



NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

1 | 11
mars

Norges Banks rapportserie nr. 1-2011

Pengepolitisk rapport
1/2011



Norges Bank

Oslo 2011

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

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

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

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Lobo Media AS

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

ISSN 1504-8489 (trykk)

ISSN 1504-8500 (online)

Pengepolitisk rapport

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

I møtet 15. desember 2010 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 2. mars drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene og hovedlinjene i pengepolitikken. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 16. mars en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 22. juni. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering". I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 12. mai og 22. juni.

Innhold

Hovedstyrets vurdering	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	9
Den økonomiske situasjonen	9
Utsiktene fremover	11
Vurdering av renteprognosen	18
Usikkerhet i anslagene	20
Rammer:	
- Kriterier for en god rentebane	17
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/10	22
2. Nærmere om anslagene	25
Internasjonal økonomi	25
Norsk økonomi det neste året	29
Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2011 til 2014	35
Utdypinger:	
- Befolkningsvekst og arbeidsinnvandring	39
- Etterprøving av anslagene for 2010	41
Vedlegg	
Oversikt over utdypinger 2006 – 2011	49
Oversikt over publikasjoner i 2009 – 2011 på Norges Banks nettsider	50
Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk	52
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	57
Tabeller og detaljerte anslag	58

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 10. mars 2011.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 16. mars 2011.

Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Gjennomføring

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

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

Beslutningsprosess

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

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

Formidling av rentebeslutningen

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

“Hovedstyrets vurdering” offentliggjøres i Pengepolitisk rapport. Den inneholder hovedpunktene i rapporten og en oppsummering av hovedstyrets 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.

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 finansmarknadsmelding. Sentralbanksjefen redegjør for pengepolitikken i en åpen høring i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av kredittmeldingen.

Hovedstyrets vurdering

Norges Banks hovedstyre drøftet i sitt møte 2. mars hovedlinjene i pengepolitikken og intervallet for styringsrenten for perioden fram til neste pengepolitiske rapport presenteres 22. juni. Det endelige vedtaket om intervallet for styringsrenten for perioden ble fattet etter hovedstyrets drøfting i møtet 16. mars.

Hovedstyret har festet seg ved følgende utviklingstrekk:

Veksten i verdensøkonomien har vært noe høyere enn ventet. Renteforventningene ute har økt. Kraftig økning i prisene på olje, mat og andre råvarer har gitt høyere konsumprisvekst. Utsiktene for verdensøkonomien er likevel fortsatt usikre. Det er uklart hva som vil bli de økonomiske virkningene av jordskjelvet i Japan. Mange europeiske land må redusere underskuddene i statsfinansene relativt raskt. Ubalansene i verdenshandelen kan neppe opprettholdes over tid. Veksten i verdensøkonomien vil trolig avta noe det neste året.

Aktiviteten i norsk økonomi er i ferd med å ta seg opp. Fra fjerde kvartal 2009 til fjerde kvartal 2010 var veksten i BNP Fastlands-Norge 2,5 prosent. Nettoinnvandringen har tiltatt og er tilbake på like høye nivåer som før finanskrisen. Det fører til at produksjonskapasiteten øker, men bidrar også til sterkere vekst i etterspørselen og tiltakende press i boligmarkedet. Økte priser på olje og andre råvarer sammen med fallende importpriser har ført til at Norges bytteforhold overfor utlandet igjen har bedret seg. Det ligger an til nokså høy vekst i norsk økonomi de nærmeste årene, drevet av god inntektsvekst, økende investeringer og høy befolkningsvekst. Samlet ser det ut til at økonomien når normal kapasitetsutnyttning litt tidligere enn anslått i oktober.

