sommer, og deretter gradvis opp mot om lag 5 prosent i 2014.

Det ser ut til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er kommet noe raskere opp enn vi så for oss i mars. Arbeidsledigheten er lavere enn ventet. Det er utsikter til at kapasitetsutnyttningen vil stige ytterligere og ledigheten falle videre. Den lave renten, god inntektsvekst og høy befolkningsvekst ventes å gi et oppsving i produksjon, sysselsetting, forbruk og investeringer. Boliginvesteringene ventes å øke markert, blant annet som følge av den høye befolkningsveksten. Det er også planlagt et høyt nivå på investeringer i petroleumsvirksomheten fremover. Forbruksveksten ventes også å ta seg opp. Høy gjeldsbelastning og utsikter til høyere renter kan likevel bidra til å holde sparingen oppe fremover, se figur 1.10. Kostnadsnivået i Norge har fortsatt å øke sammenliknet med utlandet, se figur 1.11. Sammen med økt usikkerhet om utviklingen ute og uro i finansmarkedene kan dette bidra til å dempe veksten i eksporten og i bedriftenes investeringer.

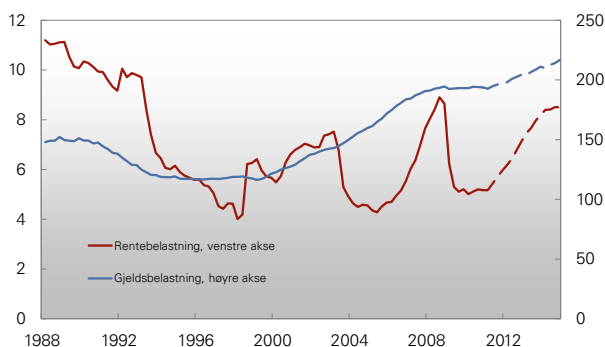
Den underliggende inflasjonen ventes å holde seg lav enda noen kvartaler, men det er nå flere holdepunkter for at prisveksten etter hvert skal opp. Lønnsveksten i år ser ut til å bli sterkere enn anslått. Fremover vil høy vekst i sysselsettingen og noe lavere arbeidsledighet legge ytterligere press på lønnsveksten. Økt kapasitetsutnyttning og god vekst i husholdningenes inntekter og forbruk vil trolig gjøre det lettere for bedriftene å velte høyere kostnader over i prisene på konsumvarer og tjenester. I tillegg har vi allerede sett at høyere råvarepriser og oppgangen i prisstigningen ute virker inn på utsalgsprisene på importerte varer.

Renten blir satt slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent over tid. Renten har vært lav lenge.

Hensynet til å stabilisere aktiviteten og inflasjonen et stykke fram i tid taler for at renten bør settes videre opp fra dagens lave nivå. Vi har tidligere erfart at lønns- og prisveksten raskt kan skyte fart når kapasitetsutnyttningen i økonomien er høy. Dersom renten holdes lav for lenge, er det en risiko for at inflasjonen raskt kommer over inflasjonsmålet, oppsvinget i økonomien blir for stort og formuespriser og gjeldsvekst tiltar. Da vil renten måtte økes desto mer senere. Ser vi på innenlandske forhold alene burde derfor styringsrenten vært noe høyere enn den er i dag. Høyere kapasitetsutnyttning, lavere ledighet og utsikter til noe høyere inflasjon taler for at oppgangen i renten bør komme tidligere enn vi anslo sist.

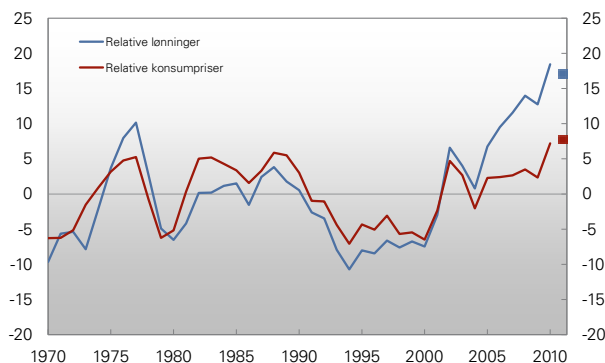
På den andre siden er inflasjonen lav og kronen er sterk. Det er fortsatt utsikter til svært lave styringsrenter ute, og den forventede oppgangen i rentene er blitt skjøvet ut i tid siden forrige rapport, se figur 1.12. Usikkerheten om hvordan de svake statsfinansene i Sør-Europa og Irland vil påvirke den økonomiske utviklingen i Europa synes å ha økt, og det har igjen vært uro i finansmarkedene. En markert renteøkning i Norge og høy rentedifferanse mot utlandet gir risiko for sterkere krone slik at inflasjonen blir for lav. Det taler for å gå gradvis fram i rentesettingen. En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet taler for at renten økes gradvis fremover, se figur 1.13 a–d. Oppgangen i renten følger i hovedsak banen som ble lagt fram i forrige pengepolitiske rapport, men den

Figur 1.10 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> og rentebelastning<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2014



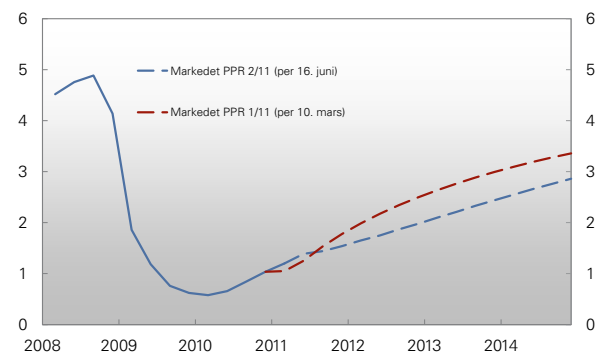
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 - 2005 og innløsning/hedsettelse av egenkapital 2006 - 2014.  
2) Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 - 2005 og innløsning/hedsettelse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

Figur 1.11 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970 – 2010. Årstall. Prosent. 1970 – 2011<sup>1)</sup>



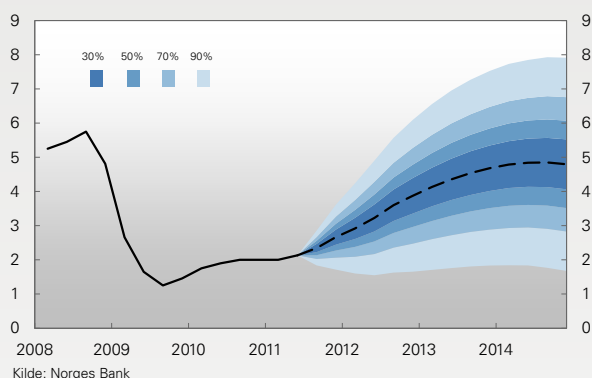
1) Punktene viser gjennomsnitt for utviklingen hittil i 2011. Stigende kurve indikerer svakere konkurranseevne  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

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



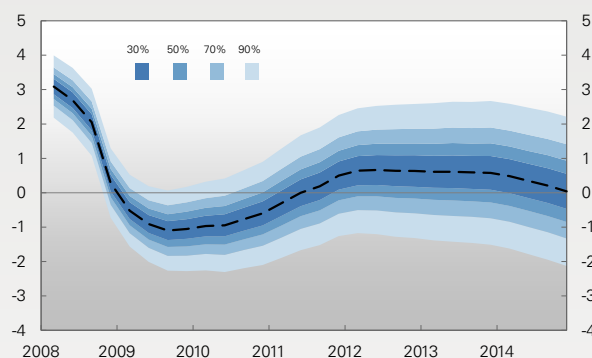
1) Markedsrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.13a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



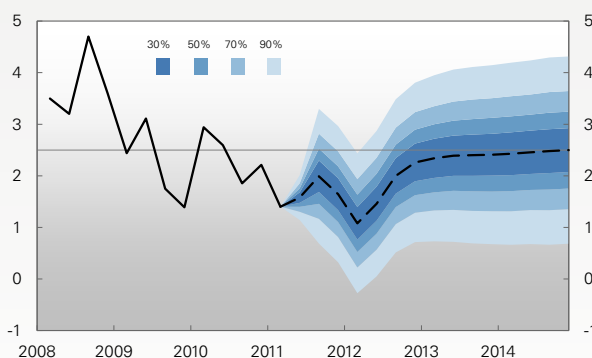
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



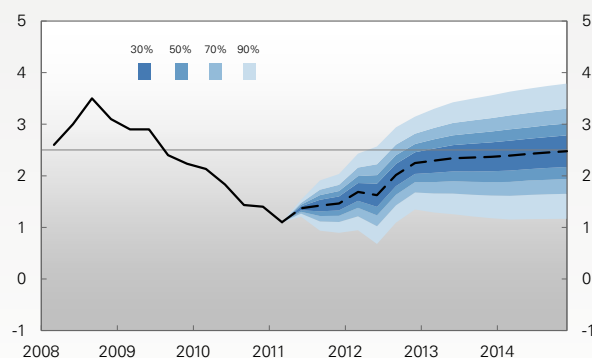
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13d Anslag på KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



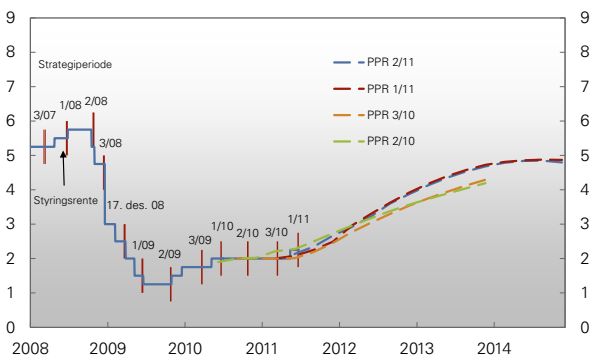
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank  
Kilde: Norges Bank

kan komme litt tidligere, se figur 1.14 og egen ramme på side 20. Vi anslår nå styringsrenten til  $2\frac{3}{4}$ –3 prosent ved årsskiftet. Vi legger til grunn at forskjellen mellom tre-måneders pengemarkedsrente og styringsrenten gradvis avtar fra dagens nivå på 0,5 prosentenheter til om lag 0,25 prosentenheter i løpet av det neste året, se figur 1.15. Rentedifferansen mot utlandet ventes å øke noe, og kronen ventes å holde seg forholdsvis sterk, se figur 1.16.

Med dette forløpet for renten og øvrige forutsetninger anslår vi at inflasjonen begynner å tilta rundt årsskiftet og øker videre opp mot inflasjonsmålet gjennom 2012, se figur 1.17. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen blir

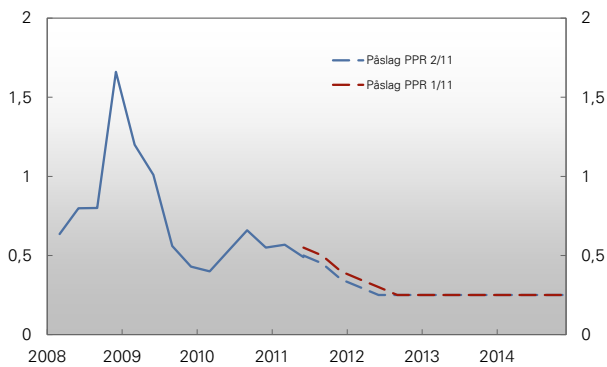
liggende noe over sitt normale nivå de nærmeste årene før den avtar litt igjen. Den registrerte arbeidsledigheten anslås å falle til  $2\frac{1}{4}$  prosent. Vi venter at lønnsveksten tar seg opp til  $4\frac{3}{4}$  prosent i 2012 og 2013.

Figur 1.14 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling<sup>1)</sup> og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2014



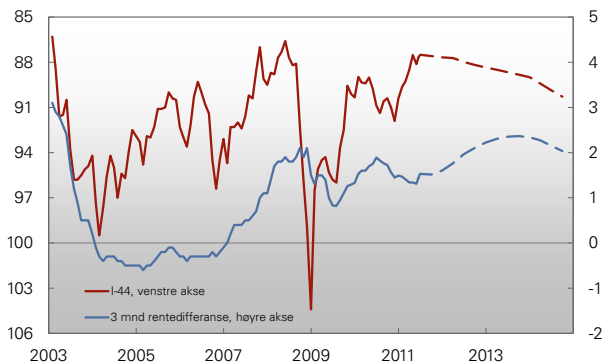
1) Hovedstyrets rentebeslutning 22. juni 2011 er ikke innarbeidet  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Påslag i det norske pengemarkedet.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



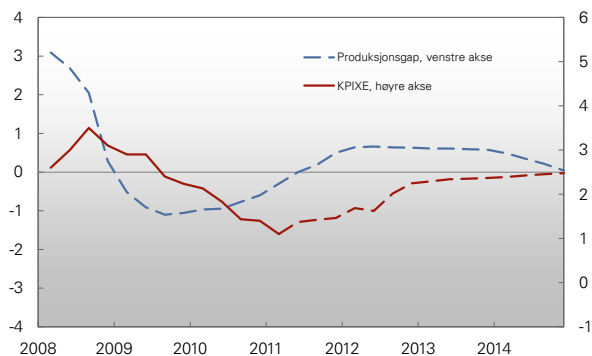
1) Norges Banks anslag fra 2. kvartal 2011  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnerne og importveid valutakurs (I-44)<sup>2)</sup>. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2003 – desember 2014



1) For Norge er det styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet, omgjort til tremånedersrenter  
2) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.17 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

## 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 kronekursen 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 reaksjonsmønster.

