



 **NORGES BANK**

Pengepolitisk rapport

**3 | 12**  
oktober

Norges Banks rapportserie nr. 4-2012



Pengepolitisk rapport  
3/2012



Norges Bank

Oslo 2012

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

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

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Gruppen AS

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

ISSN 1504-8489 (trykk)

ISSN 1504-8500 (online)

## Pengepolitisk rapport

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

I møtet 29. august 2012 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 17. oktober 2012 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene og hovedlinjene i pengepolitikken. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 31. oktober en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 14. mars 2013. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering". I perioden fram til neste rapport er det rentemøte i hovedstyret 19. desember 2012.

# Innhold

Hovedstyrets vurdering	7
1. Utsiktene for pengepolitikken	9
Den økonomiske situasjonen	9
Utsiktene fremover	12
Nærmere om prognosen for renten	18
Kryssjekker av renteprognosen	19
Rammer:	
- Handlingsmønsteret i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane	16
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/12	20
2. Nærmere om anslagene	
Internasjonal økonomi	23
Norsk økonomi	27
Vedlegg	
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	37
Tabeller og detaljerte anslag	38

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 25. oktober 2012.  
Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 31. oktober 2012.

## Pengepolitikken i Norge

### Mål

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

### Gjennomføring

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

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

### Beslutningsprosess

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

Renten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter seks ganger i året. Analysene og den pengepolitiske strategien er, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om styringsrenten.

### Formidling av rentebeslutningen

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

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

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

### Rapportering

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

## Hovedstyrets vurdering

Da Pengepolitisk rapport 2/12 ble lagt fram i juni 2012, vedtok hovedstyret at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 31. oktober 2012, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. Kapasitetsutnyttningen ble anslått til å være i overkant av et normalt nivå. Utsikter til noe høyere kapasitetsutnyttning fremover og dermed litt høyere kostnadsvekst innebar at inflasjonen etter hvert kunne ta seg opp fra et lavt nivå. Samtidig var usikkerheten om utviklingen i Europa større enn på lenge. Analysen i rapporten tilsa en styringsrente på 1,5 prosent fram mot årsskiftet. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå.

I sin drøfting på møtet 29. august 2012 pekte hovedstyret på at utviklingen hos våre handelspartnere var på linje med anslagene i Pengepolitisk rapport 2/12, men den forventede oppgangen i rentene ute var igjen skjøvet ut i tid. Det var tegn til bedring i finansmarkedene selv om usikkerheten fortsatt var stor. Uttalelser fra Den europeiske sentralbanken (ESB) om støttekjøp av statspapirer fra gjeldsutsatte land i euroområdet hadde bidratt til å roe markedene. Aksjekursene hadde steget, og premiene i penge- og kredittmarkedene hadde falt. Norsk økonomi så ut til å utvikle seg om lag som anslått, men veksten i konsumprisene hadde vært litt lavere enn ventet. Hovedstyret besluttet å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent.

På sitt møte 29. august diskuterte hovedstyret også aktuelle temaer til Pengepolitisk rapport 3/12, herunder analyser av utviklingen i kronemarkedet og sammenhengen mellom husholdningenes sparing, boligpriser og kreditt.

Hovedstyret har i sine drøftinger 17. og 31. oktober festet seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere er lav og om lag som ventet. I euroområdet ventes fall i den samlede aktiviteten inneværende år, og flere land har svært høy arbeidsledighet. I USA stiger aktiviteten moderat. Det er tegn til bedring i boligmarkedet, men usikkerhet

om finanspolitikken kan dempe veksten i økonomien på kort sikt. I fremvoksende økonomier i Asia synes aktiviteten fortsatt å holde seg godt oppe, men samlet sett har veksten avtatt.

- Markedets forventninger til styringsrentene ute har falt ytterligere. Både ESB og den amerikanske sentralbanken har signalisert at styringsrentene vil holdes lave lenge. ESB har også annonsert tiltak for å styrke tilliten til eurosamarbeidet. Risikopremiene i penge- og kredittmarkedene har falt, og aksjekursene har steget.
- Kronen, målt ved den importveide valutakursen (I-44), har styrket seg og er nå sterkere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 2/12.
- Påslagene i penge- og kredittmarkedene har falt også i Norge, men det har i liten grad gitt utslag i utlånsrentene til husholdninger og foretak.
- Veksten i norsk økonomi er fortsatt god og om lag som anslått i forrige rapport. Sysselsettingen vokser mye, og arbeidsledigheten holder seg lav og stabil. Kapasitetsutnyttningen vurderes å være over et normalt nivå. Aktiviteten er høy i byggenæringen og i næringer som er orientert mot oljevirkosomheten, mens andre deler av industrien påvirkes av svak etterspørsel i utlandet og høye kostnader. Husholdningenes forbruk vokser moderat og sparingen har økt ytterligere, mens gjeld og boligpriser fortsatt stiger litt raskere enn inntekten.
- Prisveksten her hjemme holder seg lav, og har vært lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/12. Den underliggende prisveksten har det siste året ligget mellom 1 og 1½ prosent.

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



mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å ta hensyn til risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Styringsrenten er lav fordi inflasjonen er lav og fordi rentene ute er svært lave. Samtidig er det stor forskjell mellom styringsrenten og de rentene publikum står overfor.

Hovedstyret har merket seg at analysene nå tilsier en styringsrente på dagens nivå til over årsskiftet, og at den deretter gradvis øker mot et mer normalt nivå. Neste år ligger prognosen for styringsrenten litt lavere enn prognosen fra juni.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at det fortsatt er stor usikkerhet om den internasjonale økonomiske utviklingen. Vekstutsiktene for industrilandene er blitt nedjustert over en lengre periode. Verdensøkonomien kan være nær en konjunkturbunn, men veksten i industrilandene ventes å holde seg lav lenge. Risikopremiene i penge- og kredittmarkedet har avtatt, men mange land er i en svært vanskelig gjeldssituasjon. Det er fortsatt stor usikkerhet knyttet til den videre utviklingen i Europa. Samtidig er det politisk uenighet i USA om hvordan de finanspolitiske innstramningene skal gjennomføres.

Hovedstyret var opptatt av at prisimpulsene fra utlandet inn til norsk økonomi er svake, både gjennom lavere importert inflasjon og økt konkurranse. Høy arbeidsinnvandring kan også ha bidratt til å dempe kostnadsveksten i enkelte næringer. I tillegg kan det se ut til at kostnadsveksten her hjemme ikke har slått fullt ut i prisene. Erfaringene har vist at dette kan ta tid.

Det ble pekt på at kronen har styrket seg, noe som kan ha sammenheng med at aktørene i valutamarkedet nå legger større vekt på sikkerhet og avkastning. Samtidig ble det trukket fram at temaene i valutamarkedet skifter fort.

Norsk økonomi viser god vekst til tross for svak utvikling ute. Mange næringer drar fordel av høy aktivitet i oljevirkomheten. Samtidig er det god omstillingsevne i tradisjonell industri. Stadig flere bedrifter finner nye nisjeområder eller retter en større del av aktiviteten sin mot petroleumsnæringen.

Hovedstyret drøftet også utviklingen i husholdningenes sparing. Økt usikkerhet i etterkant av finanskrisen kan ha gjort husholdningene mer forsiktige, og bidratt til økningen i spareraten. Samtidig kan også demografiske forhold og pensjonsreformen ha påvirket sparingen.

I drøftingen av den pengepolitiske situasjonen ble det lagt vekt på at inflasjonen har vært lavere enn ventet, kronen har styrket seg og at rentene hos våre handelspartnere har falt ytterligere. Isolert sett taler dette for en reduksjon av styringsrenten. Samtidig har påslagene i penge- og kredittmarkedene falt betydelig. Det trekker isolert sett i retning av en økning i styringsrenten. Bankenes utlånsrenter har imidlertid holdt seg oppe. Det demper virkningen av fallet i pengemarkedsrentene.

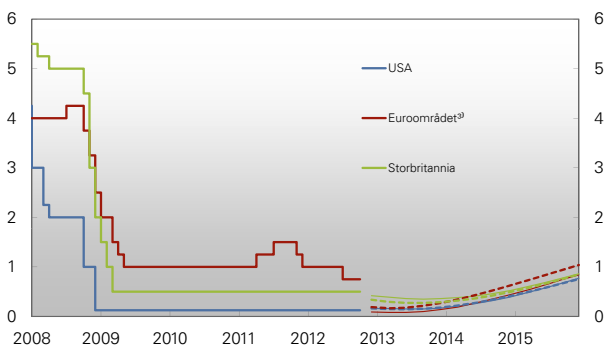
Det ble pekt på at inflasjonen fortsatt er lav, men at kapasitetsutnyttingen er over sitt normale nivå. Utviklingen i norsk økonomi gir holdepunkter for at inflasjonen gradvis vil ta seg opp. Det tilsier at styringsrenten etter hvert kan økes. Et langvarig lavt rentenivå kan bidra til at husholdninger og virksomheter tar for stor risiko og bygger opp for høy gjeld. Slike ubalanser kan få ringvirkninger lenger fram, med store utslag i produksjon, sysselsetting og inflasjon. Samtidig begrenser de svært lave rentene ute hvor raskt styringsrenten her hjemme bør settes opp. Settes renten opp for raskt, øker risikoen for at kronen styrker seg slik at inflasjonen blir liggende lavt lenge.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 31. oktober å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 14. mars 2013, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Øystein Olsen  
31. oktober 2012

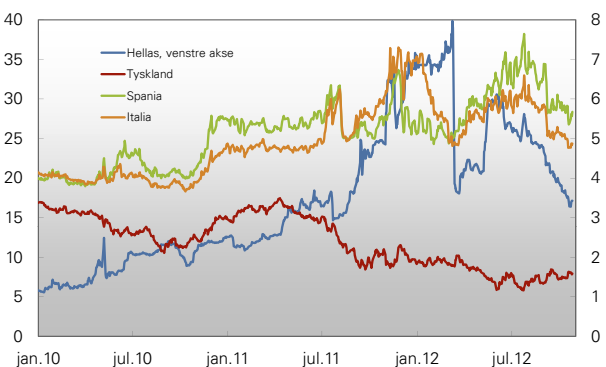


Figur 1.1 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 15. juni 2012 og 25. oktober 2012.<sup>1)</sup> Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2015<sup>2)</sup>



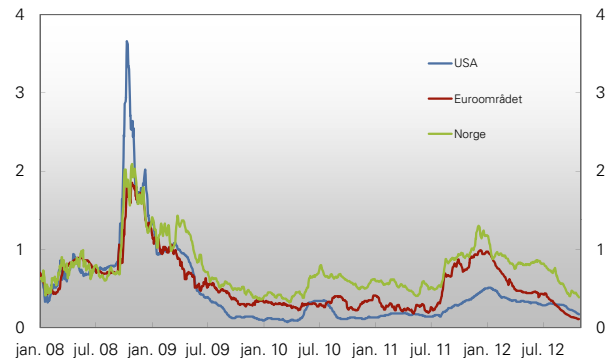
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 15. juni 2012. Tynne linjer viser terminrenter per 25. oktober 2012. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter  
2) Dagstall fra 1. januar 2008 og kvartalstall fra 4. kvartal 2012  
3) EONIA for euroområdet fra 4. kvartal 2012  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.2 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2010 – 25. oktober 2012



Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.3 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente<sup>1)</sup>. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2008 – 25. oktober 2012



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

# 1 Utsiktene for pengepolitikken

## Den økonomiske situasjonen

Veksten hos Norges handelspartnere er svak. Det er nedgang i aktiviteten i euroområdet, og arbeidsledigheten er høy og stigende. I USA har den moderate veksten fortsatt. Fremvoksende økonomier i Asia bidrar til å holde aktiviteten i verdensøkonomien oppe, men veksten har avtatt i flere av disse landene.

Samlet sett er ikke vekstutsiktene for handelspartnerne vesentlig endret siden forrige pengepolitiske rapport. Vi venter fortsatt at den økonomiske veksten gradvis tar seg opp de neste årene, fra  $\frac{3}{4}$  prosent inneværende år til  $2\frac{1}{2}$  prosent i 2015. Makroøkonomiske indikatorer kan tyde på at verdensøkonomien er nær en konjunkturbunn. Pengepolitiske tiltak gjør at veksten kan ta seg opp, men fortsatt behov for nedbelåning i privat og offentlig sektor i flere industriland bidrar til å dempe aktiviteten. Usikkerheten om den videre utviklingen i internasjonal økonomi er høy.

Flere sentralbanker har redusert sine styringsrenter, og de er nå nær null i mange land. Det er utsikter til at styringsrentene vil holde seg svært lave lenger enn tidligere lagt til grunn, se figur 1.1. Den amerikanske sentralbanken annonserte i september at styringsrenten vil bli holdt uendret minst fram til midten av 2015 dersom utviklingen i økonomien ikke blir vesentlig sterkere enn de nå ser for seg. Både den amerikanske, den japanske og den britiske sentralbanken har annonsert ytterligere kvantitative lettelser. Den europeiske sentralbanken (ESB) har lansert et program for ubegrensede støttekjøp av statsobligasjoner fra land som har inngått et fullt låneprogram eller et såkalt "føre-var" program under de etablerte europeiske lånefasilitetene. Det har gitt nedgang i rentene på statsobligasjoner fra gjeldsutsatte europeiske land, se figur 1.2. Usikkerheten i finansmarkedene er noe redusert. Påslagene i pengemarkedsrenten (Euribor) har falt, se figur 1.3. Aksjemarkedene har steget, og oljeprisen har økt til 110 dollar per fat, se figur 1.4.