Kronen er sterk, og prisene på importerte konsumvarer til Norge har falt litt mer enn anslått i oktober. Den underliggende prisveksten er om lag 1¼ prosent, og det er utsikter til at prisveksten vil holde seg lav de kommende kvartalene. Fremover vil kostnadsveksten trolig øke noe,

men samtidig vil høy nettoinnvandring isolert sett bidra til å dempe lønnsveksten.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin drøfting at renten settes med sikte på at inflasjonen over tid skal være nær 2,5 prosent. Den lave prisveksten og den sterke kronen taler isolert sett for å holde renten lav. Så langt har ikke det lave rentenivået ført til en vesentlig økning i husholdningenes låneopptak, men låneetterspørselen har tatt seg opp. Veksten i boligprisene og konsumet har tiltatt. Hensynet til å gardere mot risikoen for fremtidige finansielle ubalanser som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen et stykke fram i tid, taler for at renten snart bør settes opp.

Hovedstyret merker seg at anslagene og analysene i denne rapporten samlet sett tilsier at styringsrenten økes gradvis, og at utviklingen siden i fjor høst trekker i retning av å øke renten noe tidligere enn anslått i oktober. Prognosene tilsier at styringsrenten økes med ¼ prosentenheter fram mot årsskiftet og deretter gradvis heves mot et mer normalt nivå. Inflasjonen ventes å ta seg gradvis opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

I sin drøfting på møtet 2. mars la hovedstyret vekt på at veksten i norsk økonomi nå har fått feste. Det ble pekt på at det kan oppstå press i enkelte deler av arbeidsmarkedet til tross for høy arbeidsinnvandring, fordi det er store variasjoner mellom bransjer og grupper av arbeidstakere. Det kan gi høyere lønnsvekst enn ventet. Tiltakende pris- og kostnadsvekst internasjonalt har også ført til at renteforventningene ute har økt noe. Hovedstyret la videre vekt på at en lav rente over tid kan gi opphav til finansiell ustabilitet. På den andre siden kan den sterke kronen holde prisveksten nede og bidra til å dempe aktiviteten i norsk økonomi. Oljeprisen er høy, både som følge av høy vekst i verdensøkonomien og etter uro i Midtøsten. Den høye oljeprisen er trolig en viktig årsak til den sterke kronen. Når situasjonen i oljemarkedet blir mer normal, er det grunn til å vente at noe av styrkingen

av kronen reverseres. Samtidig er det risiko for at kronen kan styrke seg videre.

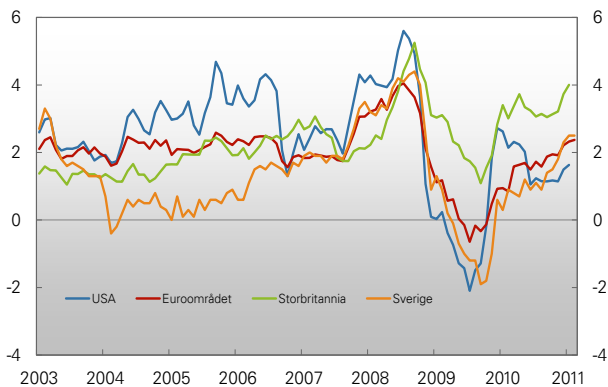
Hovedstyret mener at hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting må veies mot risikoen for at en markert renteoppgang kan føre til at inflasjonen blir for lav og kronen for sterk. Det vil i neste omgang også kunne føre til en ustabil økonomisk utvikling. En samlet vurdering tilsier at styringsrenten bør økes før halvårsskiftet, slik utsiktene og risikobildet nå fremstår. En uventet sterk økning i aktiviteten eller i pris- og kostnadsveksten vil kunne føre til en mer markert oppgang i renten enn vi nå ser for oss. Skulle veksten i verdensøkonomien avta vesentlig, uroen i finansmarkedene forsterkes eller kronen fortsette å styrke seg, kan økningen i renten bli skjøvet ut i tid.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 16. mars at styringsrenten bør ligge i intervallet $1\frac{3}{4}$ – $2\frac{3}{4}$ prosent i perioden fram til neste rapport legges frem 22. juni, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

På møtet 16. mars vedtok hovedstyret å holde styringsrenten uendret på 2 prosent.