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). Siden Pengepolitisk rapport 1/11 har vi estimert modellen på nytt. Det har medført visse endringer i parametrene i modellen, inkludert  $\lambda$  i tapsfunksjonen. Hensynet til konsistent reaksjonsmønster over tid taler for å tallfeste parametrene i tapsfunksjonen i samsvar med bankens tidligere handlingsmønster.  $\lambda=0,5$  er konsistent med handlingsmønsteret lagt til grunn i forrige rapport.

## 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 hensynene veies mot hverandre.

Figurene 1.18 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når de ulike kriteriene er oppfylt.<sup>1</sup>

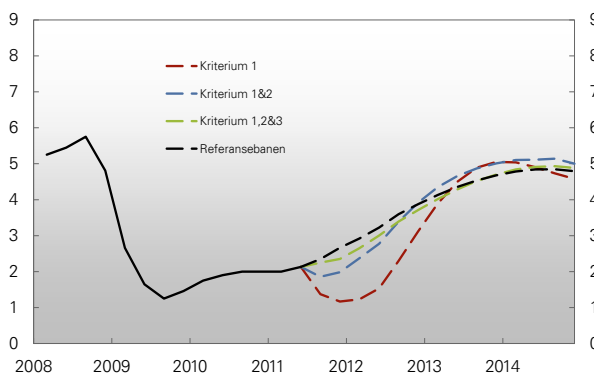
Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til å få inflasjonen raskt tilbake til målet, ville styringsrenten bli satt raskt ned mot 1 prosent. Da ville inflasjonen komme opp i løpet av kortere tid, men det ville samtidig blitt større svingninger i produksjon og sysselsetting. Renten ville deretter måtte økes kraftig for å unngå for høy inflasjon lenger fram i tid, se kriterium 1 i figur 1.18 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 1.18 a-c), vil styringsrenten få et jevnere forløp. Da tar det noe lenger tid før inflasjonen er tilbake mot målet, men utviklingen i realøkonomien blir mer stabil, og vi unngår store utslag i produksjon og sysselsetting.

Normalt tar vi hensyn til at renten bør endres gradvis (kriterium 3), slik at vi unngår brå skift i pengepolitikken og løpende kan vurdere virkningene av renteendringen. Som det fremgår av figurene 1.18 a-c, bidrar dette kriteriet til en litt tidligere økning i renten enn prognosen basert på kriterium 1 og 2.

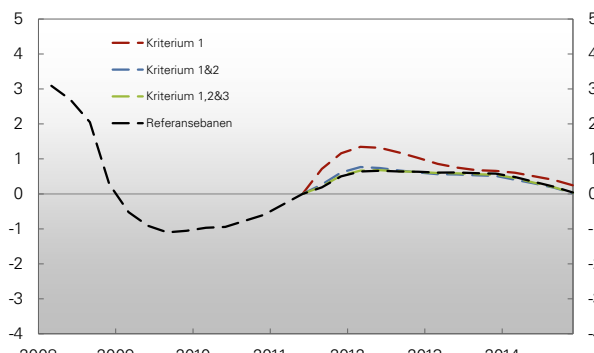
Enkle pengepolitiske regler kan være robuste overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Pengepolitikken kan bli mindre sårbar mot svakheter i analyse-

Figur 1.18a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



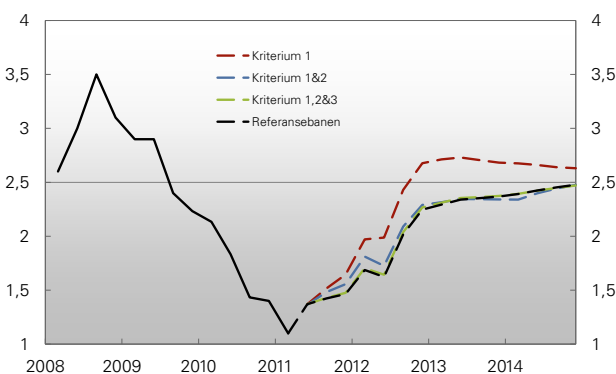
Kilde: Norges Bank

Figur 1.18b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

Figur 1.18c KPIXE<sup>1)</sup>. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014

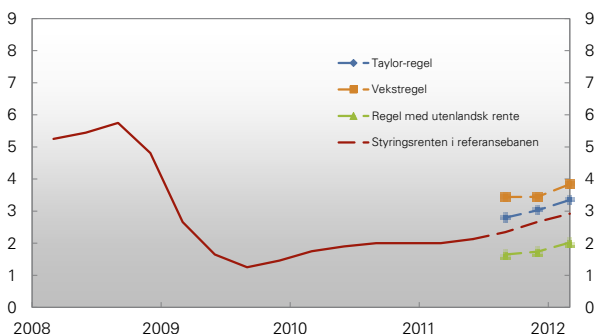


1) KPI justert for avgiftsendring og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank. Kilde: Norges Bank

1 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO.

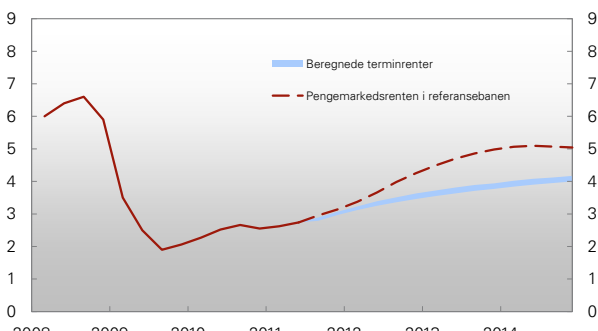


Figur 1.19 Styringsrente og beregnede enkle renteregler.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2012



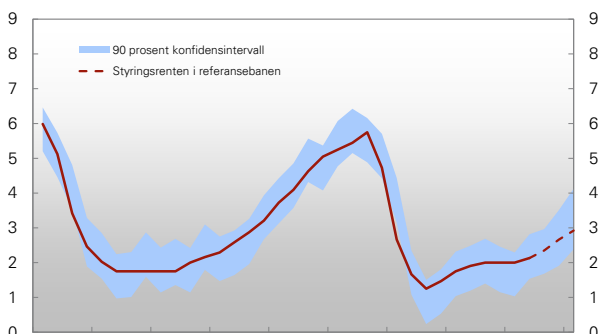
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgapet, konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.20 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



1) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet, omgjort til tremåneders pengemarkedsrente  
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 3. juni – 16. juni 2011  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.21 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2012



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

apparatet om det også legges noe vekt på slike enkle regler. I analysen legger vi derfor en viss vekt på Taylor-regelen, som tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet og det normale nivået på renten. Som det fremgår av figur 1.18 a-c (svart linje) bidrar dette kriteriet til å trekke styringsrenten ytterligere litt opp sammenliknet med prognosen basert på de tre første kriteriene.

Regler som tar utgangspunkt i inflasjonen og produksjonen tilsier at styringsrenten skulle vært noe høyere enn den er i dag, se blå og gule linjer i figur 1.19.<sup>2</sup> En enkel pengepolitisk regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet, tilsier at styringsrenten i dag burde vært noe lavere, se grønn linje i figur 1.19.<sup>3</sup>

Terminrentene i pengemarkedet er en annen kryssjekk for renteprognosen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter en noe langsommere oppgang i pengemarkedsrentene det neste året enn vi nå anslår, se figur 1.20. Også lenger fram ligger terminrentene lavere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten. Det kan henge sammen med at rentene hos våre handelspartnere fortsatt er lave. Uroen knyttet til langsiktige rentepapirer i Europa gjør det for tiden vanskelig å tolke bevegelsene i disse rentene.

Hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renteprognosen. Figur 1.21 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 med anslaget fra den estimerte renteregelen, se figur 1.21.

2) Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet, inflasjonen og nivået på renten. Vekstregelen tar utgangspunkt i veksten i BNP og inflasjonen.

3) 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.

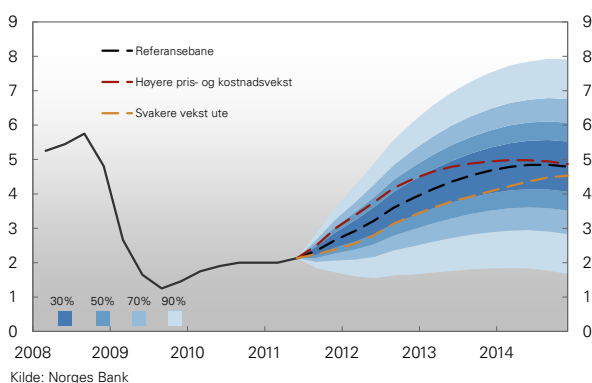
Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.22 a-d. Bredden på viftene er basert på observasjoner av utslag i de ulike størrelsene som har funnet sted tidligere, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.

Det er usikkert hvordan de svake statsfinansene i Sør-Europa og Irland vil påvirke den økonomiske utviklingen i Europa. Det har igjen vært uro i finansmarkedene og det har kommet informasjon som tyder på at oppgangen i USA har vært svakere enn tidligere ventet. Vi kan ikke utelukke at uroen vil vare ved og spre seg og at veksten i verdensøkonomien igjen avtar vesentlig.

I figurene 1.22 a-c (gule linjer) illustreres virkningen av en svakere utvikling ute. Vi har i denne illustrasjonen lagt til grunn at både veksten, inflasjonen og rentene ute blir lavere enn i referansebanen, men også at aktiviteten blir dempet her hjemme. Kronen kan komme til å styrke seg. Da vil inflasjonen trolig bli lavere enn ventet, både som følge av lavere prisimpulser utenfra, svakere etter-spørsel her hjemme og en sterkere krone. I et slikt alternativ vil oppgangen i renten bli skjøvet ut i tid, se figur 1.22 a-d. Det vil motvirke nedgangen i aktiviteten og sørge for at inflasjonen likevel etter hvert kommer opp.

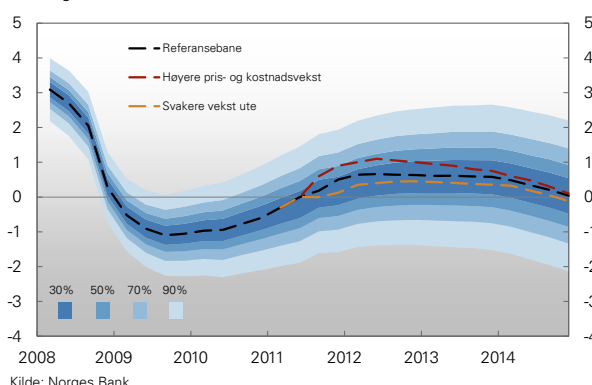
I anslagene i denne rapporten har vi lagt til grunn at prisveksten vil være lav enda en stund før den gradvis øker fra årsskiftet. Vi har tidligere erfart at pris- og kostnadsveksten kan skyte fart når kapasitetsutnyttningen er kommet opp på et høyt nivå.

Figur 1.22a Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



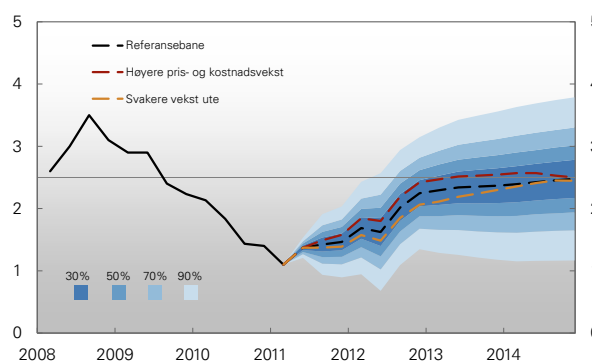
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22b Produksjonsgapet i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

Figur 1.22c 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 energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank

Kilde: Norges Bank

I figurene 1.22 a-d (røde linjer) illustreres virkningen av at pris- og kostnadsveksten stiger raskere enn i referansebanen, og mer på linje med utviklingen i årene 2006–2008. Det kan ha sin bakgrunn i noe høyere etterspørsel og en noe raskere nedgang i husholdningenes sparing. Det vil da kunne bli lettere for bedriftene å velte økte kostnader over i prisene. Lønnsveksten blir trolig høyere og ledigheten lavere enn i referansebanen. Den høye prisveksten ute kan også gjøre at prisene på importerte konsumvarer stiger raskere enn vi har lagt til grunn. I et slikt alternativ vil oppgangen i renten komme tidligere. En høyere rente vil bidra til å dempe etterspørselen og holde inflasjonen nær 2,5 prosent.

## Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/11

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er samlet sett nokså lik prognosen fra Pengepolitisk rapport 1/11, se figur 1. Renten anslås å øke noe mer i andre halvår i år og noe mindre i første halvår neste år, sammenliknet med anslagene i forrige rapport. 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. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Kronen er sterkere enn det som lå til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Analysene i denne

rapporten bygger samtidig på at styringsrentene ute holdes lave lenger enn tidligere anslått, i tråd med forventningene i penge- og finansmarkedene. Høyere rentedifferanse vil isolert sett kunne føre til at kronen styrker seg ytterligere og inflasjonen blir for lav. Lavere renter ute og en sterkere krone trekker begge i retning av en lavere styringsrente, se henholdsvis lilla og oransje søyler.

Påslagene i pengemarkedet er litt lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/11. Det trekker isolert sett i retning av en høyere styringsrente, se lyseblå søyler. Vi legger til grunn at påslagene gradvis vender tilbake til et mer normalt nivå.

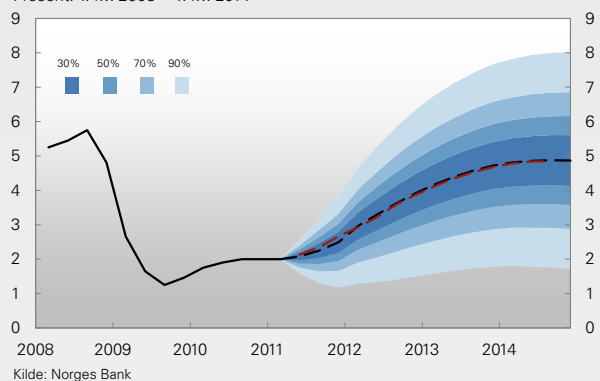
Det ser ut til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har kommet noe raskere opp enn vi så for oss i mars. Arbeidsledigheten har falt noe mer enn ventet. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil stige ytterligere. Det trekker isolert sett i retning av en høyere rentebane, se røde søyler.

Den underliggende prisveksten har utviklet seg om lag som ventet siden Pengepolitisk rapport 1/11. Noe fram i tid ventes høyere prisimpulser utenfra, litt høyere lønnsvekst i år og økte marginer i bedriftene å slå ut i høyere prisvekst. Det trekker isolert sett rentebanen opp, se grønne søyler.

Hovedstyret vedtok den 10. mai å redusere antall rentemøter i året fra åtte til seks fra 2012. Prognosen i denne rapporten er tilpasset den nye rentemøtekalenderen, se mørkeblå søyler.

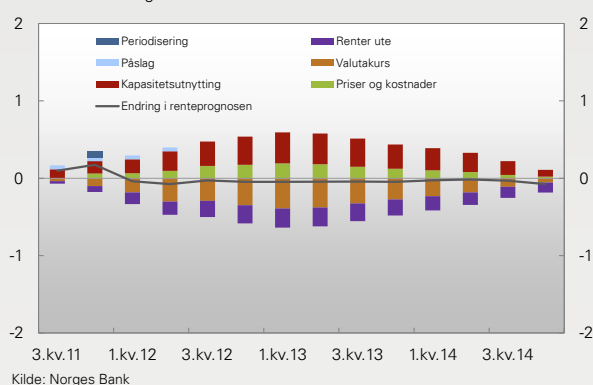
Endringene i anslagene for andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1. Endringene i anslagene gjenspeiler endringen i renteprognosen slik den fremkommer i figur 2.

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



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 1/11. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2011 – 4. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

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

	2011	2012	2013	2014
KPI	1¼ (¼)	1¾ (0)	2½ (¼)	2½ (0)
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1 (0)	2 (0)	2½ (¼)	2½ (0)
KPIXE <sup>2)</sup>	1¼ (0)	2 (0)	2¼ (0)	2½ (0)
Årslønn <sup>3)</sup>	4¼ (¼)	4¾ (¼)	4¾ (0)	4½ (-¼)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4)</sup>	3¾ (-½)	4½ (½)	3 (-¼)	2¾ (0)
BNP Fastlands-Norge	3 (-¼)	3¾ (0)	3¼ (0)	2¾ (-¼)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>5)</sup>	0 (0)	¾ (¼)	½ (0)	¼ (0)
Sysselsetting, personer (KNR)	1¼ (0)	1½ (0)	1¼ (-¼)	1 (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2½ (-¼)	2¼ (-¼)	2¼ (-¼)	2½ (0)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>6)</sup>	2¼ (0)	3½ (0)	4½ (0)	4¾ (0)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>7)</sup>	88 (-¾)	88 (-1¼)	88½ (-1)	88¾ (-1½)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>8)</sup>	1¼ (-¼)	2 (-½)	2½ (-½)	2¾ (-½)
Påslag i det norske pengemarkedet	½ (0)	¼ (0)	¼ (0)	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) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge

6) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

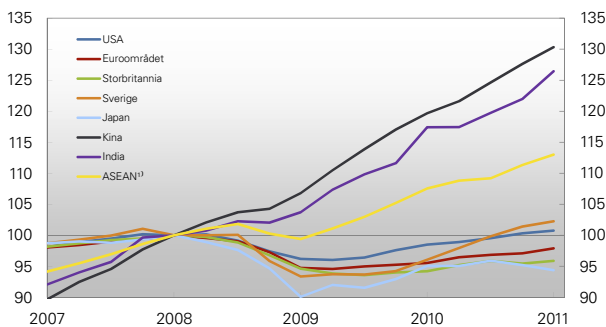
7) Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

8) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

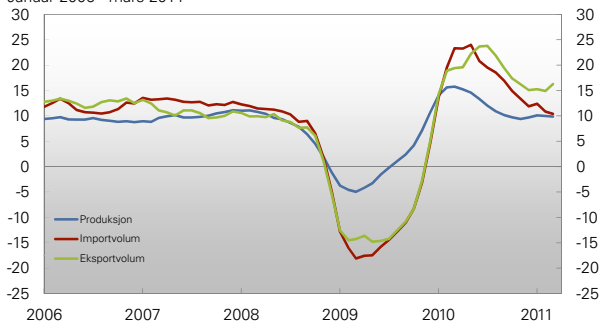


Figur 2.1 BNP i faste priser. Indeks, 1. kv. 2008 = 100.  
1. kv. 2007 – 1. kv. 2011



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

Figur 2.2 Industriproduksjon, eksport og import i fremvoksende økonomier.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Tre måneders glidende gjennomsnitt.  
Januar 2006 - mars 2011



Kilde: Thomson Reuters

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet.  
Prosentvis endring fra foregående år.  
Endring i anslag fra PPR 1/11 parentes

	Andel av verdens BNP <sup>1)</sup> (prosent)	2011	2012	2013 – 2014 <sup>2)</sup>
USA	20	2½ (-¼)	3 (0)	3¼ (0)
Euroområdet	15	2 (½)	1¾ (¼)	2 (0)
Storbritannia	3	1½ (0)	2 (0)	2½ (-½)
Sverige	0,5	4¾ (¼)	2½ (0)	2½ (0)
Kina	13	9¼ (0)	8¾ (-¼)	9 (0)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	65	3 (½)	2½ (0)	2¾ (0)
Verden (PPP) <sup>4)</sup>	100	4¼ (0)	4½ (0)	4¾ (0)
Verden (markedskurser) <sup>4)</sup>	100	3½ (0)	3¾ (0)	3¾ (0)

<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

Det har igjen oppstått uro i finansmarkedene, delvis som en følge av økende usikkerhet om hva som vil bli utfallet av statsgjeldskrisen i flere euroland, men også på grunn av svake nøkkeltall fra USA den siste tiden. Oppgangen i verdensøkonomien fortsetter, men veksttakten hos våre handelspartnere varierer betydelig. I flere fremvoksende økonomier er produksjonen høyere enn før krisen, se figur 2.1. Løpende indikatorer viser at veksttakten nå er i ferd med å avta, men fra svært høye nivåer, se figur 2.2. Blant industrilandene er bildet blandet. I USA har den økonomiske veksten avtatt, mens produksjonsveksten har vært god i land med en stor eksportsektor. Særlig Tyskland trekker opp veksten i euroområdet samlet og bidrar til at vi har økt anslaget for BNP-veksten hos våre handelspartnere til 3 prosent for inneværende år. Ressursutnyttelsen er likevel fortsatt lavere enn normalt for industrilandene sett under ett, og den innenlandske etterspørselen utvikler seg moderat.

Selv om oppgangen synes å ha fått feste i de fleste regioner, er det knyttet betydelig usikkerhet til utsiktene. Statsgjeldskrisen i enkelte land i euroområdet er fortsatt uavklart. Uroen vedvarer, til tross for støttetiltakene som er iverksatt det siste året, inkludert omfattende låne- og stabiliseringsprogram for Hellas, Irland og Portugal. Foreløpig har det vært begrensede smittevirkninger til andre land og markeder, men det er en risiko for at dette raskt kan endres. I anslagene er det lagt til grunn at gjeldskrisen i Hellas blir håndtert på en måte som ikke fører til vesentlige ringvirkninger for andre land i euroområdet.

Jordskjelvet og tsunamien førte til betydelig fall i industriproduksjonen i Japan. Redusert tilgang på deler og komponenter fra Japan vil på kort sikt bidra negativt til industriproduksjonen også i andre land. Bilindustrien er særlig utsatt som følge av høy grad av spesialisering i produksjonen. Gjennom andre halvår 2011 vil gjenoppbyggingsbehov og opphenting i Japan føre til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra andre land.

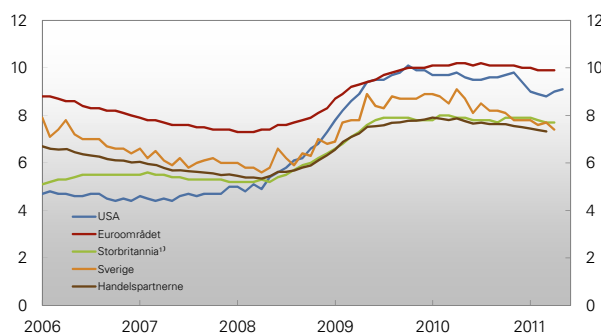
I de fleste land har en ekspansiv penge- og finanspolitikk under krisen vært svært viktig for oppsvinget så langt. I fremvoksende økonomier har myndighetene nå behov for å stramme inn, blant annet for å motvirke sterk kredittvekst og at den kraftige prisveksten på matvarer og energi skal smitte over til prisene på andre varer og tjenester. Flere industriland må stramme inn finanspolitikken for å gjenopprette bærekraftige statsfinanser. En rekke land har også begynt å normalisere pengepolitikken. Vi venter at dette vil gi noe lavere veksttakt i produksjonen fremover. Sammenliknet med forrige pengepolitiske rapport er vekstutsiktene for våre handelspartnere for årene 2012–2014 om lag uendret på 2½–3 prosent per år, se tabell 2.1. Anslagene for veksten i verdensøkonomien er uendret fra forrige rapport, men det er sterkere vekst i euroområdet og lavere vekst i Japan. Vi venter at den globale veksten vil tilta noe gjennom anslagsperioden, fra 4¼ prosent i 2011 til 4¾ prosent i 2014.

Veksten i privat konsum ventes å bli moderat i de fleste industriland. Politikkinstramming og sterk prisvekst på energi og andre råvarer bidrar til å svekke husholdningenes kjøpekraft. Dette forsterkes av at arbeidsmarkedet fortsatt er svakt i mange land. Det er likevel tegn til stabilisering eller bedring hos de fleste av våre handelspartnere, se figur 2.3.

I flere land vil husholdningenes forbruk også bremses av en svak utvikling i boligmarkedet og et høyt gjeldsnivå. Boligmarkedet er fortsatt i ubalanse i de landene hvor boligprisfallet var størst, blant annet USA, Storbritannia, Spania og Danmark, selv om det er tegn til at bunnen er nådd i enkelte markeder. I euroområdet rapporterte bankene om ytterligere tilstramming i utlånsbetingelsene for boliglån i første og andre kvartal i år. Amerikanske banker har rapportert om relativt små endringer i kravene til låntakerne de siste kvartalene.

