



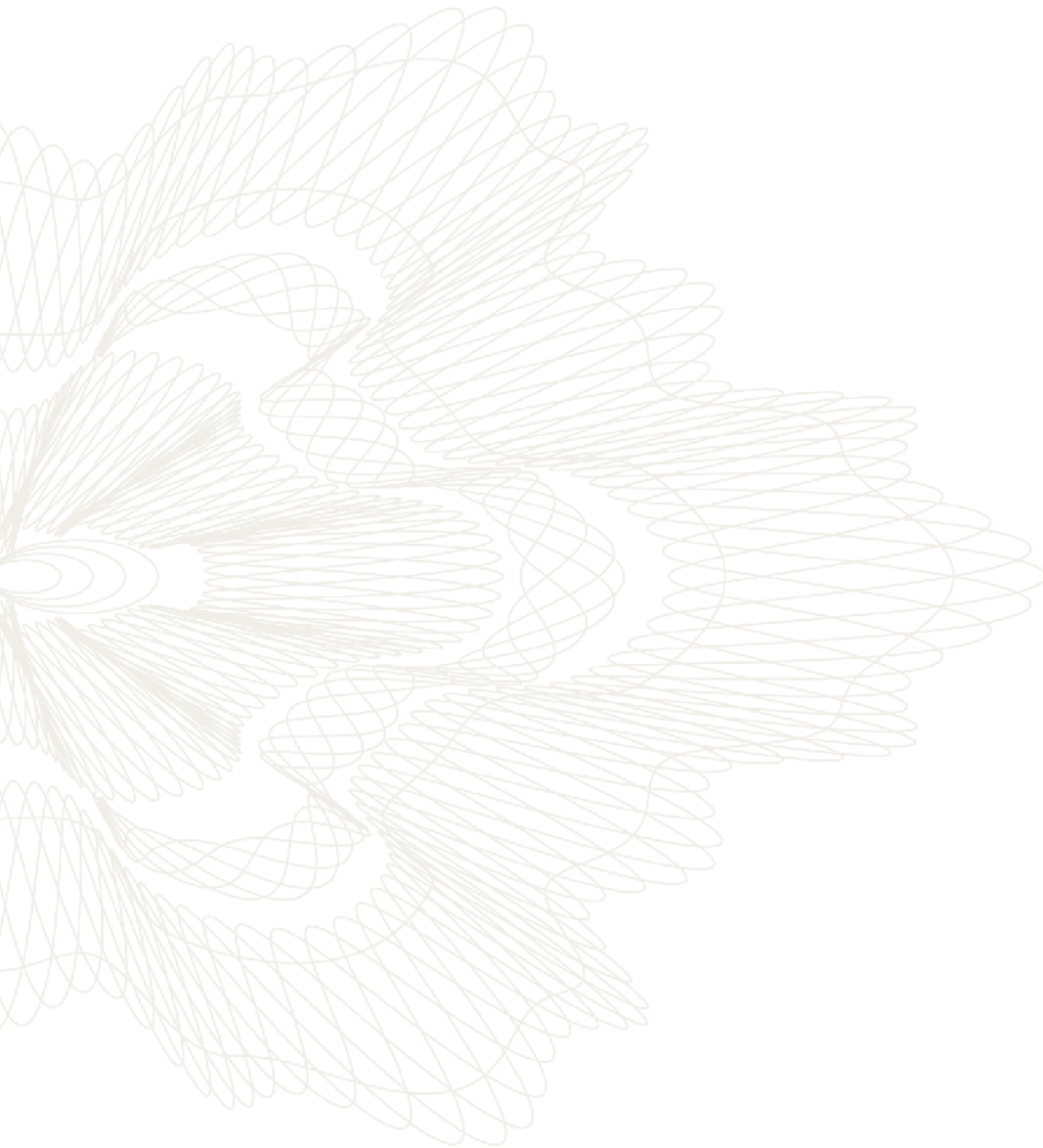
NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

3 | 10
oktober

Norges Banks rapportserie nr. 4-2010

Pengepolitisk rapport
3/2010



Norges Bank

Oslo 2010

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

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

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

Ansvarlig redaktør: Svein Gjedrem

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Lobo Media 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 11. august diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 13. oktober drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 27. oktober en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 16. mars 2011. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i kapittel 1. I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 15. desember, 26. januar og 16. mars.

Innhold

Leder	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	9
Den økonomiske situasjonen	9
Utsiktene fremover	12
Vurdering av renteprognosen	18
Usikkerhet i anslagene	20
Oppsummering	24
Hovedstyrets strategi	25
Rammer:	
- Hvorfor er lange renter så lave?	13
- Kriterier for en god rentebane	17
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/10	22
2. Nærmere om anslagene	27
Internasjonal økonomi	27
Norsk økonomi det neste året	30
Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2010 til 2013	38
Ramme:	
- KPIM: en modellbasert indikator for underliggende inflasjon	31
Vedlegg	
Oversikt over utdypinger 2006 – 2010	43
Oversikt over publikasjoner i 2009 – 2010 på Norges Banks nettsider	44
Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk	46
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	49
Tabeller og detaljerte anslag	50

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 21. oktober 2010.

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 27. oktober 2010.

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 Pengepolitisk rapport i et møte om lag to uker før rapporten 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 bakerst i kapittel 1 i rapporten.

Renten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter hver sjettede uke. 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 kl 14.00. Samtidig offentliggjøres notatet "Hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen", der det gjøres rede for både de vesentlige trekk ved utviklingen i økonomien som har fått betydning for beslutningen om renten og for hovedstyrets avveiiinger. Banken holder pressekonferanse kl 14.45 samme dag. Pressemeldingen, hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen og pressekonferansen er tilgjengelig på 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 kredittmelding. Sentralbanksjefen redegjør for pengepolitikken i en åpen høring i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av kredittmeldingen.

Leder

Lav inflasjon

Verdensøkonomien har vokst raskere enn vi ventet for noen måneder siden, men er fortsatt preget av ubalanser i handelen og store budsjettunderskudd i industrilandene. Særlig i USA, på de britiske øyer og i Sør-Europa har husholdninger, foretak og offentlige virksomheter lenge etterspurt mer varer og tjenester enn det landene selv produserer. En økende del av etterspørselen har rettet seg mot Kina og andre fremvoksende økonomier som har lavere produksjonskostnader og holder sin valutakurs nede. Det har bidratt til at prisveksten på konsumvarer i industrilandene har falt. I tillegg er den økonomiske veksten lav og styringsrenten nær null i mange land.

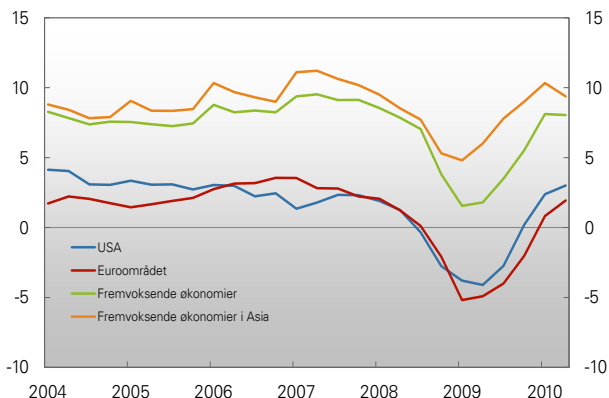
Også i Norge har inflasjonen falt. Rentenivået her hjemme er høyere enn i landene rundt oss, men fortsatt lavt. Samtidig er kronen sterk reelt sett – norsk arbeidskraft er dyr og prisenivået høyt. Det lave rentenivået bidrar til at bedrifter og husholdninger bruker en større del av inntektene til å etterspørre varer og tjenester enn de ellers ville gjort, men den sterke realkursen fører til at mer av etterspørselen dekkes av produksjon som finner sted i andre land.

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å holde inflasjonen lav og stabil. Toneangivende vestlige land fører en ekspansiv pengepolitikk for å motvirke at inflasjonen blir for lav. Også hos oss ser det ut til at inflasjonen en tid vil bli liggende lavere enn målet på 2½ prosent selv om veksten i økonomien nå er ganske god. Et vesentlig høyere rentenivå her hjemme ville øke risikoen for at kronen styrker seg og trekker inflasjonen mer ned. Til tross for at norsk økonomi er i bedre balanse enn mange andre vestlige land, ser det ut til at den videre renteoppgangen vil komme noe senere enn vi ventet i sommer.

Hovedstyret legger opp til at styringsrenten bør ligge mellom 1½ og 2½ prosent fram til neste rapport legges fram 16. mars 2011 med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Svein Gjedrem
27. oktober 2010

Figur 1.1 BNP i industriland og fremvoksende økonomier¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2010



1) Vektet med BNP-vekter (PPP). Se *Aktuell kommentar* 8/2009 for hvilke land som inngår i de ulike regionene

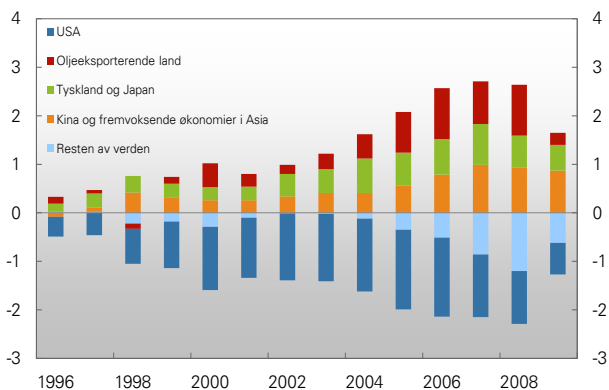
Kilder: Det internasjonale valutafondet, Thomson Reuters og Norges Bank

1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

Det er fortsatt stor usikkerhet i verdensøkonomien. Veksten hittil i år har vært høyere enn anslått, men det er store forskjeller mellom regionene. I USA har utviklingen vært svakere enn ventet gjennom sommeren og høsten. Arbeidsledigheten kan se ut til å festne seg på et høyt nivå, boligmarkedet ligger fortsatt nede, og husholdningene er mer forsiktige. Europa er i lavkonjunktur, men produksjonen har tatt seg opp i flere nordeuropeiske land. I Asia og flere fremvoksende økonomier er veksten sterk, se figur 1.1. Prisstigningen er moderat i de fleste land.

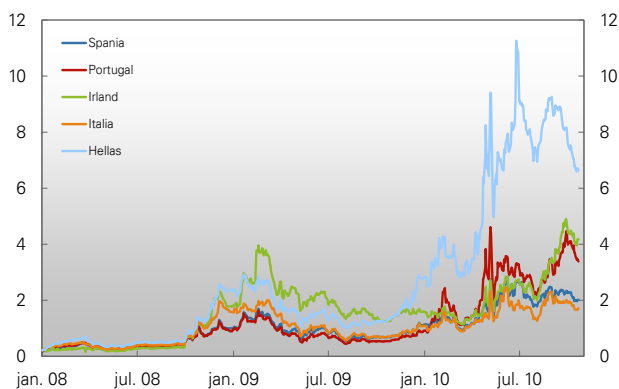
Figur 1.2 Globale ubalanser. Driftsbalanse i prosent av verdens BNP. 1996 – 2009



Kilde: Det internasjonale valutafondet

Ubalansene i verdensøkonomien har skapt spenninger i det internasjonale økonomiske samarbeidet, se figur 1.2. Kinas valutakurspolitikk har vært kritisert. Også andre land har ført en politikk med sikte på å holde verdien av egen valuta nede. Sentralbankene i Japan, Sør-Korea og andre asiatiske land har intervensert i valutamarkedet, mens Brasil har økt skattene på utlendingers kjøp av verdipapirer.

Figur 1.3 Pris på sikring mot kredittrisiko (CDS) for gjeld utstedt av stater. 5 års løpetid. Prosentenheter. 1. januar 2008 – 21. oktober 2010



Kilde: Bloomberg L.P.

Aktørene i finansmarkedet ser fortsatt en risiko for at enkelte europeiske stater ikke vil klare å betjene sin statsgjeld. I høst steg prisen på å forsikre seg mot mislighold av særlig irsk og portugisisk statsgjeld til nye høye nivåer, se figur 1.3, men tiltak fra EU-landene, Den europeiske sentralbanken og Det internasjonale valutafondet (IMF) har bidratt til å avgrense risikoen. Kutt i offentlige utgifter og økte skatter og avgifter har også medvirket.

Styringsrentene ligger nær null i mange land. Den forventede oppgangen i rentene er skjøvet videre ut i tid. Siden forrige rapport har den japanske sentralbanken senket målet for styringsrenten til 0 – 0,1 prosent. I USA, euroområdet og Storbritannia ventes det nå rentehevinger tidligst mot slutten av 2011, se figur 1.4. Sverige og rå-

vareeksporterende økonomier som Australia, New Zealand og Canada har begynt å øke sine styringsrenter. Renten er fortsatt lav i Sverige og Canada, og til dels i New Zealand, men er kommet opp på et mer normalt nivå i Australia.

Langsiktige renter er også svært lave, se figur 1.5. Siden forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram i juni, har renten på statspapirer med ti års løpetid i USA falt videre og ligger nå rundt 2,5 prosent. Den amerikanske sentralbanken har nylig antydnet at den vil fortsette å kjøpe obligasjoner. Det bidrar til å holde de langsiktige rentene i USA nede, og har smittet over på rentene i andre land. Rentene på obligasjoner utstedt av bedrifter har også falt. De lave langsiktige rentene er drøftet i egen ramme på side 13.

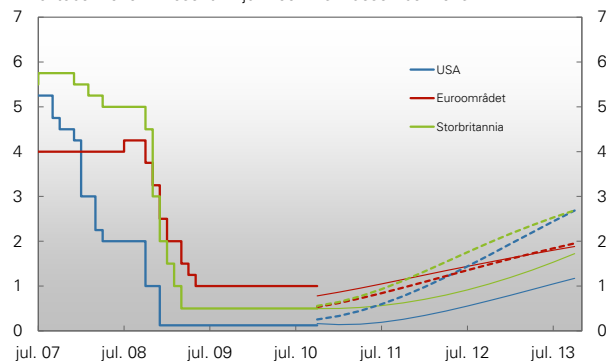
Samtidig som de langsiktige rentene har falt, har aksjekurser og råvarepriser steget. Samlet ligger kursene på Oslo Børs nå rundt 10 prosent høyere enn da forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram i slutten av juni. Aksjekursene i fremvoksende økonomier har steget med 17 prosent i samme periode. Spotprisen på olje (Brent Blend) har ligget på rundt 75 dollar per fat siden i fjor høst, men har steget den siste tiden. Fremtidsprisene tyder på en videre oppgang i oljeprisen.

Verdien på amerikanske dollar har svekket seg effektivt med rundt 8 prosent siden forrige rapport. Svenske kroner og euro har styrket seg. Norske kroner har svingt en del, men er samlet sett om lag uendret siden juni. Rentedifferansen mot utlandet har falt noe.

Forskjellen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten ligger nå rundt 0,6 prosentenheter. Påslagene har falt noe siden forrige pengepolitiske rapport, men er fortsatt høye. Norges Bank har varslet tiltak for å få pengemarkedet til å virke bedre og bringe påslagene ned. Siden oktober i fjor har Norges Bank økt styringsrenten med til sammen 0,75 prosentenheter. Vektet utlånsrente på nye boliglån har økt med 0,45 prosentenheter i samme periode, se figur 1.6.