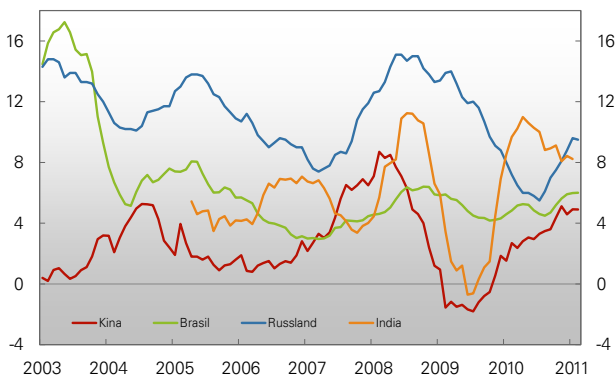
Øystein Olsen
16. mars 2011

Figur 1.1 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2003 – februar 2011¹⁾



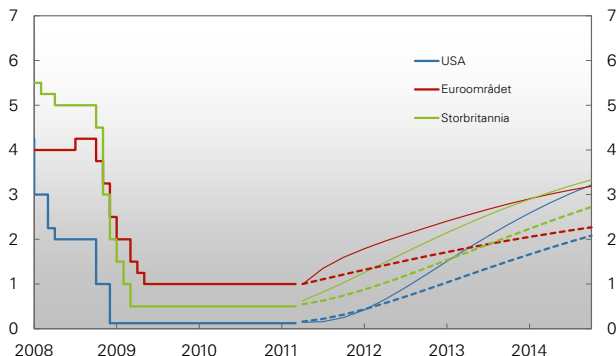
1) Tall til og med januar for USA og Storbritannia
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.2 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2003 – februar 2011¹⁾



1) Tall for India fra april 2005 til januar 2011
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 21. oktober 2010 og 10. mars 2011¹⁾. Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2014²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 21. oktober 2010. Tynne linjer viser terminrenter per 10. mars 2011. Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter
2) Dagstall fra 1. januar 2008 og kvartalstall per 10. mars 2011
Kilder: Bloomberg L.P. og Norges Bank

1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

Verdensøkonomien vokste mer enn ventet i fjor. Særlig var utviklingen bedre i USA og i fremvoksende økonomier som India og Kina. I Europa er bildet todelt. Flere land i Sør-Europa har store gjeldsproblemer og svak økonomi. Land som Tyskland, Sverige og Finland har sterk eksportdrevet vekst. Oppgangen i Tyskland bidrar til at veksten i euroområdet sett under ett holder seg oppe.

Arbeidsmarkedene i de fleste industrilandene synes å ha stabilisert seg, men det er foreløpig få tegn til at ledigheten faller. Det er fortsatt mye ledig kapasitet i mange land.

Utsiktene for verdensøkonomien er usikre. Det er store ubalanser i internasjonal handel. Flere land må redusere offentlige utgifter kraftig og øke skattene for å få kontroll med en raskt økende statsgjeld. Det kan dempe veksten. En vedvarende høy oljepris vil også bidra til å trekke aktiviteten ned. Hvis uroen i Midtøsten og Nord-Afrika fortsetter, kan det påvirke finansmarkedene og utsiktene fremover. Det er uklart hva som vil bli de økonomiske virkningene av jordskjelvet i Japan.

Prisstigningen ute har tiltatt, se figur 1.1 og 1.2. Sterk vekst i etterspørselen etter energi og råvarer fra fremvoksende økonomier har bidratt til en markert økning i prisene på olje og andre råvarer. Både metall- og matvareprisene er nå på høyde med rekordnivåene i 2007–2008, mens oljeprisen fortsatt er en del lavere. Spotprisen på olje (Brent Blend) ligger nå på 115 dollar per fat. Politisk uro i Midtøsten og Nord-Afrika har bidratt til å trekke oljeprisen opp. Fremtidsprisene tyder på at oljeprisen kan komme til å holde seg høy fremover. Matvareprisene har steget kraftig i mange land. Høyere konsumpriser og utsikter til fortsatt tiltakende prisvekst har ført til innstramninger i pengepolitikken i flere fremvoksende økonomier hvor ressursutnyttningen allerede er høy.