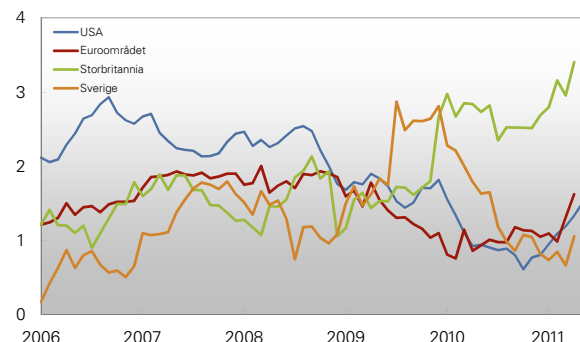
Vi venter en noe sterkere utvikling i private investeringer. Finanskrisen har medført et betydelig etterslep både av vedlikehold og nyinvesteringer i bedriftene i mange industriland. Høy vekst i eksporten til fremvoksende økonomier har allerede bidratt til et moderat oppsving i investeringene. Bedriftenes evne til å finansiere investeringer har økt, både som en følge av bedret finansiell stilling og noe bedre tilgang til kreditt fra banksektoren. Den svake utviklingen

Figur 2.3 Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Januar 2006 – mai 2011



1) Storbritannia; gjennomsnittlig arbeidsledighet siste tre måneder  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.4 Konsumpriser uten matvarer og energi<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 – mai 2011



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

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 1/11 parentes.

	2011	2012	2013–14 <sup>1)</sup>
USA	3¼ (1)	1¾ (¼)	2 (0)
Euroområdet <sup>2)</sup>	2½ (¼)	1¾ (¼)	2 (¼)
Storbritannia	4½ (¼)	2½ (¼)	2 (0)
Sverige	3¼ (¾)	2¾ (½)	2¼ (0)
Kina	5 (½)	3¾ (¼)	2½ (0)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	3 (½)	2¼ (¼)	2 (0)
Oljepris Brent Blend <sup>4)</sup>	114	113,7	108

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

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

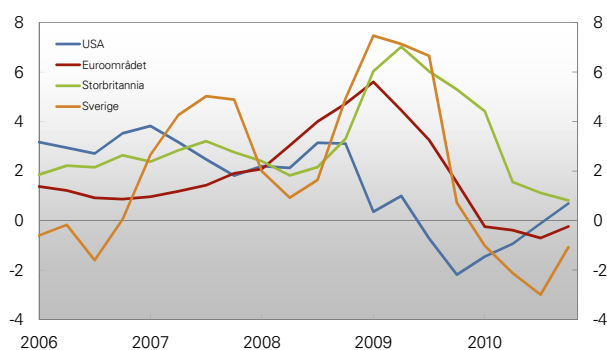
<sup>3)</sup> Importvekter, 26 viktige handelspartnere

<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

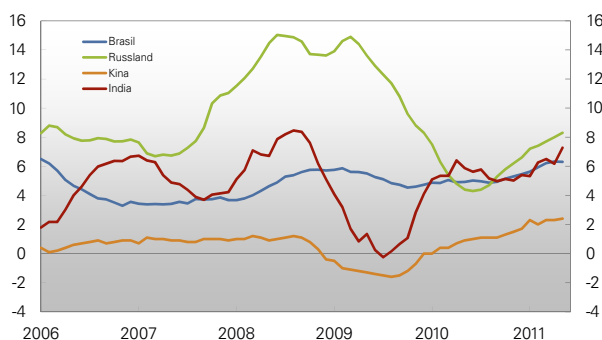


Figur 2.5 Lønnskostnader per produsert enhet. Hele økonomien. Firekvartalersvekst. Prosent. 1.kv. 2006 – 4. kv. 2010



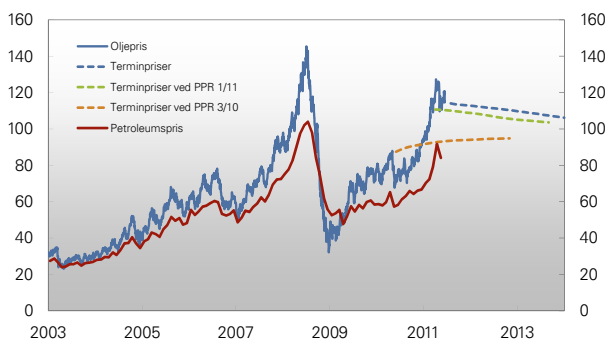
Kilde: OECD

Figur 2.6 Kjerneprisvekst i fremvoksende økonomier. 12-månedersvekst<sup>1)</sup>. Prosent. Januar 2006 - mai 2011



1) India; engrospriser på industrivarer  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.7 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumseksport<sup>1)</sup> (USD/fat). Januar 2003 – januar 2014



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

i privat konsum ventes imidlertid å legge en demper på investeringsveksten de første årene i anslagsperioden.

I de fremvoksende økonomiene i Asia er kapasitetsutnyttningen allerede på eller over normalt nivå i flere land. De neste årene ventes vi at veksttaket vil avta noe, sammenliknet med den høye veksten i 2010. Høye utgifter til mat og energi vil dempe husholdningenes etterspørsel etter andre varer og tjenester. Samtidig vil innstramningstiltakene som er iverksatt dempe investeringsveksten. Vi ventes en moderat styrking i realvalutakursen for de fleste fremvoksende økonomiene i Asia.

Prisveksten hos Norges handelspartnere fortsatte å tilta gjennom første halvår i år. Råvareprisene har falt noe siden april, men den tidligere økningen vil bidra til høyere tolv månedersvekst i konsumprisene ennå en tid. Anslagene for KPI-veksten hos handelspartnerne er oppjustert med ½ prosentenheter for 2011 fra forrige pengepolitiske rapport, se tabell 2.2.

I industrilandene har også prisveksten utenom energi og matvarer tatt seg noe opp de siste månedene, se figur 2.4. Mye ledige ressurser og høy arbeidsledighet bidrar likevel til å dempe det underliggende prispresset. Lønnsveksten har holdt seg lav, samtidig som produktivetsveksten har tatt seg ytterligere opp, se figur 2.5. Fremover ventes vi at den underliggende prisveksten vil ta seg gradvis opp, mens effekten av økte råvarepriser uttømmes.

Kostnadspresset har vært sterkere i de fremvoksende økonomiene, hvor ressursutnyttningen er høy. Den underliggende prisveksten har tiltatt, se figur 2.6. Vi legger til grunn at innstramningene som gjennomføres, vil dempe prisveksten utover i fremskrivingsperioden. For handelspartnerne sett under ett er prisveksten i 2012 oppjustert med ¼ prosentenheter til 2¼ prosent sammenliknet med forrige rapport, deretter ventes en prisvekst på rundt 2 prosent.

Det er svært usikkert hvordan finanskrisen har påvirket produksjonskapasiteten og dermed potensiell vekst, hos våre handelspartnere. Prisveksten har hittil i år tiltatt raskere enn vi ventet. Dette kan være et tegn på at kapasitetsutnyttningen er høyere enn vi har lagt til grunn. I så fall kan det underliggende prispresset være sterkere enn

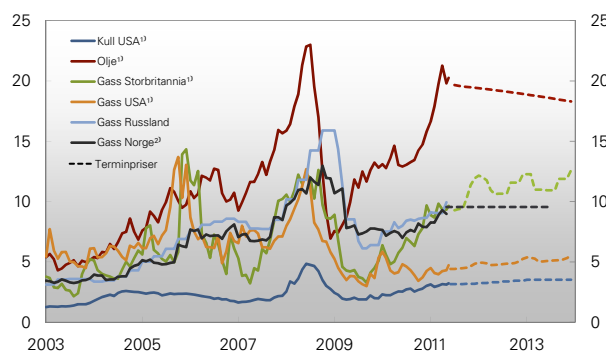
vi anslår. Tilsvarende er det en risiko for at den høye kapasitetsutnyttningen i fremvoksende økonomier gir sterkere utslag i prisveksten enn lagt til grunn.

Oljeprisen steg til 125 dollar per fat i begynnelsen av mai, men har siden falt noe. Den er nå rundt [119] dollar, noe høyere enn ved siste rapport. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.7. De antyder noe lavere oljepris fremover, men likevel over 100 dollar per fat gjennom hele perioden fram til 2014. Veksten i oljeetterspørselen ventes å falle noe som følge av lavere vekst i verdensøkonomien i 2011 enn i 2010. På den annen side har tilbudet av olje falt de siste månedene fordi de øvrige OPEC-landene ikke fullt ut har kompensert for bortfallet av oljeproduksjonen i Libya. Hvis ikke dette endres, vil oljemarkedet strammes til. Høyere vekst enn ventet i fremvoksende økonomier kan også føre til høyere pris på olje i årene fremover. Skulle den politiske uroen i Nord-Afrika og Midtøsten avta, kan oljeprisen igjen falle noe.

Prisen på eksport av norsk gass økte videre i første kvartal 2011. Økningen gjenspeiler oppgangen i oljeprisen fordi mesteparten av norsk gass selges på langsiktige kontrakter der prisen er knyttet til oljeprisen. Siden gassprisen i disse kontraktene følger oljeprisen med et visst tids- etterslep, vil ventelig også gassprisen stige videre fremover, se figur 2.8. I tillegg antyder terminprisen for britisk gass at prisen på den øvrige delen av norsk gasseksport vil kunne øke.

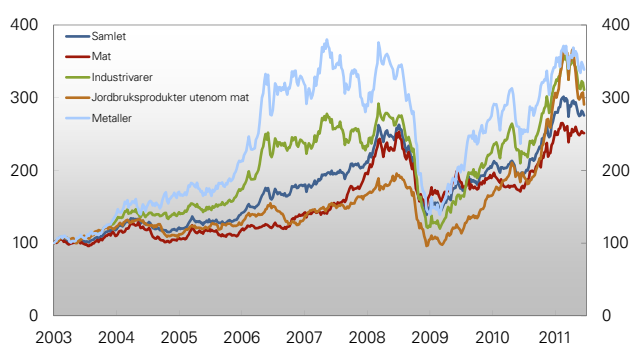
The Economists råvareindeks har falt noe siden forrige rapport, se figur 2.9. Særlig jordbruksvarer utenom mat har falt mye, blant annet prisen på bomull, se figur 2.10. Noe av fallet i råvareprisene må ses i sammenheng med lavere etterspørselsvekst. Høye priser gjør det også lønnsomt å øke produksjonen, og erfaringsmessig reagerer produksjonen av landbruksvarer relativt raskt på oppgang i prisen. Som for energiprisene, antyder likevel terminprisene at prisene på øvrige råvarer ventes å holde seg godt oppe fremover. Det henger sammen med forventninger om fortsatt god vekst i fremvoksende økonomier samtidig som utfordringene ved å øke produksjonen for mange råvarer synes å bli stadig større.

Figur 2.8 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBTU. Januar 2003 – januar 2014



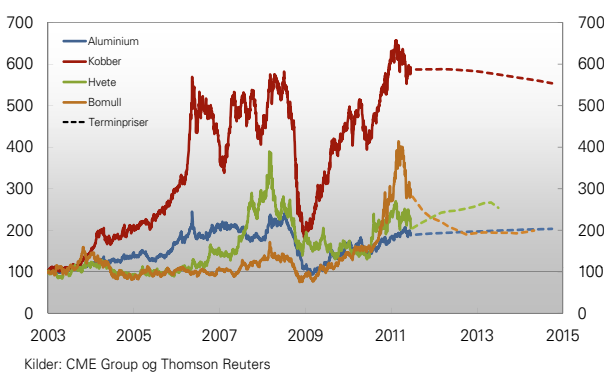
1) For juni 2011 er gjennomsnitt av dagstall brukt.  
2) For Norge er beregning av fremtidig gasspris basert på forutsetninger i Nasjonalbudsjettet 2011  
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.9 The Economist prisindeks. USD. Indeks, januar 2003 = 100. Januar 2003 – juni 2011