Den moderate veksten i norsk økonomi fortsetter og synes nå å ha fått feste. Bedriftene i Norges Banks regionale

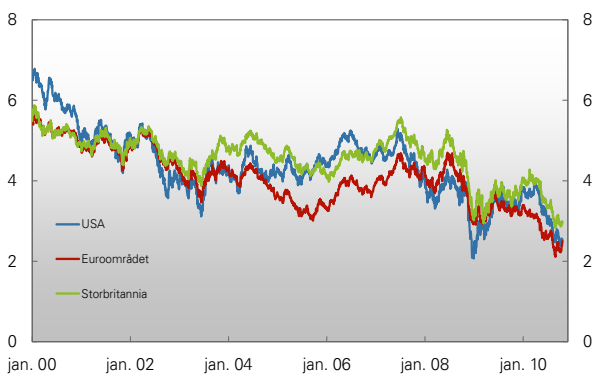
Figur 1.4 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 23. juni 2010 og 21. oktober 2010.¹⁾ Prosent. 1. juli 2007 – 31. desember 2013²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 23. juni 2010. Tynne linjer viser terminrenter per 21. oktober 2010. Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter
2) Dagstall fra 1. juli 2007 og kvartalstall per 21. oktober 2010

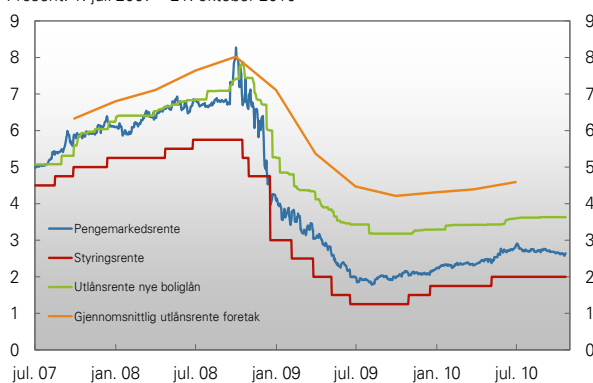
Kilder: Bloomberg L.P. og Norges Bank

Figur 1.5 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2000 – 21. oktober 2010



Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.6 Styringsrente, pengemarkedsrente¹⁾, vektet utlånsrente fra bankene på nye boliglån²⁾ og gjennomsnittlig utlånsrente for foretak³⁾. Prosent. 1. juli 2007 – 21. oktober 2010



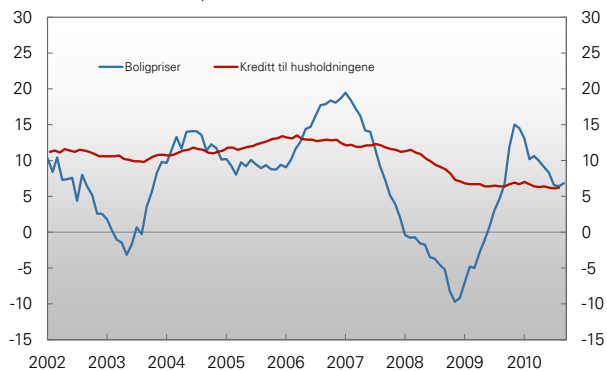
1) Tremåneders NIBOR (effektiv)

2) Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60 prosent av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler

3) Ikke-finansielle foretak. 2. kv. 2007 – 2. kv. 2010

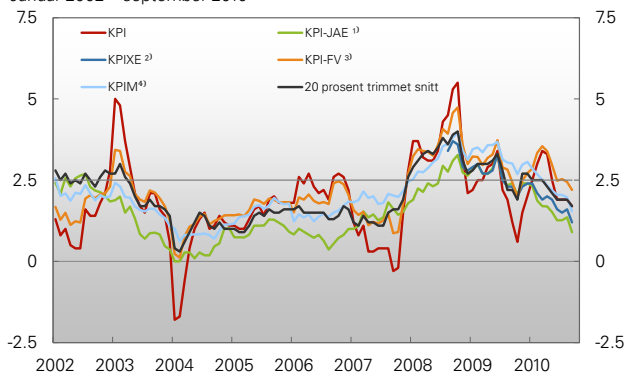
Kilder: Norsk familieøkonomi AS, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Kreditt til husholdningene¹⁾ og boligpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2010²⁾



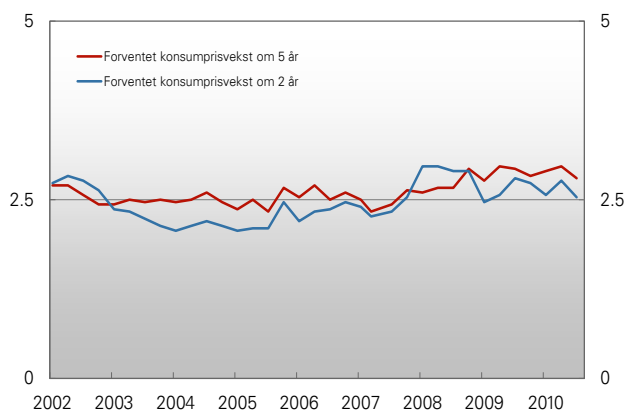
1) Innenlandsk kreditt K2
2) Boligpriser til september. Kredittvekst til august
Kilder: Statistisk sentralbyrå, OPAK, eiendomsmeglerbransjen (NEF, EFF, Finn.no og ECON Pöyry), OBOS og Norges Bank

Figur 1.8 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2010



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) KPI justert for frekvens av prisendringer. Se *Aktuell kommentar 7/2009* fra Norges Bank
4) Modellbasert indikator for underliggende inflasjon. Se *Aktuell kommentar 5/2010* fra Norges Bank og egen ramme side 31
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2002 – 3. kv. 2010



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

nettverk rapporterte i september at veksten har vært god gjennom sommeren. Investeringene i bedriftene stiger, særlig i tjenesteytende næringer. Veksten i kreditt til foretak har tiltatt. Eksporten av varer har steget. Samtidig har veksten i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester vært ganske lav, og kredittveksten er stabil. Veksten i boligprisene har vært avtakende, men steg i september, se figur 1.7. Bankene har fortsatt å stramme inn kredittpraksisen på førstehjems lån til husholdningene i tråd med retningslinjene som Finanstilsynet la fram i mars. Det kan ha bidratt til å dempe veksten i boligprisene. Spareparten har økt og ligger nå på et historisk høyt nivå ifølge institusjonelt sektorregnskap fra Statistisk sentralbyrå. Tall fra det finansielle sektorregnskapet kan tyde på at sparingen har vært noe lavere.

Sysselsettingen har steget de siste månedene, og den registrerte arbeidsledigheten har lenge ligget like under 3 prosent av arbeidsstyrken. Lønnsveksten i år ser ut til å bli om lag 3½ prosent. Produktiviteten falt noe gjennom lavkonjunkturen, men har tatt seg opp igjen.

Den underliggende prisveksten er lavere enn inflasjonsmålet, se figur 1.8. Prisveksten målt ved KPIXE¹ har falt gjennom året og lå i tredje kvartal på 1,4 prosent. Lavere kapasitetsutnyttning enn normalt, avtakende lønnsvekst, styrkingen av kronen gjennom 2009 og inn i 2010 og lavere prisimpulser fra utlandet har bidratt til fallet i konsumprisveksten det siste året.

Ifølge Perducus forventningsundersøkelse falt de langsiktige inflasjonsforventningene i tredje kvartal, men de er fortsatt noe over inflasjonsmålet. Partene i arbeidslivet og økonomer i finansnæringen og academia venter at prisstigningen om fem år vil være rundt 3 prosent, se figur 1.9. Inflasjonsforventningene kan også avledes fra forskjellen mellom Norges og euroområdet forventede femårsrenter om fem år. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge vil denne langsiktige rentedifferansen normalt ligge i området ½ – 1 prosentenheter, avhengig av risikopremiene. Differansen ligger nå rundt 1 prosentenheter, se figur 1.10. Ettersom de langsiktige rentene har falt mye både i Norge og i euroområdet og nivået er usedvanlig lavt, må denne differansen nå tolkes med varsomhet.

1 Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.

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 1.11.

Styringsrenten i Norge ble redusert betydelig høsten 2008 og gjennom første halvår i fjor for å motvirke at inflasjonen skulle bli for lav og for å dempe utslagene av den internasjonale lavkonjunkturen på norsk økonomi. I fjor høst begynte aktiviteten i norsk økonomi å ta seg opp, og styringsrenten ble fram til mai i år satt opp med til sammen 0,75 prosentenheter til 2 prosent. Da vi la fram forrige pengepolitiske rapport i juni, var utsiktene for veksten i norsk økonomi noe nedjustert. Våre analyser tilsa da at styringsrenten kunne holdes uendret til rundt årsskiftet og deretter økes gradvis.

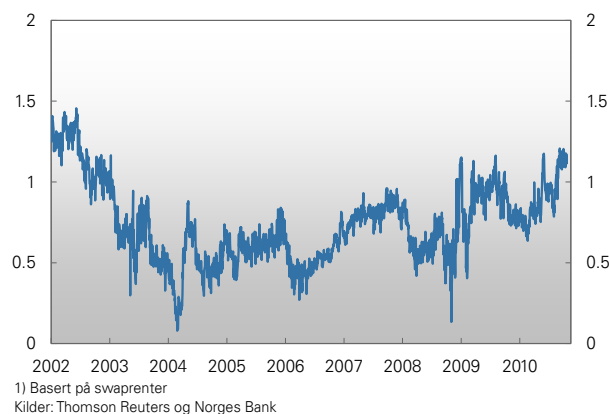
Ny informasjon siden forrige rapport trekker samlet i retning av at den videre økningen i renten vil bli skjøvet litt ut i tid.

Veksten i verdensøkonomien ventes å være moderat fremover og lavere enn i årene forut for finanskrisen. Aktivitetsnivået hos våre handelspartnere anslås å være under normalt i flere år. Det vil bidra til å holde inflasjonen ute nede.

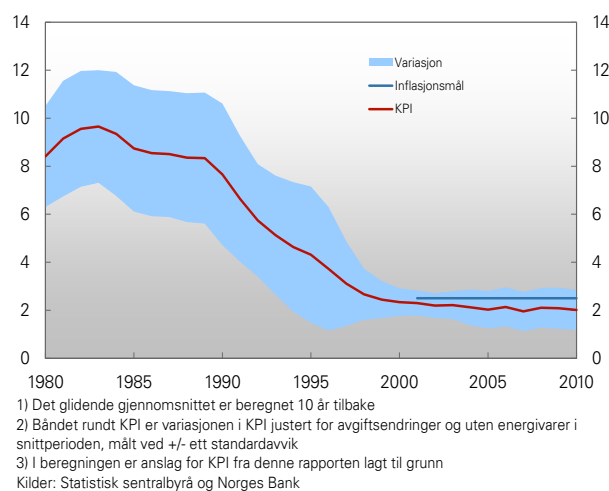
De forventede markedsrentene hos våre handelspartnere har falt ytterligere siden forrige rapport både på kort og lang sikt, og er nå svært lave. Vi legger til grunn at rentene ute etter hvert vil stige noe raskere enn det som nå kommer til uttrykk i markedsrentene, se figur 1.12. Det vil være mer i samsvar med våre anslag for vekst og inflasjon for handelspartnere, se nærmere utdyping side 13. Nedgangen i renteforventningene ute trekker likevel i retning av lavere rente også i Norge fordi høyere rentedifferanse øker risikoen for at kronen styrker seg markert slik at inflasjonen blir for lav.

Aktiviteten i norsk økonomi vil trolig fortsette å vokse i moderat takt den nærmeste tiden, slik vi så for oss i forrige rapport. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen fortsatt er noe lavere enn normalt.

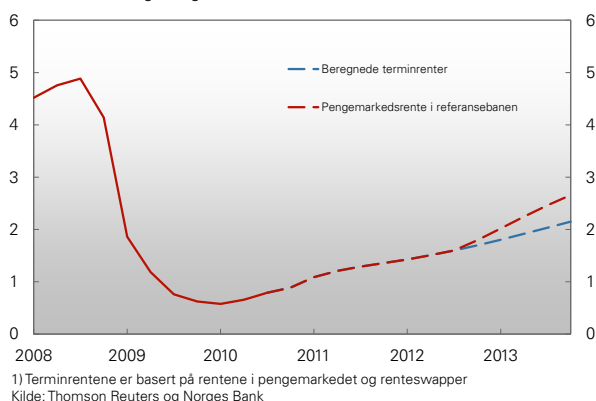
Figur 1.10 Differansen mellom femårs terminrenter¹⁾ om fem år i Norge og euroområdet. Prosentenheter. 1. januar 2002 – 21. oktober 2010



Figur 1.11 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI³⁾. Prosent. 1980 – 2010



Figur 1.12 Tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere. Referansebanen og beregnede terminrenter¹⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Hvorfor er lange renter så lave?

Langsiktige renter gjenspeiler forventninger om vekstevnen i økonomien og langsiktige inflasjonsforventninger. De påvirkes også av den aktuelle økonomiske situasjonen, innretningen av pengepolitikken og av risikopremier i finansmarkedene.

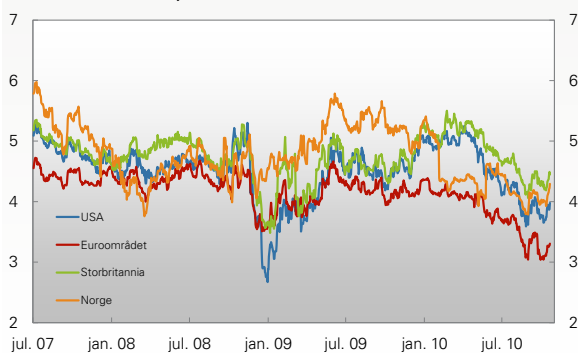
Den forventede femårsrenten om fem år er mindre påvirket av det aktuelle konjunkturbildet. Den har falt betydelig den siste tiden, se figur 1. Det kan være et uttrykk for fallende langsiktige inflasjonsforventninger, fallende langsiktige vekstforventninger eller lavere risikopremier i obligasjonsmarkedet.

Inflasjonsforventninger kan avledes fra forskjellen mellom nominelle renter på statsobligasjoner og renter på realrenteobligasjoner¹, såkalte "break-even" inflasjonsforventninger. Målt på denne måten var de langsiktige inflasjonsforventningene i USA særlig lave under finanskrisen, se figur 2. Inflasjonsforventningene kan også måles ved anslag fra prognosemakere og ved såkalte inflasjonsswapper. Alle målene på inflasjonsforventningene ligger nå rundt 2,5 - 3 prosent i USA, se figur 2. Tilsvarende mål for euroområdet ligger rundt 2 prosent, se figur 3. Inflasjonsforventningene synes derfor å være nokså godt forankret rundt normale nivåer både i USA og i euroområdet, og er trolig ikke årsaken til nedgangen i de langsiktige rentene.

Renten på realrenteobligasjoner gjenspeiler markedsaktørenes forventninger til økonomiens vekstevne, men vil også være påvirket av risikopremiene i obligasjonsmarkedet. Realrenten har gjennomgående falt i 2010, se figur 4. Både for USA og euroområdet er den langsiktige realrenten (5 år om 5 år) nå rundt 1,5 prosent. I utgangspunktet kan det ikke utelukkes at markedsaktørene i kjølvannet av finanskrisen og krisen i det europeiske statspapirmarkedet har nedjustert sine anslag for økonomiens vekstevne og realrenten på lengre sikt. Historien har vist at den økonomiske veksten kan være lav i mange år etter en finanskrisen. "Consensus Forecasts", som viser anslag fra internasjonale aktører i markedet, tyder derimot på at de langsiktige vekstforventningene i USA har holdt seg oppe.² I så fall kan nedgangen i de langsiktige rentene ikke skyldes forventninger om svekket vekstevne eller et fall i den langsiktige likevektsrenten i økonomien.³

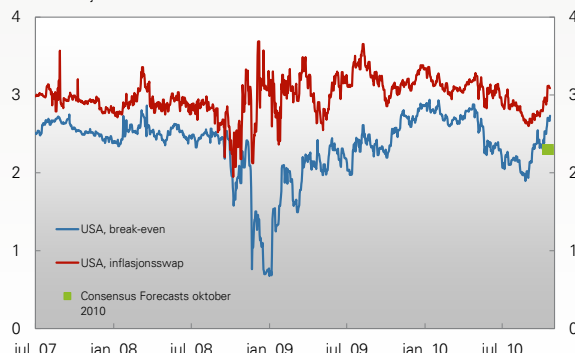
Analyser utført i Norges Bank tyder på at renten på langsiktige statsobligasjoner i USA normalt kan forklares nokså godt av kortsiktig rente på amerikanske statspapirer, ISM-indeksen⁴, langsiktige inflasjonsforventninger og driftsbalansen i prosent av bruttonasjonalprodukt. Figur 5 viser en modell for de langsiktige rentene basert på disse forklaringsfaktorene.⁵ Modellen har nokså god forklaringskraft over tid, men de tradisjonelle forklaringsfaktorene kan ikke fullt ut

Figur 1 Langsiktige nominelle implisitte terminrenter. 5 år om 5 år. Statsrenter. Prosent. 1. juli 2007 – 21. oktober 2010



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Langsiktige inflasjonsforventninger. USA. 5 år om 5 år. Prosent. 1. juli 2007 – 21. oktober 2010



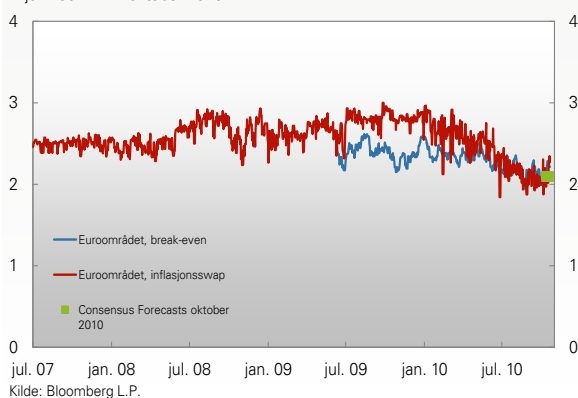
Kilde: Bloomberg L.P.

forklare dagens lave langsiktige rentenivå. Forskjellen kan skyldes at avkastningen på disse papirene for tiden presses ned under det som gjenspeiler markedets forventninger til langsiktig vekst og inflasjon. Det kan tyde på at risikopremien i markedet for amerikanske statsobligasjoner for tiden er negativ.

Etterspørselen etter tyske og amerikanske statspapi-
rer økte etter at markedsaktørene begynte å frykte at enkelte europeiske land ikke ville klare å betjene sin statsgjeld. Det har trolig bidratt til nedgangen i risikopremiene på disse papirene. Det er dessuten sterke forventninger til at den amerikanske sentralbanken vil kjøpe obligasjoner for nokså store beløp fremover. Det har bidratt til den nedgangen i de langsiktige realrentene og risikopremiene som vi har sett i det siste.⁶

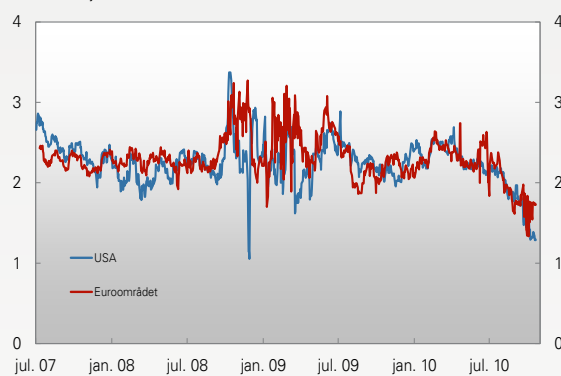
De lave langsiktige rentene synes for tiden å være preget av særskilte forhold og gir trolig ikke et riktig bilde av forventningene til den fremtidige styringsrenten. Vi legger derfor til grunn at styringsrentene ute og de kortsiktige rentene etter hvert vil stige noe raskere enn det som nå kommer til uttrykk i de langsiktige markedsrentene, se figur 1.12. Våre anslag på fremtidige renter er i stedet mer i samsvar med anslagene for vekst og inflasjon hos handelspartnerne.