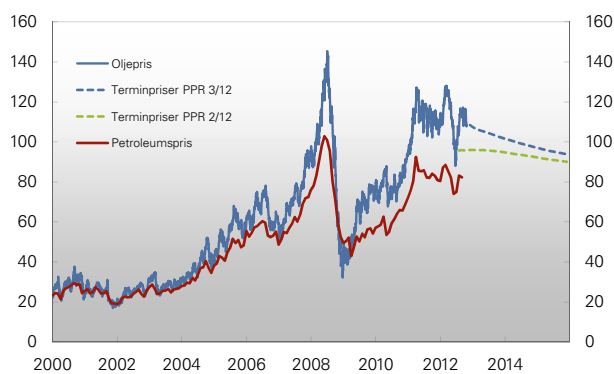
Kronen har styrket seg og er nå sterkere enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 2/12. Kronen har styrket seg noe mer enn endringen i den forventede rentedifferansen mot utlandet isolert sett skulle tilsi. Det kan tolkes som at risikopremien på norske kroner har avtatt noe siden i sommer. I anslagene har vi lagt til grunn en indeksverdi på 86 i fjerde kvartal målt ved den importveide kronkursen (I-44), se figur 1.5.

Nedgangen i påslaget i Euribor-renten har bidratt til at påslaget i norske tremåneders pengemarkedsrenter har falt betydelig siden Pengepolitisk rapport 2/12. Påslaget er nå om lag 0,4 prosentenheter, 0,4 prosentenheter lavere enn vi anslo i juni. Påslaget ventes å holde seg om lag på dagens nivå ut prognoseperioden, se figur 1.6. Risikopåslaget på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og bankobligasjoner har også falt. Så langt har ikke nedgangen i finansieringskostnadene påvirket utlånsrentene til husholdninger og foretak, se figur 1.7 og 1.8. Utlånsrente på nye, antatt sikre boliglån ligger i underkant av 4 prosent, mens mange bedrifter fortsatt betaler rundt 5 prosent på sine banklån. Bankenes utlånsmarginer har derfor økt. Vi legger til grunn at bankene vil forsøke å opprettholde utlånsmarginene fremover, for å bedre sin finansielle stilling. Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse fra tredje kvartal venter bankene at utlånsmarginene overfor foretak vil øke noe den nærmeste tiden. Sterk konkurranse mellom bankene kan føre til at utlånsmarginene på boliglån etter hvert avtar noe.

Norske husholdningers gjeld stiger som ventet fortsatt litt raskere enn inntekten, se figur 1.9. Gjelden som andel av den disponible inntekten er på et høyt nivå historisk sett. Det lave rentenivået gjør likevel rentebelastningen moderat. Samtidig sparer nå husholdningene mye. Vurderingen av sårbarheten i husholdningene er om lag den samme som i juni. De største norske bankene har styrket kjernekapitaldekningen. Det har gjort bankene mer robuste.

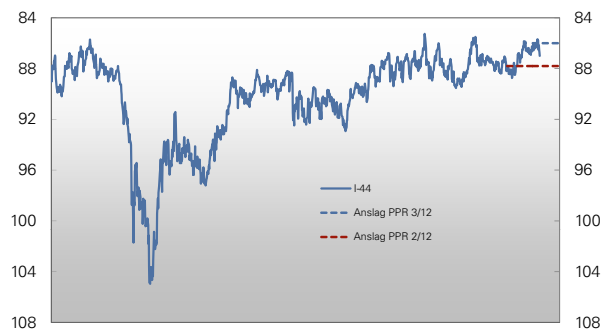
Til tross for den svake utviklingen hos våre handelspartnere holder veksten i norsk økonomi seg oppe, se figur 1.10. Den moderate konjunkturoppgangen fortsatte i andre kvartal med en kvartalsvekst i BNP for Fastlands-Norge

Figur 1.4 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumsekspert<sup>1)</sup>. USD/fat. Januar 2000 – desember 2015



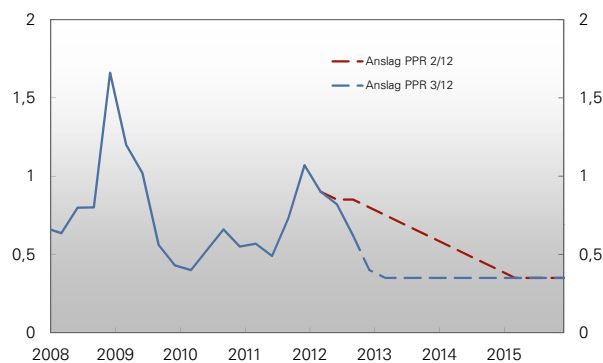
1) Vektet gjennomsnitt av norsk råolje- og gasssekspert  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.5 Importveid valutakurs (I-44)<sup>1)</sup>. Januar 2008 – desember 2012



1) Stigende kurve betyr sterkere kurs  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.6 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.<sup>1)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



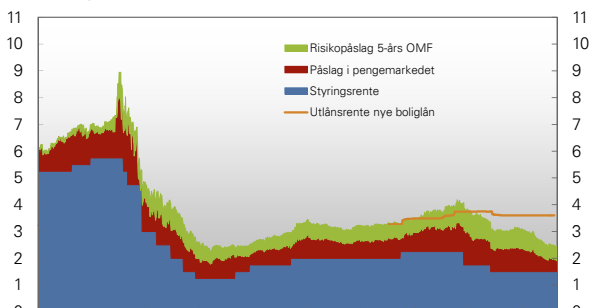
1) Norges Banks anslag fra 4. kvartal 2012  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

på 1,0 prosent. Det var om lag som anslått i forrige pengepolitiske rapport. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i september om moderat vekst gjennom sommeren. Den høye oljeprisen bidrar til at aktiviteten i næringer som leverer varer og tjenester til oljevirksomheten er god. Andre deler av industrien påvirkes av svak etterspørsel i utlandet og høye kostnader. Oljeinvesteringene vokser fortsatt mye. Det er god vekst både i foretaksinvesteringene og i boliginvesteringene. Det private forbruket vokser ikke like raskt som etter tidligere konjunkturedganger, og sparingen har økt. Veksten i sysselsettingen er høy. Den høye veksten må ses på bakgrunn av fortsatt stor arbeidsinnvandring. Arbeids-

ledigheten holder seg lav og stabil. Både utviklingen i arbeidsmarkedet og kapasitetsbegrensninger i bedriftene tyder nå på at utnyttningen av ressursene samlet er over et normalt nivå og på linje med anslagene fra juni, se nærmere omtale i kapittel 2.

Prisveksten her hjemme holder seg lav, og har vært lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/12. Det skyldes særlig svakere vekst i prisene på en del norskproduserte varer og tjenester som nå ser ut til å vokse mindre enn det kostnadsutviklingen i norsk økonomi skulle tilsi, se nærmere omtale i kapittel 2. Fortsatt prisfall på importerte konsumvarer holder den samlede konsumprisveksten

Figur 1.7 Styringsrente, påslag i pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, risikopåslag 5-års obligasjon med fortrinnsrett (OMF)<sup>2)</sup> og vektet utlånsrente fra bankene på nye boliglån<sup>3)</sup>. Prosent. 1. januar 2008 – 25. oktober 2012



jan. 08 jul. 08 jan. 09 jul. 09 jan. 10 jul. 10 jan. 11 jul. 11 jan. 12 jul. 12

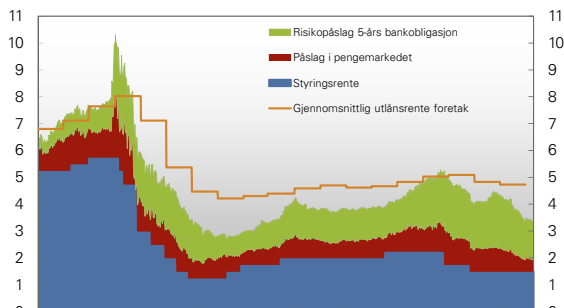
1) Tremåneders NIBOR (effektiv)

2) Indikative risikopåslag for OMF med 5-års løpetid

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

Kilder: Norsk familieøkonomi AS, DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Styringsrente, påslag i pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, risikopåslag på 5-års bankobligasjoner<sup>2)</sup> og gjennomsnittlig utlånsrente foretak. Prosent. 1. januar 2008 – 25. oktober 2012



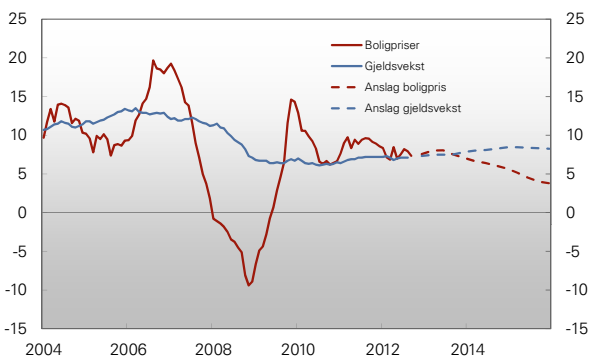
jan. 08 jul. 08 jan. 09 jul. 09 jan. 10 jul. 10 jan. 11 jul. 11 jan. 12 jul. 12

1) Tremåneders NIBOR (effektiv)

2) Indikative risikopåslag for bankobligasjoner med 5-års løpetid

Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 Gjeldsvekst<sup>1)</sup> og boligpriser. Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2004 – desember 2015<sup>2)</sup>

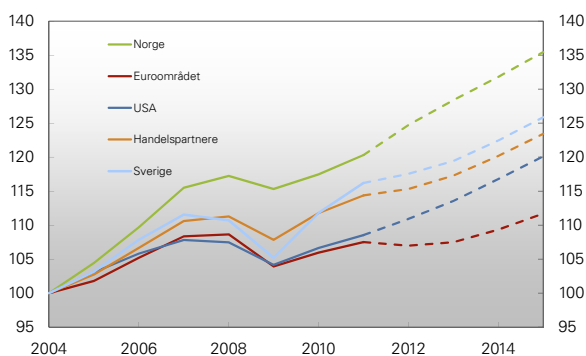


1) Fra 1. januar 2012 ble den norske standarden for institusjonell sektorgruppering endret. For gjeldsveksten innebærer det brudd i statistikken fra og med mars 2012

2) Boligpriser til september og gjeldsvekst til august 2012. Anslag til 4. kvartal 2015, der gjeldsvekst er endring i beholdning

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendomsmeidlerbransjen (INEF, EFF, FINN.no og Pöyry) og Norges Bank

Figur 1.10 BNP for Fastlands-Norge og utvalgte handelspartnere. Indeks. 2004 = 100. 2004 – 2015



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

nede. Tolvmånedersveksten i KPI og KPIXE var i september henholdsvis 0,5 prosent og 0,9 prosent, mens tolvånedersveksten i KPI-JAE var 1,1 prosent. Den underliggende inflasjonen anslås å ligge mellom 1 og 1½ prosent, se figur 1.11.

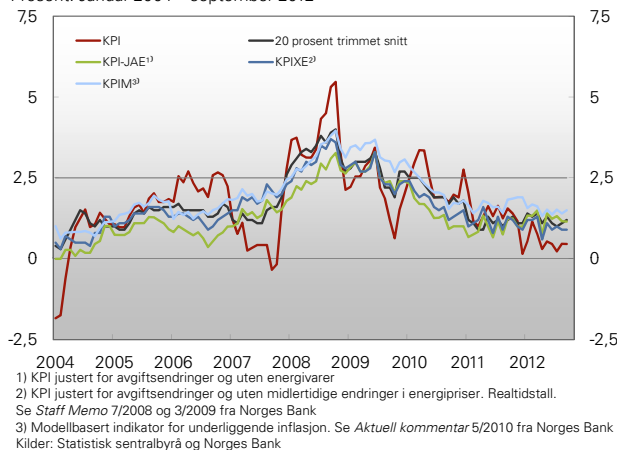
## Utsiktene fremover

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 1.12. Både langsiktige og kortsiktige inflasjonsforventninger holder seg nær inflasjonsmålet, se figur 1.13.

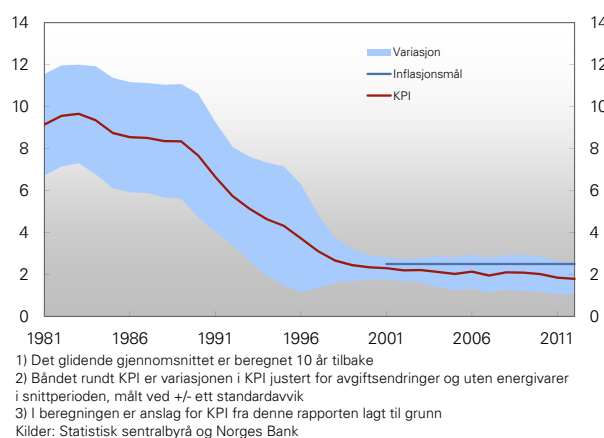
Styringsrenten er 1,5 prosent. Styringsrenten er lav fordi prisveksten er lav og fordi rentene ute er svært lave. Den lave renten bidrar til at aktiviteten i norsk økonomi holder seg godt oppe. BNP for Fastlands-Norge anslås å øke med 3¾ prosent i 2012. Det er noe høyere enn veksten i produksjonspotensialet. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ventes derfor å stige ytterligere den nærmeste tiden, på linje med prognosene fra juni. Vi venter at prisveksten vil ta seg opp fremover. Erfaringen tilsier at økte kostnader i bedriftene etter hvert slår ut i prisene. Så langt i konjunkturoppgangen kan konkurranseforhold ha bidratt til å dempe gjennomslaget fra kostnadssiden.

Tiltakende kapasitetsutnyttning og utsikter til stigende prisvekst tilsier at styringsrenten etter hvert og gradvis kan settes opp mot et mer normalt nivå. Svært lave faktiske og forventede renter internasjonalt begrenser likevel hvor raskt styringsrenten her hjemme bør øke. Settes renten opp for mye, øker risikoen for at kronen styrker seg slik at inflasjonen blir liggende lavt lenge. På den andre siden kan et langvarig lavt rentenivå forsterke veksten i boligpriser og utlån og bidra til at husholdninger og foretak tar for stor risiko og bygger opp for høy gjeld. Slike ubalanser kan få ringvirkninger lenger fram i tid, med store utslag i produksjon, sysselsetting og inflasjon.