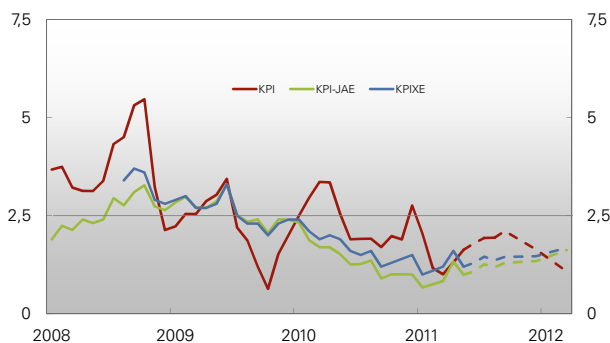
Kilde: Thomson Reuters

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



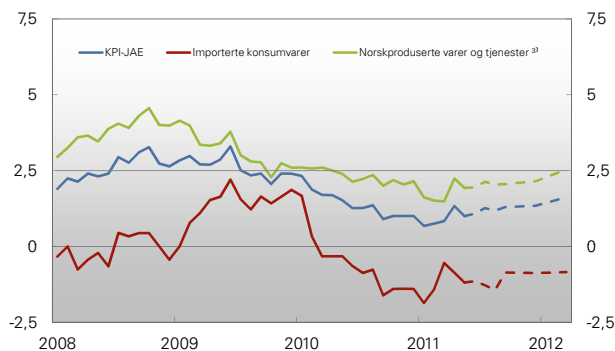
Kilder: CME Group og Thomson Reuters

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



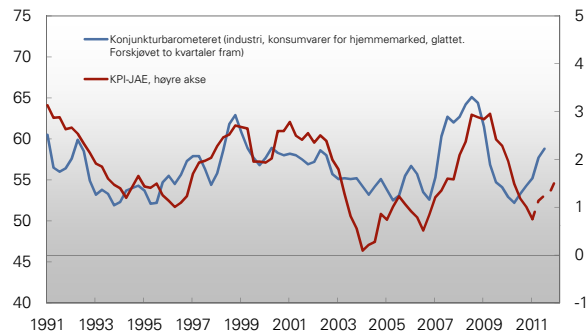
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank  
 3) Anslag for juni 2011 – mars 2012 (stiplet). Månedstall fram til september 2011, deretter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



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

Figur 2.13 Bedriftenes prisforventninger for kommende kvartal og KPI-JAE<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst i KPI-JAE og diffusjonsindeks fra Konjunkturbarometeret. 1. kv. 1991 - 1. kv. 2012<sup>2)</sup>



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

## Norsk økonomi det neste året

### Priser

Konsumprisene (KPI) har steget noe mer enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/11. Det skyldes i hovedsak at elektrisitetsprisene har vært høyere enn ventet. I mai var tolv månedersveksten i KPI 1,6 prosent, se figur 2.11. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 1,2 prosent. Det var om lag som anslått i forrige rapport. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,0 prosent i mai.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE avtok markert gjennom 2010 og fortsatte å falle inn i 2011. Lavere kostnadsvekst, lavere enn normal kapasitetsutnyttning og økt priskonkurransen i dagligvarehandelen bidro til å dempe prisveksten. I de siste to månedene har den samlede innenlandske prisveksten tiltatt noe. Det følger i hovedsak av en markant økning i prisene på flyreiser, som igjen reflekterer økte drivstoffutgifter. Prisveksten på andre tjenester og norskproduserte varer har også økt noe. Fremover legger vi til grunn at lønnsveksten tiltar og at priskonkurransen i dagligvarehandelen avtar. Høyere etterspørsel kan gjøre det lettere å velte økte kostnader over i prisene. Samlet sett venter vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE øker fra 1,9 prosent i mai i år til 2½ prosent i første kvartal neste år, se figur 2.12. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk og bedriftene som rapporterer til Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer venter også økt prisvekst fremover, se figur 2.13.

Prisveksten på importerte konsumvarer i KPI-JAE falt gjennom fjoråret og i begynnelsen av 2011. I de siste månedene har prisveksten vært høyere. Det kan forklares av økt prisvekst ute for konsumvarer vi importerer og en ny metode for beregning av prisutviklingen på klær og sko her hjemme. Kronekursen er ventet å være om lag 2½ prosent sterkere i 2011 enn i 2010 og vil dermed dempe prisveksten noe fremover. Høyere internasjonale prisimpulser målt i utenlandsk valuta bidrar i motsatt retning, se figur 2.14. Vi venter at årsveksten i prisene på

importerte konsumvarer i KPI-JAE øker fra -1,2 prosent i mai til -3/4 prosent i første kvartal neste år.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE tar seg opp fra 1,0 prosent i mai i år til 1½ prosent i første kvartal neste år. Anslagene for prisveksten de nærmeste kvartalene er lite endret fra forrige Pengepolitiske rapport. Fremskrivningene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM)<sup>1</sup> er også lite endret siden mars, og ligger noe lavere enn anslagene i referansebanen, se figur 2.15. Økte internasjonale prisimpulser har mindre virkning i SAM enn det vi anslår i referansebanen. Samtidig er effekten av økte energipriser ennå ikke fullt ut reflektert i anslagene fra SAM.

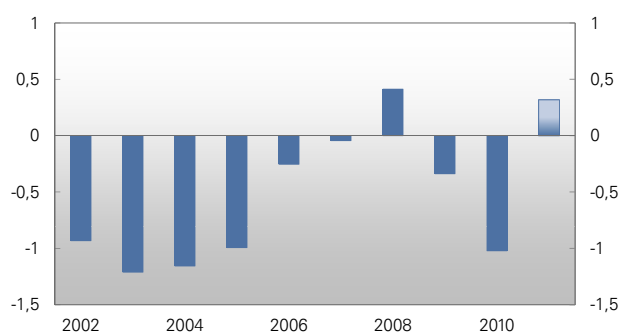
Fremtidsprisene for elektrisitet og olje tyder på at veksten i KPIXE blir noe høyere enn veksten i KPI-JAE de nærmeste kvartalene. Vi anslår at årsveksten i KPIXE blir 1¾ prosent i første kvartal 2012. I gjennomsnitt for 2011 anslår vi at KPIXE og KPI stiger med henholdsvis 1¼ og 1¾ prosent.

### Produksjon og etterspørsel

Oppgangen i norsk økonomi har fått godt feste. Særskilte forhold, som kraftig nedgang i tradisjonelt fiske og kraftforsyning, har likevel bidratt til lavere vekst i BNP for Fastlands-Norge det siste halve året. BNP for Fastlands-Norge steg med 0,6 prosent i første kvartal, men utenom kraftproduksjon var veksten 0,9 prosent. Fremover legger vi til grunn en mer normal produksjonsutvikling i næringene som har hatt særlig lav produksjon i de foregående kvartalene. Det vil gi en viss gjeninnhenting i BNP-veksten i andre kvartal. Gjennom andre halvår anslår vi en kvartalsvekst på 1 prosent, se figur 2.16. Høy befolkningsvekst, et sterkt bytteforhold, se figur 2.17, lav rente og god importvekst hos våre handelspartnere driver veksten. Det er privat etterspørsel som ventes å bidra mest til oppgangen. BNP for Fastlands-Norge anslås å stige med 3 prosent i 2011.

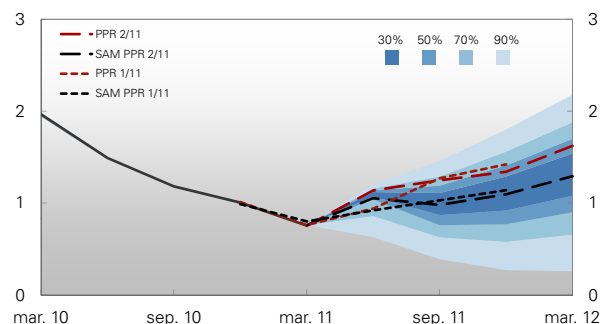
Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i mai om noe lavere produksjonsvekst de siste tre månedene, blant annet som følge av den kalde vinteren. Bedriftene

Figur 2.14 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2002 - 2011<sup>1)</sup>



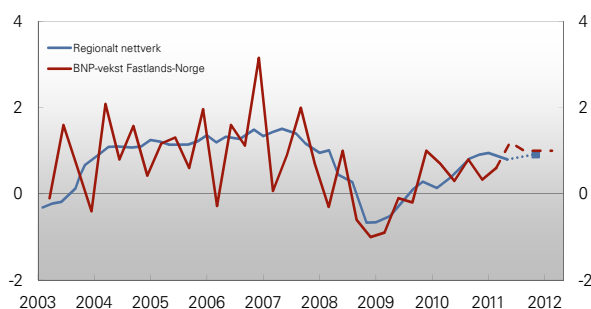
1) Anslag for 2011  
Kilde: Norges Bank

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



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

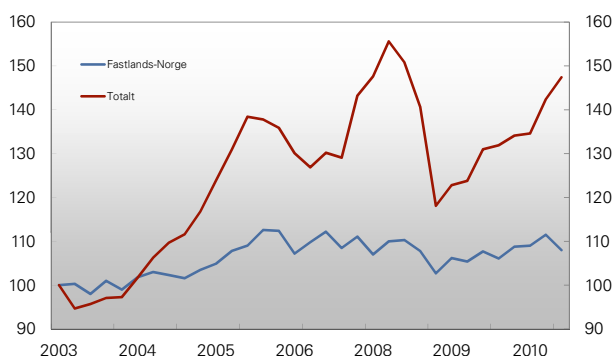
Figur 2.16 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2012<sup>2)</sup>



1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum  
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er mai 2011. Siste observasjon for BNP-vekst er 1. kvartal 2011, anslag for 2. kv 2011 – 1. kv. 2012 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

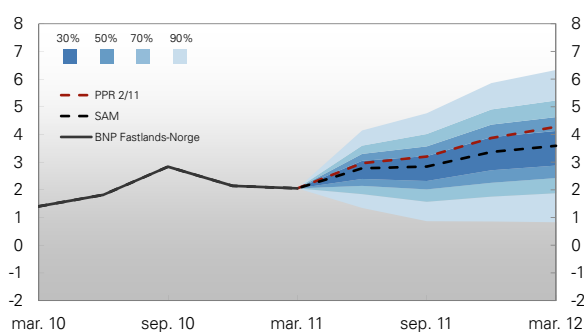
1 Se Norges Banks internettside: <http://www.norges-bank.no>

Figur 2.17 Bytteforhold. Indeks. 1. kvartal 2003 = 100.  
1. kv. 2003 - 1. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

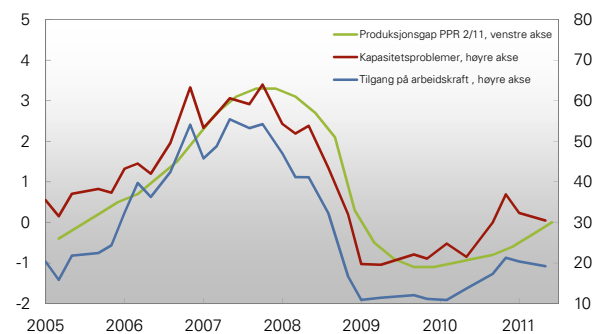


1) System for sammenveining av korttidsmodeller

2) Anslag for 2. kv. 2011 – 1. kv. 2012 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Anslag på produksjonsgapet og kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft<sup>1)</sup> i regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – mai 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

Kilder: Norges Bank og Norges Banks regionale nettverk

er imidlertid mer optimistiske med hensyn til utsiktene fremover, og de venter økt vekst det neste halve året, se figur 2.16. Det er særlig kontaktene innen bygg og anlegg, oljeleverandørnæringen og varehandel som ser for seg høyere vekst.

Anslagene på firekvartalersveksten i BNP for Fastlands-Norge i vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM) er noe nedjustert siden forrige rapport. Det har sammenheng med den lave veksten i BNP for Fastlands-Norge i første kvartal. Gjennomsnittlig kvartalsvekst gjennom resten av året er litt høyere enn SAM-anslagene i mars. Anslagene i denne rapporten ligger noe høyere enn SAM-anslagene, fordi vi venter en større gjeninnhenting etter midlertidig lav vekst de siste to kvartalene. Referansebanen ligger likevel innenfor det mest sannsynlige utfallsrommet til SAM ut året, se figur 2.18.

Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi er på vei opp. Sysselsettingen øker og arbeidsledigheten har falt raskere enn anslått. Den registrerte arbeidsledigheten er litt lavere enn gjennomsnittet for de siste ti årene. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer indikerer at mangel på arbeidskraft nå i noe større grad begrenser produksjonen. Ifølge vårt regionale nettverk er andelen bedrifter med kapasitetsproblemer høyere enn i fjor sommer, men den har falt litt så langt i år, se figur 2.19.

Samlet sett vurderer vi kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi til å være nær et normalt nivå. Arbeidsledigheten har falt og fremover venter vi en ytterligere tilstramming i arbeidsmarkedet. Økende knapphet på arbeidskraft gjenspeiles i at lønnsveksten tiltar, og noe raskere enn vi tidligere har sett for oss. Ved utgangen av året anslås registrert arbeidsledighet ¼ prosentenheter lavere enn i forrige rapport. Samtidig har vi oppjustert anslaget for lønnsveksten i år med ¼ prosentenheter.