Figur 3 Langsiktige inflasjonsforventninger. Euroområdet. 5 år om 5 år. 1. juli 2007 – 21. oktober 2010

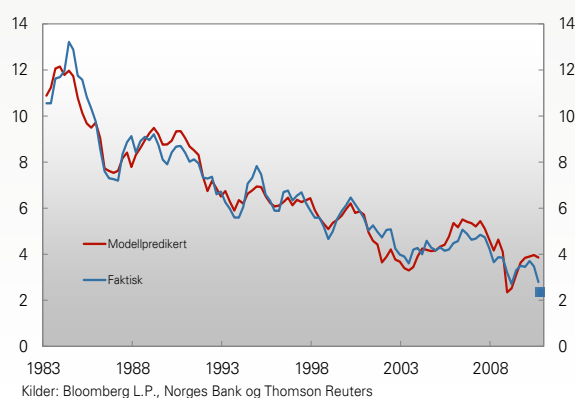


- 1 Fem års break-even forventninger om fem år er beregnet ut fra fem- og tiårs realrenteobligasjoner og fem- og tiårs nominelle obligasjoner.
- 2 Consensus Forecasts (CF) fra oktober 2010 anslår veksten i USA i 2015 til 2,9 prosent og veksten for perioden 2016 - 2020 til å være 2,6 prosent per år. Dette er marginalt høyere enn anslaget som ble gitt i april 2010 (CF gir langsiktige anslag to ganger i året).
- 3 Den langsiktige likevektsrenten er den renten som over tid gir lav og stabil inflasjon nær et erklært eller implisitt inflasjonsmål og stabilitet i produksjon og sysselsetting ved full ressursutnyttelse i økonomien.
- 4 ISM-indeksen måler amerikanske innkjøpsjefers vurderinger av aktiviteten i industri- og tjenestesektoren. I modellen har ISM-indeksen omtrent samme tolkning som et produksjonsgap.
- 5 Se Aktuell kommentar 3/2010 fra Norges Bank for nærmere drøfting av modellen.
- 6 For en nærmere drøfting av effekten på statsrentene av kjøp av obligasjoner, se Staff Report 441/2010 fra Federal Reserve Bank of New York og Fixed Income Weekly, 24. september 2010 fra Deutsche Bank.

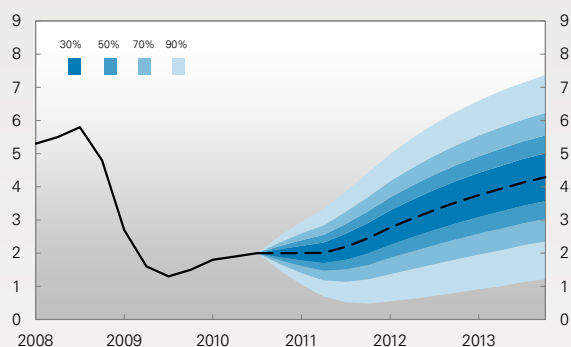
Figur 4 Realrenter¹⁾. USA og euroområdet. 5 år om 5 år. Prosent. 1. juli 2007 – 21. oktober 2010



Figur 5 Faktisk og modellpredikert 10-års statsrente. USA. Prosent. 1. kvartal 1983 – 3. kvartal 2010

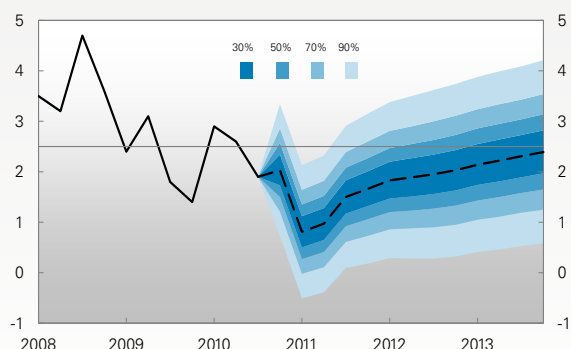


Figur 1.13a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



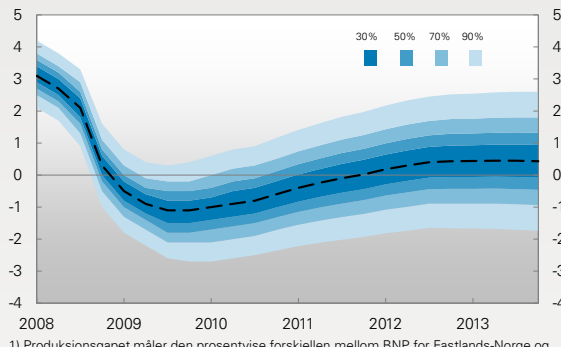
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

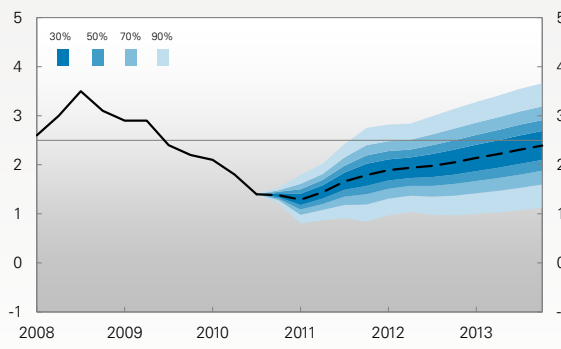
Figur 1.13b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

Kilde: Norges Bank

Figur 1.13d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

Konsumprisene har økt vesentlig mindre enn ventet. Målt ved KPIXE ventes den underliggende prisveksten å bli liggende rundt 1½ prosent fram til neste sommer. Nedgangen i kostnadsveksten og kapasitetsutnyttningen gjennom fjoråret vil trolig fortsatt dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester noen kvartaler fram. Med lav konsumprisvekst og prisfall på importerte varer er det en risiko for at prisstigningen kan bli liggende under inflasjonsmålet over en lengre periode.

Både hensynet til å holde veksten i konsumprisene nær 2,5 prosent og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting tilsier en fortsatt lav rente.

Styringsrenten i Norge har vært lav nokså lenge. Hensynet til å gardere mot finansielle ubalanser som kan utløse

brå og store fall i produksjonen og i inflasjonen et stykke fram i tid, taler for at renten ikke holdes lav for lenge. Det er så langt ikke klare tegn til at det lave rentenivået har utløst tiltakende gjeldsvekst i husholdningene, men gjeldsnivået er i utgangspunktet høyt. Den reelle prisveksten på boliger er moderat, og veksten i husholdningenes kjøp av varer og tjenester har vært lav.

En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet taler for at styringsrenten holdes på dagens nivå de nærmeste kvartalene og deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå, se figur 1.13 a–d. Utviklingen siden juni trekker i retning av å øke renten noe senere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/10, se figur 1.14 og ramme side 22. Lavere prisstigning og lavere forventede renter ute trekker renteprognozen ned. Vi anslår at styringsrenten settes videre

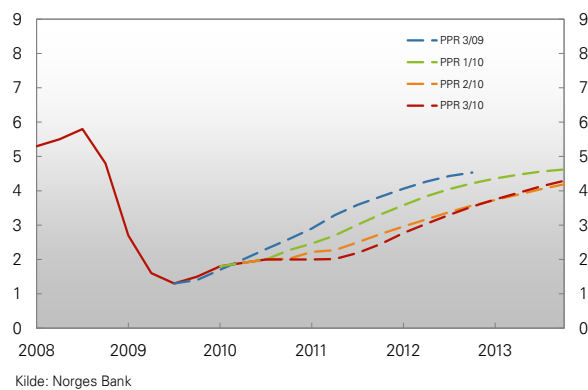
opp i løpet av sommeren neste år og deretter økes gradvis til rundt 4 prosent ved utgangen av 2013.

Med dette forløpet for renten anslås rentedifferansen mot utlandet og kronen å holde seg om lag på dagens nivå fremover, se figur 1.15. Videre er det lagt til grunn at påslagene i pengemarkedet gradvis avtar og vender tilbake til det tidligere normalnivået på om lag 0,25 prosentenheter i løpet av prognoseperioden, se figur 1.16. De varslede tiltakene knyttet til systemet for styringen av bankenes reserver og fastsettingen av NIBOR er ventet å bidra til dette.

Renten blir satt slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent over tid, og slik at kapasitetsutnyttingen etter hvert kommer tilbake til et normalt nivå, se figur 1.17. Inflasjonen vil en tid fremover fortsatt dempes av lave prisimpulser fra utlandet. Vi anslår at prisveksten målt ved KPIXE gradvis vil stige fra andre halvår 2011. Etter hvert som kapasitetsutnyttingen øker, vil høyere lønnsvekst og noe lavere vekst i produktiviteten trolig trekke prisveksten opp.

Den lave renten bidrar til at veksten i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester holder seg oppe. Veksten i private investeringer har økt, og vi legger til grunn fortsatt sterk, men noe avdempet vekst fremover. Vi venter at lønnsveksten etter hvert tiltar til rundt 4½ prosent mot slutten av prognoseperioden. Norsk arbeidskraft har aldri vært så kostbar som nå målt ved relative lønnskostnader, og den kostnadmessige konkurranseevnen ser ut til å svekkes ytterligere noe de neste par årene, se figur 1.18. Med gode utsikter for oljeleverandør- og metallindustrien venter vi likevel moderat vekst i eksporten de nærmeste årene. Samlet anslår vi at kapasitetsutnyttingen vil være tilbake på et normalt nivå i løpet av første halvår 2011 og at den registrerte ledigheten vil holde seg lav.

Figur 1.14 Styringsrenten i referansebanen PPR 3/09, PPR 1/10, PPR 2/10 og PPR 3/10. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



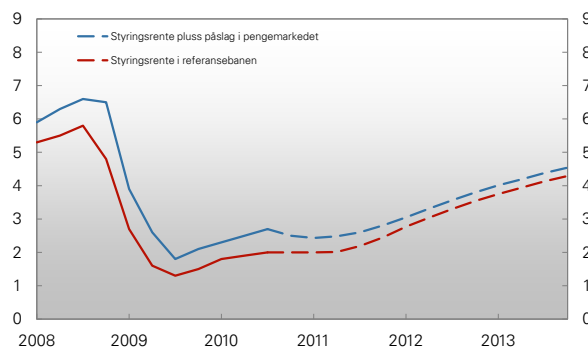
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge og hos handelspartnere, og importveid valutakurs (I-44)¹⁾. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2002 – desember 2013



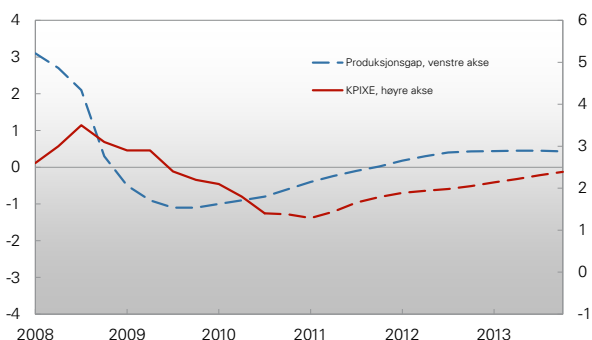
1) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.16 Styringsrenten i referansebanen og styringsrenten med påslag i det norske pengemarkedet.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



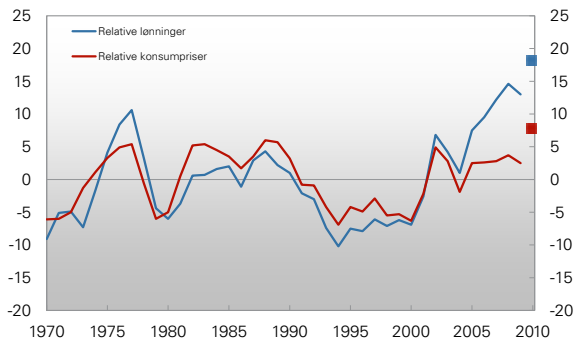
1) Norges Banks anslag fra 4. kvartal 2010
Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Anslag på inflasjonen¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

Figur 1.18 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970 – 2009. Prosent. 1970 – 2010¹⁾



1) Punktene viser gjennomsnittet hittil i 2010. Stigende kurve indikerer svakere konkurranseevne
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppjøringene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

Kriterier for en god rentebane

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

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

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

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

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

3) Renten bør normalt endres gradvis og konsistent med bankens tidligere 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"¹⁾:

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

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 λ , δ og κ uttrykker vek-

tene de ulike hensynene tillegges i forhold til kostnaden ved å avvike fra inflasjonsmålet.²⁾

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 mer aggressivt 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 $\lambda=0,1$, $\delta=0,25$ og $\kappa=0,25$. Disse parametrene vil avhenge av modellen og av hvordan modellen løses, se nærmere beskrivelse i Alstadheim m.fl. (2010). Hensynet til konsistent reaksjonsmønster over tid taler for å tallfeste parametrene i samsvar med bankens tidligere handlingsmønster.

Vurdering av renteprognosen

Prognosen for renten gir uttrykk for vårt samlede skjønn og vår vurdering basert på kriteriene for en god rentebane, se omtale i egen ramme nedenfor. I henhold til kriteriene skal styringsrenten settes slik at inflasjonen bringes til målet og nivået på samlet produksjon bringes til sitt langsiktig opprettholdbare nivå. Samtidig bør renten endres gradvis, 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 ubalansene avveies mot hverandre.

Figurene 1.19 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når de ulike kriteriene er oppfylt.²

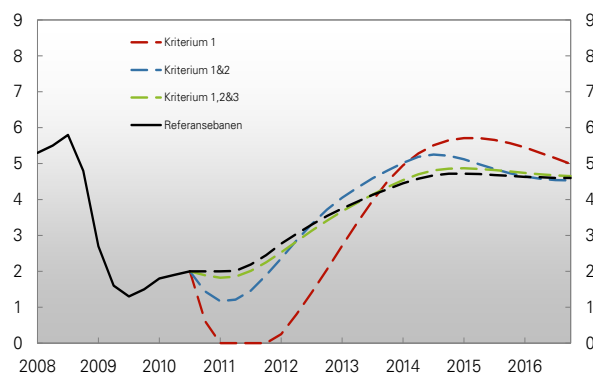
Dersom pengepolitikken hadde som eneste mål å få inflasjonen raskt tilbake til målet, ville styringsrenten bli satt raskt ned under 1 prosent. Inflasjonen ville da nokså raskt komme opp til 2,5 prosent, men en slik politikk ville samtidig føre til store svingninger i produksjon og sysselsetting. Renten ville etter kort tid måtte økes kraftig igjen for å unngå høy inflasjon lenger fram i tid, se kriterium 1 i figur 1.19 a-c.

Når vi tar hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting, varer det noe lenger før inflasjonen er tilbake på målet, se kriterium 1 og 2 i figur 1.19 a-c.

Brå og store skift i renten kan skape ustabilitet i finansmarkedene og ha kostnader for husholdninger og bedrifter som ikke er forberedt på slike utslag. Tar vi også hensyn til dette, skal renten ikke settes så mye ned, men heller holdes lav lenger. Kostnaden er at det tar litt lenger tid før inflasjonen kommer opp i 2,5 prosent og kapasitetsutnyttningen kommer ned mot et mer normalt nivå, se kriterium 1, 2 og 3 i figur 1.19 a-c.

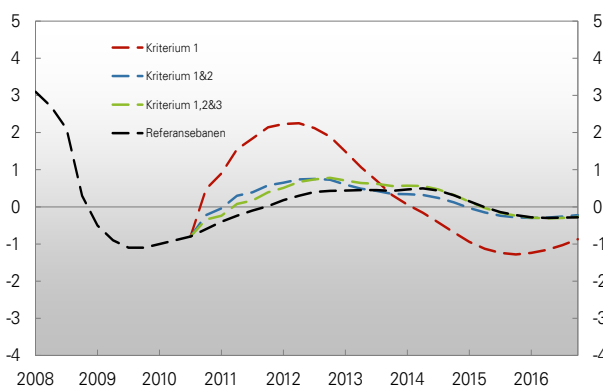
Våre modeller gir en ufullkommen beskrivelse av økonomiens virkemåte, og renteprognosen er derfor sårbar for svakheter eller feil i modellen. Enkle pengepolitiske regler kan være mer robuste overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker. Pengepolitikken blir trolig

Figur 1.19a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



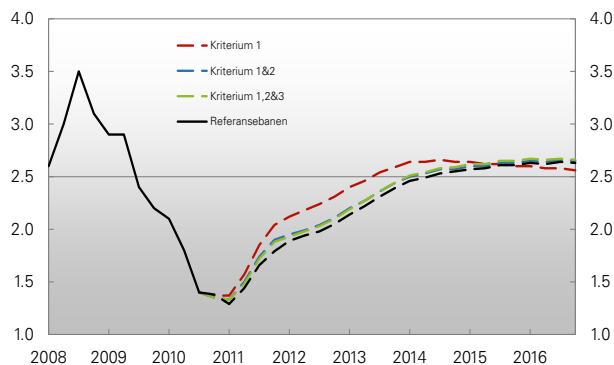
Kilde: Norges Bank

Figur 1.19b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

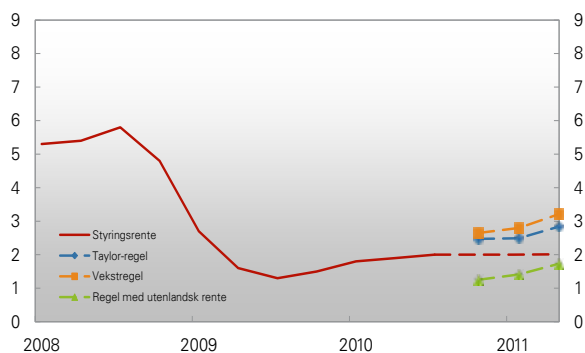
Figur 1.19c KPIXE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



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

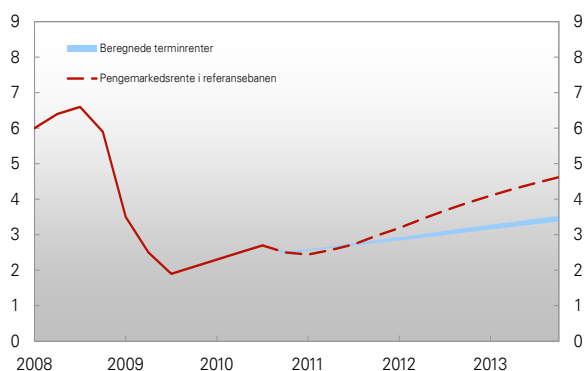
² Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO.