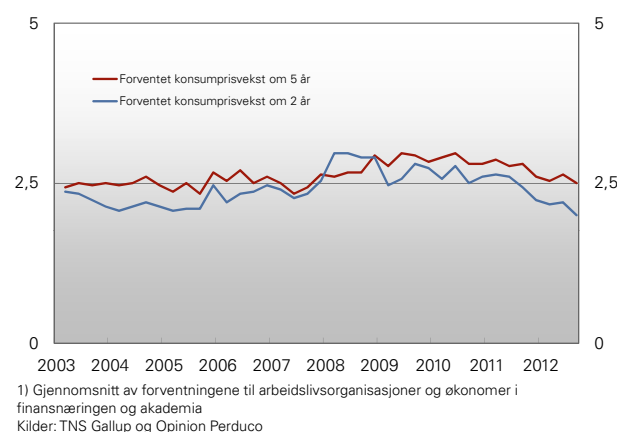
Figur 1.11 Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2004 – september 2012



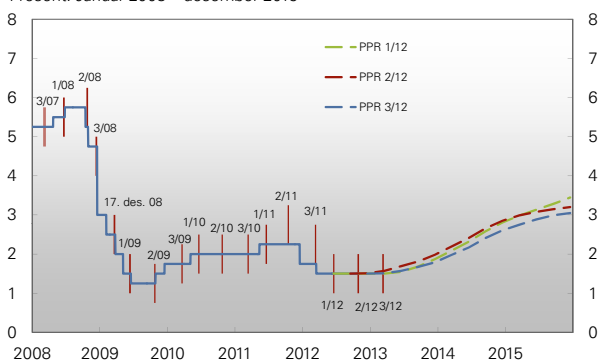
Figur 1.12 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI<sup>3)</sup>. Prosent. 1981 – 2012



Figur 1.13 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2012



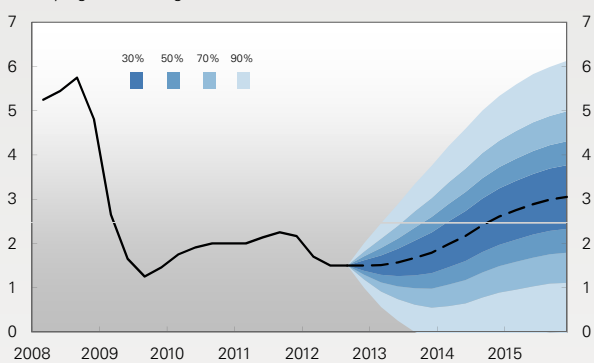
Figur 1.14 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2015



Kilde: Norges Bank

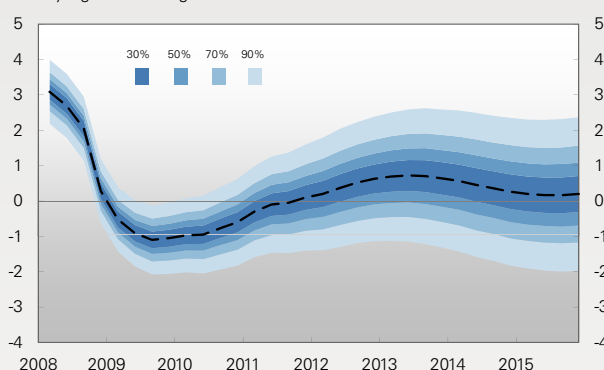
Utviklingen i inflasjonen, kronekursen og rentene ute trekker i retning av en noe lavere prognose for styringsrenten enn i Pengepolitisk rapport 2/12. Lavere påslag i penge- og kredittmarkedene trekker i motsatt retning, men denne effekten dempes av at bankenes utlånsrenter har holdt seg oppe. Analysen innebærer en styringsrente på dagens nivå til over årsskiftet, og at renten deretter gradvis øker mot et mer normalt nivå, se figur 1.14 og figur 1.15 a-d. Prognosen for styringsrenten er om lag den samme som i Pengepolitisk rapport 2/12 på kort sikt, men litt lavere lenger fram, se ramme side 20. Med en slik utvikling i styringsrenten og reduserte påslag blir

Figur 1.15a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



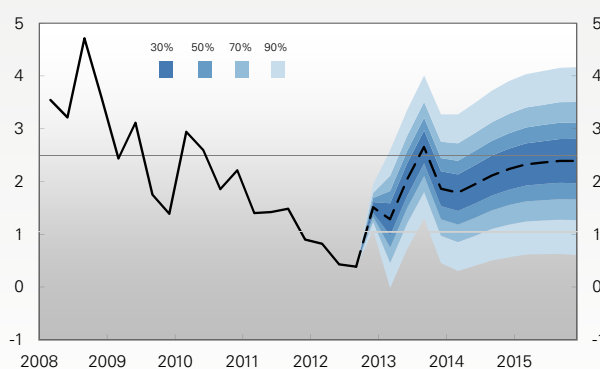
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



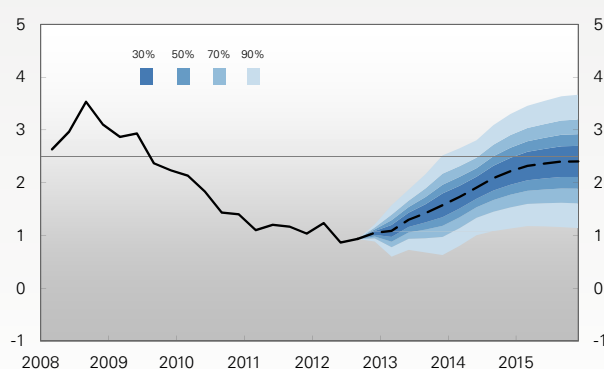
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15d Anslag på KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



1) KPIXE 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

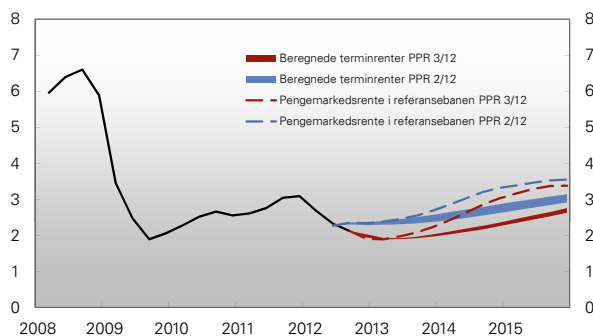
tremåneders pengemarkedsrente lavere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.16. Rentedifferansen mot utlandet ventes etter hvert å øke noe, og kronen antas derfor å holde seg sterk, se figur 1.17.

Med en slik prognose for renten kan inflasjonen ta seg gradvis opp mot 2,5 prosent. Stigende kapasitetsutnyttning vil trolig føre til at kostnadsveksten tiltar og at det blir lettere for bedriftene å velte økte kostnader over i prisene. Lønnsveksten anslås å stige til 4¼ prosent i 2013 og 4½ prosent i 2014 og 2015. Kapasitetsutnyttningen ventes å øke fram til midten av 2013. Etter hvert som styringsrenten settes opp, vil kapasitetsutnyttningen kunne avta mot et normalt nivå, se figur 1.18. Det ligger an til fortsatt høy aktivitet i oljerelaterte næringer. Samtidig vil svake eksportmarkeder og ytterligere svekkelse av konkurransevnen holde veksten nede i øvrige eksportnæringer. Samlet venter vi at investeringene i fastlandsbedriftene vil vokse med mellom 5 og 10 prosent årlig de neste årene. Høy befolkningsvekst vil samtidig føre til sterk vekst i boliginvesteringene. God inntektsvekst og fortsatt lav rente vil føre til at det private forbruket kan vokse med rundt 4 prosent i året i 2013 og 2014. Spareraten ventes å avta noe.

Veksten i boligprisene anslås å avta gradvis til 4 prosent mot slutten av prognoseperioden. Det tar tid før lavere boligprisvekst demper kredittveksten. Husholdningenes gjeldsvekst ventes dermed å være rundt dagens nivå i årene fremover. Gjeldsbelastningen anslås å øke noe. Rentebelastningen ventes også å øke noe, men holder seg på et moderat nivå, se figur 1.19.

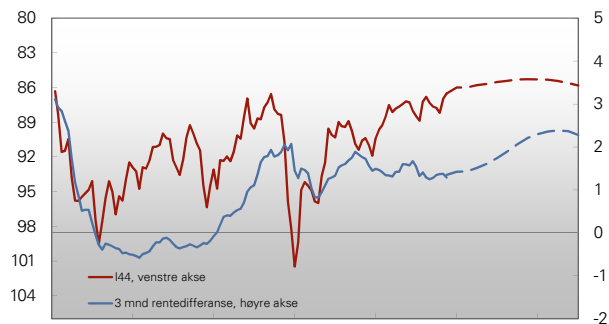
Anslagene for renten, inflasjonen, kapasitetsutnyttningen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og vår oppfatning av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Blir utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også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

Figur 1.16 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



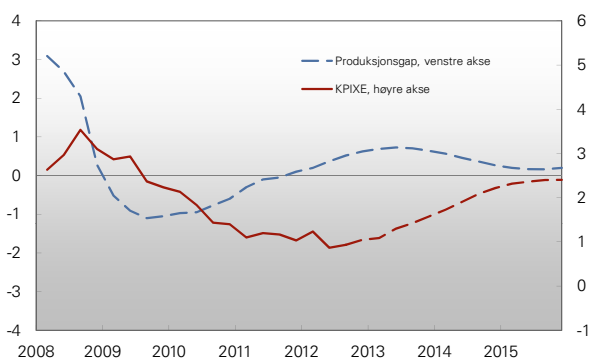
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det røde og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 11. oktober – 25. oktober 2012 og 4. juni – 15. juni.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.17 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere og importveid valutakurs (I-44)<sup>2)</sup>. Januar 2003 – desember 2015<sup>3)</sup>



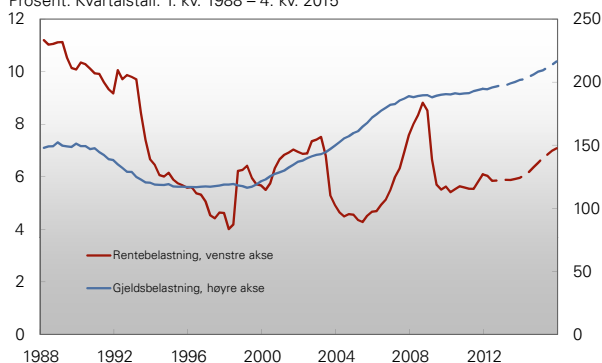
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
2) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs  
3) Månedstall fra januar 2003 og Norges Banks anslag fra 4. kvartal 2012  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.18 Anslag på inflasjonen<sup>1)</sup> og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



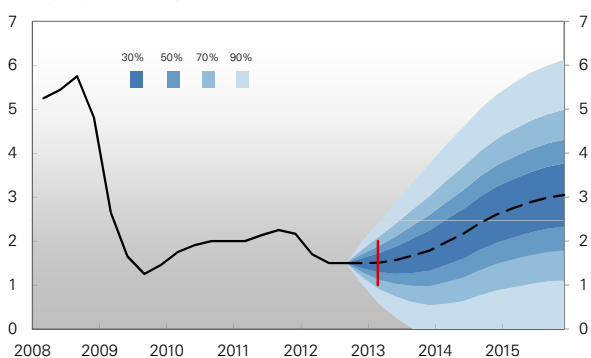
1) KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.19 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> og rentebelastning<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2015



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2015.  
2) Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2015 pluss renteutgifter  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.20 Anslag på styringsrenten i referansebanen og strategiintervall med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Kilde: Norges Bank

Det er usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.15 a-d. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten. Figur 1.20 viser at renten med stor sannsynlighet vil ligge innenfor det intervallet hovedstyret har vedtatt fram til midten av mars neste år. Erfaringer har vist at i de fleste tilfeller har renten ligget nær midten av intervallet ved periodens utløp, se figur 1.14. Det er imidlertid også en viss sannsynlighet for at renten blir satt høyere eller lavere enn intervallet tilsier. Høsten 2008 ble norsk økonomi utsatt for store forstyrrelser gjennom den internasjonale finanskrisen, og styringsrenten ble satt lavere enn den nedre grensen i intervallet.

Analysen i denne rapporten tilsier at inflasjonen gradvis tar seg opp etter hvert som kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi tiltar og økte kostnader i bedriftene slår ut i prisene. Vi kan likevel ikke utelukke at konkurranse fortsatt vil holde prisveksten nede fremover eller at andre forhold gjør at kostnadene ikke slår gjennom i prisene i tråd med det historiske mønsteret. Det er også en risiko for at kronen styrker seg videre. Skulle prisveksten bli lavere enn anslått, eller kronekursen styrke seg vesentlig, kan styringsrenten bli satt ned mot den nedre delen av intervallet 1–2 prosent innen strategiperioden utløper i mars 2013.

Prisveksten kan også bli høyere enn vi nå ser for oss. Lavere vekst i konsumprisene enn i kostnadene kan bety at bedriftenes marginer har falt til lave nivåer som må hentes inn igjen. Internasjonal økonomi kan også utvikle seg sterkere enn vi legger til grunn. Redusert usikkerhet om den økonomiske utviklingen i euroområdet kan virke positivt på konsum og investeringer her hjemme. Dersom prisveksten og aktiviteten blir høyere enn antatt, kan renten bli satt opp mot den øvre delen av intervallet 1–2 prosent innen utløpet av strategiperioden.



## Handlingsmønsteret i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane<sup>1</sup>

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

1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

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

3. **Pengepolitikken er robust:**

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

De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene, må veies mot hverandre. Den aktuelle horisonten for når inflasjonen stabiliseres på målet vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover. Matematisk kan avveiningene noe forenklet uttrykkes ved en såkalt "tapsfunksjon" hvor parametrene  $\lambda$ ,  $\tau$  og  $\gamma$  uttrykker relative vekter<sup>2</sup>:

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

Kriterium 1, som sier at inflasjonsmålet nås, dekkes av det første leddet. Tapet  $L_t$  blir større jo mer den faktiske inflasjonen  $\pi_t$  avviker fra inflasjonsmålet  $\pi^*$ .

Kriterium 2, som sier at inflasjonsstyringen er fleksibel, dekkes av første og andre ledd. For en gitt utvikling i inflasjonen vil tapet  $L_t$  øke desto større svingningene i aktivitetsnivået er, målt som avviket mellom den faktiske produksjonen  $y_t$  og det normale produksjonsnivået  $y_t^*$ . Ofte vil en rimelig avveining innebære at prognosen for inflasjonsgapet ( $\pi_t - \pi^*$ ) og produksjonsgapet ( $y_t - y_t^*$ ) har motsatt fortegn litt fram i tid.