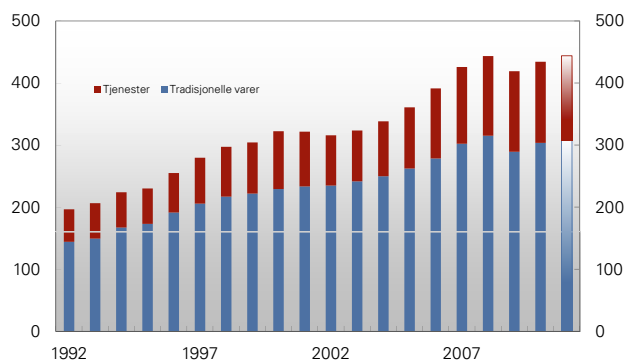
Eksporten av tradisjonelle varer har tatt seg opp de siste to årene, etter å ha falt markert mot slutten av 2008 og i begynnelsen av 2009. Veksten har vært drevet av oppgang i verdenshandelen og økt kapasitet i produksjon av kjemiske råvarer og mineralske produkter. Importen hos våre handelspartnere anslås å vokse med 6¾ prosent i

2011 og med rundt 6 prosent per år i perioden 2012–2014. Det vil gi en betydelig impuls til norsk eksport. Vi anslår imidlertid at norske eksportører vil tape markedsandeler som følge av høy kostnadsvekst. Eksporten av tradisjonelle varer anslås å øke med 1½ prosent fra 2010 til 2011, se figur 2.20.

Veksten i privat konsum var sterk i andre halvår i fjor, men avtok markert i første kvartal i år. Høye strømpriser, som følge av kald vinter, kan ha dempet etterspørselen etter andre varer og tjenester. Vi venter at veksten i privat konsum vil ta seg opp igjen. Ifølge vårt regionale nettverk venter bedriftene innen varehandel og tjenesteyting til husholdningene god vekst det neste halve året. Spareraten er forholdsvis høy, og inntektsveksten er god. Tillitsindikatorerne er på et høyt nivå, blant annet som følge av en god utvikling i norsk økonomi med et sterkt bytteforhold og lav arbeidsledighet. Veksten i husholdningenes låneopptak har tiltatt noe den siste tiden. Høy gjeldsbelastning vil trolig fortsatt bremse konsumveksten etter hvert som rentene stiger. Det er usikkerhet knyttet til nivået på husholdningenes sparing. Ifølge det finansielle sektorregnskapet var husholdningenes nettofinansinvesteringer klart lavere i 2010 enn det som kommer til uttrykk i institusjonelt sektorregnskap. Avviket mellom de to regnskapene økte betydelig fra 2009 til 2010. Vi legger til grunn at privat konsum stiger med 3½ prosent i år, se figur 2.21. Husholdningenes disponible realinntekt (utenom aksjeutbytte) anslås også å vokse med om lag 3½ prosent i 2011, se figur 2.21. Spareraten (utenom aksjeutbytte) forblir dermed om lag uendret fra 2010 til 2011 på 5¼ prosent, se figur 2.22.

Boliginvesteringene falt markert både gjennom finanskrisen og det påfølgende året. I 2009 ble det igangsatt bygging av rundt 20 000 boliger. Det var langt lavere enn veksten i antall husholdninger. I de siste ti årene har den gjennomsnittlige årlige igangsettingen vært 26 300 boliger. Igangsettingen av nye boliger steg gjennom 2010, og har tatt seg kraftig opp siden årsskiftet. Salget av nye boliger har økt, og både tilgangen og beholdningen av ordre for boligbygg har tatt seg betydelig opp, se figur 2.23. Høy befolkningsvekst, økende sentralisering, god inntektsvekst og høy tiltro til de økonomiske utsiktene tilsier høy

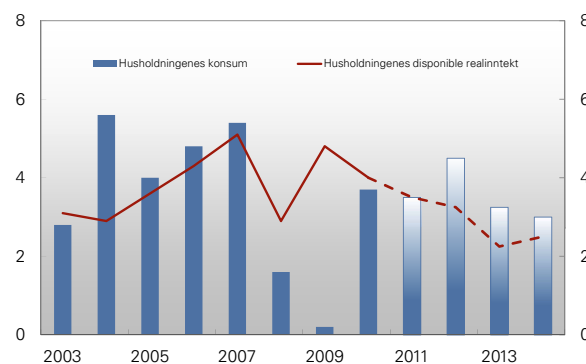
Figur 2.20 Eksport fra Fastlands-Norge. Faste 2007-priser. Milliarden kroner. 1992 – 2011<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2011

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>



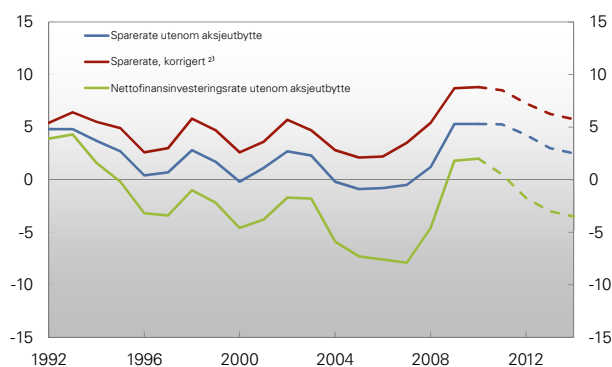
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum

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>



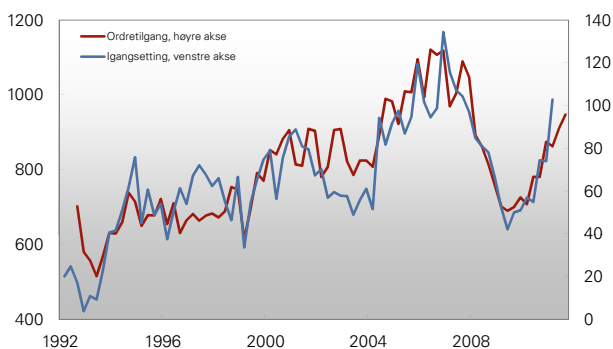
1) Anslag for 2011 – 2014 (stiplet)

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 ordretligang for bygging av boliger<sup>2)</sup>. 1. kv. 1992 – 1. kv. 2011

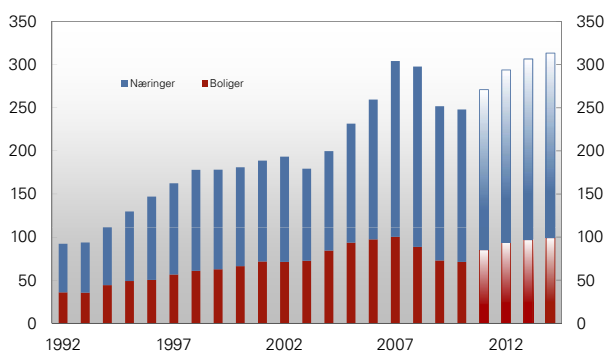


1) I 1000 kvadratmeter. Sesongjustert  
2) Sesongjustert verdiindeks deflatert med prisindeksen for boliginvesteringer fra nasjonalregnskapet. Forskjøvet to kvartaler fram. 2007 = 100  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

etterspørsel etter boliger. Økte boligpriser gjør det mer lønnsomt å bygge nytt. Dette tilsier at boliginvesteringene vil ta seg videre opp. Vi anslår at igangsettingen vil komme opp mot en årlig rate på om lag 30 000 boliger mot slutten av året. I så fall vil boliginvesteringene øke med om lag 20 prosent i 2011, se figur 2.24.

Investeringene i fastlandsbedriftene har falt betydelig siden 2008, men de tok seg opp gjennom fjoråret, se figur 2.25. Lav rente, bedre lønnsomhet og økt kapasitetsutnyttning har bidratt til høyere investeringer. Bedriftene i det regionale nettverket planlegger å øke investeringene fremover. Tall for ordre og igangsetting tyder også på at investeringene vil stige. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil øke med 5 prosent fra 2010 til 2011. Investeringene i tjenesteyting og kraftforsyning vil bidra mest til veksten.

Figur 2.24 Investeringer i Fastlands-Norge utenom offentlig forvaltning. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2014<sup>1)</sup>

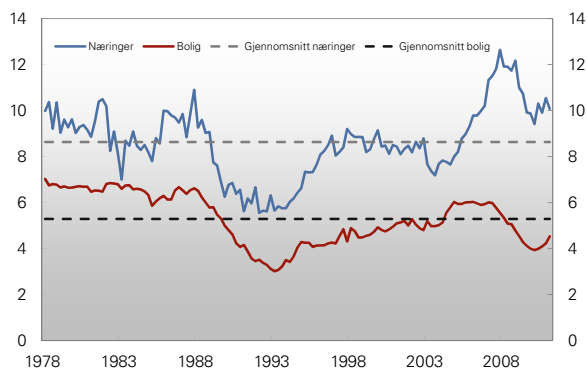


1) Anslag for 2011 – 2014  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Arbeidsmarkedet

Mye av veksten i produksjonen siden høsten 2009 har kommet ved at bedriftene har økt produktiviteten ved å utnytte den eksisterende arbeidsstokken bedre, se figur 2.26. Det må ses i sammenheng med at mange bedrifter unnlot å redusere bemanningen så mye som nedgangen i produksjonen kunne tilsa rett etter finanskrisen. Fremover legger vi til grunn at det vil være noe mindre rom for å øke produktiviteten. Bedriftene må derfor i større grad øke bemanningen for å møte den økende etterspørselen.

Figur 2.25 Investeringer som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. Sesongjustert. 1. kv. 1978 – 1. kv. 2011



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Sysselsettingen har økt gradvis fra våren 2010. Vi anslår at sysselsettingen vil fortsette å øke fremover. Kontaktene i vårt regionale nettverk ventet i mai god vekst i sysselsettingen de neste tre månedene, se figur 2.27. NAVs bedriftsundersøkelse for 2011 viser at det er flere bedrifter som venter økt sysselsetting enn det var for ett år siden. Det er særlig i privat sektor sysselsettingen ventes å stige. Økt arbeidskraftetterspørsel vises også i en økning i tilgangen på ledige stillinger hos NAV. Vi legger til grunn at sysselsettingen vil øke med 1/4 prosent i år.

Mange bedrifter vil kunne dekke det økende arbeidskraftsbehovet ved hjelp av utenlandsk arbeidskraft. De siste fire kvartalene har det vært en nettoinnflytting til

Norge på 45 000 personer ifølge Statistisk sentralbyrås befolkningsstatistikk, se figur 2.28. Ikke minst har det vært store flyttestrømmer fra Polen og de baltiske landene. Vi legger til grunn at innvandringen vil holde seg på et høyt nivå, men samtidig kan særlig tilstrømmingen fra Baltikum avta etter hvert som den økonomiske situasjonen der bedres. Samtidig fjernet Tyskland og Østerrike overgangsreglene for østeuropeiske EU-borgere 1. mai i år. På sikt må vi derfor regne med at tilstrømmingen av utenlandske arbeidere kan bli noe lavere enn den har vært de siste årene.

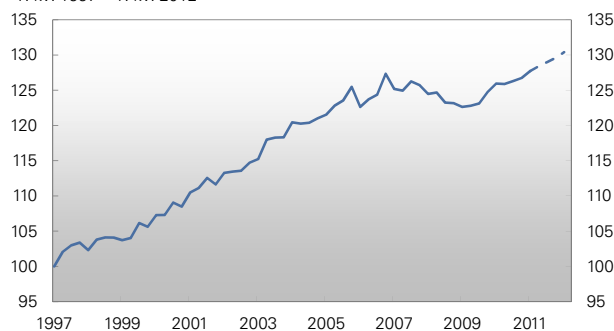
Normalt har det vært en nær sammenheng mellom utviklingen i arbeidstilbudet og konjunktursituasjonen i Norge. Mange trekker seg ut av arbeidsstyrken når etterspørselen etter arbeidskraft reduseres, men kommer tilbake når konjunkturane bedres. Vi legger til grunn at fallet i arbeidsledigheten, veksten i antall ledige stillinger og den tiltakende lønnsveksten fører til at arbeidsstyrken øker med 1 prosent i 2011, se tabell 2.3.

Arbeidsledigheten begynte å falle ved årsskiftet, og har vært lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Den registrerte ledigheten justert for vanlige sesongvariasjoner var i mai 2,7 prosent av arbeidsstyrken. Ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU) var den sesongjusterte ledighetsraten i mars på 3,3 prosent. Vi legger til grunn at etterspørselen etter arbeidskraft vil vokse noe mer enn tilbudet, og gi en ytterligere nedgang i arbeidsledigheten. Den registrerte ledigheten anslås å falle fra 2,7 prosent i mai til 2,4 prosent ved utgangen av året, se figur 2.29.