Den underliggende inflasjonen er lav i USA og euroområdet, og de langsiktige inflasjonsforventningene er stabile i de fleste industriland. Der dempes konsumprisindeksen av lav kapasitetsutnyttning og høy arbeidsledighet.

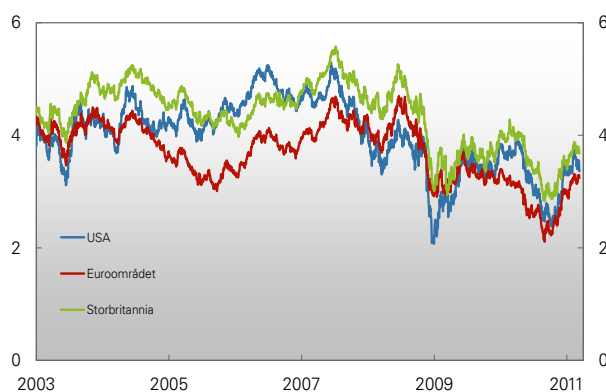
Styringsrentene ligger nær null i mange land. Markedsaktørenes forventninger til fremtidige styringsrenter ute har økt siden forrige pengepolitiske rapport, se figur 1.3. Aktørene i markedet venter derfor også noe lavere rentedifferanse mellom Norge og handelspartnerne enn i oktober. Kronen er likevel sterk, blant annet som følge av høye priser på olje og gass.

Langsiktige renter falt fram til fjerde kvartal i fjor. Gjeldskrisen i euroområdet og forventninger om at den amerikanske sentralbanken igjen ville kjøpe amerikanske statspapirer, bidro til fallet. I forrige rapport ble det vist til at disse forholdene førte til at langsiktige renter trolig ikke ga et riktig bilde av forventningene til fremtidige styringsrenter.¹

Den amerikanske sentralbanken annonserte i november i fjor at den ville kjøpe amerikanske statspapirer og at omfanget ville bli tilpasset den økonomiske utviklingen. Siden da har utviklingen i amerikansk økonomi vært bedre enn ventet. Inflasjonen har også økt i flere land. Det har bidratt til at de langsiktige rentene har økt, se figur 1.4. De gir nå trolig et riktigere bilde av forventningene om fremtidig styringsrente internasjonalt, og er dermed mer i samsvar med markedsaktørenes anslag for vekst og inflasjon på lang sikt.

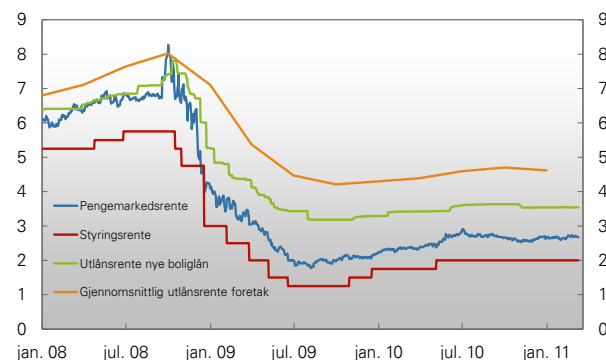
Aktiviteten i norsk økonomi har vært litt sterkere enn ventet i forrige rapport. BNP for Fastlands-Norge økte ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall med 2,5 prosent fra fjerde kvartal 2009 til fjerde kvartal i fjor. Eksporten øker. Også veksten i privat konsum tok seg raskt opp i fjor høst. Forbrukernes tillit har bedret seg, og boligprisene har steget de siste månedene. Igangsettingen av nye boliger tiltar. Bankene rapporterte om økt låneetterspørsel fra husholdninger og foretak i fjerde kvartal i fjor. Vektet utlånsrente på nye boliglån er nå 3,5 prosent,