Kriterium 3, som sier at pengepolitikken er robust, dekkes av andre, tredje og fjerde ledd.<sup>3</sup> Erfaringer viser at finansielle ubalanser ofte bygger seg opp i høykonjunkturer. En høy vekt  $\lambda$  på produksjonsgapet i tapsfunksjonen kan derfor bidra til å redusere risikoen for at slike ubalanser bygger seg opp. Det tredje leddet i tapsfunksjonen uttrykker at det normalt vil være robust å endre renten gradvis, slik at renten i dag  $i_t$  ikke avviker for mye fra renten i forrige periode  $i_{t-1}$ . Store og brå renteendringer kan i seg selv bidra til ustabilitet i økonomien. Gradvise renteendringer gjør rentesettingen mer robust fordi vi da fortløpende kan vurdere virkningene av renten og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Det siste leddet sier at tapet øker når renten  $i_t$  avviker vesentlig fra et normalt nivå  $i_t^*$ .<sup>4</sup> Et slikt hensyn kan bidra til å dempe risikoen for at det bygger seg opp finansielle ubalanser – også i perioder der kapasitetsutnyttningen ikke er spesielt høy.

Tapsfunksjonen må betraktes som en forenklet representasjon av de mer omfattende avveiningene som ligger bak rentebeslutningene. Det kan oppstå situasjoner der det vil bli lagt vekt på andre hensyn enn det som kommer til uttrykk i tapsfunksjonen. For eksempel kan det i visse situasjoner være nødvendig å reagere sterkere med renten enn vanlig for å forebygge særlig ugunstige utfall. Utøvelse av skjønn kan tilsi at vi i andre situasjoner er mer forsiktige i rentesettingen. En formalisering av hvilke hensyn som vektlegges gjennom en tapsfunksjon, bidrar likevel til konsistens over tid og kan klargjøre hvordan Norges Bank normalt avveier ulike hensyn.

Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan våre vurderinger av sammenhengene i økonomien endre seg og våre modeller for disse sammenhengene utvikles videre. Ny innsikt i hvordan økonomien virker og økt forståelse av hvordan vi kan gardere mot risikoen for finansielle ubalanser, kan påvirke utformingen av tapsfunksjonen.

- 1 For nærmere omtale se ramme i PPR 1/12.
- 2 I beregningene til denne rapporten er  $\lambda = 0,75$ ,  $\gamma = 0,25$  og  $\tau = 0,05$ . Generelt vil parametrene avhenge av hvordan den økonomiske modellen er spesifisert og hvordan den løses, se nærmere beskrivelse i *Staff Memo 11/2010* fra Norges Bank.
- 3 Se *Staff Memo 11/2012* fra Norges Bank for en nærmere drøfting av tapsfunksjonen.
- 4 Med godt forankrede inflasjonsforventninger vil avviket i nominell rente fra et normalt nivå kunne tolkes som et avvik i realrenten. Utsikter til svært lave renter internasjonalt de kommende årene har trukket vårt anslag på en normal rente ned. Vi antar nå at det normale nivået på styringsrenten noen år fram i tid vil ligge rundt 4 prosent.

## Nærmere om prognosen for renten

Referansebanen i denne rapporten bygger på vårt samlede skjønn og vår vurdering basert på kriteriene for en god rentebane, se omtale i egen ramme om Norges Banks handlingsmønster på side 16. Ifølge kriteriene skal styringsrenten settes slik at inflasjonen stabiliseres på målet eller bringes tilbake til målet etter avvik, uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Samtidig bør rentesettingen være robust og motvirke risikoen for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp i økonomien. Renten kan ikke fullt ut oppfylle alle kriteriene samtidig, og forløpet for renten velges slik at hensynene veies mot hverandre.

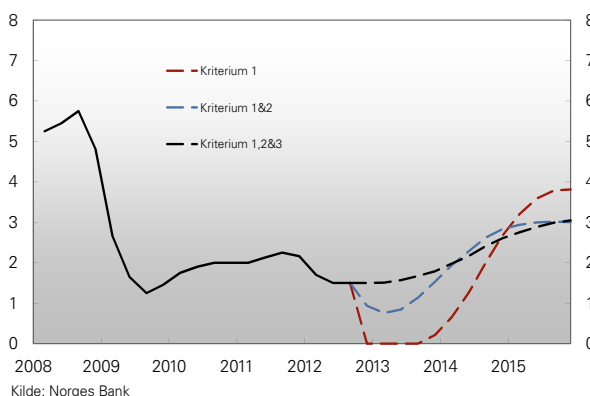
Figurene 1.21a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.<sup>1</sup>

Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til at inflasjonen nå er lav, ville styringsrenten bli satt raskt ned og blitt holdt nær null en god stund, som illustrert i figur 1.21a. Inflasjonen ville da kunne ta seg raskere opp, blant annet som følge av svakere krone, men samtidig ville svingningene i produksjon og sysselsetting kunne øke.

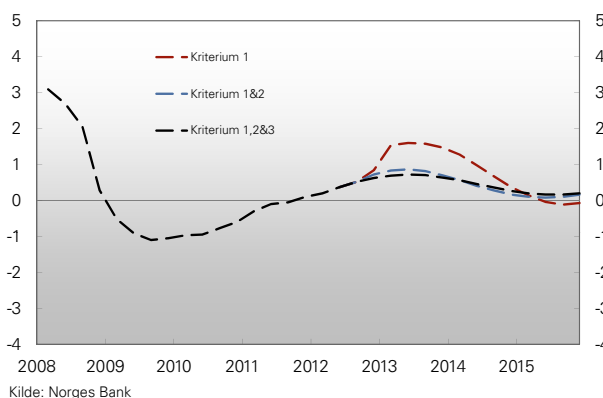
Når det i tillegg tas hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting, vil styringsrenten ligge noe høyere på kort sikt. Da tar det noe lenger tid før inflasjonen kommer opp mot 2,5 prosent, men utviklingen i produksjonen og sysselsettingen blir mer stabil.

Norges Bank legger samtidig vekt på at renten ikke bør være lav for lenge, se nærmere drøfting i rammen om Norges Banks handlingsmønster. Normalt tar Norges Bank også hensyn til at renten bør endres gradvis for å unngå brå skift i økonomien og for at virkningene av renten løpende skal kunne vurderes. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen fremover er stor, og den går begge veier. Samlet bringer disse hensynene prognosen for renten til referansebanen i denne rapporten.

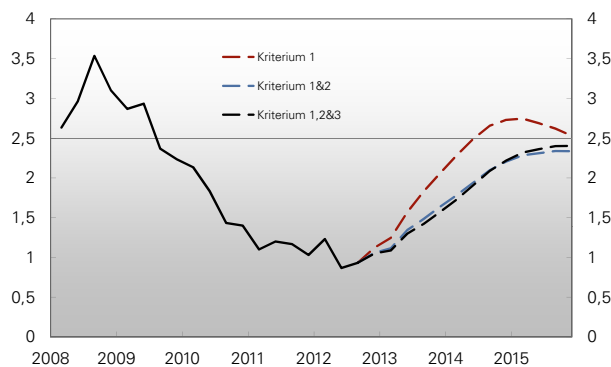
Figur 1.21a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Figur 1.21b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



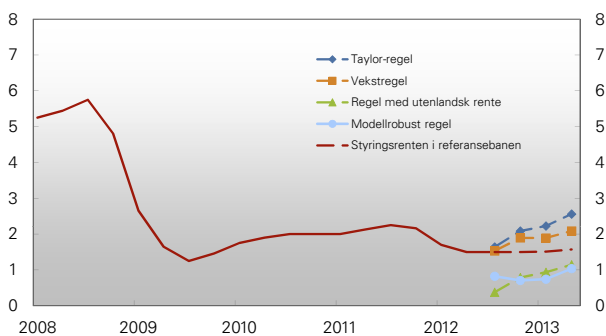
Figur 1.21c KPIXE<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



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

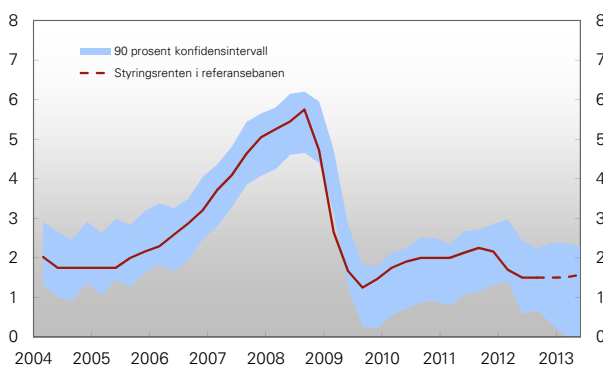
<sup>1</sup> Illustrert ved den makroøkonomiske modellen NEMO.

Figur 1.22 Styringsrente og beregnede enkle pengepolitiske regler.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2013



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

Figur 1.23 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2013



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 2. kv. 2012. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo 3/2008*  
Kilde: Norges Bank

## Kryssjekker av renteprognozen

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker, og de er nyttige kryssjekker i analysen, se figur 1.22. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i penge-markedet og det normale nivået på renten. Taylor-reglen tilsier en noe høyere styringsrente enn renten i referansebanen, se figur 1.22. Vekstregele, der produksjonsgapet er erstattet med et vekstgap, gir en nesten tilsvarende prognose, se oransje linje i figuren. Den lyseblå linjen viser en modellrobust regel<sup>2</sup> basert på beregninger i ulike modeller for norsk økonomi. Denne regelen legger større vekt på produksjonsgapet og inflasjonen enn hva Taylor-reglen gjør. I tillegg legger den vekt på renten i forrige periode. Den modellrobuste regelen tilsier en styringsrente som er lavere enn renten i referansebanen. En enkel regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet, tilsier også en lavere rente enn renten i referansebanen, se grønn linje i figuren.

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognozen. De beregnede terminrentene ligger noe lavere enn prognosen for pengemarkedsrenten i denne rapporten, se figur 1.16.

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

<sup>2</sup> For nærmere analyse av denne og andre enkle pengepolitiske regler, se *Staff Memo 16/2012* og *17/2012* fra Norges Bank.

## Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/12

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er om lag den samme som i Pengepolitisk rapport 2/12 på kort sikt, men litt lavere lenger fram, se figur 1. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane (se egen ramme side 16), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

Figur 2 illustrerer hvordan ulike nyheter og nye vurderinger beregningsteknisk har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.<sup>1</sup> De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

Styringsrentene er nær null hos mange av våre handelspartnere, og markedsaktørens forventninger til styringsrentene fremover har falt siden juni. Lavere renter ute trekker i retning av lavere rente også her hjemme for å unngå en sterkere krone slik at inflasjonen blir for lav, se oransje søyler.

Kronen har styrket seg og er sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport. Kronen har styrket seg noe mer enn endringen i den forventede rentedifferansen skulle tilsi. En sterkere krone bidrar isolert sett både til lavere prisvekst og lavere aktivitet i økonomien.<sup>2</sup> Det trekker i retning av en lavere styringsrente, se lyseblå søyler.

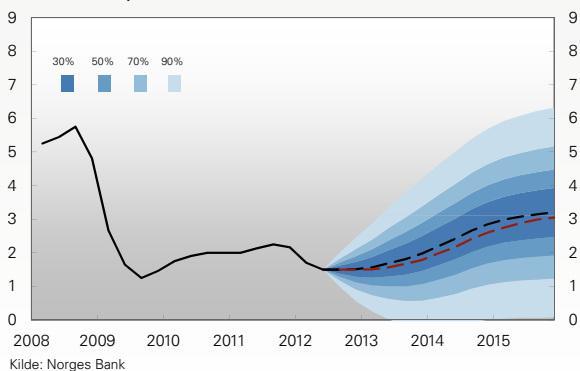
Inflasjonen er lav, og den har vært noe lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/12. Den lave

inflasjonen trekker renteprognosen noe ned, se røde søyler. Selv om prisveksten har vært lavere enn ventet, er ikke vurderingen av drivkreftene bak prisutviklingen vesentlig endret. I analysen ligger det derfor til grunn at prisveksten fra måned til måned raskt tar seg opp til den samme veksten som anslått i juni.

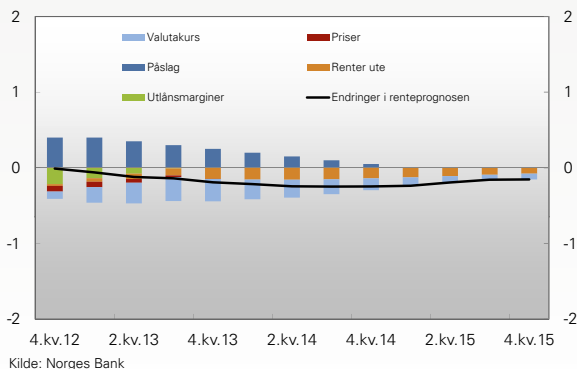
Påslagene i pengemarkedet har falt markert, og er lavere enn anslått i forrige rapport. Lavere påslag trekker isolert sett styringsrenten opp, se blå søyler.

Lavere påslag i penge- og kredittmarkedet har ført til fall i bankenes finansieringskostnader. Så langt har ikke nedgangen i finansieringskostnadene påvirket utlånsrentene til husholdninger og foretak. Utlånsmarginene, definert som forskjellen mellom utlånsrentene

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/12 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/12 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/12. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2012 – 4. kv. 2015



og pengemarkedsrenten, har dermed økt. Vi venter at de vil holde seg oppe den nærmeste tiden. Isolert sett trekker høyere utlånsmarginer i retning av en lavere styringsrente, se grønne søyler. Effekten på styringsrenten er likevel mindre enn effekten av fallet i påslagene i pengemarkedet fordi lavere pengemarkedsrenter også får virkning via valutakursen.

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

1 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO. Beregningene er basert på den operasjonelle tapsfunksjonen som er beskrevet i rammen på side 16.