## Lønn

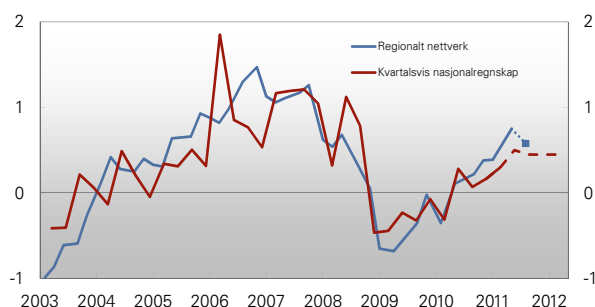
Lønnsoppgjøret mellom LO og NHO vil ifølge partene gi en årslønnsvekst på 3,65 prosent i år. I forhandlingene i kommunesektoren og staten ble rammen for oppgjøret en årslønnsvekst på henholdsvis 4¼ og 3,9 prosent. Økt aktivitet i norsk økonomi og et strammere arbeidsmarked tilsier at de lokale tilleggene i privat sektor blir noe høyere enn det som ble lagt til grunn i lønnsoppgjøret. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) rapporterte i april at det gjennomsnittlige lønns-overhenget inn i 2011 var beregnet til 1,9 prosent, noe høyere enn det de foreløpige tallene indikerte. Høyere

Figur 2.26 Bruttoprodukt per arbeidstime for Fastlands-Norge. Indeks, 1. kv. 1997 = 100. Sesongjustert. Markedsverdi. 1. kv. 1997 – 1. kv. 2012<sup>1)</sup>



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

Figur 2.27 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 – 1. kv. 2012<sup>2)</sup>



1) Sesongjustert kvartalsvekst  
2) Siste observasjon for Regionalt nettverk er mai 2011. Siste sysselsettingsobservasjon i kvartalsvis nasjonalregnskap er 1. kvartal 2011, anslag for 2. kv. 2011 – 1. kv. 2012 (stiplet linje)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

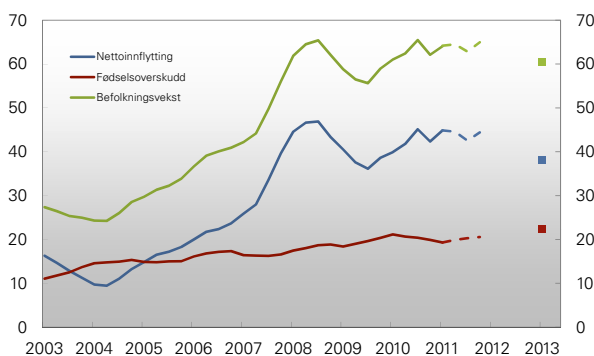
	2010	2011
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1¼	1¼
Vekst i arbeidsstyrken med uendret yrkesdeltakelse*	1¼	1¼
Vekst i arbeidsstyrken	½	1

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

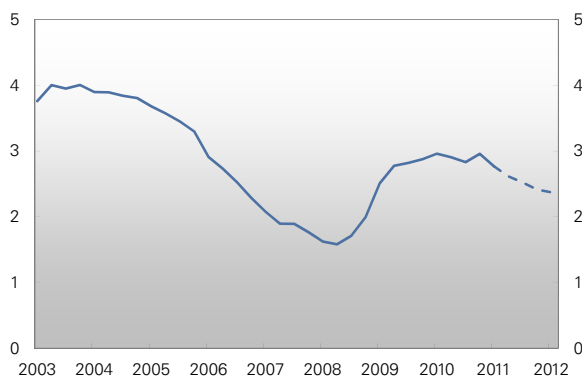


Figur 2.28 Befolkningsvekst, nettoinnflytting og fødselsoverskudd. Sum siste fire kvartaler. 1000 personer. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2011<sup>1)</sup>



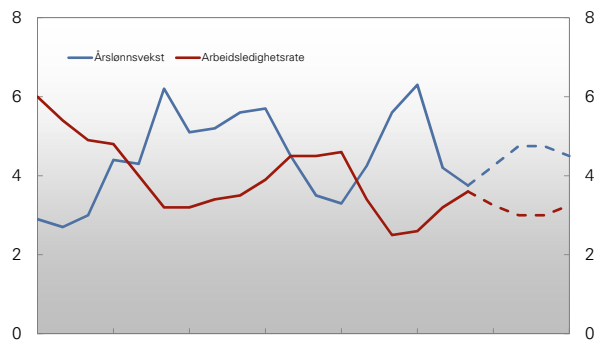
1) Kvartalsanslag for 2. kv. - 4. kv. 2011. Punktene viser årlig gjennomsnitt for 2012 - 2014  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

Figur 2.30 Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2014<sup>2)</sup>



1) Inkl. anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon  
2) Anslag for 2011 - 2014 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) og Norges Bank

lønnsoverheng sammen med anslag om noe høyere lønns-  
glidning i privat sektor innebærer at vi nå oppjusterer  
vårt anslag på årslønnsveksten i 2011 til 4¼ prosent, se  
figur 2.30.

Bedriftene i vårt regionale nettverk ventet i mai en lønns-  
vekst inneværende år på 4 prosent, en oppjustering på ½  
prosentenhet fra tilsvarende vurdering i januar. Ifølge  
Perducos forventningsundersøkelse for andre kvartal  
venter også partene i arbeidslivet i gjennomsnitt en lønns-  
vekst på 4 prosent i 2011, opp fra 3,6 prosent i første  
kvartal.

## Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2011 til 2014

### Finanspolitikken

Finanspolitikken bidro vesentlig til å dempe effekten av  
den internasjonale nedgangskonjunkturen i Norge. Uten  
oljeinntekter økte underskuddet på statsbudsjettet fra  
1 milliard kroner i 2007 til 97 milliarder kroner i 2009,  
se figur 2.31. I det reviderte budsjettet for 2011 legges det  
opp til en oljepengebruk på 116 milliarder kroner i 2011.  
Om lag hver åttende utgiftskrone på budsjettet vil dermed  
dekkes av inntekter fra petroleumsvirksomheten.

Bruken av oljepenger er likevel blitt lavere enn lagt til  
grunn i Nasjonalbudsjettet 2010. Det har sammenheng  
med at inntektene fra fastlandsøkonomien har vært høy-  
ere enn ventet. Skatte- og avgiftsinntektene fra fastlands-  
økonomien på 714 milliarder kroner i 2010 var 37 milli-  
arder kroner høyere enn anslått.

Når konjunktorene bedres, styrkes budsjettbalansen auto-  
matisk ettersom skatte- og avgiftsinntektene stiger. Sam-  
tidig blir det mindre utgifter til ledighetstrygd. Når vi  
korrigerer for de konjunkturrelle svingningene i budsjett-  
balansen, legger vi til grunn at oljepengebruken vil øke  
fremover, men at veksten blir lavere enn den har vært de  
siste årene. Bruken av oljepenger kan også vokse noe  
mindre enn den forventede realavkastningen av fondet,  
se figur 2.32. Utsikter til fortsatt god vekst i norsk

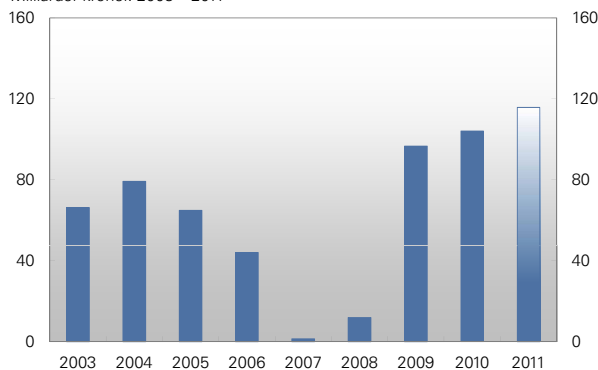
økonomi tilsier at bruken av oljeinntekter holdes under fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Samtidig kan innsparinger de nærmeste årene lette tilpasningene etter hvert som kostnadene knyttet til en aldrende befolkning for alvor ventes å tilta. Den underliggende oljepengebruken anslås å falle fra 3,7 prosent av fondskapitalen i 2011 til 3,5 prosent i 2014. Denne beregningen er basert på at fondet utvikler seg som Finansdepartementet legger til grunn i det reviderte budsjettet for 2011. I budsjettet forutsettes det at oljeprisen blir lavere i årene fremover enn det terminprisene nå indikerer.

Selv om vi legger til grunn økt bruk av oljepenger, kan veksten i offentlig konsum og investeringer bli forholdsvis moderat i årene fremover. Dette må ses i lys av at utgiftsveksten til folketrygden ventes å tilta, i hovedsak som følge av økte utgifter til alderspensjon.

### Petroleumsinvesteringene

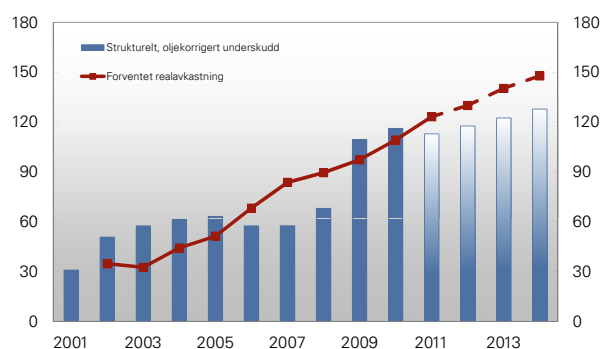
Investeringene i petroleumsvirksomheten falt med over 12 prosent i fjor, se figur 2.33. Nedgangen hadde sammenheng med at flere prosjekter ble utsatt som følge av finanskrisen og det påfølgende fallet i oljeprisen. De bedre utsiktene og den kraftige økningen i oljeprisen de siste to årene har ført til at oljeselskapene har vedtatt en rekke utbygginger på norsk sokkel. Vi anslår at petroleumsinvesteringene øker med 15 prosent i volum fra 2010 til 2011, og vokser ytterligere i 2012 og 2013. Investeringene i 2011–2013 trekkes opp av store investeringer på feltene Goliat, Gudrun og Valemon, samt høy aktivitet i Ekofiskområdet.

Figur 2.31 Faktisk bruk av oljeinntekter. Det oljekorrigerede budsjettunderskuddet. Milliarder kroner. 2003 – 2011<sup>1)</sup>



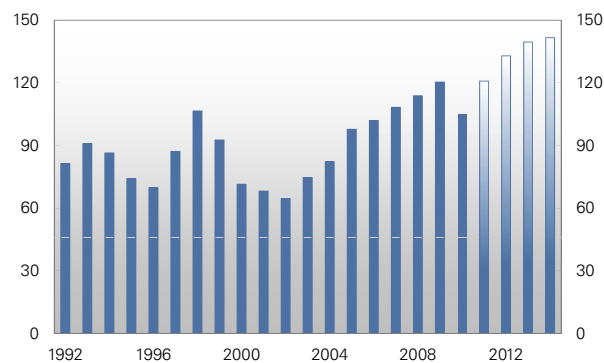
1) Anslag for 2011  
Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.32 Underliggende bruk av oljeinntekter. Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2011-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

## 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

### 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 kronekursen  
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 Alastadheim
- 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

### Staff Memo

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

- 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, unior 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 vekter til regionalt nettverk.* Kjetil Martinsen og Fredrik Wulfsberg  
 10/2009 *Banking crisis resolution policy – different country experiences.* David G. Mayes  
 9/2009 *Noregs 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 risikoinndikatorer for banker.* Per Atle Aronsen and Kjell Bjørn Nordal  
 5/2009 *Costs in the Norwegian payment system: questionnaires.* Olaf Gresvik and Harald Haare  
 4/2009 *Costs in the Norwegian payment system.* Olaf Gresvik and Harald Haare  
 3/2009 *Teknisk beregning av KPIXE.* Marius Nyborg Hov

## Penger og Kreditt

Norges Banks fagtidsskrift. Artikkene er skrevet av medarbeidere i Norges Bank, og har vært gjennom fagfelleevaluering før publisering.