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



Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.5 Styringsrente, pengemarkedsrente¹⁾, vektet utlånsrente fra bankene på nye boliglån²⁾ og gjennomsnittlig utlånsrente for foretak³⁾. Prosent. 1. januar 2008 – 10. mars 2011



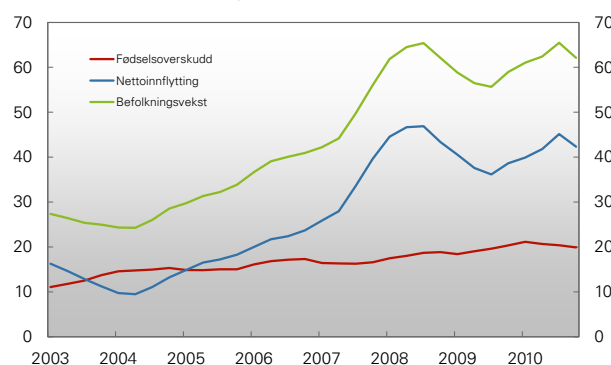
1) Tre måneders NIBOR (effektiv)

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

3) Ikke-finansielle foretak. 4. kv. 2007 – 4. kv. 2010

Kilder: Norsk familieøkonomi AS, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

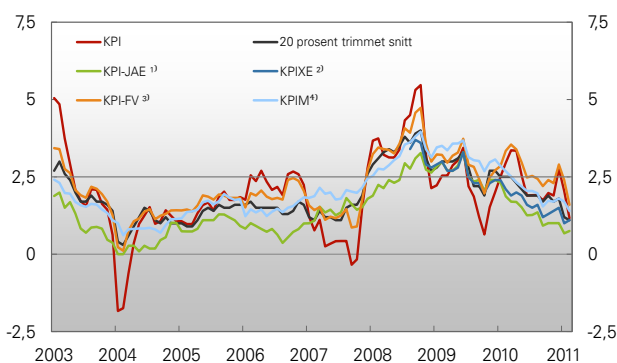
Figur 1.6 Befolkningsvekst, nettoinnflytting og fødselsoverskudd. Sum siste fire kvartaler. 1000 personer. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2010



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

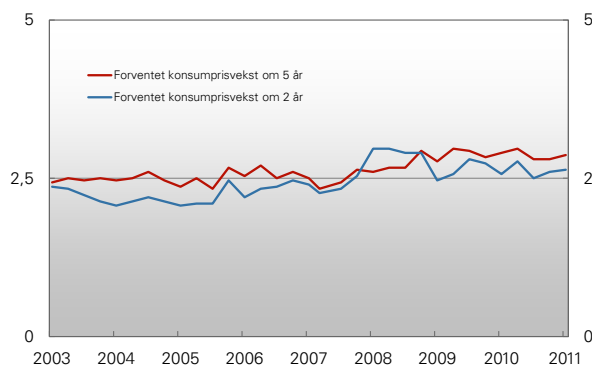
1 Se rammen: "Hvorfor er lange renter så lave?" i Pengepolitisk rapport 3/10.

Figur 1.7 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent
Januar 2003 – februar 2011



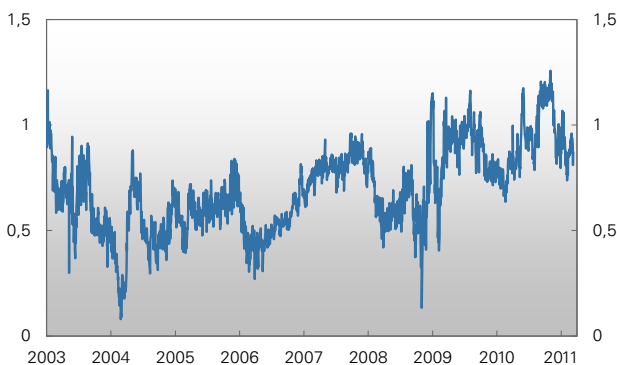
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtdistall. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
3) KPI justert for frekvens av prisendringer. Se *Aktuell kommentar* 7/2009 fra Norges Bank
4) Modellbasert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