2 Se *Staff Memo* 10/2012 fra Norges Bank.

**Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/12. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/12 i parentes.**

	2012	2013	2014	2015
KPI	¾ (-¼)	2 (¼)	2 (0)	2¼ (-¼)
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1¼ (-¼)	1½ (-¼)	2 (0)	2¼ (-¼)
KPIXE <sup>2)</sup>	1 (-¼)	1¼ (-¼)	2 (0)	2¼ (-¼)
Årslønn <sup>3)</sup>	4 (0)	4¼ (0)	4½ (0)	4½ (0)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4)</sup>	3 (¼)	4¼ (¼)	4 (¼)	3¾ (¼)
BNP Fastlands-Norge	3¾ (0)	3 (-¼)	2¾ (0)	2¾ (0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>5)</sup>	½ (0)	¾ (0)	½ (¼)	¼ (¼)
Sysselsetting, personer (KNR)	2¼ (¼)	1¾ (¼)	1¼ (¼)	1¼ (¼)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (-¼)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>6)</sup>	1½ (0)	1¾ (0)	2¼ (-¼)	3 (0)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>7)</sup>	87 (-¾)	85¾ (-¾)	85¼ (-½)	85½ (-½)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>8)</sup>	1 (0)	½ (-¼)	½ (-½)	1 (-¼)

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

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

3) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

6) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

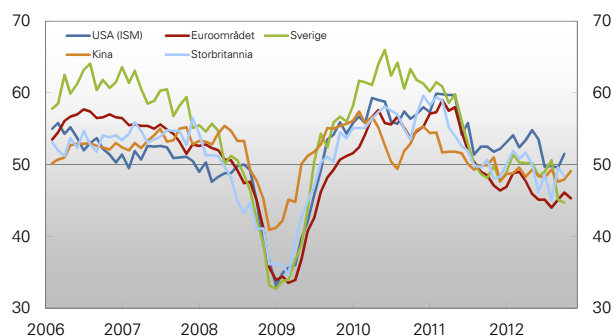
8) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank



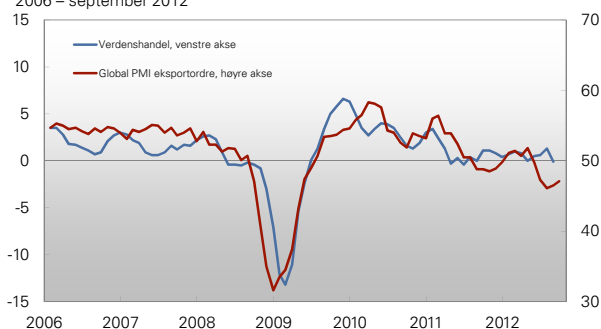


Figur 2.1 Innkjøpsjefsindekser for industrien (PMI). Diffusjonsindeks rundt 50. Januar 2006 – oktober 2012



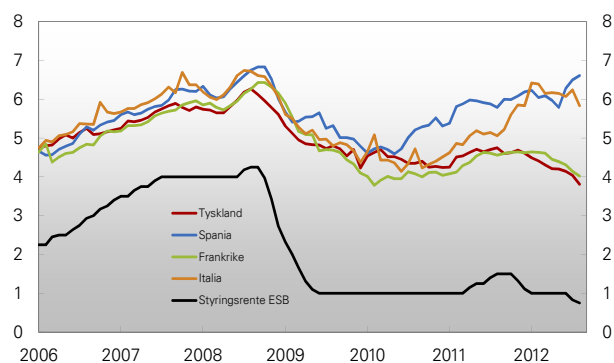
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.2 Vekst i verdenshandel og indikator for global eksport. Verdenshandel: Tremåneders glidende gjennomsnitt. Siste tre måneder over foregående tre måneder. Prosent. Global PMI eksportordre: Diffusjonsindeks rundt 50. Januar 2006 – september 2012



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.3 Rente på nye lån til bedriftene. Opp til 1 mill. euro. Løpetid mellom 1 og 5 år. Styringsrente. Månedstall. Prosent. Januar 2006 - august 2012



Kilde: ESB

## 2 Nærmere om anslagene

### Internasjonal økonomi

BNP-veksten hos handelspartnerne avtok fra første til andre kvartal i år. Veksten var 0,1 prosent fra første kvartal, om lag som ventet i forrige rapport. Makro-økonomiske indikatorer fortsatte å falle inn i tredje kvartal, men har vist tegn til bedring den siste tiden, se figur 2.1 og 2.2. Korttidsindikatorer tyder i sum på om lag nullvekst også i tredje kvartal. Den økonomiske utviklingen er imidlertid svært ulik hos våre viktigste handelspartnere, med tegn til en moderat oppgang i blant annet USA og fortsatt fall i BNP i euroområdet. Siden juni har annonsering av tiltak fra Den europeiske sentralbanken (ESB) og forslag om felles banktilsyn i EU bidratt til å redusere uroen i finansmarkedene i euroområdet. ESB satte ned styringsrenten i juli. Det har også vært lettelse i pengepolitikken i flere andre land. Sentralbankene i USA, Storbritannia og Japan har annonsert ytterligere oppkjøp av obligasjoner, såkalte kvantitative lettelse. I Sverige, Australia og i flere fremvoksende økonomier er styringsrentene satt ned. Tiltakene har bidratt til en mer optimistisk stemning i finansmarkedene, og risikopremier har falt. Usikkerheten om den videre utviklingen er likevel fortsatt uvanlig høy, særlig for euroområdet, men også globalt.

Uroen knyttet til statsgjeldskrisen i euroområdet har ført til fragmentering av europeiske kapitalmarkeder. Dette har gitt seg utslag i til dels store påslag i bankenes utlånsrenter til husholdninger og bedrifter, og den lave styringsrenten når dermed ikke ut til publikum i alle land, se figur 2.3. I løpet av sommeren annonserte ESB at den, innenfor sitt mandat, vil gjøre det som kreves for å opprettholde euroen. Blant annet ble det åpnet for ubegrenset kjøp av statsobligasjoner fra land som inngår enten et fullt låneprogram eller et såkalt "føre-var" program under de etablerte europeiske lånefasilitetene. Europeiske myndigheter har også foreslått tiltak for tettere integrering, blant annet etablering av en felles tilsynsenhet for banksektoren. Dette har økt sannsynligheten for at

gjeldskrisen kan løses på en håndterbar måte, slik vi legger til grunn for anslagene i denne rapporten. Ytterligere gjeldsnedbygging i både privat og offentlig sektor, høy usikkerhet og begrensninger i tilgangen på kreditt ventes likevel å dempe veksten de neste årene. I år venter vi et fall i BNP i euroområdet, men anslaget er noe oppjustert sammenlignet med Pengepolitisk rapport 2/12, som følge av et lavere fall i andre kvartal enn tidligere anslått. Økt eksport og gradvis lettere kredittforhold ventes å bidra til en vekst på ½ prosent neste år. For resten av prognoseperioden anslås veksten å ta seg gradvis opp til 2 prosent i 2015, i tråd med anslagene fra juni, se tabell 2.1.

I Sverige har BNP-veksten vært betydelig høyere enn ventet hittil i år med særlig sterk vekst i nettoeksporten. Vekstanslaget for inneværende år er derfor justert opp fra forrige rapport. Vi venter imidlertid at lav vekst hos handelspartnerne vil bidra til en svakere utvikling i andre halvår i år. Videre fremover vil ekspansiv penge- og finanspolitikk og høyere global etterspørsel bidra til at veksten gradvis tiltar. I Storbritannia har veksten vært lavere enn ventet. Vi venter svak vekst i fjerde kvartal, før veksten tiltar gradvis gjennom neste år. Anslaget for BNP-veksten er nedjustert med ¼ prosentenheter både i år og neste år.

I USA har det vært moderat vekst i innenlandsk etterspørsel, og det er tegn til bedring i både boligmarkedet og arbeidsmarkedet, se figur 2.4. Det er fortsatt uklart hvorvidt midlertidige skattelettelser og andre midlertidige tiltak forlenges utover årsskiftet. Dersom alle tiltakene avsluttes som opprinnelig forutsatt, vil den finanspolitiske tilstrammingen neste år kunne bli over 4 prosent av BNP. Det ville dempe BNP-veksten betydelig i 2013. Vi legger til grunn at et slikt utfall unngås, men venter at usikkerheten knyttet til finanspolitikken vil dempe veksten i konsum og investeringer på kort sikt. Anslaget for veksten i 2012 er likevel oppjustert noe, mye grunnet revideringer av historisk BNP-vekst. For neste år venter vi at bortfall av usikkerhet om finanspolitikken og fortsatt ekspansiv pengepolitikk vil bidra til noe høyere vekst.

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 2/12 i parentes

	Andel av verdens BNP <sup>1)</sup> (prosent)	2012	2013	2014 – 2015 <sup>2)</sup>
USA	20	2¼ (¼)	2½ (¼)	2¾ (0)
Euroområdet	15	-½ (¼)	½ (0)	2 (0)
Storbritannia	3	0 (-¼)	1½ (-¼)	2¼ (-¼)
Sverige	0,5	1¼ (¾)	1¾ (¼)	2¾ (¼)
Kina	13	7½ (0)	8 (0)	8 (0)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	65	¾ (0)	1¾ (0)	2½ (0)
Verden (PPP) <sup>4)</sup>	100	3¼ (0)	3¾ (0)	4¼ (-¼)
Verden (markedskurser) <sup>4)</sup>	100	2½ (0)	3 (0)	3¾ (0)

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

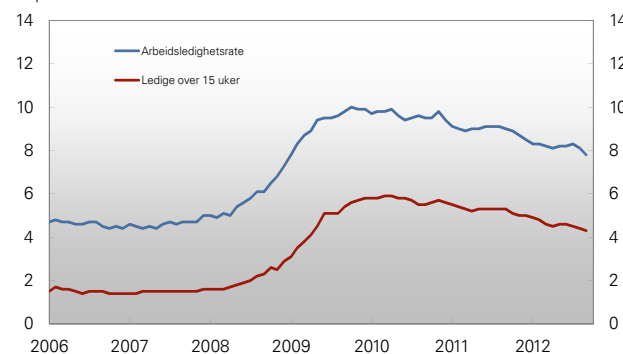
<sup>2)</sup> Gjennomsnittlig vekst per år

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

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

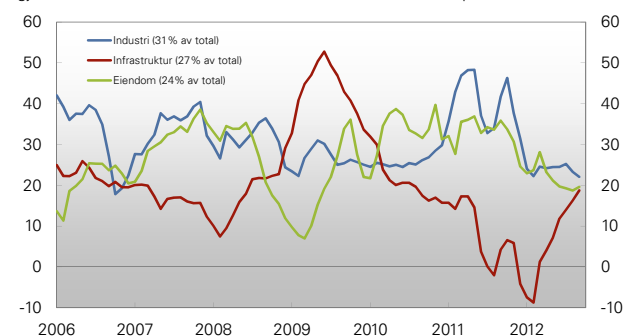
Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

Figur 2.4 Arbeidsledighet i USA. Prosent av arbeidsstyrken. Januar 2006 – september 2012



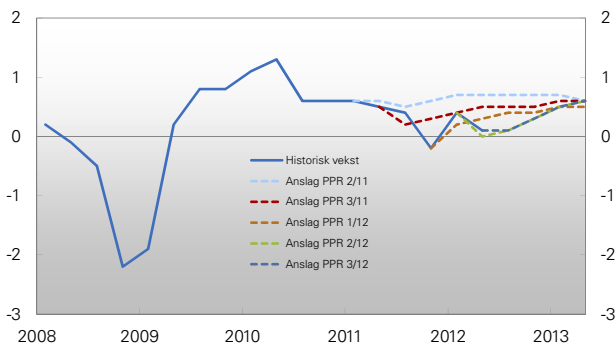
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.5 Realkapitalinvesteringer i Kina. Verdittall. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 - september 2012



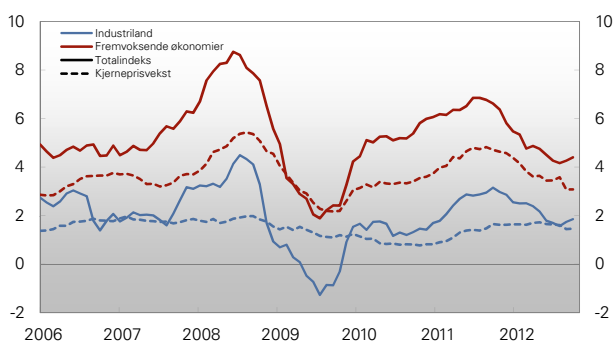
Kilder: CEIC og Norges Bank

Figur 2.6 Kvartalsvis BNP-vekst hos handelspartnerne. Historisk vekst og anslag gitt på ulike tidspunkt. Prosent. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2013



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Konsumpriser i industriland og fremvoksende økonomier.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 – september 2012



<sup>1)</sup> Vektet med BNP-vekter (PPP). Industriland: Australia, Canada, Euroområdet, Japan, Storbritannia og USA. Fremvoksende økonomier: Argentina, Brasil, India, Indonesia, Kina, Mexico, Russland, Sør-Afrika, Sør-Korea og Tyrkia.  
Kilder: CEIC, IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 2/12 i parentes

	2012	2013	2014–15 <sup>1)</sup>
USA	2 (0)	2 (¼)	2 (0)
Euroområdet <sup>2)</sup>	2½ (½)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2¾ (0)	1¾ (0)	2 (0)
Sverige	1¼ (0)	1½ (-½)	2½ (0)
Kina	2¾ (-½)	3 (-¼)	3¼ (¼)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	2 (0)	1¾ (-¼)	2 (0)
Oljepris Brent Blend <sup>4)</sup>	112	105	98

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

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

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

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

For 2012 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

I Kina har BNP-veksten avtatt som følge av svakere global etterspørsel og de pengepolitiske innstrammingerne i 2010-2011. Det er likevel tegn til stabilisering i boligmarkedet, og myndighetene i Kina har varslet økte investeringer i infrastruktur for å stimulere veksten, se figur 2.5. Vekstanslagene for Kina er uendret på 7½ - 8 prosent per år. I de øvrige fremvoksende økonomiene i Asia har BNP-veksten avtatt mer enn ventet, blant annet som følge av redusert eksportvekst gjennom sommeren. Innenlandsk etterspørsel har imidlertid holdt seg godt oppe. Lettelser i både penge- og finanspolitikken ventes å understøtte veksten fremover.