Figur 1.20 Styringsrente og beregnede enkle renteregler¹⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2011



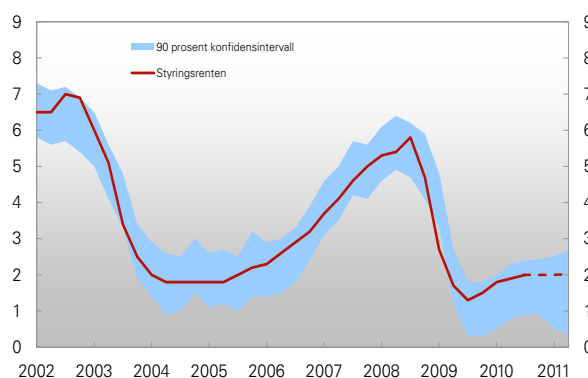
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgapet, konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente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

Figur 1.21 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen og beregnede terminrenter¹⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



1) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 8. oktober – 21. oktober 2010
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.22 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2011



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 – 3. kv. 2010. Nærmere utdyping er gitt i Staff Memo 3/2008
Kilde: Norges Bank

litt mindre sårbart mot svakheter i analyseapparatet om det også legges noe vekt på slike enkle regler.

Figur 1.20 viser tre enkle pengepolitiske regler. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet, inflasjonen og nivået på renten. Regelen legger vekt på at renten i en normal situasjon bør ligge opp mot 5 prosent. Vekstregele bygger på veksten i BNP og inflasjonen. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået til våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Taylor- og vekstregele tilsier en styringsrente som ligger noe over vår prognose for renten. Regelen med utenlandske renter tilsier en styringsrente i underkant av 2 prosent ved utgangen av året.

Legger vi i tillegg vekt på Taylor-regelen, vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå en periode og deretter øke gradvis. Det trekker prognosen for inflasjonen og produksjonsgapet ytterligere litt ned og samsvarer med referansebanen i denne rapporten, se figur 1.19 a-c.

Endringer som har skjedd i økonomien siden forrige pengepolitiske rapport, tillegges stor vekt i utformingen av en ny renteprognose. Det er da en risiko for at eventuelle feil i tidligere renteprogner blir tatt med fremover. Det taler for en selvstendig vurdering av nivået på rentebanen. De enkle pengepolitiske reglene beskrevet over er nyttige kryssjekker av at rentenivået er satt riktig.

Terminrentene i pengemarkedet er en annen kryssjekk av renteprogneren. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter en senere oppgang i pengemarkedsrentene enn vi nå anslår, se figur 1.21. På grunn av store bevegelser i de langsiktige rentene den siste tiden bør vi være varsom i tolkningen.

Renten kan også vurderes i lys av vår tidligere rentesetting. Norges Bank har beregnet en renteregulering som grovt søker å forklare bankens tidligere rentesetting basert på utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Fremover viser renteregelen en utvikling i styringsrenten i tråd med Norges Banks anslag på renten, se figur 1.22.

Usikkerhet i anslagene

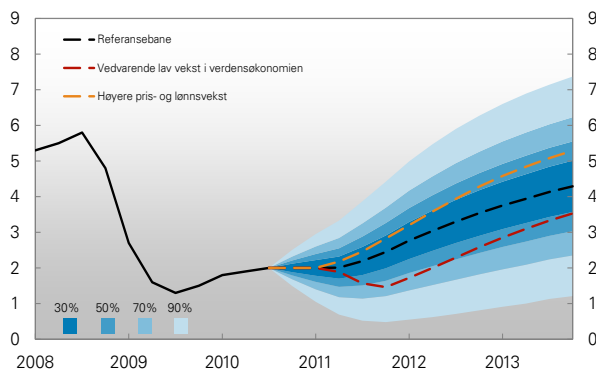
Anslagene for renten, inflasjonen, produksjonen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og vår oppfatning av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Bli utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Pengepolitikken kan 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 1.13 a-d. Bredden på viftene er basert på forstyrrelser som har funnet sted tidligere, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.

De langsiktige renteforventningene hos våre handelspartnere er nå svært lave. I våre prognoser har vi lagt til grunn at rentene ute etter en tid vil stige noe raskere enn det de langsiktige markedsrentene nå tilsier. Men vi kan ikke utelukke at markedsrentene gjenspeiler en risiko for en dyp og langvarig nedgang i verdensøkonomien. Historien har vist at den økonomiske veksten kan være lav i mange år etter en finanskrisen sammenliknet med årene før krisen.

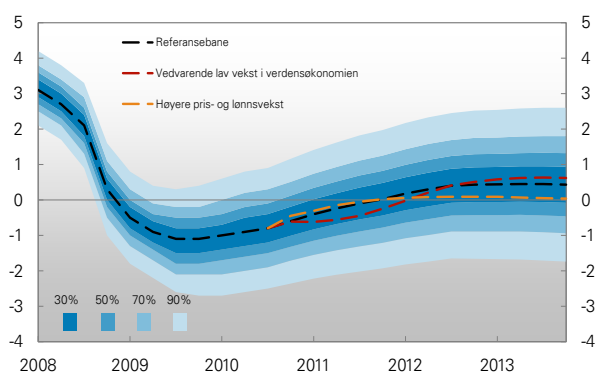
I figurene 1.23 a-c (røde linjer) illustreres virkningen av en dypere og mer langvarig lavkonjunktur i verdensøkonomien. Rentene ute vil da kunne utvikle seg mer i tråd med de langsiktige markedsrentene. Et slikt alternativ kan være forenlig med en lavere vekstevne i verdensøkonomien. Det vil også kunne trekke ned vekstevnen i norsk økonomi, og det nivået på renten som over tid gir inflasjon på målet og stabilitet i produksjon og sysselsetting. Normalt vil det ta tid å få tilstrekkelige holdepunkter for at økonomien følger en slik utvikling, slik at nedgangen i renten vil komme gradvis. På kort sikt vil inflasjonen trolig avta som følge av lavere aktivitet i økonomien og lavere pris på importerte varer, men etter hvert vil nedgangen i renten gi høyere kapasitetsutnyttning og stigende inflasjon.

Figur 1.23a Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



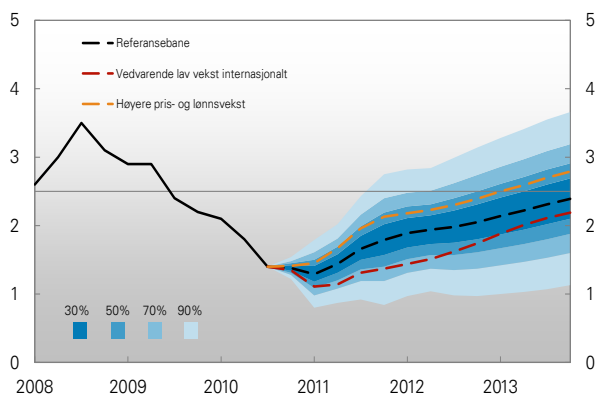
Kilde: Norges Bank

Figur 1.23b Produksjonsgapet i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Figur 1.23c KPIXE¹⁾ i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

På den andre siden kan vi undervurdere virkningen av den lave renten på inflasjonen i norsk økonomi. Arbeidsledigheten i Norge er lav og gir et bilde av at det er lite ledige ressurser i økonomien. Skulle veksten i verdensøkonomien ta seg raskere opp, med tiltakende inflasjon hos handelspartnerne, kan inflasjonen øke raskere enn vi legger til grunn også i Norge.

I figurene 1.23 a-c (gule linjer) har vi illustrert en utvikling der veksten i verdensøkonomien tar seg raskere opp og prisene på importerte konsumvarer øker mer enn ventet. Knapphet i deler av det norske arbeidsmarkedet kan med en slik utvikling nokså raskt slå ut i høyere kostnadsvekst. Da vil renten bli satt raskere opp for å holde inflasjonen lav og stabil og for å hindre en for sterk konjunkturoppgang.

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/10

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er litt nedjustert fra Pengepolitisk rapport 2/10, se figur 1. 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, produksjon og sysselsetting. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta er nedjustert fra forrige rapport. La-

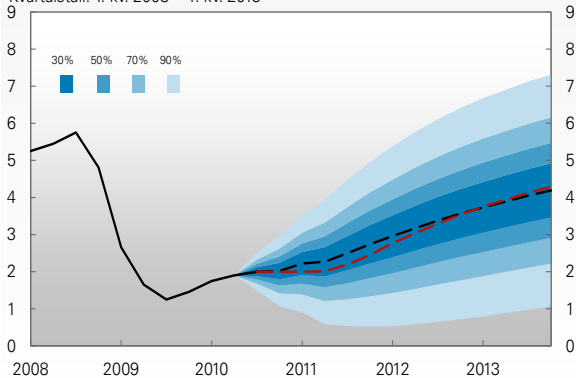
vere prisvekst trekker rentebanen ned i starten av prognoseperioden, se røde søyler.

Forventningene til styringsrentene ute har falt ytterligere. Analysene i denne rapporten bygger på at styringsrentene ute holdes lave lenger enn tidligere anslått og deretter øker gradvis mot slutten av prognoseperioden. Det trekker i retning av lavere rente også i Norge fordi høyere rentedifferanse isolert sett ville føre til at kronen styrker seg slik at inflasjonen blir for lav, se grønne søyler. Behandlingen av utenlandske renter er omtalt i egen ramme på side 13.

Samlet er anslagene for BNP Fastlands Norge og kapasitetsutnyttningen den nærmeste tiden om lag som anslått i forrige rapport. Økte oljeinvesteringer og høyere nettoeksport trekker renteprognosen litt opp lenger fram, se blå søyler.

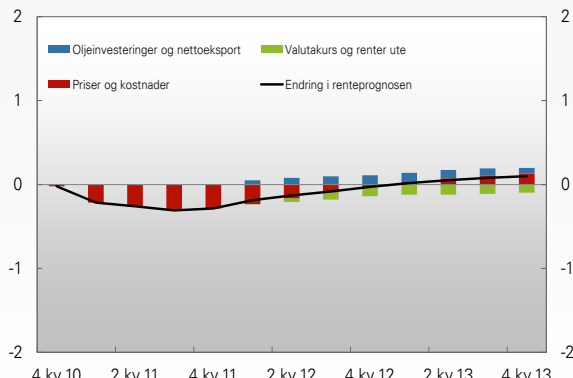
Endringene i anslagene på andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1. Endringene i anslagene gjenspeiler endringen i renteprognosen slik den fremkommer i figur 2.

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/10 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/10 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/10. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2010 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/10. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/10 i parentes.

	2010	2011	2012	2013
KPI	2¼ (-¼)	1¼ (-¼)	2 (-¼)	2¼ (0)
KPI-JAE	1½ (0)	1¼ (-½)	2 (-¼)	2¼ (0)
KPIXE ¹⁾	1¾ (0)	1½ (-½)	2 (-¼)	2¼ (0)
Årslønn	3½ (0)	3¾ (-¼)	4¼ (-¼)	4½ (-¼)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¾ (0)	4 (0)	3¼ (0)	2¼ (-¼)
BNP Fastlands-Norge	1¾ (0)	3 (¼)	3 (¼)	2¾ (0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge ²⁾	-¾ (0)	-¼ (0)	¼ (¼)	½ (¼)
Sysselsetting, personer	0 (¼)	1 (¼)	1¼ (¼)	¾ (¼)
Registrert ledighet (rate)	3 (0)	2¾ (-¼)	2½ (-¼)	2½ (0)

1) 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

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

Kilde: Norges Bank

Oppsummering

Det er fortsatt stor usikkerhet i verdensøkonomien. Veksten hittil i år har vært høyere enn anslått, men det er store forskjeller mellom regionene. I USA har utviklingen vært svakere enn ventet gjennom sommeren og høsten. Europa er i en lavkonjunktur, men produksjonen har tatt seg opp i flere nordeuropeiske land. I Asia og flere fremvoksende økonomier er veksten sterk. Ubalansene i verdensøkonomien har skapt spenninger i det internasjonale økonomiske samarbeidet.

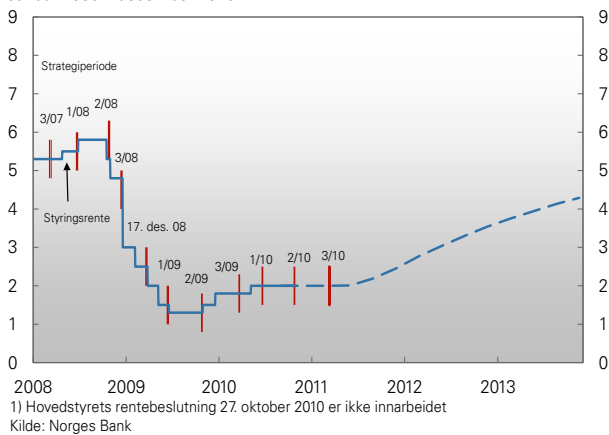
Styringsrentene ligger nær null i mange land, og den forventede oppgangen i rentene er skjøvet videre ut i tid. Ukonvensjonelle pengepolitiske tiltak i toneangivende land har trolig bidratt til at de langsiktige rentene er svært lave. Aktivitetsnivået hos våre handelspartnere anslås å være under normalt i flere år. Det vil bidra til å holde inflasjonen ute nede.

Siden oktober i fjor har Norges Bank økt styringsrenten med til sammen 0,75 prosentenheter. Den moderate veksten i norsk økonomi fortsetter og synes nå å ha fått feste. Den underliggende prisveksten anslås å bli liggende rundt 1½ prosent fram til neste sommer. Med lav konsumprisvekst og prisfall på importerte varer er det en risiko for at prisstigningen kan bli liggende under inflasjonsmålet over en lengre periode. Det tilsier en lav rente. På den andre siden har styringsrenten i Norge vært lav nokså lenge. Hensynet til å gardere mot finansielle ubalanser som kan utløse brå og store fall i produksjonen og i inflasjonen et stykke fram i tid, taler for at renten ikke holdes lav for lenge.

En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet taler for at styringsrenten holdes på dagens nivå de nærmeste kvartalene og deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå, se figur 1.24. Utviklingen siden juni trekker i retning av å øke renten noe senere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/10. Lavere prisstigning og lavere forventede renter ute trekker renteprognozen ned.

Anslagene er usikre. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått.

Figur 1.24 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling¹⁾ og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2013

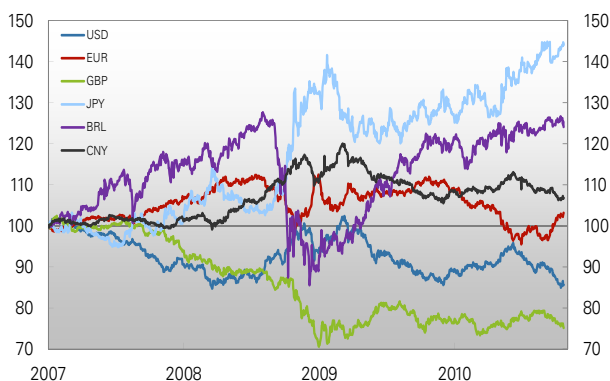


Skulle nedgangen i verdensøkonomien bli mer langvarig enn vi nå legger til grunn og mer forenlig med langsiktige markedsrenter, kan aktiviteten og inflasjonen i norsk økonomi bli lavere enn anslått. På den andre siden kan inflasjonen bli høyere enn ventet hvis veksten i verdensøkonomien tar seg videre opp med høyere priser på varer og raskere oppgang i sysselsettingen.

Hovedstyrets strategi

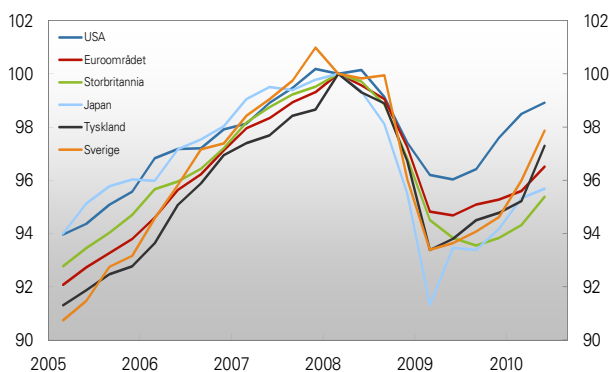
Styringsrenten bør ligge i intervallet 1½ – 2½ prosent fram til neste rapport legges fram 16. mars 2011 med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Figur 2.1 Effektive valutakurser.¹⁾ Indeks, 1. januar 2007 = 100.
1. januar 2007 – 21. oktober 2010



1) Stigende kurve betyr sterkere kurs
Kilder: Bank of England, JPMorgan og Norges Bank

Figur 2.2 BNP i industriland. Indeks, 1. kvartal 2008 = 100.
1. kv. 2005 – 2. kv. 2010



Kilde: Thomson Reuters

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet.
Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag
fra PPR 2/10 i parentes

	2010	2011	2012-13 ¹⁾
USA	2¾ (-¼)	2 (-½)	3 (0)
Euroområdet	1½ (¾)	1¼ (¼)	2 (0)
Japan	2¾ (0)	1½ (-½)	1¾ (0)
Storbritannia	1½ (¼)	2 (0)	2½ (0)
Sverige	4¼ (1¾)	3½ (¾)	3 (0)
Kina	10¼ (¼)	9¼ (0)	9 (0)
Norges handels- partnere ²⁾	3 (1)	2½ (¼)	2¾ (0)

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

²⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilder: Eurostat og Norges Bank

2 Nærmere om anslagene

Internasjonal økonomi

Den internasjonale oppgangen etter finanskrisen har vært hjulpet av lave renter, skattelettelser og økte offentlige kjøp av varer og tjenester. I tillegg har det i år vært en forbigående gjenoppbygging av lagre i næringslivet. Nå strammes finanspolitikken til i mange industriland. Vekstutsiktene er svake, og langsiktige renter har falt til rekordlave nivåer. Japan og Sør-Korea har intervenert med sikte på å holde verdien av egen valuta nede, og Brasil har økt skatten på kapitalinngang for å dempe etterspørselen etter brasilianske real. Forventninger om ytterligere kvantitative lettelser i pengepolitikken i USA og Storbritannia har i høst svekket amerikanske dollar og britiske pund, se figur 2.1.