Figur 1.8 Forventet konsumprisvekst om to og fem år¹⁾
Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2011



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

Figur 1.9 Differansen mellom femårs terminrenter¹⁾ om fem år i Norge og euroområdet. Prosentenheter. 1. januar 2003 – 10. mars 2011



1) Basert på swaprenter
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

se figur 1.5. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i begynnelsen av året at veksten holder seg om lag på samme nivå som i november i fjor.

Den registrerte arbeidsledigheten har lenge ligget like under 3 prosent av arbeidsstyrken, i tråd med anslagene fra forrige rapport. Nettoinnvandringen har vært svært høy og befolkningsveksten i 2010 var 1,3 prosent, se figur 1.6. Produktiviteten falt noe gjennom lavkonjunkturen, men har tatt seg opp igjen og ser nå ut til å være litt høyere enn anslått i forrige rapport.

Underliggende inflasjon er noe lavere enn ventet. Lavere kapasitetsutnyttning enn normalt, avtakende lønnsvekst, sterk krone og lave prisimpulser fra utlandet har bidratt til fallet i prisveksten det siste året. Sterk vekst i energiprisene har gitt svingninger i konsumprisveksten samlet. Den underliggende prisveksten er nå om lag 1/4 prosent, se figur 1.7.

De langsiktige inflasjonsforventningene har holdt seg i overkant av 2,5 prosent ifølge Perducos forventningsundersøkelse, se figur 1.8. Inflasjonsforventningene kan også avledes fra forskjellen mellom Norges og euroområdets forventede femårsrenter om fem år. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge vil denne langsiktige rentedifferansen normalt ligge i området 1/2–1 prosent-enhet, avhengig av risikopremiene. Differansen ligger nå litt under 1 prosent-enhet, se figur 1.9.

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 1.10.

Styrringsrenten i Norge ble redusert betydelig høsten 2008 og i første halvår for å motvirke at inflasjonen skulle bli for lav og for å dempe utslagene av den internasjonale lavkonjunkturen på norsk økonomi. Siden høsten 2009 har aktiviteten i norsk økonomi tatt seg opp, og styrringsrenten er hevet til 2 prosent. Da vi la fram forrige penge-

politiske rapport i oktober, var det utsikter til en gradvis økning i konsumprisveksten mot 2,5 prosent og en moderat vekst i norsk økonomi. Våre analyser tilsa da at styringsrenten kunne holdes uendret fram til sommeren og deretter gradvis økes.

Ny informasjon siden forrige rapport trekker samlet i retning av at den videre økningen i renten skjer litt tidligere enn vi så for oss i oktober i fjor.

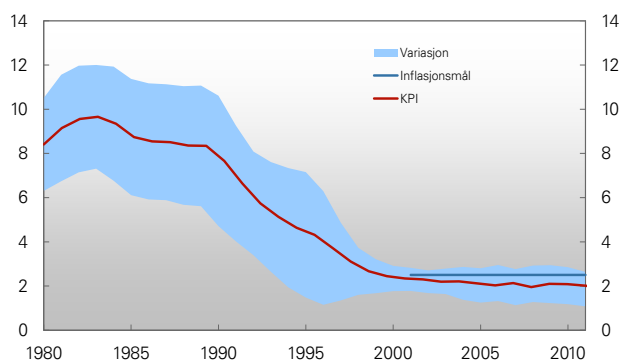
I forrige rapport la vi til grunn at renten ute ville stige noe raskere enn det som da var avspeilet i markedsrentene, se figur 1.11. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene hos våre handelspartnere har økt siden slutten av oktober. I anslagene i denne rapporten legger vi til grunn at rentene ute etter hvert vil stige slik det nå kommer til uttrykk i markedsrentene.