Anslagene for BNP-vekst hos Norges handelspartnere er uendret fra forrige rapport, se figur 2.6. Fortsatt behov for nedbelåning i privat og offentlig sektor i flere industriland bidrar til lavere vekst enn normalt etter en konjunktur nedgang. Etter hvert som privat og offentlig sektor bedrer sine balanser og usikkerheten avtar, venter vi at veksten gradvis tar seg opp fra ¾ prosent i 2012 til 1¾ prosent i 2013 og 2½ prosent per år i gjennomsnitt for 2014 og 2015, se tabell 2.1. Vekstanslaget for neste år bygger på at uroen i euroområdet ikke tiltar og at tilstrammingen i finanspolitikken i USA blir om lag som i år.

Konsumprisveksten hos Norges handelspartnere samlet har falt siden forrige rapport. Både i fremvoksende økonomier og i industriland har kjerneprisveksten falt, se figur 2.7. Det har vært store variasjoner mellom landene. Prisveksten har vært noe høyere enn ventet i USA og euroområdet, og noe lavere enn ventet i Kina. Økte energipriser, høyere skatter og avgifter og prisvekst på tjenester har bidratt til å holde inflasjonen oppe til tross for ledige ressurser i flere land. Svakt kostnadspress og noe lavere energipriser bidrar til at inflasjonen avtar neste år. Samlet venter vi at konsumprisveksten hos handelspartnerne blir om lag 2 prosent per år i prognoseperioden, se tabell 2.2.

### Råvaremarkedene

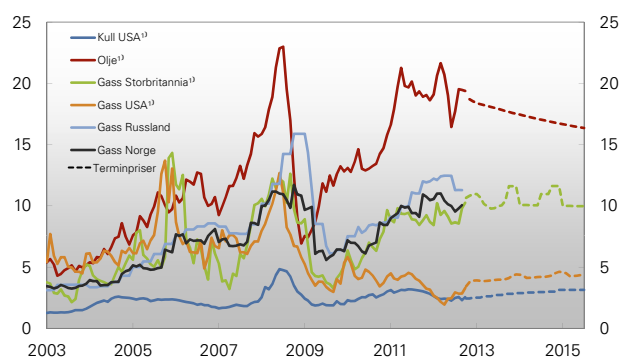
Oljeprisen er rundt 110 dollar per fat, om lag 15 prosent høyere enn ved siste rapport. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2. De antyder nå en pris i underkant

av 100 dollar per fat i gjennomsnitt for 2014-15. Oljeprisen steg over sommeren særlig som følge av bortfall av iransk oljeeksport i forbindelse med USAs og EUs sanksjoner og frykt for ytterligere uro i Midt-Østen. Saudi Arabia har uttalt at de vil øke oljeproduksjonen for å bringe oljeprisen ned mot 100 dollar per fat. Oljeprisen kan falle godt under 100 dollar hvis verdensøkonomien svekkes mer enn lagt til grunn. På den andre siden kan oljeprisen øke igjen som følge av forhold på tilbudssiden, for eksempel dersom situasjonen i Iran tilspisses.

Prisen på eksport av norsk gass holder seg godt oppe. En betydelig del av norsk gass selges fremdeles på lang-siktige kontrakter der prisen er knyttet til oljeprisen, se figur 2.8. Dessuten er spotprisen for gass i Europa relativt høy, blant annet som følge av rekordhøy gasspris i Asia. Terminprisene for olje og britisk gass tyder på at den norske gassprisen vil holde seg oppe også fremover.

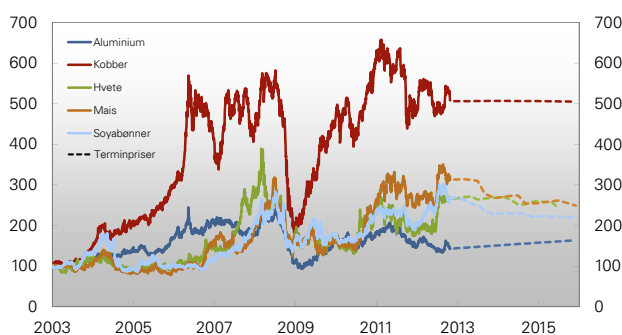
The Economists råvareindeks har økt med 6 prosent siden forrige rapport. Høyere råvarepriser for mat skyldes utsikter til dårlige avlinger spesielt i USA, men også i landene rundt Svartehavet. Terminprisene tyder på at oppgangen kan være forbigående, se figur 2.9. Økningen i prisene for industrimetaller tidlig i høst må ses i sammenheng med signaler om nye ekspansive tiltak i Kina og ytterligere tiltak fra sentralbankene i USA, Japan og euroområdet. Fortsatt usikkerhet om den økonomiske utviklingen har ført til at prisene har falt noe tilbake de siste ukene.

Figur 2.8 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBTU. Månedstall. Januar 2003 – august 2015



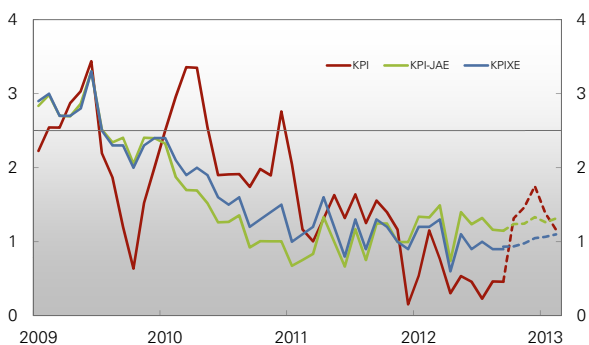
1) For oktober 2012 er gjennomsnitt av dagstall brukt  
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Råvarepriser. USD. Indeks, januar 2003 = 100. Dagstall. Januar 2003 – desember 2015



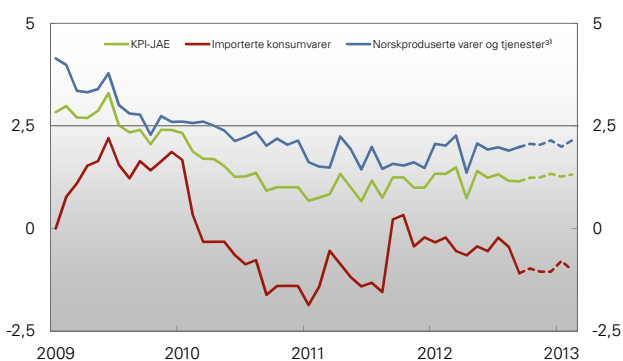
Kilder: CME Group, ICE og Thomson Reuters

Figur 2.10 KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – februar 2013<sup>3)</sup>



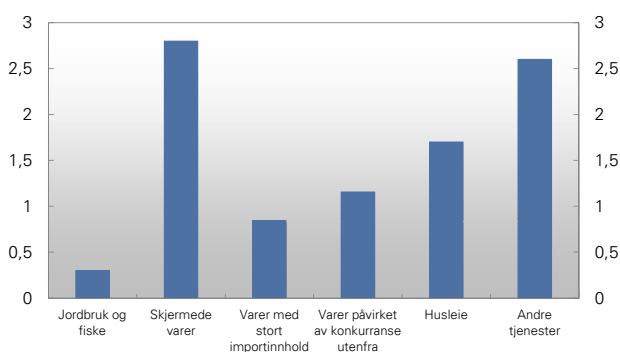
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank  
 3) Anslag for oktober 2012 – februar 2013 (stiplet)  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.11 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – februar 2013<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) Anslag for oktober 2012 – februar 2013 (stiplet)  
 3) Norges Banks beregninger  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE. Gjennomsnittlig tolv månedersvekst. Prosent. Januar – september 2012



Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Norsk økonomi

### Priser

Prisveksten er lav, og prisene har økt mindre enn ventet siden forrige rapport.<sup>1</sup> I september var tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) 0,5 prosent, se figur 2.10. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 0,9 prosent. Korrigert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 1,1 prosent. Enkelte andre indikatorer som kan gi uttrykk for underliggende inflasjon er noe høyere enn dette. Vi anslår at den underliggende prisveksten fortsatt er 1-1½ prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har utviklet seg svakere enn ventet i forrige rapport, se figur 2.11. Veksten i husleiene i konsumprisindeksen har vært lav gjennom hele året og er på det laveste siden høsten 2007. Samtidig ser det ut til at prisveksten på en del norskproduserte konsumvarer dempes av svake prisimpulser og konkurranse utenfra, se figur 2.12.

Sett i lys av kostnadsveksten de senere årene er den samlede prisveksten på norskproduserte varer og tjenester lav. Vedvarende høy kostnadsvekst kan tilsi at enkelte bedrifter etter hvert får behov for å øke sine marginer, og dermed velger å sette opp prisene. I september ventet en liten overvekt av bedriftene i det regionale nettverket høyere prisvekst de neste tolv månedene. Vi anslår også at veksten i husleiene vil ta seg opp noe fremover. Samlet anslår vi prisveksten på norskproduserte varer og tjenester til 2¼ prosent mot slutten av året.

Prisene på importerte konsumvarer har falt gjennom det siste året. Nedgangen er i tråd med anslagene fra forrige rapport. De internasjonale prisimpulsene til norske konsumpriser antas å være noe svakere enn i fjor, men fortsatt positive, se figur 2.13. Anslagene i denne rapporten innebærer at kronkursen blir om lag ¾ prosent sterkere i 2012 sammenliknet med gjennomsnittet for fjoråret. Kronestyrkingen vil trolig dempe prisveksten på importerte konsumvarer målt i norske kroner også fremover. Vi venter at tolv månedersveksten i prisene på importerte

1 Se *Aktuell kommentar* 11/2012: "Utviklingen i konsumprisene siden 2009"

konsumvarer, slik de måles i KPI-JAE, holder seg nokså stabil rundt -1 prosent de nærmeste månedene.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE holder seg rundt 1¼ prosent fram til våren neste år. Anslagene for KPI-JAE er litt høyere enn fremskrivningene fra vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM), men fortsatt innenfor de mest sannsynlige utfallene, se figur 2.14.

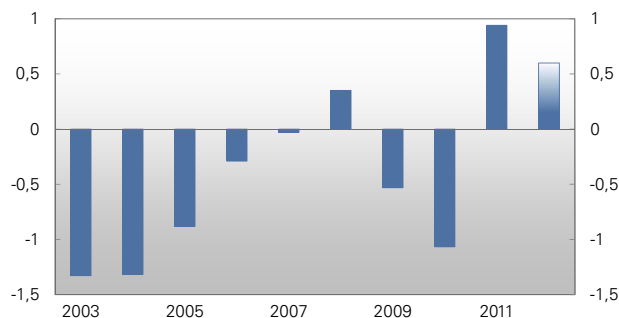
Prisene på elektrisitet har vært svært lave i år. Det har trukket ned veksten i KPI. Med utsikter til mer normale priser på elektrisitet utover høsten venter vi at veksten i KPI vil stige nokså raskt, og komme opp i 1½ prosent ved utgangen av året. KPIXE vil fortsatt dempes av lav trendmessig vekst i energiprisene, slik at veksten i KPIXE blir liggende noe lavere enn KPI-JAE i hele 2012, og vil være rundt 1 prosent ved utgangen av året.

### Produksjon og etterspørsel

Veksten i norsk økonomi holder seg oppe til tross for svak utvikling ute, se figur 2.15. Ifølge nasjonalregnskapet økte BNP for Fastlands-Norge med 1 prosent i andre kvartal i år. Det var om lag som anslått i forrige rapport. Gjennom første halvår i år ble veksten i BNP trukket opp av sterk vekst i kraftproduksjonen. Siden sommeren har kraftproduksjonen falt igjen. Det er ventet å gi et negativt bidrag til veksten i BNP i andre halvår, se figur 2.16. Ser vi bort fra de store variasjonene i kraftproduksjonen, venter vi en vekst i fastlandsøkonomien på om lag ¾ prosent de nærmeste kvartalene. Fortsatt økt aktivitet i petroleumssektoren, sterk befolkningsvekst, et godt bytteforhold overfor utlandet og lav rente bidrar til å holde veksten oppe. Samlet anslås BNP for Fastlands-Norge å stige med 3¾ prosent i år, uendret fra anslaget i forrige rapport. Målt per innbygger, anslås veksten å bli forholdsvis moderat, se figur 2.17.

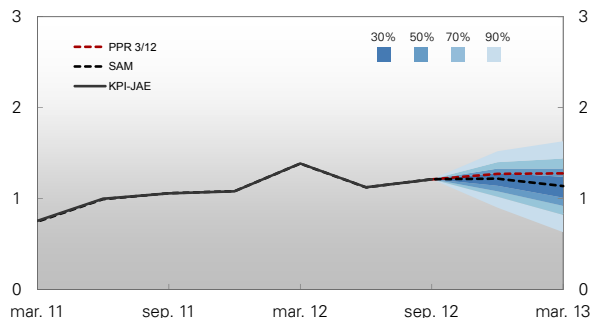
Kontaktene i vårt regionale nettverk venter en vekst i produksjonen på linje med våre anslag. Det anslås høy vekst i oljeverandørnæringen og i bygg og anlegg, og lavere vekst i de tradisjonelle eksport- og hjemmemarkedsindustriene, se figur 2.18.