### 2/2010:

- Regulering av systemviktige banker – og de store nordiske bankene,* Henrik Borchgrevink  
*Global and regional initiatives to strengthen oversight and regulation of the financial sector,* Bent Vale and Pål Winje  
*Norske aktørers risiko og risikohandtering i valutamarknaden,* Bjørn Bakke, Nathalie Berner og Jermund Molland  
*Markeder for norske bankers langsiktige finansiering – betydningen av endringer i markedsforhold og regelverk,* Haseeb Syed  
*Norges Banks stresstest i Finansiell stabilitet 2/10 sett opp mot bankenes fremskrivninger,* Gøril B. Havro, Rønnaug Melle Johansen, Jørgen Ruud og Cathrine B. Træe  
*Utdyping av stresstestene i Finansiell stabilitet 1/11,* Rønnaug Melle Johansen og Cathrine B. Træe  
*Særskatt på finansinstitusjoner og avgifter til sikringsfond.* Sigbjørn Atle Berg  
*Sammenlikning av norske bankers kapitaldekning.* Henrik Andersen  
*Endringer i Norges Banks rolle og virksomhet på kontantområdet.* Trond Eklund, Svein Nygård og Leif Veggum  
*Finanspolitikk og finanskriser – hvilken effekt har egentlig finanspolitikken.* Nina Larsson Midthjell  
*Utdyping om stresstesten av bankenes kapitaldekning i Finansiell stabilitet 2/2010.* Gøril Bjerkhol Havro, Cathrine Bolstad Træe og Bjørn Helge Vatne

### 2/2010:

- Særskatt på finansinstitusjoner og avgifter til sikringsfond.* Sigbjørn Atle Berg  
*Sammenlikning av norske bankers kapitaldekning.* Henrik Andersen  
*Endringer i Norges Banks rolle og virksomhet på kontantområdet.* Trond Eklund, Svein Nygård og Leif Veggum  
*Finanspolitikk og finanskriser – hvilken effekt har egentlig finanspolitikken.* Nina Larsson Midthjell  
*Utdyping om stresstesten av bankenes kapitaldekning i Finansiell stabilitet 2/2010.* Gøril Bjerkhol Havro, Cathrine Bolstad Træe og Bjørn Helge Vatne

### 1/2010:

- Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterk vekst.* Bjørn Bakke, Kjetil Rakkestad og Geir Arne Dahl  
*Hva er virkningen av reguleringer av boliglån?* Bjørn Helge Vatne  
*A model for predicting aggregated corporate credit risk.* Kjell Bjørn Nordal and Haseeb Syed  
*Ein europeisk marknad for betaling.* Gunnvald Grønvik  
*TARGET2-securities – billigere og sikrere verdipapiroppgjør i Europa?* Vigdis Husevåg  
*Utdyping om stresstesten av bankenes kapitaldekning i Finansiell stabilitet 1/2010*

### 2/2009:

- Produktivitetsutviklingen i Norge 1948–2008.* Kåre Hagelund  
*Regionalt nettverk: Fersk og nyttig informasjon.* Henriette Brekke og Kaj W. Halvorsen  
*Husholdningenes nettofinansinvesteringer – hva sier mikrodataene?* Magdalena D. Riiser

## Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 2/11

Adam og Eva frisør AS	Christie Partner AS	Frøya kommune
Adecco Norge AS, Bodø	City syd AS	Frøysland industriservice AS
Advanced Production and Loading AS	Clear Channel Norway AS	GE Money Bank
AEO Midt-Norge AS	Comrod AS	Gjensidige forsikring ASA, region Nord privatmarked
Airlift AS	ConocoPhillips Norge	Gjesdal kommune
Aker Solutions ASA	Consto AS	Gjestal AS
Aker Solutions ASA, forretningsområde MMO	Coop Finnmark SA	Gjøco AS
Akershus fylkeskommune	Coop Innlandet SA	Glava AS, Stjørdal
Aksel L. Hansson AS	Coop Økonom SA	Glåma bygg AS
Alfr. Nasset AS	CrediCare AS, Førde	Grieg Logistics AS
Alta kommune	De 4 roser AS	Grilstad AS
AMFI Moa	DnB NOR bank ASA, Tønsberg	Grimstad kommune
Anlegg Øst AS	Domstein ASA	Gunnar Klo AS
Applica AS	Drag industrier AS	H & M Hennes & Mauritz AS
AS Kristiansands Cementstøperi	EFG Hov Dokka AS	H. & O. Bernhardsen AS
Atlantic Auto AS	Egil Kristoffersen & sønner AS	H.J. Økelsrud AS
Backe gruppen	Eidskog Stangeskovene AS	Hagen og Godager AS
BDT Viken revisjon AS, Horten	Eidsvaag AS	Handelsbanken
Berge & Co AS	EiendomsMegler 1 Buskerud Vestfold AS	Haram kommune
Berggren AS	Eiendomsspar AS	Harstad kommune
Berg-Hansen reisebureau AS	Einar Valde AS	Harstad sparebank
Bertel O. Steen AS	Elektro AS	Havila Shipping ASA
Bewi produkter AS	Elektrotema Agder AS	Heatwork AS
Billettservice AS	Elkem AS, Materials Kristiansand	Heimdal eiendomsmegling AS
BioMar AS	Elkjøp Svolvær AS	Heimdal gruppen AS
Block Watne AS	Ernst & Young AS	Helse Nordmøre og Romsdal HF
Bohus interiørsenter AS	Ernst & Young AS, Bergen	Helse Sørøst
Boliden AS	Ernst & Young AS, Lillehammer	Hennig-Olsen is AS
Borregaard industries Ltd., Norge	Euro sko Norge AS	Hitra kommune
Bring Logistics AS	Fenix Outdoor Norge AS	Hotelldrift Ålesund AS
Brødrene Midthaug AS	Fesil AS, Rana metall	House of Oslo AS
Brødrene Sperre AS	Finnøy Gear & Propeller AS	Hunter Douglas Norge AS
BSH husholdningsapparater AS	Fiskars Brands Norge AS	Hurtigruten ASA
Buer entreprenør AS, Skien	Fitjar kommune	Huse I P AS
Byggmo eiendom AS	Fjord 1 Nordfjord-Ottadalen AS	Hustadmarmor AS
Bølgen og Moi AS	FM Gruppen AS	Hydrolift AS
Bårdshaug Herregård AS	Fokus bank, bedriftsmarked	Ibas AS
Capgemini Norge AS	Folk i husan eiendomsmegling AS	Ica distribusjon AS, Arendal
Cavotec Micro-control AS	Framo Engineering AS	Idecon AS
	Frøya havbruksservice AS	Impec AS



Imaas Bil AS	Meca Norway AS	Proaktiv Eiendomsmegling AS
Ineos Norge AS, Rafnes	Melbu Systems AS	Proffice AS
Inmedia AS	Melhus sparebank	Profil lakkering AS
Intersport Alta AS	Mesta konsern AS	Profilhuset Meny-Ultra
Island Offshore AS	Mesterjobb bemanning AS	Paa Bordet AS
ISS Facility Services AS, Kristiansand	Min Boutique gruppen AS	Qvam Eigendom AS
Istad kraft AS	Mindus AS	Ramsvik Frisør AS
IT partner Finnmark AS	Moelven Nordia AS, Trondheim	Rana Gruber AS
Jadargruppen AS	Moelven Wood AS	Retro AS
Jak Restaurantdrift A/S	Motor Sør AS	Rica Hotel Hamar
Jemar Norpower AS	Multiconsult AS, Trondheim	Rieber & Søn ASA
Johs J Syltern AS	Møller bil Sør-Rogaland AS	Rieber & søn ASA, Elverum
Jonas B. Gundersen AS, Mandal	Mørenot AS	Ring mekanikk AS
Jøtul ASA	Narud Stokke Wiig	Ringerike kommune
K. Lund AS	Narvik kommune	Ringsaker kommune
Kantega AS	Narvikgården AS	Rogaland fylkeskommune
Keno reklame AS	Natre Vatne	Rolfs elektro AS
Kewa Invest AS	NAV Telemark	Rolls-Royce Marine AS
Kitron Arendal AS	Nedre Eiker kommune	Romerike trelast AS
Kiwi Norge AS	Net Trans Services AS, Tønsberg	Rosenvold klær AS
Kluge advokatfirma DA	Neumann bygg AS	Ruukki Norge AS, region Nord
Klaastad brudd DA	Noodt & Reiding AS	Rype AS
Kongsberg gruppen ASA	Norcem AS	Safetec Nordic AS
Konkurrenten AS	Norgesvinduet Svenningdal AS	SAS Norge AS
KPMG AS, Bodø	Norisol Norge AS	Schlumberger Norge AS
Kristiansand næringsforening	Norli Bokhandel, avd. Stavanger	Sektor Kongssenteret drift AS
Kristiansund kommune	Norrøna storkjøkken AS	SG finans AS
Kvadrat kjøpesenter	NovaGroup AS	Sig. Halvorsen AS
Lefdal elektromarked AS, Tiller	Nycomed Pharma AS	Simon Møkster Shipping AS
Leonhard Nilsen & Sønner AS	Nymo AS	Sintef MRB AS
Lerøy Midnor AS	Opera Software ASA	Skagen hotell AS
Lillrent AS	Oppegård kommune	Skanem Moss AS
Lindesnes kommune	Oppland entreprenør AS	Skanska Norge AS, bygg region Vest
Linjebygg Offshore AS	Orkdal transport AS	Skeidar AS
Living AS	Os kommune	Skipsteknisk AS
Lundal Nord AS	P4 radio hele Norge AS	Skistar Norge AS, Trysil
Lyse Energi AS	Parker ScanRope AS, Tønsberg	Solsiden spa og velværesenter AS
Løvenskiold handel AS	Pedersens Lastebiltransport AS	Solstrand Fjord Hotel AS
Løvenskiold-Fossum	Perry Hamar AS	Sortland entreprenør AS
Malorama AS	Petroleum Geo-Services ASA	Sortland kommune
Malthus AS	Polarkonsult AS	Sparebank 1 SR-bank
Mandal kommune	PricewaterhouseCoopers AS, Førde	Sparebanken Hedmark
Maritime hotell, Flekkefjord	PricewaterhouseCoopers AS, Trondheim	Sparebanken Narvik
Martin M. Bakken AS		Sparebanken Sogn og Fjordane

Sparebanken Sør, Arendal  
Sport og fritid AS  
Sportshuset Melhus AS  
St. Olavs hospital HF  
Stabburet AS  
Statens vegvesen, region Sør  
Steertec Raufoss AS  
Stiftelsen Sintef  
Storebrand ASA  
Støren trelast AS  
Sweco Norge AS  
Swix sport AS  
Sykehuset i Vestfold HF  
Sykehuset Innlandet HF  
Sørbø gruppen AS  
Sørensen maskin AS  
Taubåtkompaniet AS  
Thon Hotels AS  
Tibe reklamebyrå AS  
Tine BA  
Topp auto AS  
Toten transportsentral AS  
Trebetong AS  
Trondheim kommune  
Trondos SA  
Trotan AS  
TV 2 gruppen AS  
Tønsberg kommune  
Unifab AS  
Vestre Toten kommune  
VIC Harstad AS  
Vikeså Glassindustri AS  
Ving Norge AS  
Visma Services Norge AS  
Våler kommune  
Washington Mills AS  
Weber Saint-Gobain byggevarer AS  
West Wacker Holding Norway AS  
Wiersholm Mellbye & Bech adv. AS  
Wonderland AS  
Yara International ASA  
Øveraasen AS  
Øyer kommune  
Aas mek verksted AS  
Åsen & Øvrelid AS

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

Dato	Styringsrente <sup>1)</sup>	Endring
<b>22. juni 2011</b>	<b>2,25</b>	<b>0</b>
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
15. august 2007	4,75	+0,25
27. juni 2007	4,50	+0,25
30. mai 2007	4,25	+0,25
25. april 2007	4,00	0
15. mars 2007	4,00	+0,25
24. januar 2007	3,75	+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
2006		2,3	4,9	4,8	1,9	11,9	4,3	8,5	8,4
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>	2. kv	-0,1	0,3	-0,2	0,7	7,9	6,2	-5,7	6,7
	3. kv	-1,6	0,8	1,2	1,0	-1,8	-15,1	8,7	-1,5
	4. kv	2,3	0,3	1,1	-0,6	6,4	12,7	-5,5	0,5
2011 <sup>3)</sup>	1. kv	-0,4	0,6	0,0	-0,2	0,7	7,2	0,6	10,7
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, reisetraffikk 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

<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)				
		Anslag				
		2010	2010	2011	2012	2013
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,5	1¾	1¾	2½	2½
KPI-JAE <sup>1)</sup>		1,4	1	2	2½	2½
KPIXE <sup>2)</sup>		1,7	1¼	2	2¼	2½
Årslønn <sup>3)</sup>		3¾	4¼	4¾	4¾	4½
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	2 496	0,3	1¾	2¾	2¼	2
BNP for Fastlands-Norge	1 937	2,1	3	3¾	3¼	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>4)</sup>		-¾	0	¾	½	¼
Sysselsetting, personer, KNR		-0,2	1¼	1½	1¼	1
Arbeidsstyrke, AKU		0,5	1	1¼	1¼	1
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,6	3¼	3	3	3¼
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,9	2½	2¼	2¼	2½
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5)</sup>	1 988	2,0	3¾	4½	3	2¾
- Privat konsum	1 073	3,7	3½	4½	3¼	3
- Offentlig konsum	558	2,2	2	2¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	357	-3,1	8¼	7	.	.
Petroleumsinvesteringer <sup>6)</sup>	124	-12,4	15	10	5	1½
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>7)</sup>	444	3,0	2¼	5	.	.
Import	715	9,0	8¾	4	.	.
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>8)</sup>		1,9	2¼	3½	4½	4¾
Importveid valutakurs (I-44) <sup>9)</sup>		90,3	88	88	88½	88¾

<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. 2 – juni

**2011**