Veksttaket ventes å bli moderat i de fleste industriland. I fremvoksende økonomier anslår vi fortsatt høy veksttakt fremover. Anslagene for prisveksten er høyere enn i forrige rapport. Høye råvarepriser ute bidrar isolert sett til noe sterkere prisimpulser fra utlandet til Norge. Dette motvirkes av at en stadig større andel av importen kommer fra lavkostnadsland. I tillegg er kronen sterkere enn anslått sist. Samlet legger vi til grunn at prisene på importerte konsumvarer fremover, vil falle noe mer enn anslått i forrige rapport.

Kapasitetsutnyttningen er nå trolig nær et normalt nivå. Fremover venter vi at den høye nettoinnvandringen vil fortsette, se drøfting i egen ramme på side 39. Det fører isolert sett til at produksjonskapasiteten også øker, slik at økonomien kan vokse mer uten at pris- og lønnspresset tiltar. Samtidig venter vi at økt befolkning og bedret bytteforhold vil bidra til at aktiviteten i norsk økonomi blir høyere enn tidligere anslått. Samlet sett anslår vi at kapasitetsutnyttningen vil øke litt raskere enn vi så for oss i forrige rapport.

Norsk eksport ventes å vokse sterkere enn anslått i oktober. Norsk industri drar fordel av høye råvarepriser. Tall for ordrer og igangsetting tyder på at investeringene vil ta seg opp. Høy befolkningsvekst kan gi økende press i

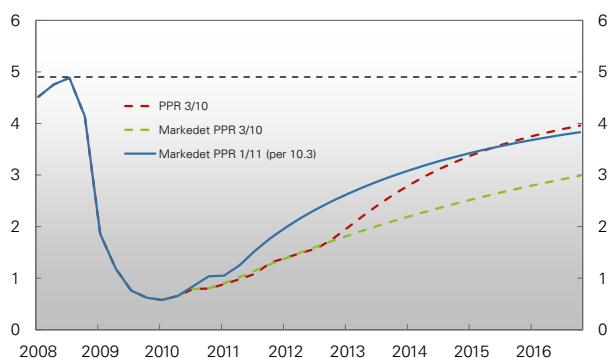
Figur 1.10 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI³⁾. Prosent. 1980 – 2011



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

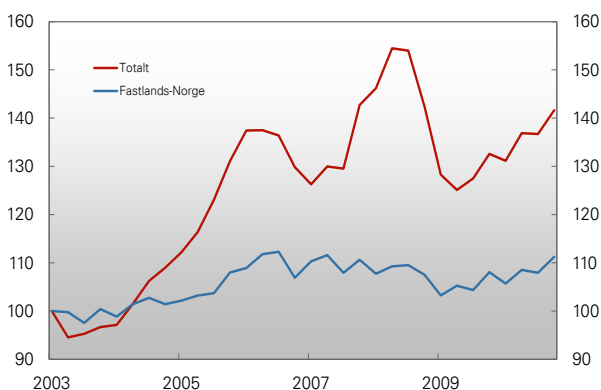
Figur 1.11 Tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnere.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



- 1) Markedsrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Svart stiple linje viser gjennomsnitt siste 10 år for 5 års rente om 5 år i euroområdet

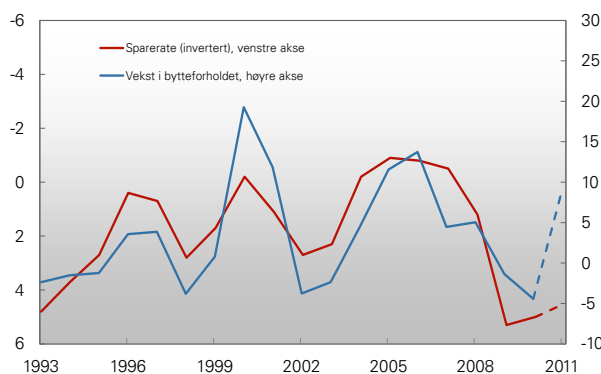
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.12 Bytteforhold. Indeks. 1. kvartal 2003 = 100.
1. kv. 2003 – 4. kv. 2010