Utviklingen siden forrige pengepolitiske rapport har likevel vært bedre enn ventet i Asia, inkludert Japan, og særlig i Sverige og Tyskland i Europa, se figur 2.2. I juni la vi til grunn at uroen i euroområdet ville svekke tilliten og den økonomiske aktiviteten i større grad enn det som har vært tilfellet så langt. På den andre siden har veksten vært lavere enn ventet i USA. Reviderte nasjonalregnskapstall viser at konsumveksten var langt svakere rundt årsskiftet enn tidligere antatt. Samlet tilsier tilgjengelige data at anslagene for BNP-veksten hos våre handelspartnere i Europa og Asia settes opp og anslaget for USA settes ned for inneværende år.

Det er ikke utsikter til at privat etterspørsel etter varer og tjenester i industrilandene eller fremvoksende økonomier på kort sikt vil øke nok til å motvirke strammere finanspolitikk og lavere vekst i lagerinvesteringer. Boligmarkedene er fortsatt preget av overkapasitet i USA og flere europeiske land, og boliginvesteringene vil holde seg lave. Det samme gjelder for næringsbygg. I USA ønsker husholdningene fortsatt å nedbelåne etter mange år med kraftig lånevekst. Samtidig utvikler både inntekt og boligformue seg svakt som følge av en fortsatt negativ utvikling i arbeids- og boligmarkedet.

I Europa har aktiviteten tatt seg opp. For euroområdet sett under ett vil lavere vekst i USA og reduserte offentlige utgifter bidra til å dempe veksten de kommende årene. Vi venter fortsatt betydelige variasjoner mellom landene, og utviklingen i finansmarkedene gjenspeiler særlig usikkerhet rundt statsfinansene i Irland, Portugal og Hellas. I disse landene vil veksten være lav eller negativ. Aktiviteten vil trolig øke mer markert i Tyskland og Sverige. Disse landene nyter godt av høy eksport til fremvoksende økonomier og de har bedre balanse i statsfinansene.

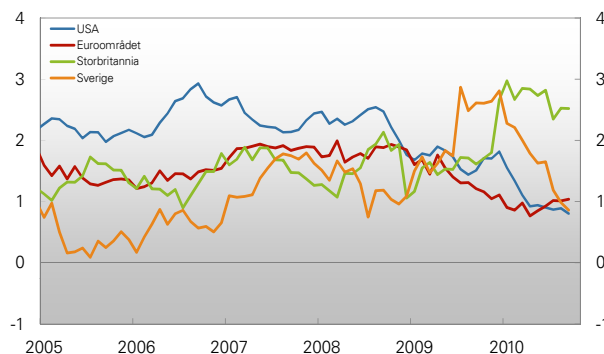
Veksten i privat etterspørsel etter varer og tjenester i Asia og Latin-Amerika ventes å holde seg høy i hele anslagsperioden. BNP-veksten vil likevel avta noe, som en følge av blant annet lavere vekst i offentlige utgifter og svakere importvekst i industrilandene. Mange fremvoksende økonomier har overskudd på driftsbalansen og solide offentlige finanser. De kan øke veksten i innenlandsk etterspørsel ytterligere, hvis veksten andre steder skulle bli vesentlig svakere enn lagt til grunn. Det er likevel lite sannsynlig at økonomiene i Asia og Latin-Amerika kan vokse så sterkt at det alene kan snu utviklingen i resten av verden.

Vi legger til grunn for våre anslag at husholdninger og bedrifters etterspørsel etter varer og tjenester i industrilandene vil ta seg gradvis opp gjennom 2011 og 2012. Sammenliknet med tidligere oppganger etter økonomiske tilbakeslag anslår vi lav vekst i de fleste industrilandene i hele fremskrivningsperioden.

For handelspartnerne samlet er anslagene for veksten i 2010 oppjustert med 1 prosentenheter sammenliknet med forrige rapport. Det er veksten i Europa, særlig i Sverige, som trekker opp anslaget. Vi anslår nå en vekst i BNP hos handelspartnerne på 3 prosent i 2010 og 2½ prosent i 2011, se tabell 2.1.

Prisveksten er lav, se figur 2.3. Vi venter fortsatt lav eller moderat inflasjon gjennom hele perioden, se tabell 2.2. I industrilandene er kapasitetsutnyttningen lav, og utsiktene for privat konsum er svake. Lønnsveksten dempes av høy arbeidsledighet, se figur 2.4, og i flere land ble det under krisen inngått moderate lønnsavtaler som vil gjelde fram til 2012. Videre har produktivitetsveksten tatt seg opp.

Figur 2.3 Konsumpriser uten matvarer og energi.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – september 2010



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 2/10 i parentes

	2010	2011	2012-13 ¹⁾
USA	1½ (-¼)	1 (-¼)	1¾ (-¼)
Euroområdet ²⁾	1½ (¼)	1 (-¼)	1½ (0)
Japan	-1 (-¼)	-¼ (0)	¼ (0)
Storbritannia	3¼ (½)	2½ (¾)	1½ (-½)
Sverige	1 (0)	1¾ (-¼)	2½ (0)
Kina	3 (-¼)	2½ (0)	2¼ (¼)
Norges handelspartnere ³⁾	1¾ (0)	1½ (0)	1¾ (0)
Oljepris Brent Blend ⁴⁾	78,6	85,0	88,1

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

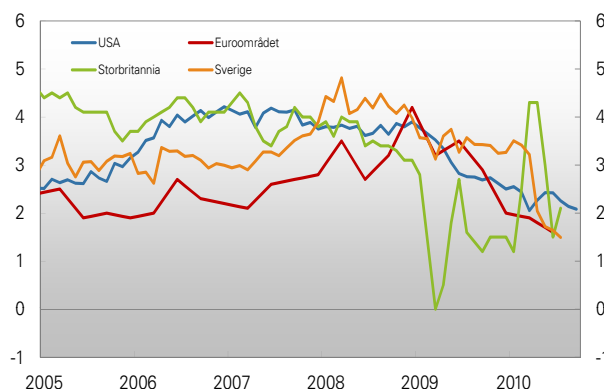
²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

³⁾ Importvekter, 26 viktige handelspartnere

⁴⁾ Terminpris (gjennomsnitt siste 5 handledager). USD per fat. For 2010 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

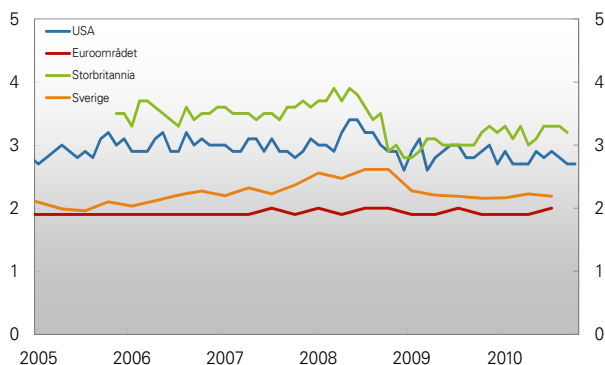
Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.4 Lønnsvekst i industriland. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – september 2010



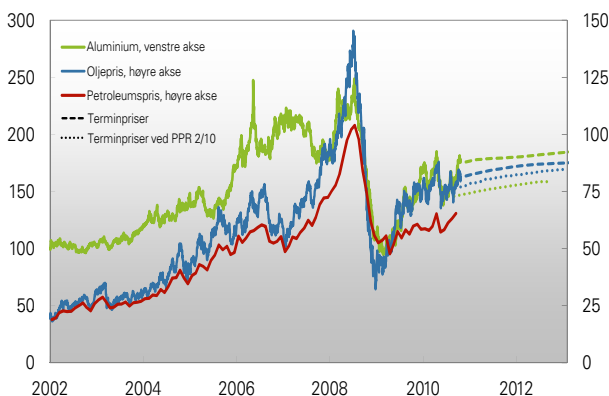
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.5 Langsiktige inflasjonsforventninger basert på spørreundersøkelser.¹⁾ Januar 2005 – oktober 2010



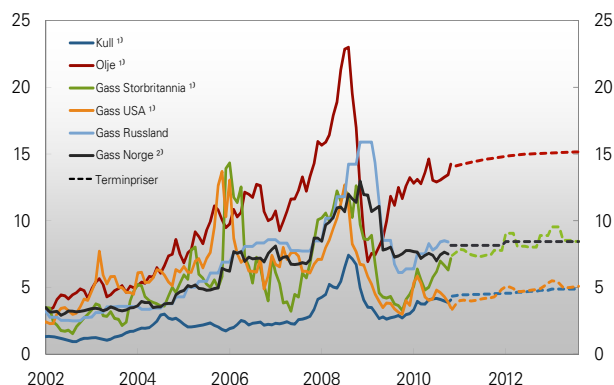
1) USA: University of Michigan 5-års inflasjonsforventninger. Storbritannia: YouGov/Citigroup inflasjonsforventninger neste 5-10 år. Euroområdet: ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) 5-års inflasjonsforventninger. Sverige: Prospera/SCB 5-års inflasjonsforventninger. Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.6 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumseksport¹⁾ (USD/fat), samt aluminiumspriser (USD/tonn). Indeks, januar 2002 = 100. Januar 2002 – mai 2013



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

Figur 2.7 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBTU. Januar 2002 – august 2013



1) For oktober 2010 er gjennomsnitt av dagstall brukt. 2) For Norge er beregning av fremtidig gasspris basert på forutsetninger i Nasjonalbudsjettet. Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

Fortsatt godt forankrede inflasjonsforventninger antas likevel å holde prisveksten oppe, se figur 2.5. Det samme gjør utviklingen i prisene på olje og andre råvarer. Vi har også lagt til grunn at flere land vil øke indirekte skatter og avgifter. Anslagene for prisveksten hos handelspartnere er lite endret fra Pengepolitisk rapport 2/10, men for USA har vi nedjustert anslagene i hele fremskrivningsperioden.

Oljeprisen har stort sett ligget mellom 70 og 80 dollar per fat det siste året. Siden forrige rapport har den økt til over 80 dollar, dels som en følge av at dollaren er svekket. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.6. De antyder en oljepris i 2011-2013 som er vel 5 – 10 dollar høyere enn dagens spotpris. Utsiktene for oljeprisen preges fremdeles av forventninger om fortsatt god vekst i fremvoksende økonomier og OPECs ambisjon om å holde prisen oppe. Dessuten er kostnadene for å bygge ut nye oljereserver i land utenfor OPEC høye. Skulle veksten i verdensøkonomien bli betydelig lavere enn det vi nå ser for oss, kan oljeprisen likevel falle en del på kort sikt, særlig fordi oljelagrene i OECD-landene er høye og OPEC har mye ledig produksjonskapasitet.

Prisen på eksport av norsk gass har utviklet seg svakere enn den historiske tilknytningen til oljeprisen skulle tilsa. Det gjenspeiler trolig at en noe lavere andel av gassen nå selges på langsiktige kontrakter der prisen følger prisen på oljeprodukter med et visst tidsetterslep. Samtidig har spotprisen på gass falt i forhold til oljeprisen. Men prisen på norsk gass kan øke noe i tiden som kommer fordi oljeprisen holder seg høy, spotprisen på gass har økt siden i vår, og terminprisene antyder en viss videre oppgang, se figur 2.7. Økt produksjon av gass i USA og eksport av nedkjølt gass fra Midtøsten kan på den annen side føre til at prisen på norsk gass avtar.

The Economists råvareprisindeks har økt en del siden Pengepolitisk rapport 2/10 ble lagt fram. Det skyldes dels oppgang i prisene for industrimetaller, som for det meste gjenspeiler høy aktivitet i fremvoksende økonomier, og dels oppgang i prisene på matvarer, som først og fremst gjenspeiler utsikter til dårlige avlinger mange steder.

Norsk økonomi det neste året

Priser

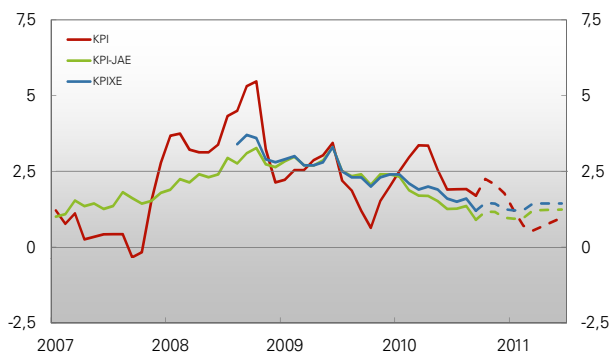
Prisveksten har avtatt siden årsskiftet. I september var konsumprisene (KPI) 1,7 prosent høyere enn i samme måned i fjor, se figur 2.8. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 1,2 prosent. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 0,9 prosent i september. Dette var lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/10.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har falt det siste året, og årsveksten var 2,0 prosent i september, se figur 2.9. Mindre stigning i kostnadene og lav kapasitetsutnyttning har bidratt til å dempe prisveksten. Økt priskonkurranse i dagligvarebransjen har også holdt prisveksten nede. I de nærmeste kvartalene venter vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE vil være om lag 2¼ prosent. Nedgangen i kostnadsveksten har trolig stanset opp, se figur 2.10, og årsveksten i husleiene ventes å holde seg oppe. Ifølge kontaktene i vårt regionale nettverk er det utsikter til om lag uendret prisvekst innen varehandel og tjenesteyting til husholdningene de neste tolv månedene. Noe høyere lønnsvekst og økt kapasitetsutnyttning kan føre til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester øker igjen fra andre kvartal neste år.

Lavere prisimpulser fra utlandet og styrkingen av kronen gjennom 2009 og inn i 2010 har ført til et markert fall i prisveksten på importerte konsumvarer i KPI-JAE. Sterk priskonkurranse innen enkelte varemarkeder har trukket prisveksten ytterligere ned. I september var årsveksten -1,6 prosent, ned 0,8 prosentenheter fra august. Vi legger til grunn at noe av nedgangen i veksten i september var midlertidig. Vi anslår at prisveksten på importerte konsumvarer vil være rundt -1¼ prosent de nærmeste kvartalene. Kronestyrkingen vi har bak oss og lave priser ute vil trolig bidra til å holde prisveksten nede, se figur 2.11.

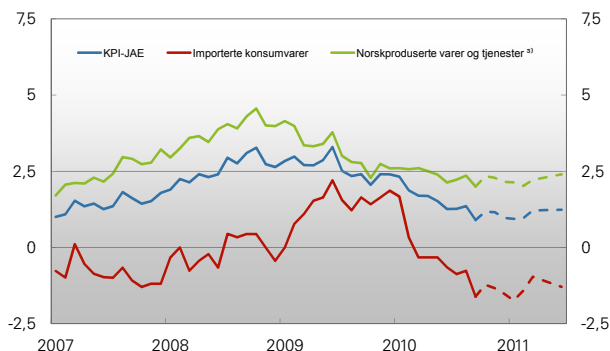
Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE blir om lag 1 prosent i de nærmeste kvartalene. Anslagene er noe høyere enn fremskrivninger fra vårt system for sammen-

Figur 2.8 KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – juni 2011³⁾



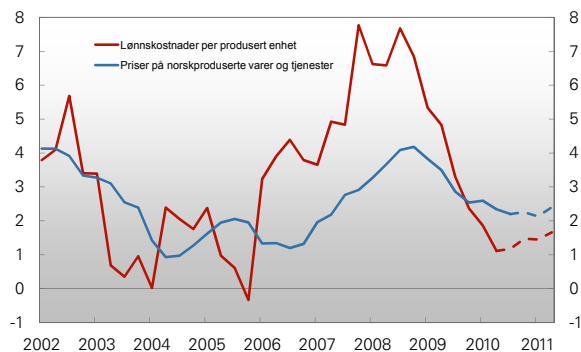
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
3) Anslag for oktober 2010 – juni 2011 (stiplet). Månedstall fram til mars 2011, deretter kvartalstall
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – juni 2011²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for oktober 2010 – juni 2011 (stiplet). Månedstall fram til mars 2011, deretter kvartalstall
3) Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge¹⁾ og priser på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE.²⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2011²⁾



1) Anslag for 3. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet)
2) Norges Banks beregninger. Anslag for 4. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

KPIM: en modellbasert indikator for underliggende inflasjon

Indikatorer for underliggende prisvekst korrigerer veksten i konsumprisindeksen (KPI) for midlertidige forstyrrelser. Norges Bank følger ulike indikatorer for underliggende inflasjon. Indikatorene har forskjellige egenskaper og bygger på ulike forutsetninger om hvilke pris-bevegelser som vil ha kortsiktige virkninger på KPI og hvilke som vil vare ved.