Figur 2.13 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2012<sup>1)</sup>



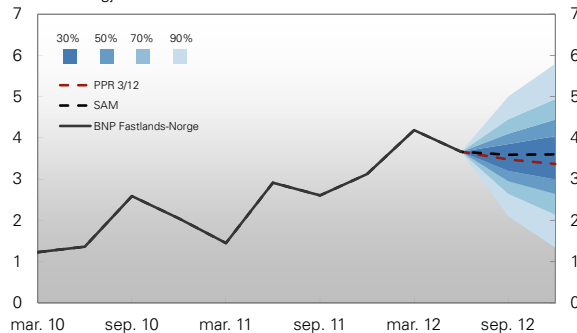
1) Anslag for 2012  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.14 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2,3)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 1. kv. 2013<sup>4)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) System for sammenveing av korttidsmodeller  
3) Prognosene fra SAM er basert på informasjon til og med 30. oktober  
4) Anslag for 4. kv. 2012 – 1. kv. 2013 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og

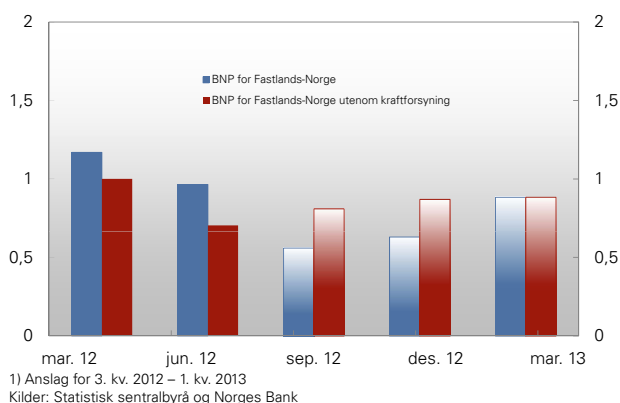
Figur 2.15 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1,2)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2012<sup>3)</sup>



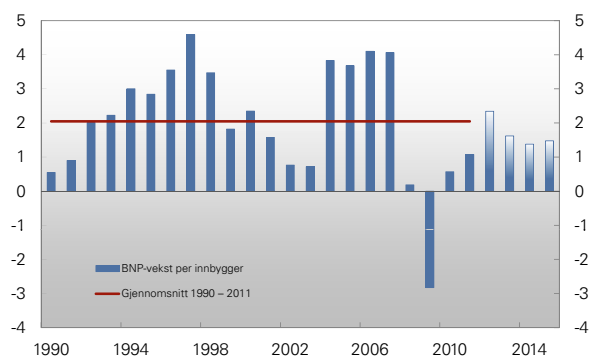
1) System for sammenveing av korttidsmodeller  
2) Prognosene fra SAM er basert på informasjon til og med 30. oktober  
3) Anslag for 3. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



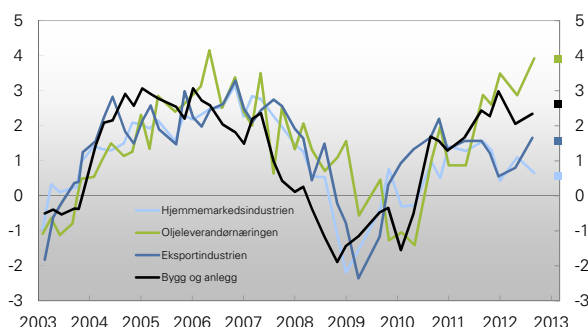
Figur 2.16 BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 1. kv. 2013<sup>1)</sup>



Figur 2.17 BNP for Fastlands-Norge per innbygger. Årsvekst. Prosent. 1990 – 2015<sup>1)</sup>



Figur 2.18 Vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Indeks<sup>1)</sup>. Februar 2003 – mars 2013<sup>2)</sup>



1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Regionalt Nettverk: Fersk og nyttig informasjon" i *Penger og Kreditt 2/2009* for nærmere omtale  
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er september 2012  
Kilde: Norges Bank

Våre anslag for BNP for Fastlands-Norge er om lag på linje med anslagene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.15.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har økt, og er nå trolig over et normalt nivå. Både arbeidsmarkedet og kapasitetsbegrensninger i bedriftene tyder på at utnyttningen av ressursene er noe over normal. Den registrerte arbeidsledigheten er litt lavere enn gjennomsnittet for de siste femten årene. Samtidig har det vært høy vekst i arbeidsstyrken. Ifølge vårt regionale nettverk har kapasitetsutnyttningen i bedriftene vist en stigende tendens og er trolig litt over sitt normale nivå. Andelen bedrifter hvor tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen økte fra mai til september, se figur 2.19.

Vi venter at kapasitetsutnyttningen samlet sett vil ta seg ytterligere noe opp fremover. BNP-veksten de neste kvartalene ventes å være litt høyere enn den anslåtte veksten i produksjonspotensialet. Vi legger til grunn en årlig vekst i potensiell produksjon på 3 prosent. Befolkningsveksten ventes å heve produksjonspotensialet med om lag 1/4 prosent, og den underliggende produktivitsveksten anslås til om lag 1 3/4 prosent.

Anslaget for den underliggende produktivitsutviklingen de nærmeste årene er lavt sammenliknet med gjennomsnittlig vekst i de foregående tiårene. Timeverksproduktiviteten i Fastlands-Norge falt markert gjennom finanskrisen, og har i gjennomsnitt vokst med 1/4 prosent siden utgangen av 2009. Høy sysselsetningsvekst i årene etter finanskrisen tilsier at bedriftene har lite ledige ressurser, og at den lave produktivitsveksten etter 2009 ikke skyldes at bedriftene har holdt på arbeidskraften i påvente av høyere etterspørsel. Den lave veksten i den faktiske produktiviteten kan dermed tyde på at også den underliggende veksten i produktiviteten har vært lav siden finanskrisen. Produktivitsveksten har vært svak også i flere andre europeiske land de siste årene. Det kan trolig være ulike årsaker til denne utviklingen. Finanskrisen har ført til et kraftig tilbakeslag i mange land, og redusert risikovilje kan ha ført til at en del nyskapende og potensielt lønnsomme prosjekter ikke er blitt gjennomført. Veksten i produktiviteten i norsk økonomi kan i tillegg



ha blitt dempet av at sysselsettingen har økt mye innenfor næringer som har lav vekst i bruttoprodukt per timeverk.

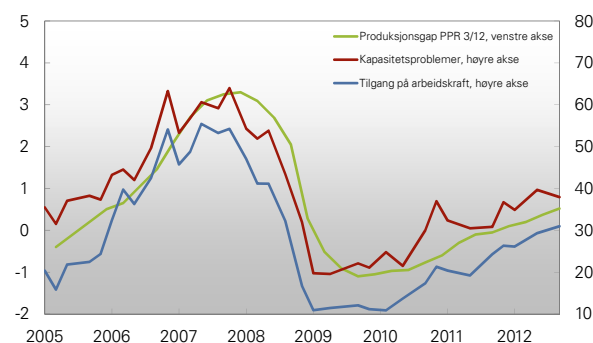
### Etterspørsel

Den svake utviklingen hos våre handelspartnere rammer deler av norsk eksport, men samlet har eksporten av tradisjonelle varer tatt seg opp gjennom 2012. Veksten gjen-speiler at eksporten av fisk og verkstedsprodukter har økt markert. Den øvrige eksporten av tradisjonelle varer har falt. Sterk økning i globale petroleumsinvesteringer vil trolig bidra til at eksporten av verkstedsprodukter og tjenester fra oljeleverandørindustrien vil fortsette å vokse fremover. Eksporten av andre varer og tjenester fra Fastlands-Norge anslås å utvikle seg svakt som følge av den lave veksten i verdensøkonomien og den relativt høye kostnadsveksten i Norge. Bedriftene i vårt regionale nettverk venter at produksjonen for eksportmarkedet vil vokse moderat det neste halvåret. Samlet anslår vi at eksporten av tradisjonelle varer og tjenester vil øke med 1 prosent fra 2011 til 2012.

Husholdningenes sparing fortsetter å øke. Til tross for sterk befolkningsvekst og høy vekst i disponible inntekter har konsumveksten vært moderat. Et høyt gjeldsnivå og stor usikkerhet om hvordan krisen i euroområdet vil påvirke norsk økonomi, har trolig bidratt til å dempe forbruket til husholdningene. Det gjenspeiles i økt sparing. Enkelte andre faktorer kan også ha bidratt til oppgangen i spareraten. Demografiske endringer tilsier at sparetilbøyeligheten i befolkningen har vært økende de siste årene. Samtidig har yrkesfrekvensen i aldersgruppen 60-74 år økt betydelig de to siste årene. Pensjonsreformen har trolig ført til at flere har valgt å stå lenger i arbeid. Enkelte kan i tillegg ha valgt å kombinere arbeid med tidlig uttak av alderspensjon. Tilgang til midlertidig høyere inntekt, kan ha økt sparingen for denne gruppen.

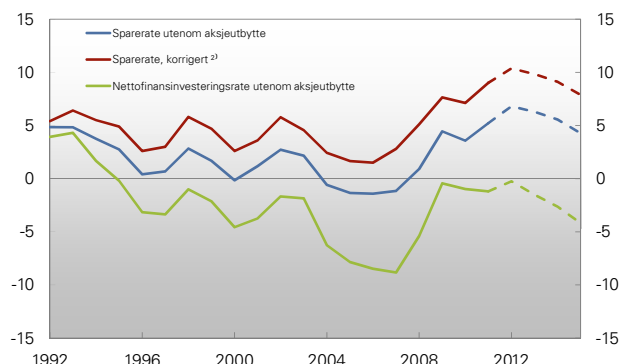
Vi venter at spareraten vil holde seg relativt høy en tid fremover, se figur 2.20. Husholdningenes tillitsindikatorer har bedret seg noe den siste tiden, men er fortsatt nokså nær gjennomsnittlige nivåer, se figur 2.21. Usikkerhet om utviklingen ute kan bidra til at husholdningene i en tid fremover vil være litt tilbakeholdne i sitt forbruk. Vi anslår derfor at veksten i konsumet vil holde seg på et

Figur 2.19 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft<sup>1)</sup> i Regionalt nettverk og anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2012



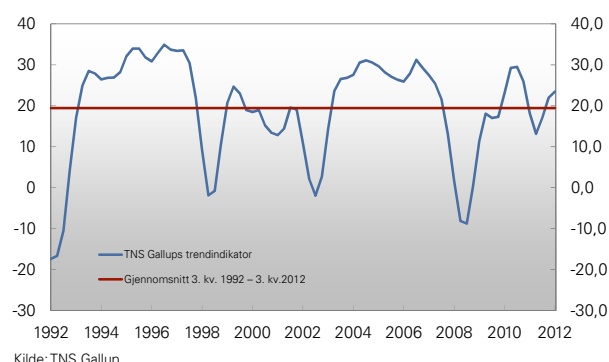
1) Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.20 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1992 – 2015<sup>1)</sup>



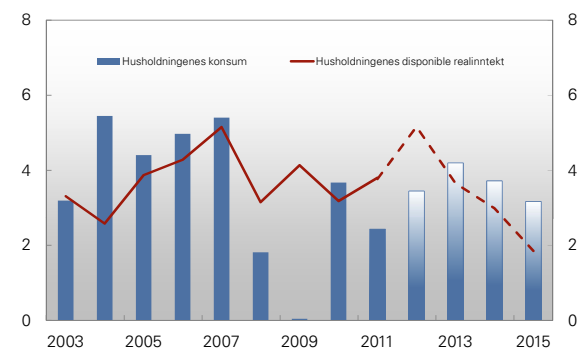
1) Anslag for 2012 – 2015 (stiplet)  
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2015  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.21 TNS Gallups trendindikator for husholdningene. Sesongjusterte netttotal. 3. kv. 1992 – 3. kv. 2012



Kilde: TNS Gallup

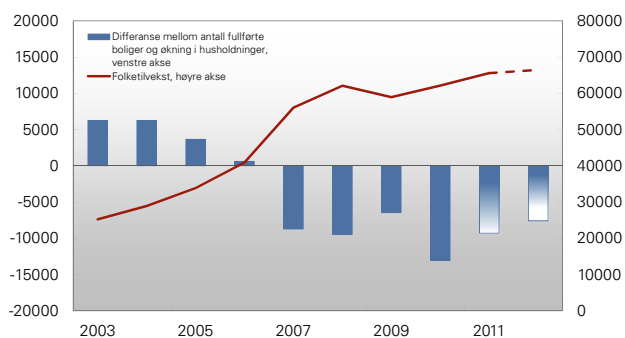
Figur 2.22 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2015<sup>3)</sup>



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
 2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner  
 3) Anslag for 2012 – 2015 (stiplet)  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

moderat nivå den nærmeste tiden, til tross for høy inntektsvekst, lav arbeidsledighet og lav rente. Privat konsum anslås å øke med 3½ prosent i år, se figur 2.22. Vi venter at veksten i husholdningenes konsum vil holde seg oppe de nærmeste årene, selv om inntektsveksten avtar noe. Anslaget innebærer at spareraten utenom aksjebytte vil stige til om lag 7 prosent mot slutten av inneværende år, for deretter å falle til noe over 4 prosent i 2015.

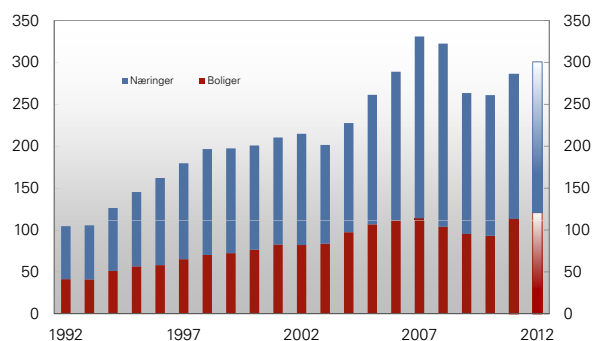
Figur 2.23 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger<sup>1)</sup>, samt folketilvekst<sup>2)</sup>. 2003 – 2012



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

Boliginvesteringene har økt kraftig de siste to årene. Høy befolkningsvekst, lav rente og god vekst i boligprisene tilsier at boliginvesteringene vil øke ytterligere fremover. Det siste året har det vært fullført 24 000 boliger. Det er en god del lavere enn økningen i antall husholdninger, se figur 2.23. Igangsettingen av boliger steg videre gjennom sommeren. Siden september i fjor er det igangsatt om lag 29 000 boliger. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i september om tiltakende aktivitet i bygg og anleggssektoren, og de venter at veksten holder seg oppe i tiden fremover. Vi anslår at boliginvesteringene øker med 6¼ prosent i år, se figur 2.24.