Indikatorene som presenteres i Pengepolitisk rapport beregnes ved ulike metoder:

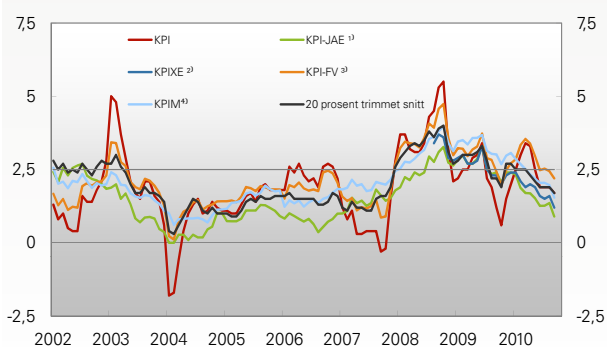
- ekskludere avgiftsendringer og energivarer fra KPI (KPI-JAE)
- ekskludere avgiftsendringer og midlertidige endringer i energiprisene fra KPI (KPIXE)
- ekskludere priser med ekstreme endringer fra KPI fra periode til periode (trimmet gjennomsnitt)
- gi høyere vekt til priser i KPI som endres sjeldent enn priser som endres ofte (KPI-FV)

KPIM er en ny indikator for underliggende inflasjon som introduseres i denne rapporten. Indikatoren er basert på at det lages anslag for KPI og skiller seg dermed noe ut i forhold til de andre indikatorene som Norges Bank følger.¹ KPIM tar utgangspunkt i KPI, oppdelt etter 34 delindeksene. For hver av disse delindeksene har vi en enkel modell som gir et anslag på KPI en måned fram. De 34 anslagene vektetes sammen til et samlet anslag på KPI. Delindeksene som over tid har god forklaringskraft for utviklingen i KPI, får høy vekt i KPIM. Tilsvarende får de delindeksene som i liten grad klarer å fange opp utviklingen i KPI, lav vekt. Vektene oppdateres løpende. Det sammenveide anslaget gir en indikasjon på den underliggende veksten i KPI. KPIM er vist i figur 1 sammen med andre mål på inflasjonen.

KPIM har gode egenskaper som en indikator for underliggende inflasjon. Indikatoren har over tid hatt om lag samme gjennomsnittlige vekst som KPI, men den har vært mer stabil. Som vist i figur 2 har veksten i KPIM over tid ligget nær et glidende sentrert gjennomsnitt av veksten i KPI. Mindre variasjoner, men om lag samme vekst over tid, kan indikere at KPIM fjerner støy i KPI uten å endre den underliggende veksten. Videre er det en fordel at ingen varegrupper i KPI fjernes helt fra indikatoren.

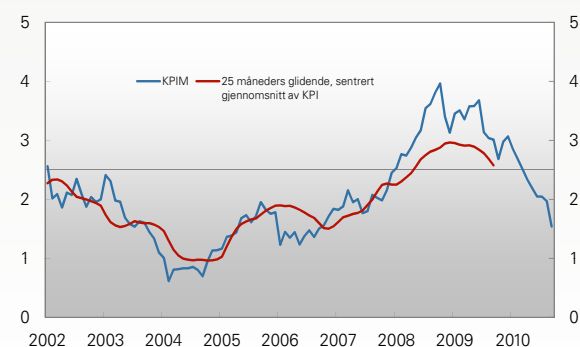
1 KPIM beregnes med utgangspunkt i Ravazzolo, F., og Vahey, S. P. (2010). *Forecast densities for economic aggregates from disaggregate ensembles*. Norges Bank Working Paper No. 2010/02. Indikatoren er presentert i Hov, M. N. (2010). *KPIM: en modellbasert indikator for underliggende inflasjon*. Aktuell kommentar 5/2010. Norges Bank.

Figur 1 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2010



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. KPIXE er en realtidsserie. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
 3) KPI justert for frekvens av prisendringer. Se *Aktuell kommentar* 7/2009 fra Norges Bank
 4) Modellbasert indikator for underliggende inflasjon. Se *Aktuell kommentar* 5/2010 fra Norges Bank
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 KPIM¹⁾ og 25 måneders glidende, sentrert gjennomsnitt av KPI. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2010



1) Modellbasert indikator for underliggende inflasjon, se *Aktuell kommentar* 5/2010 fra Norges Bank
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

veining av korttidsmodeller (SAM)¹, se figur 2.12. Det henger sammen med at mange av modellene i SAM anslår en større del av nedgangen i prisveksten i september som varig enn det vi legger til grunn.

Fremtidsprisene for elektrisitet og olje peker i retning av at veksten i KPI etter hvert vil avta markert og komme ned mot $\frac{3}{4}$ prosent i første halvår neste år. Mål på den underliggende prisveksten som helt ser bort fra trendveksten i energiprisene, kan vise for lav underliggende prisstigning. KPIXE tar høyde for dette, og denne indikatoren viser noe høyere prisvekst enn KPI-JAE de nærmeste kvartalene. For året 2010 anslår vi at KPIXE stiger med $1\frac{3}{4}$ prosent, mens KPI stiger med $2\frac{1}{4}$ prosent.

Produksjon og etterspørsel

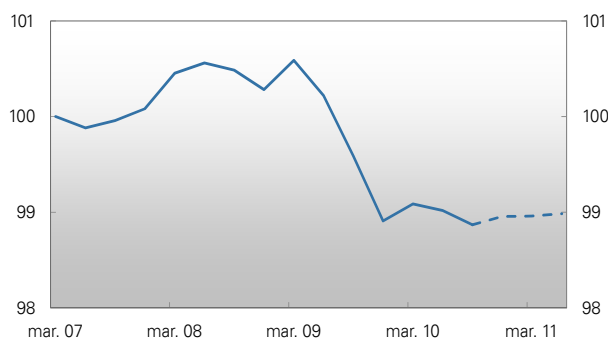
Aktiviteten i norsk økonomi tar seg nå opp om lag som ventet. Bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge steg sesongjustert med 0,5 prosent i andre kvartal. Utenom kraftforsyning økte produksjonen med 0,7 prosent. I tredje kvartal venter vi at veksten øker til i underkant av 1 prosent. Den kalde vinteren, streik i forbindelse med lønnsoppgjøret og virkninger av askeskyen kan ha dempet produksjonen noe i andre kvartal. Det taler for en viss gjeninnhenting i tredje kvartal. Gjennom vinteren og våren anslår vi at veksten vil bli rundt $\frac{3}{4}$ prosent per kvartal, på linje med anslagene i forrige rapport. Vi anslår nå at aktiviteten i noe større grad vil bli drevet av investeringene, men også økt privat konsum bidrar til veksten.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i september at aktiviteten i de siste tre månedene hadde steget markert. Bedriftene venter at veksten vil avta noe, men fortsatt være relativt god de nærmeste kvartalene, se figur 2.13. Veksten synes å være ganske bredt basert.

Anslagene for BNP Fastlands-Norge i andre halvår i år er på linje med prognosene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), og litt høyere i første halvår neste år, se figur 2.14. Det henger sammen med at mange av enkeltmodellene i SAM legger vekt på korttidsindikatorer hvor renten har mindre virkninger enn det

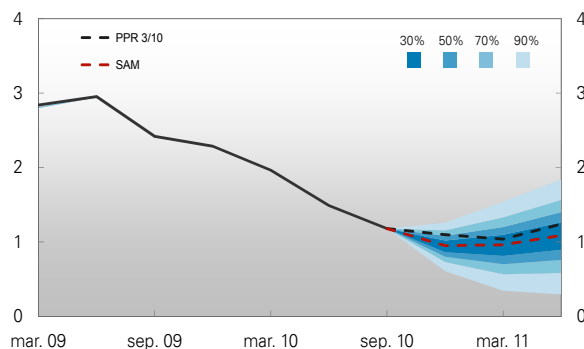
1 Se Norges Banks internettside: <http://www.norges-bank.no>

Figur 2.11 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Indeks, 1. kv. 2007 = 100. 1. kv. 2007 – 2. kv. 2011¹⁾



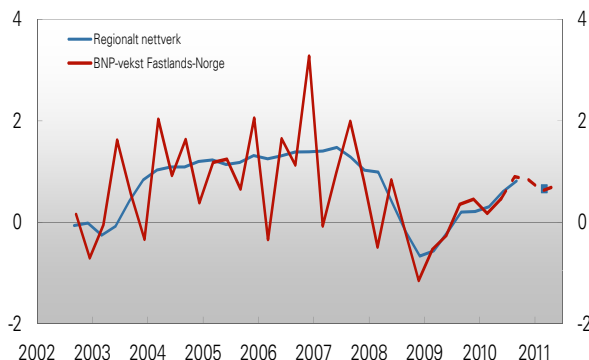
1) Anslag for 4. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet)
Kilde: Norges Bank

Figur 2.12 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2009 – 2. kv. 2011³⁾



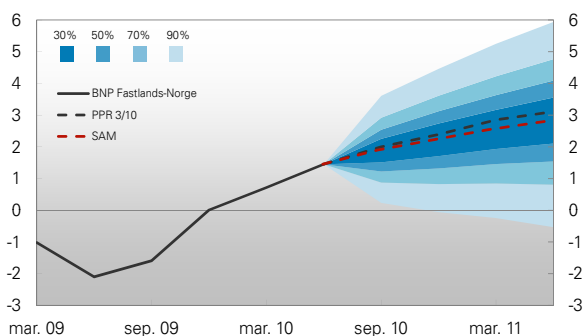
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) System for sammenveining av korttidsmodeller
3) Anslag for 4. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.13 BNP Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Kvartalsvekst. Prosent. 3. kv. 2002 – 2. kv. 2011²⁾



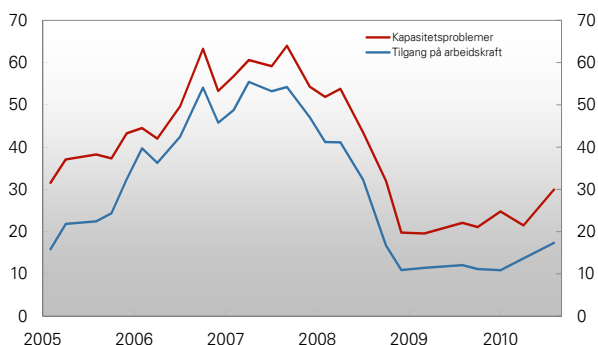
1) Sesongjusterte tall. Volum
2) Siste observasjon i regionalt nettverk er september 2010. Siste observasjon for BNP-vekst er 2. kvartal 2010. Anslag for 3. kv 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.14 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2009 – 2. kv. 2011²⁾



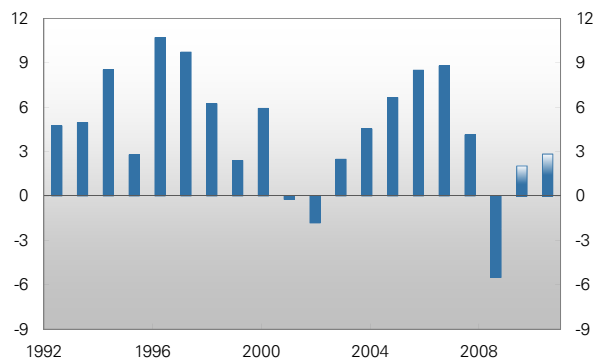
1) System for sammenvøiing av korttidsmodeller
2) Anslag for 3. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft.¹⁾ Prosent. Januar 2005 – september 2010



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

Figur 2.16 Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Volum. Prosent. 1992 – 2011¹⁾



1) Anslag for 2010 og 2011
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vi bygger på. Referansebanen ligger likevel innenfor det mest sannsynlige utfallsrommet til SAM.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er noe lavere enn normalt. BNP for Fastlands-Norge var i andre kvartal i år fortsatt $\frac{3}{4}$ prosent lavere enn toppnivået i andre kvartal 2008. Konjunkturbarometeret tyder på at det er mye ledig kapasitet i industrien. I vårt regionale nettverk meldte en liten andel bedrifter at de vil ha problemer med å møte en økning i etterspørselen, se figur 2.15. Samtidig rapporterte bedriftene at kapasitetsutnyttningen hadde steget noe de siste månedene. Det kan tyde på at etterspørselen etter varer og tjenester nå vokser noe mer enn produksjonspotensialet. Veksten gjennom 2010 og første halvdel av 2011 ser ut til å bli om lag som anslått i forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen fremover vil dermed kunne bli om lag som anslått sist. Produksjonsgapet vil være negativt gjennom 2010 og deretter lukkes.

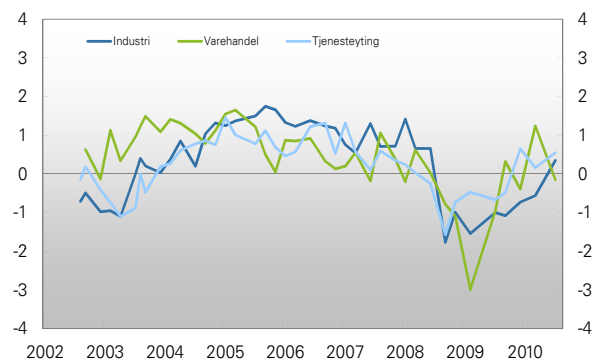
Den internasjonale finanskrisen og konjunkturtilbakeslaget svekket trolig produksjonspotensialet i deler av økonomien. Fremover legger vi til grunn at veksten i potensielt BNP tar seg litt opp igjen. En normalisering av finansmarkedene vil bedre bedriftenes evne til å øke produksjonen. Økt etterspørsel etter varer og tjenester vil trolig bidra til at bedriftene igjen tar i bruk produksjonskapital som midlertidig har vært satt ut av drift. Vi legger til grunn at veksten i trendproduktiviteten gradvis normaliseres, men at produksjonspotensialet mer varig vil være lavere enn det ville vært hvis finanskrisen ikke hadde inntruffet.

Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester var om lag uendret fra første til andre kvartal, ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap. Vareeksporten økte med nær 1 prosent, mens eksporten av tjenester falt klart. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk rapporterte at produksjonen har tatt seg godt opp den siste tiden. De venter at produksjonen skal fortsette å vokse i om lag samme takt gjennom høsten og inn i neste år. Importen hos våre viktigste handelspartnere anslås å øke med om lag 5 prosent i 2011. Samlet anslår vi at eksporten av tradisjonelle varer og tjenester vil øke med 2 prosent i år og $2\frac{3}{4}$ prosent til neste år, se figur 2.16.

Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap økte bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge markert i andre kvartal, etter å ha falt med over 20 prosent siden slutten av 2008. Investeringene i industri og bergverk falt i andre kvartal, mens investeringene i annen vareproduksjon og privat tjenesteyting økte sterkt. Vi anslår at investeringene vil fortsette å vokse fremover, men at veksten vil bli dempet. Igangsettingen av næringsbygg har økt betydelig i år. Ordretilgangen og ordreservene for næringsbygg har også tatt seg opp. Varehandelsbedriftene i det regionale nettverket planlegger å investere noe mindre det neste året enn i foregående tolv månedersperiode, se figur 2.17. Bedriftene innen tjenesteyting og industri planlegger derimot å øke investeringene. Den siste investeringstelingen tyder på at investeringene i kraftforsyning vil øke betydelig i 2011. Norges Banks utlånsundersøkelse har meldt om lettelse i kredittpraksisen overfor bedriftene det siste året, og kredittveksten til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge har tatt seg opp. Vi anslår at bedriftsinvesteringene vil falle med 1½ prosent i 2010 og øke med 7½ prosent i 2011, se figur 2.18.

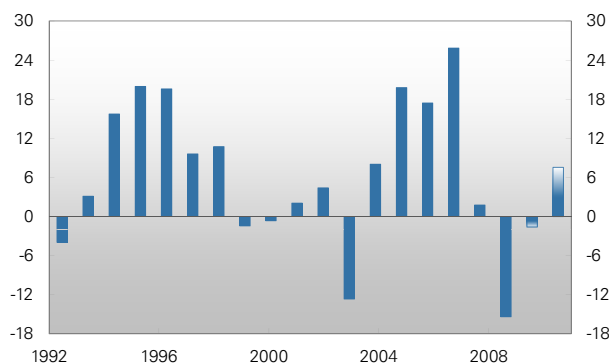
Privat konsum har vært lavere enn ventet. Høye strømpriser har dempet veksten i husholdningenes disponible realinntekt. Samtidig kan uroen knyttet til statsfinansene i flere sør-europeiske land ha bidratt til økt forsiktighet også blant norske husholdninger. Varekonsumet og flytrafikken har likevel økt de siste månedene. Kontaktene innen tjenesteyting rettet mot husholdninger i vårt regionale nettverk meldte i september om markert vekst i produksjonen. Lav rente, forholdsvis lav arbeidsledighet, høy sparerate og relativt høye tillitsindikatorer tilsier god vekst i konsumet fremover. Vi legger likevel til grunn at konsumveksten blir lavere enn anslått i forrige rapport. Det kan se ut til at høy gjeld hos husholdningene og en viss innstramning i bankenes lånepraksis demper konsumveksten mer enn vi tidligere så for oss. På tross av lavt rentenivå har det vært moderat vekst i boligprisene og stabil vekst i husholdningenes låneopptak. Det er også usikkerhet om husholdningenes sparing. Ifølge det finansielle sektorregnskapet er husholdningenes nettofinansinvesteringer lavere enn det som kommer til uttrykk i inntektsregnskapet. Vi anslår at konsumet vil vokse med 2¾ prosent i år og 3¼ prosent neste år, se figur 2.19. Hus-

Figur 2.17 Investeringsplaner for neste 12 måneder sammenliknet med foregående 12 måneder. Indeks.¹⁾ Oktober 2002 – september 2010



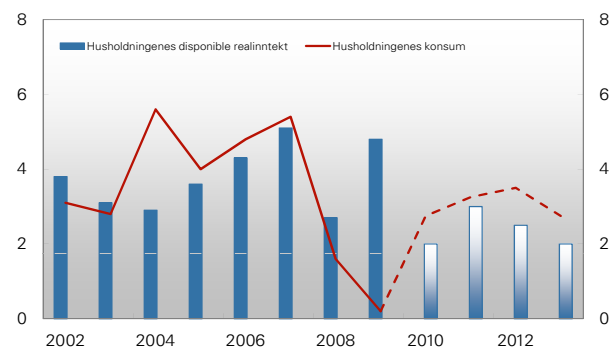
1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/2009 for nærmere omtale. Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.18 Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge. Årsvekst. Volum. Prosent. 1992 – 2011¹⁾



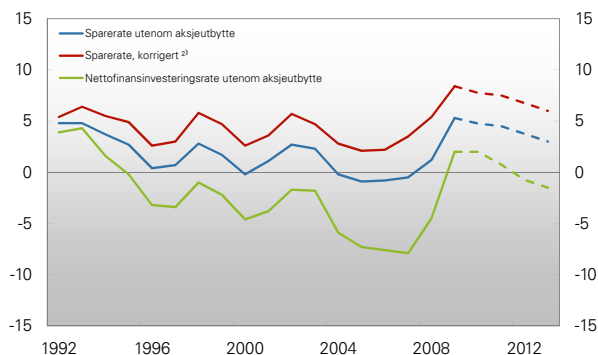
1) Anslag for 2010 og 2011. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Husholdningenes disponible realinntekt¹⁾ og konsum²⁾. Årsvekst. Prosent. 2002 – 2013³⁾



1) Ekskludert aksjeutbytte
2) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
3) Anslag for 2010 – 2013 (stiplet). Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.20 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1992 – 2013¹⁾

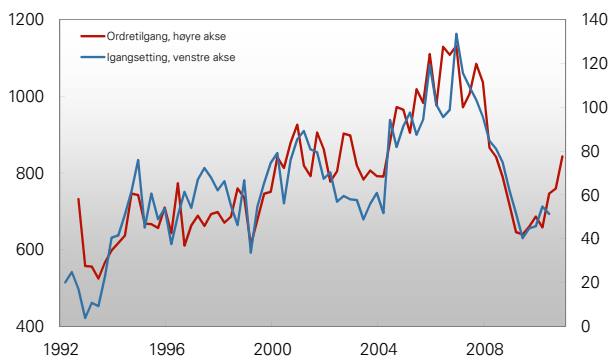


1) Anslag for 2010 – 2013 (stiplet)
 2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2013
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

holdningenes disponible realinntekter (utenom aksjeutbytte) anslås å øke med henholdsvis 2 prosent og 3 prosent i samme periode. Vi anslår med bakgrunn i dette at husholdningenes sparerate (utenom aksjeutbytte), slik den måles i inntektsregnskapet, faller fra 5¼ prosent i 2009 til 4¾ prosent i år og ytterligere noe i 2011, se figur 2.20.

Boliginvesteringene har vært svært lave det siste året. I andre halvår i fjor og første halvår i år ble det igangsatt 19 500 boliger. Det er en god del lavere enn den trendmessige veksten i boligetterpørselen. Vi venter derfor at boligbyggingen vil ta seg opp. Både tilgangen og beholdningen av ordre for boligbygg øker ifølge Statistisk sentralbyrå. Det tyder på at igangsettingene vil øke i andre halvår, se figur 2.21. Vi anslår at det settes i gang bygging av 22 500 boliger i år og 27 000 boliger neste år, nær gjennomsnittet for de siste ti årene.

Figur 2.21 Igangsatt boligareal¹⁾ og ordretilgang for bygging av nye boliger.²⁾ 1. kv. 1992 – 2. kv. 2010

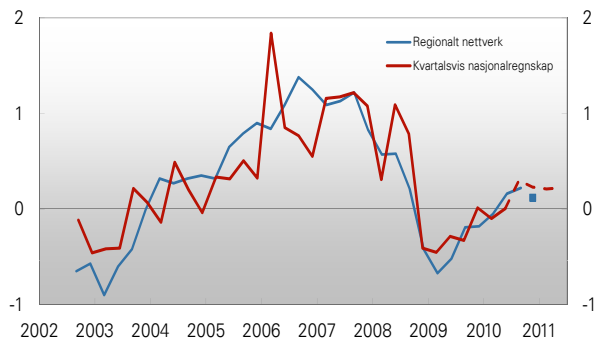


1) I 1000 kvadratmeter. Sesongjustert
 2) Verdiindeks deflatert med prisindeksen for boliginvesteringer fra nasjonalregnskapet. Forskjøvet to kvartaler fram
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Arbeidsmarkedet

Nedgangen i etterspørselen etter arbeidskraft siden høsten 2008 synes å ha stoppet opp. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var sysselsettingen relativt stabil i første halvår i år. Kontaktene i det regionale nettverket rapporterte om en forsiktig økning i sysselsettingen i de to siste rundene i mai og september. De venter at bruken av arbeidskraft vil øke noe også fremover, se figur 2.22. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) fra Statistisk sentralbyrå viser vekst i sysselsettingen de siste månedene. Ifølge NAV har samlet antall nye stillingsutlysninger holdt seg nokså stabilt de siste månedene, men det har vært en klar vekst i stillingsutlysningene fra næringslivet.

Figur 2.22 Vekst i sysselsetting¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder.²⁾ Kvartalsvekst. Prosent. 3. kv. 2002 – 2. kv. 2011³⁾



1) Sesongjusterte tall
 2) Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/2009 for nærmere omtale
 3) Siste observasjon for regionalt nettverk er september 2010. Siste sysselsettingsobservasjon i kvartalsvis nasjonalregnskap er 2. kvartal 2010. Anslag for 3. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet linje)
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Banks regionale nettverk

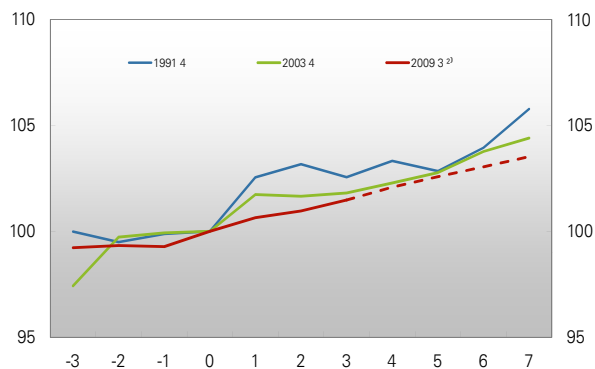
Vi venter at timeverkene og sysselsettingen vil vokse moderat og om lag i samme takt fram mot sommeren. Gjennomsnittlig arbeidstid vil dermed ikke endres vesentlig. Produktivitetsutviklingen har vært svak de siste årene. Det kan gjenspeile at bedriftene lot være å si opp ansatte gjennom nedturen i påvente av at aktiviteten skulle ta seg opp. Ifølge nasjonalregnskapet har produktiviteten økt siden i fjor sommer, noe som tyder på at bedriftene har utnyttet den eksisterende arbeidsstokken bedre. Vi legger til grunn at produktiviteten vil fortsette å øke i om lag samme takt fremover. Produktivitetsveksten anslås likevel å bli noe lavere enn i tidligere konjunkturoppganger, se figur 2.23.

Befolkningen i arbeidsdyktig alder har økt markert de siste årene, i hovedsak som følge av økt innvandring. Veksten i arbeidsstyrken har likevel vært moderat siden høsten 2008. Mange trekker seg ut eller velger å ikke gå inn i arbeidsstyrken når etterspørselen etter arbeidskraft avtar. Dette har ført til at yrkesdeltakelsen har falt markert, se figur 2.24. Yrkesdeltakelsen har særlig gått ned i de yngste aldersgruppene. Mange har valgt å studere fremfor å søke arbeid. Den demografiske utviklingen trekker i retning av noe lavere yrkesdeltakelse fremover, ettersom de store etterkrigskullene nå er kommet over i aldersgrupper der yrkesdeltakelsen er relativt lav. Vi anslår at veksten i arbeidsstyrken blir lavere enn det den underliggende befolkningsutviklingen skulle tilsi også i 2010, men at den tar seg opp i 2011, se tabell 2.3.

Etter en nedgang i 2009 har nettoinnvandringen tatt seg opp igjen de siste kvartalene og vært sterkere enn vi har ventet, se figur 2.25. Lav arbeidsledighet, et relativt høyt lønnsnivå og gode velferdsordninger bidrar trolig til at Norge er et attraktivt mål for utenlandske arbeidssøkere. Vi antar derfor at nettoinnvandringen kan bli noe høyere enn vi tidligere la til grunn også i årene fremover. Veksten i arbeidsstyrken kan følgelig også bli sterkere.

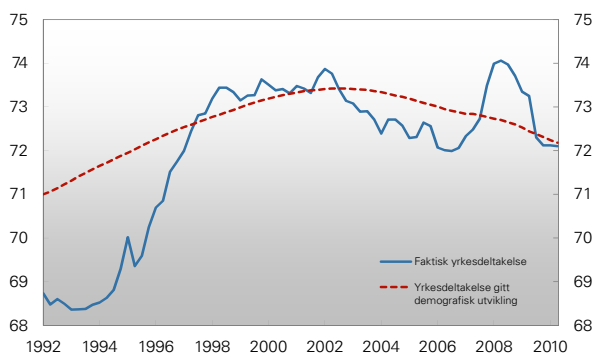
Arbeidsledigheten har vært noe lavere enn anslått. Ifølge AKU har ledigheten falt med 8000 personer siden april. I juli var AKU-ledigheten justert for vanlige sesongvariasjoner på 85 000 personer, eller 3,3 prosent av arbeidsstyrken. Den registrerte ledigheten var relativt stabil gjennom sommermånedene, men økte noe i september, dels som følge av færre ordinære tiltaksdeltakere. Justert for vanlige sesongvariasjoner var 76 000 personer registrert som helt ledige i september. Vi anslår at den registrerte ledigheten vil holde seg om lag uendret fram til neste sommer, se figur 2.26, mens AKU-ledigheten øker noe. AKU-ledigheten er basert på en utvalgsundersøkelse og har historisk variert noe mer fra måned til måned enn den registrerte ledigheten. Vi legger til grunn at nedgangen i AKU-ledigheten de siste månedene til dels skyldes midlertidige forhold.

Figur 2.23 Utvikling i produktiviteten i Fastlands-Norge etter vendepunktet i en lavkonjunktur. BNP per timeverk. Sesongjusterte kvartalstall. Indeks¹⁾



1) Indeksen settes lik 100 i det kvartalet kapasitetsutnytingen var på sitt laveste. Serienavnene refererer til dette kvartalet.
2) Anslag for 3. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet linje)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.24 Faktisk yrkesdeltakelse og utvikling i yrkesdeltakelsen gitt den demografiske utviklingen.¹⁾ I prosent av befolkningen 15 – 74 år. Sesongjusterte kvartalstall. 1. kv. 1992 – 2. kv. 2010



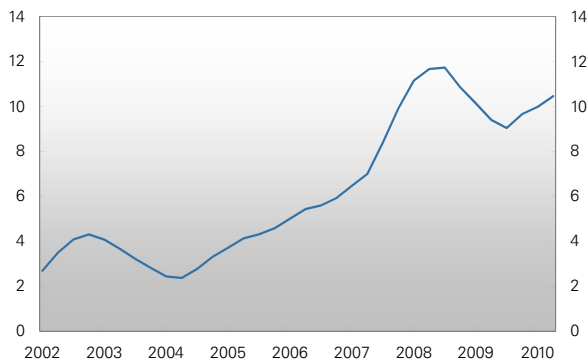
1) Gjennomsnittlig samlet yrkesdeltakelse gitt at yrkesdeltakelsen i hver aldersgruppe holdes uendret på 2007-nivå
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2010	2011
Vekst i befolkningen i alderen 15-74 år	1½	1½
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-½	-½
Konjunkturtelt bidrag	-¾	0
Vekst i arbeidsstyrken	½	1

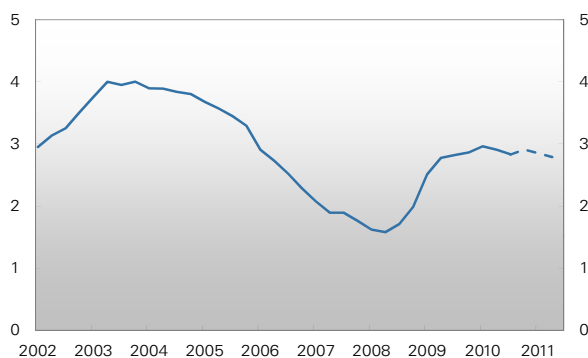
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.25 Nettoinnvandring. Gjennomsnitt siste fire kvartaler. 1000 personer. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2010



Kilde: Statistisk sentralbyrå

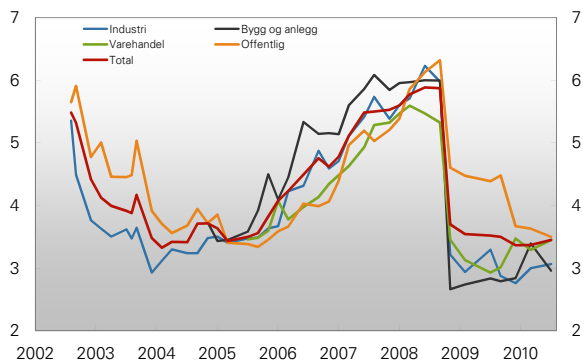
Figur 2.26 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2011¹⁾



1) Anslag for 4. kv. 2010 – 2. kv. 2011 (stiplet)

Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.27 Forventet årslønnsvekst inneværende år. Prosent. Oktober 2002 – september 2010



Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Lønn

Vi anslår lønnsveksten i år til 3½ prosent. Lønnsoppjøret i privat sektor ga ifølge partene en ramme på rundt 3 prosent. Rammen forutsatte at lønnsglidningen gjennom året ville bli lavere enn gjennomsnittet i de siste 10 årene. I offentlig sektor ga forhandlingene en ramme på 3½ prosent. Løpende statistikk tyder på at lønnsveksten så langt er i tråd med vårt anslag for i år. Bedriftene i det regionale nettverket venter i gjennomsnitt en lønnsvekst på 3,5 prosent i år, se figur 2.27. Ifølge Perducus forventningsundersøkelse for tredje kvartal venter partene i arbeidslivet i snitt en lønnsvekst på 3,7 prosent i 2010.

Neste år anslår vi at lønnsveksten vil ta seg opp til 3¾ prosent. Dette er noe lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/10. Partene i arbeidslivet venter i snitt en lønnsvekst på 3,6 prosent i 2011, ifølge Perducus forventningsundersøkelse. Lønnsveksten hos handelspartnerne forventes å holde seg lav. Ekspornæringsenes konkurransevne svekkes dermed ytterligere i tiden fremover. Samtidig bidrar et mer fleksibelt arbeidsmarked trolig til å holde lønnsveksten nede. En del av de som har gått ut av arbeidsstyrken under nedgangskonjunkturen kan trolig vende tilbake etter hvert som aktiviteten tar seg opp. Fortsatt høy arbeidsinnvandring indikerer også at mange arbeidsgivere vil kunne øke bemanningen uten å by opp lønnsnivået vesentlig. På den annen side vil forholdsvis lav ledighet i sektorer som i mindre grad har rekruttert utenlandsk arbeidskraft de siste årene, bidra til å trekke lønnsveksten opp.

Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2010 til 2013

Finanspolitikken

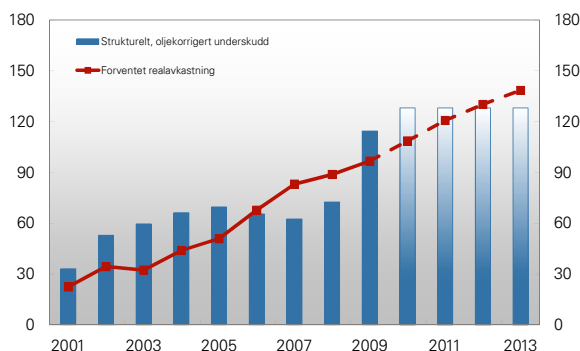
I Nasjonalbudsjettet for 2011 anslås det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet for 2010 til 125 milliarder kroner målt i løpende priser, eller 6,4 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Det er en økning på 0,6 prosentenheter fra 2009. Den nominelle underliggende utgiftsveksten på statsbudsjettet i 2010 er anslått til 5,1 prosent.

Budsjettopplegget for 2011 innebærer en om lag nøytral innretning av finanspolitikken. Det strukturelle², oljekorrigerede underskuddet i 2011 anslås til 128 milliarder kroner, eller 6,3 prosent av BNP for Fastlands-Norge, se figur 2.28. Underskuddet er 7,4 milliarder kroner over forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland, og utgjør 4,2 prosent av fondskapitalen. Den nominelle underliggende utgiftsveksten er anslått til 5,0 prosent. Skatte- og avgiftsnivået er holdt uendret, reelt sett.

Bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet øker likevel ytterligere i 2011. Det oljekorrigerede underskuddet² anslås å øke med 13,5 milliarder kroner, se figur 2.29. Av statens anslåtte netto oljeinntekter i 2011 på 288 milliarder vil 135 milliarder kroner brukes over statsbudsjettet, mens 153 milliarder kroner overføres til Statens pensjonsfond utland. Budsjettopplegget for 2011 innebærer at statens samlede utgifter utenom petroleumsvirksomheten øker med over 270 milliarder kroner i perioden 2006 til 2011.