Figur 2.24 Investeringer i Fastlands-Norge utenom offentlig forvaltning. Faste 2009-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2012<sup>1)</sup>



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

Investeringene i fastlandsbedriftene har økt med over 5 prosent det siste året. Vi venter at investeringene vil fortsette å vokse fremover som følge av økt kapasitetsutnyttning, bedret lønnsomhet og bedre utsikter for deler av næringslivet. Oppgangen dempes av at utsiktene for internasjonal økonomi er relativt svake samt at det er knapphet på kvalifisert arbeidskraft i enkelte sektorer. Bedriftene i vårt regionale nettverk planlegger samlet sett å øke investeringene det neste året. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil vokse med 4½ prosent fra 2011 til 2012, se figur 2.24. Investeringene i tjenesteyting og kraftforsyning vil bidra mest til veksten, mens industriinvesteringene anslås å bli på om lag samme nivå som i 2011.

### Arbeidsmarkedet

Gjennom det siste året har arbeidsledigheten vært lav og stabil mens sysselsettingen og arbeidsstyrken har økt markert. Ifølge nasjonalregnskapet var sysselsettingen i andre kvartal 2,4 prosent høyere enn ett år tidligere. Sysselsettingen øker særlig innen bygg og anlegg, forretningsmessig tjenesteyting, i deler av industrien og

offentlig sektor. Yrkesfrekvensene har økt litt i samme periode. Den registrerte ledigheten, justert for sesongvariasjoner, har vært 2,5 prosent gjennom 2012. Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har den sesongjusterte ledighetsraten vært 3,0 prosent gjennom våren og sommeren.

God vekst i produksjonen sammen med utsikter til fortsatt lav produktivitetsvekst, vil holde etterspørselen etter arbeidskraft oppe de nærmeste kvartalene. Vi anslår at sysselsettingen vil øke med 2¼ prosent fra 2011 til 2012. Anslaget er på linje med sysselsetningsplanene til bedriftene i vårt regionale nettverk, se figur 2.25. Veksten i sysselsettingen ventes å avta noe fremover.

Lav ledighet og et høyt lønnsnivå har i de siste årene tiltrukket mange arbeidssøkere fra europeiske land. Særlig har innvandringen fra østeuropeiske EU-land vært høy. I de siste fire kvartalene fram til andre kvartal i år var nettoinnvandringen til Norge på 47 000 personer, ifølge Statistisk sentralbyrås befolkningsstatistikk. Dette har bidratt til god vekst i arbeidsstyrken. Vi legger til grunn at den høye innvandringen vil vedvare i årene fremover.

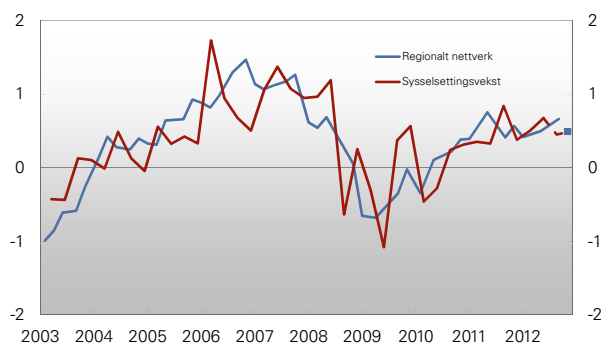
Vi anslår at arbeidsstyrken vokser om lag i takt med befolkningen i arbeidsfør alder de nærmeste kvartalene. Yrkesdeltakelsen vil dermed holde seg stabil, se tabell 2.3. Vi venter at sysselsettingen vil øke litt raskere enn arbeidsstyrken og at ledigheten vil falle litt den nærmeste tiden, se figur 2.26.

### Lønn

Vi anslår lønnsveksten i år til vel 4 prosent, som i Pengepolitisk rapport 2/12. Bedriftene i vårt regionale nettverk ventet i september en lønnsvekst i inneværende år på 4,1 prosent. Ifølge Perducos forventningsundersøkelse for tredje kvartal venter partene i arbeidslivet i gjennomsnitt en lønnsvekst på 4,2 prosent i 2012 og 3,9 prosent i 2013.

Neste år anslår vi at lønnsveksten blir 4¼ prosent, som anslått i forrige rapport. Høyere konsumprisvekst og litt lavere ledighet vil kunne bidra til at lønnsveksten tar seg

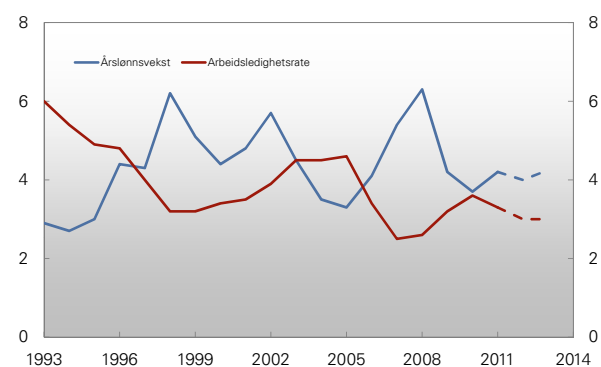
Figur 2.25 Sysselsetting<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012<sup>2)</sup>



1) Sesongjustert kvartalsvekst i kvartalsvis nasjonalregnskap  
2) Siste observasjon for Regionalt nettverk er september 2012. Siste sysselsetningsobservasjon i kvartalsvis nasjonalregnskap er 2. kvartal 2012, anslag for 3. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet linje)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.26 Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2013<sup>2)</sup>



1) Inkl. anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon  
2) Anslag for 2012 – 2013 (stiplet)

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

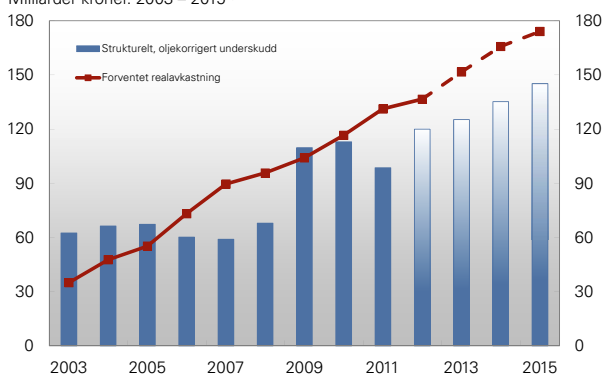
Tabell 2.3. Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	2011	2012	2013
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1,7	1¾	1½
Vekst i arbeidsstyrken med uendret yrkesdeltakelse*	1,3	1¾	1¾
Vekst i arbeidsstyrken	1,2	2	1½

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

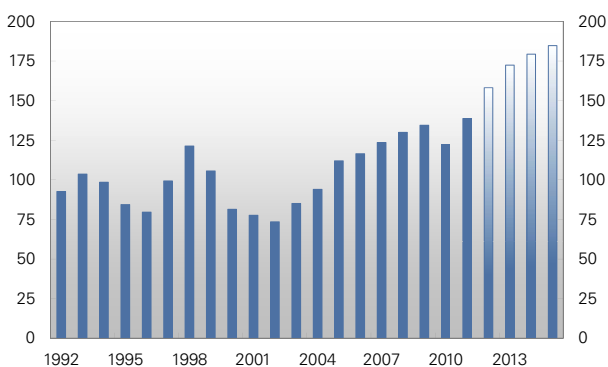
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.27 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2013-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2015<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2012 – 2015  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.28 Petroleumsinvesteringer. Faste 2009-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2015<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2012 – 2015  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

noe opp fra 2012 til 2013. Anslagene innebærer en real-lønnsvekst på 3¼ prosent i 2012 og 2¼ prosent neste år.

### Finanspolitikken

Forutsetningene om finanspolitikken i denne rapporten tar utgangspunkt i Nasjonalbudsjettet 2013. Der anslås bruken av oljepenger i 2013, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 125 milliarder kroner, eller 3,3 prosent av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året. Det strukturelle underskuddet anslås å utgjøre 5,3 prosent av trend-BNP i 2013. Det er en økning på 0,1 prosentenheter fra 2012.

Det er utsikter til god vekst i Statens pensjonsfond utland i årene som kommer. Det er i tråd med retningslinjene at det holdes igjen i finanspolitikken i perioder med høy aktivitet i økonomien. Innsparinger de nærmeste årene kan dessuten lette tilpasningene etter hvert som kostnadene knyttet til en aldrende befolkning for alvor ventes å tilta. Vi legger derfor til grunn at underskuddet blir liggende klart under fire prosent av Statens pensjonsfond utland gjennom prognoseperioden, se figur 2.27.

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

### Petroleumsinvesteringer

Prisene for norsk olje og gass har økt markert siden sommeren 2009 og forventes å være relativt høye de neste årene. Det har bidratt til at etterspørselen fra petroleumsektoren har tatt seg opp etter å ha falt betydelig i etterkant av finanskrisen. Investeringene i utvinning og rørtransport har økt med nesten 30 prosent siden andre halvdel av 2010. En rekke utbygginger på nye og eldre felt vil bidra til at investeringene fortsetter å vokse sterkt fremover. Veksten kan imidlertid bli begrenset av tilgangen på borerigger og kvalifisert arbeidskraft. Vi anslår at investeringene vil øke med 14 prosent i år, med ytterligere 9 prosent i 2013 og med 3–4 prosent i de to påfølgende årene, se figur 2.28.



## Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank  
Tabeller og detaljerte anslag



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

Dato	Styringsrente <sup>1)</sup>	Endring
19. desember 2012		
<b>31. oktober 2012</b>	<b>1,50</b>	<b>0</b>
29. august 2012	1,50	0
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 2012	1,50	0
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50
19. oktober 2011	2,25	0
21. september 2011	2,25	0
10. august 2011	2,25	0
22. juni 2011	2,25	0
12. mai 2011	2,25	+0,25
16. mars 2011	2,00	0
26. januar 2011	2,00	0
15. desember 2010	2,00	0
27. oktober 2010	2,00	0
22. september 2010	2,00	0
11. august 2010	2,00	0
23. juni 2010	2,00	0
5. mai 2010	2,00	+0,25
24. mars 2010	1,75	0
3. februar 2010	1,75	0
16. desember 2009	1,75	+0,25
28. oktober 2009	1,50	+0,25
23. september 2009	1,25	0
12. august 2009	1,25	0
17. juni 2009	1,25	-0,25
6. mai 2009	1,50	-0,50
25. mars 2009	2,00	-0,50
4. februar 2009	2,50	-0,50
17. desember 2008	3,00	-1,75
29. oktober 2008	4,75	-0,50
15. oktober 2008	5,25	-0,50
24. september 2008	5,75	0
13. august 2008	5,75	0
25. juni 2008	5,75	+0,25
28. mai 2008	5,50	0

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



## Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før		BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer <sup>1)</sup>	Eksport F-Norge <sup>2)</sup>	Import
2007		2,7	5,3	5,4	2,7	13,3	6,1	6,3	10,0
2008		0,0	1,5	1,8	2,7	-1,3	5,2	4,5	3,9
2009		-1,7	-1,6	0,0	4,3	-13,2	3,4	-8,4	-12,5
2010		0,7	1,9	3,7	1,7	-2,5	-9,0	7,7	9,9
2011		1,4	2,4	2,4	1,5	8,0	13,4	0,3	3,5
2011 <sup>3)</sup>	3. kv	1,5	0,7	0,5	0,6	2,6	8,8	3,1	3,9
	4. kv	0,5	0,7	0,8	0,3	2,7	0,2	-1,3	3,5
2012	1. kv	1,5	1,2	1,1	-0,3	-1,9	3,6	-2,1	-2,1
	2. kv	1,2	1,0	1,0	1,0	2,6	3,4	2,7	-0,1
Nivå 2011, mrd. kroner		2 720	2 085	1 129	586	391	145	457	770

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

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

<sup>3)</sup> Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/tolv måneders- vekst i prosent		KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPIXE <sup>2)</sup>	KPI-JA <sup>3)</sup>	KPI-JE <sup>4)</sup>	HKPI <sup>5)</sup>
2007		0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008		3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009		2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010		2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,4
2011		1,2	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2
2012	jan	0,5	1,3	1,2	0,4	1,5	0,3
	feb	1,2	1,3	1,2	1,0	1,5	1,0
	mar	0,8	1,5	1,3	0,6	1,6	0,5
	apr	0,3	0,7	0,6	0,2	1,0	-0,1
	mai	0,5	1,4	1,1	0,4	1,5	0,2
	jun	0,5	1,2	0,9	0,2	1,4	0,0
	jul	0,2	1,3	1,0	0,1	1,5	-0,2
	aug	0,5	1,2	0,9	0,2	1,4	0,0
	sep	0,5	1,1	0,9	0,3	1,3	0,1

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

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

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

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

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2011	2011	Anslag			
			2012	2013	2014	2015
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		1,2	¾	2	2	2¼
KPI-JAE <sup>1)</sup>		0,9	1¼	1½	2	2¼
KPIXE <sup>2)</sup>		1,1	1	1¼	2	2¼
Årslønn <sup>3)</sup>		4,2	4	4¼	4½	4½
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	2 720	1,4	3¼	2½	2¼	2¼
BNP for Fastlands-Norge	2 085	2,4	3¾	3	2¾	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>4)</sup>		-0,1	½	¾	½	¼
Sysselsetting, personer, KNR		1,4	2¼	1¾	1¼	1¼
Arbeidsstyrke, AKU		1,0	2	1½	1¼	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,3	3	3	3	3
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,7	2½	2½	2½	2½
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5)</sup>	2 105	3,2	3	4¼	4	3¾
- Privat konsum	1 129	2,4	3½	4¼	3¾	3¼
- Offentlig konsum	586	1,5	1¾	2¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	391	8,0	4	6¾	.	.
Petroleumsinvesteringer <sup>6)</sup>	145	13,4	14	9	4	3
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>7)</sup>	457	0,3	1	1	.	.
Import	770	3,5	1½	5¼	.	.
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>8)</sup>		2,1	1½	1¾	2¼	3
Importveid valutakurs (I-44) <sup>9)</sup>		88,1	87	85¾	85¼	85½

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

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

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

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

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

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

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

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

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

· Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 3 – oktober

**2012**