I våre anslag for offentlig sektor for 2010 og 2011 legger vi anslagene i Nasjonalbudsjettet for 2011 til grunn. For 2012 og 2013 bygger vi beregningsteknisk på at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet videreføres på nivået fra 2011, se figur 2.28. Disse fremskrivningene innebærer at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet vender tilbake til 4 prosent av Statens pensjonsfond utland i 2012 og at dette underskuddet vil være noe lavere enn 4 prosent av fondskapitalen i 2013.

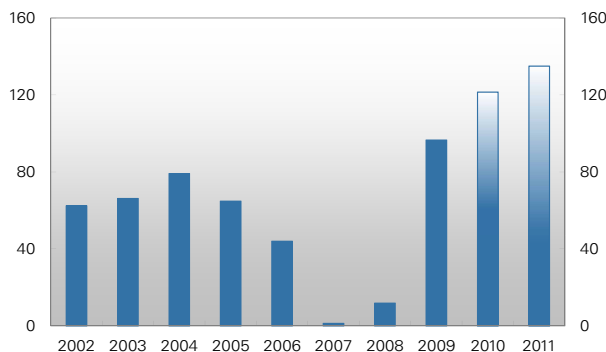
Figur 2.28 Strukturelt, oljekorrigeret underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Milliarder 2011-kroner. 2001 – 2013¹⁾



1) Anslag for 2010 – 2013 (stiplet)

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.29 Oljekorrigeret budsjettunderskudd. Milliarder kroner. 2002 – 2011¹⁾

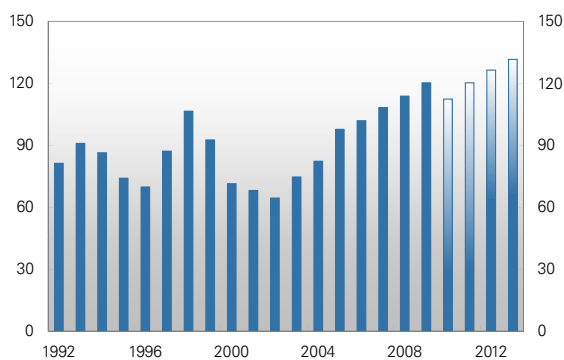


1) Anslag for 2010 og 2011

Kilde: Finansdepartementet

² I det strukturelle underskuddet inngår skatter og avgifter og dagpengeutgifter beregnet ut fra en trendvekst. Etter Finansdepartementets beregninger går det vesentlig tid fra fallet i aktiviteten i 2009 får fullt utslag i betalte skatter og avgifter.

Figur 2.30 Petroleumsinvesteringer. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2013¹⁾



1) Anslag for 2010 – 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Petroleumsinvesteringene

Investeringene i petroleumsvirksomheten har nesten doblet seg siden 2002, se figur 2.30. Tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap viser imidlertid at investeringene falt markert fra begynnelsen av 2009 til første halvår i år. Nedgangen gjenspeiler at prosjekter ble utsatt som følge av finanskrisen og at en del store investeringsprosjekter går mot slutten. Vi legger til grunn at investeringene vil ta seg opp i andre halvår, blant annet som følge av økte investeringer på Goliat og Gudrun. Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil falle med 6½ prosent i volum fra 2009 til 2010. Verdien av investeringene anslås å falle med 2½ prosent, i tråd med den siste investeringstelingen fra Statistisk sentralbyrå.

Investeringstelingen tyder på at verdien av petroleumsinvesteringene vil øke betydelig fra 2010 til 2011. Vi legger til grunn at investeringsvolumet vil øke med 7 prosent til neste år og med 4-5 prosent i 2012 og 2013. Forventninger om økt gasspris og fortsatt høy oljepris vil bidra til økt aktivitet på norsk sokkel de neste årene. Investeringene i 2011-2013 trekkes opp av store investeringer på Goliat og Valemon samt høy aktivitet i Ekofiskområdet og Sleipnerområdet, herunder på Gudrun.



Vedlegg

Oversikt over utdypinger 2006 – 2010

Publikasjoner i 2009 og 2010 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 – 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:

Ordnningen 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
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 og 2010 på Norges Banks nettsider

Aktuell kommentar

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

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

Staff Memo

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

- 10/2010 *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 Mailh og 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	<i>Risikopremien på norske kroner.</i> Leif Andreas Alendal
2/2010	<i>Background information, annual address 2010.</i> Norges Bank Monetary Policy
1/2010	<i>Dokumentasjon av enkelte beregninger til årstalen 2010.</i> Norges Bank Pengepolitikk
11/2009	<i>Beregning av vekter til regionalt nettverk.</i> Kjetil Martinsen og Fredrik Wulfsberg
10/2009	<i>Banking crisis resolution policy – different country experiences.</i> David G. Mayes
9/2009	<i>Noregs Bank. Grunntrekk i administrasjon, oppgaver og historie.</i> Egil Borlaug og Turid Wammer
8/2009	<i>Money and credit in Norway.</i> Christian Kascha
7/2009	<i>Grunnbalansen/The basic balance.</i> Kathrine Lund
6/2009	<i>Solvensavstand og andre risikoindikatorer for banker.</i> Per Atle Aronsen og Kjell Bjørn Nordal
5/2009	<i>Costs in the Norwegian payment system: questionnaires.</i> Olaf Gresvik og Harald Haare
4/2009	<i>Costs in the Norwegian payment system.</i> Olaf Gresvik and Harald Haare
3/2009	<i>Teknisk beregning av KPIXE.</i> Marius Nyborg Hov
2/2009	<i>Renter og rentemarginer.</i> Asbjørn Fidjestøl
1/2009	<i>Effekten av en inndragning av 50-øremynten på inflasjonen.</i> Fredrik Wulfsberg

Penger og Kreditt

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

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

1/2009:

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2008. Bjørn E. Naug

Kostnader i betalingssystemet. Olaf Gresvik og Harald Haare

Virkelig verdi i regnskapet. Sigbjørn Atle Berg

Makroøkonomiske sjokk – effekter på sysselsetting og arbeidstilbud. Haakon Solheim

Økonomiske perspektiver. Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 12. februar 2009

Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 3/10

Account-IT AS	Br. Dyrøy AS	Fjeldseth AS
Adecco Norge AS	Bring Logistics AS, Stavanger	Fjordkjøkken AS
Adecco Norge AS, Hamar	Brødr Andersen AS	FMC BioPolymer AS
Advokatfirmaet Thommessen AS	Brødrene Harsjøen AS	Forestia AS
AF gruppen ASA	Bulldozer maskinlag entreprenør AS	Fosnavaag Seafood AS
Ahlsell Norge AS	Bus Pro IPEC AS	Foss fabrikker AS
Aibel AS	Bussbygg AS	Fundator AS
AIT Otta AS	Bygg og maskin AS	Furnes-Hamjern holding AS
Aker MH AS	Byggservice Nord-Østerdal AS	Furset gruppen AS
Aktiv eiendomsmegling AS	Båtservice gruppen	Galvano AS
Alcoa Norway ANS, Mosjøen	Caiano hotelldrift AS	Gange Rolv AS
Alvdal kommune	Celsa armeringsstål AS	Gausdal kommune
Alvdal skurlag AL	Choice Hotels Scandinavia ASA	Gausdal landhandleri AS
Alvdal Tynset sport AS	Comhouse AS	Gilje tre AS
Amfi Namsos	Dale + Bang reklame AS	GK Norge AS
Arena treningssenter AS	DDB Oslo AS	Gresvig ASA, Sport
Asko Agder AS	De 4 roser AS	Grunnarbeid AS
Asko Midt-Norge AS	Deloitte AS	Grytnes betong AS
Avigo AS	Diplom-Is AS, Brevik	Hammerfest kommune
Axess AS	DnB NOR eiendom AS, Bodø	Hansa Borg bryggerier AS
B&T låsservice AS	Dromedar kaffebar AS	Haram kommune
Bakehuset Nord-Norge AS	E A Smith AS	Hauans AS
Bakers AS	E. Flasnes transport AS	Havhotellene AS
Becotek AS	Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS	Helgeland holding AS
Bekk Consulting AS	Eiendomsmegler Vest AS	Helgeland sparebank AS
Benteler Aluminium Systems Norway AS	Einar Øgrey Farsund AS	Helse Fonna HF
Bergans fritid AS	Elkjøp stormarked Bodø	Helse Nord RHF
Bilia AS	Elverum kommune	Helse Sunnmøre HF
Bilsenteret Namsos AS	Ernst & Young AS, Tromsø	Herlige Stavanger restauranter AS
Birger Pedersen AS	Evensen & Evensen AS	Herøy kommune
Birkenes kommune	Expert AS	Hoff norske potetindustrier SA
Bjørge ASA	Falkanger sko AS	Holberg forvaltning AS
Bjørn bygg AS	Ferner Jacobsen AS	Hotel Alexandra AS
BN entreprenør AS	Fesil AS	Hovden møbel AS
Bohus AS	Figgjo AS	Hunderfossen familiepark AS
Bohus Møbel-Sven AS	Findus Norge AS	Huurre Norway AS
Boligpartner AS	Finneid sveiseverksted AS	Hydro aluminium AS
Borregaard industries Ltd., Norge	First Interactive AS	Hå kommune
		IKEA AS, Åsane

Ikon AS	Molab AS	Oracle Norge AS
Inmedia AS	Momek Group AS	Orkidéekspressen AS
ISS Facility Services AS	Mosjøen kulde og klimaservice AS	Os ID AS
Iver bil AS	Multi Phase Meters AS	Oslo Universitetssykehus HF
Johan Kjellmark AS	Møller bil Haugesund AS	Overhalla cementvare AS
Jærentreprenør AS	Møre og Romsdal kornsilo ANS	P4 radio hele Norge AS
Kirkenes trelast AS	Namsos kommune	PA Consulting Group AS
Kitch'n Norge AS	NAV Nord-Trøndelag	Peterson Linerboard AS, Ranheim
KLP eiendom Trondheim AS	NAV Vest-Agder	Petoro AS
Komplett ASA	NCC Construction AS	Petter Gagama AS
Kongsberg gruppen ASA	Nesje AS	Pettersson & Gjellesvik AS
Kontali analyse AS	Nesseplast AS	Picasso frisør AS
KPMG AS, Stavanger	Nexans Norway AS, Namsos	Plasto AS
Kragerø kommune	Nielsen Norge AS	Privatmegleren AS
Krogsveen Hamar AS	Nikita gruppen AS	Proffice AS
Kvestor Pro AS	Noca AS	Proffice Nord-Norge AS
Kynningsrud AS	Norautron AS	Protan AS
Landskapsentreprenørene AS	Norbitech AS	ProxII AS
Larsen Atterås & Brosvik AS	Norcem AS	Quality Hotel Hafjell AS
Lier kommune	Norconsult AS, Bodø	Radisson Blu Hotel Norge, Bergen
Lillehammer kommune	Norconsult AS, Trondheim	Ragasco AS
Link signatur AS	NorDan AS, Hedmark/Oppland	Rasmus Tallaksen AS
Litra AS	Nordbø maskin AS	Rasmussen K A AS
Lofotprodukt AS	Nordea bank Norge ASA, Bodø	Redcats AS
L'Oréal Norge AS	Norengros Johs Olsen AS	Reinertsen AS
Lyngdal byggeforretning AS	Norfolier AS	Reitan servicehandel Norge AS
Lyse energi AS	Norgesgruppen ASA	Rema 1000 Norge AS, region vest
Lønsethagen auto AS	Norgestaxi Trondheim AS	Restco AS
Maihaugen	Norphil AS	Revisorkonsult AS
Majas salong AS	Norsk sjømat AS	Risør kommune
Malo sagbruk AS	Nortura BA, Forus	Rofiskgruppen AS
Marine Cybernetics AS	Notar eiendom Ålesund AS	Romerike trelast AS
Marthinsen Th. Sølvvarefabrikk AS	Notodden mur- og entreprenørforretning AS	Romsdal bygg AS
MB hydraulikk AS	Nova Sea AS	Romsdals budstikke AS
Melby snekkerverksted AS	Novagroup AS	Rygge kommune
Mesta konsern AS	Nycomed Pharma AS	Rygge Vaaler sparebank
Mester grønn AS	Nygård trevarefabrikk AS	Rype AS
Mills DA	Obos	Rørleggern Fauske AS
Miras Grotnes AS	Offshore & Trawl Supply AS	Rørros kommune
Moelven limtre AS	Olav Thon eiendomsselskap ASA	Rørros tweed AS
Moelven Van Severen AS	Optimera AS	Rørrosbanken Rørros sparebank
Moelven Våler AS		Saga Boats AS

Samarbeidende revisorer AS	Trafikk & anlegg AS
SATS Norge AS, Langnes	Transportindustri AS
Scandic Hotel Kristiansand	Trend trim Lillesand AS
Seadrill Norge AS / Seadrill Management AS	Treningscenteret Moldehallen
Sensor AS	Trondheim kommune
SG finans AS, Trondheim	Tynset kommune
Siemens AS, Industry Solutions	Tyrholm & Farstad AS
Sinkaberg-Hansen AS	Tysvær kommune
SIVA selskapet for industrivekst SF	Tønnesen sko AS
Skagerak energi AS	Vefsn kommune
Skedsmo kommune	Veidekke entreprenør AS, Indre Østland
Slagen gruppen	Vestvågøy kommune
Smurfit Kappa Norpapp AS	Via Travel Norge AS
Sogn billag AS	Vizrt Ltd
Solem Hartmann AS	Volmax AS
Soundgarden AS, avd Bodø	Weatherford Laboratories AS
Spar kjøp AS	Westco miljø AS
Sparebank 1 gruppen AS	Westnofa industrier AS
Sparebank 1 SMN	Widerøe Internet AS
Sparebank 1 Søre Sunnmøre avd. Volda	Widerøe's flyveselskap AS
Sparebanken Hedmark, Nord-Østerdal	XXL sport & villmark AS, Kristiansand
Sparebanken Møre region Romsdal og Nordmøre	YIT Building Systems AS
Sparebanken Pluss	YIT Building Systems AS, Kristiansand
Stansefabrikken Lillesand AS	YIT Building Systems AS, Ålesund
Stavanger kommune	
Steni AS	
Stiftelsen Akvariet i Bergen	
Storvik AS	
Strømsholm fiskeindustri AS	
Sunnmørsposten AS	
Sørlandet sykehus HF	
Sør-Norge Aluminium AS	
Tamnes transport AS	
TeleD AS	
Telenor Norge	
Ticket feriereiser AS	
Time sparebank	
Toyota Førde AS	

Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente ¹⁾	Endring
26. januar 2011		
15. desember 2010		
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

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer ¹⁾	Eksport F-Norge ²⁾	Import
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	0,8	1,8	1,6	4,1	-1,4	5,1	4,1	4,3
2009	-1,4	-1,4	0,2	4,7	-11,7	5,7	-5,5	-11,4
2009 ³⁾ 3. kv	0,4	0,4	1,1	1,1	-5,5	-6,7	4,4	2,0
4. kv	0,1	0,5	1,3	-0,6	6,3	0,4	2,5	2,2
2010 ³⁾ 1. kv	0,2	0,2	0,4	1,4	-11,2	-5,2	-3,1	0,2
2. kv	0,1	0,5	-0,6	1,2	7,3	1,3	0,1	5,5
Nivå 2009, mrd. kroner	2381	1846	1015	533	353	134	418	656

¹⁾ Utvinning og røtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

³⁾ Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/ Tolv måneders- vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPIXE ²⁾	KPI-JA ³⁾	KPI-JE ⁴⁾	HKPI ⁵⁾
2006	2,3	0,8	1,2	2,0	1,0	2,5
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 januar	2,5	2,3	2,4	2,6	2,4	2,7
februar	3,0	1,9	2,1	3,0	1,8	3,1
mars	3,4	1,7	1,9	3,5	1,6	3,6
april	3,3	1,7	2,0	3,3	1,6	3,4
mai	2,5	1,5	1,9	2,7	1,5	2,6
juni	1,9	1,3	1,6	1,9	1,3	1,8
juli	1,9	1,3	1,5	2,0	1,3	1,8
august	1,9	1,4	1,6	1,8	1,4	1,7
september	1,7	0,9	1,2	1,7	1,0	1,4

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

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

³⁾ KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

⁴⁾ KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2009	2009	2010	2011	2012	2013
Priser og lønninger						
KPI		2,1	2¼	1¼	2	2¼
KPI-JAE ¹⁾		2,6	1½	1¼	2	2¼
KPIXE ²⁾		2,6	1¾	1½	2	2¼
Årslønn ³⁾		4,2	3½	3¾	4¼	4½
Realøkonomi						
BNP	2381	-1,4	¾	2	2¼	1½
BNP for Fastlands-Norge	1846	-1,4	1¾	3	3	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge ⁴⁾		-1	-¾	-¼	¼	½
Sysselsetting, personer		-0,4	0	1	1¼	¾
Arbeidsstyrke, AKU		0	½	1	1	¾
AKU-ledighet (rate)		3,2	3½	3½	3¼	3¼
Registrert ledighet		2,7	3	2¾	2½	2½
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	1902	-1,1	1¾	4	3¼	2¼
- Privat konsum	1015	0,2	2¾	3¼	3½	2¾
- Offentlig konsum	533	4,7	2¾	2	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	353	-11,7	-2½	10	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁶⁾	134	5,7	-6½	7	5	4
Eksport fra Fastlands-Norge ⁷⁾	418	-5,5	2	2¾	.	.
Import	656	-11,4	8¼	6	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁸⁾		1,8	2	2¼	3¼	4
Importveid valutakurs (I-44) ⁹⁾		93,8	90¼	90¾	90½	91½

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

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

³⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner

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

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

⁶⁾ Utvinning og rørtransport

⁷⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og annen tjenesteeeksport fra Fastlands-Norge

⁸⁾ Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

• Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 3 - oktober

2010