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

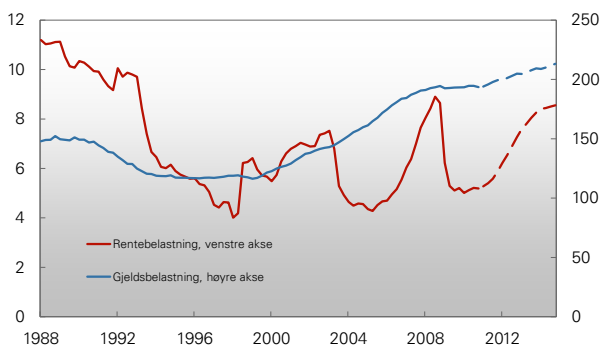
Figur 1.13 Husholdningenes sparerate¹⁾ og vekst i bytteforholdet²⁾.
Prosent. 1993 – 2011



1) Eksklusive aksjebytte
2) Snitt over to år

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning²⁾.
Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2014.



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

boligmarkedet og høyere priser. Det kan gi sterkere vekst i boliginvesteringene enn tidligere antatt. Sammen med lav rente tilsier høy befolkningsvekst, forholdsvis lav arbeidsledighet og solid vekst i boligprisene god vekst i konsumet fremover.

Den underliggende prisveksten anslås å ligge rundt 1½ prosent ved utgangen av året, målt ved KPIXE. Etter hvert venter vi at kostnadsveksten tiltar noe, men den gode tilgangen på arbeidskraft vil trolig bidra til å dempe lønnsveksten. Fortsatt vekst i produktiviteten vil også holde kostnadsveksten nede. Inflasjonen ventes å gradvis ta seg opp mot 2,5 prosent. Den lave prisveksten taler isolert sett for å holde renten lav.

Arbeidsledigheten er relativt lav. Vi kan ikke utelukke at deler av arbeidsmarkedet kan strammes til selv om det er stor tilgang på arbeidskraft fra utlandet, slik at lønnsveksten likevel kan tilta raskt. Økte priser på olje og andre råvarer har sammen med fallende importpriser ført til at bytteforholdet for norsk økonomi har bedret seg med 13 prosent siden bunnen i 2009, se figur 1.12. Med utsikter til fortsatt høye råvarepriser og fallende importpriser, kan bytteforholdet fremover holde seg oppe. Husholdningenes sparerate har vist seg å falle betydelig når bytteforholdet bedres, se figur 1.13. Høyere råvarepriser øker lønnsomheten i mange bedrifter og disponibel realinntekt for Norge. Det kan øke etterspørselen etter arbeidskraft. Tidligere har perioder med kraftig bedring i bytteforholdet blitt etterfulgt av tiltakende lønnsvekst.

Renten har vært lav lenge. Så langt har ikke det lave rentenivået ført til en vesentlig økning i husholdningenes låneopptak, men låneetterspørselen har tatt seg opp. Veksten i boligprisene og konsumet har tiltatt. Husholdningenes gjeldsbelastning er på et historisk høyt nivå, og er ventet å stige ytterligere, se figur 1.14. Bedrede utsikter for norsk økonomi kan gjøre husholdninger mer tilbøyelige til å ta opp lån. I så fall kan veksten i husholdningenes etterspørsel bli høyere enn vi nå ser for oss. På den andre siden kan den høye gjeldsbelastningen føre til at husholdningene vil reagere kraftigere på en økning i rentenivået enn vi har sett tidligere.

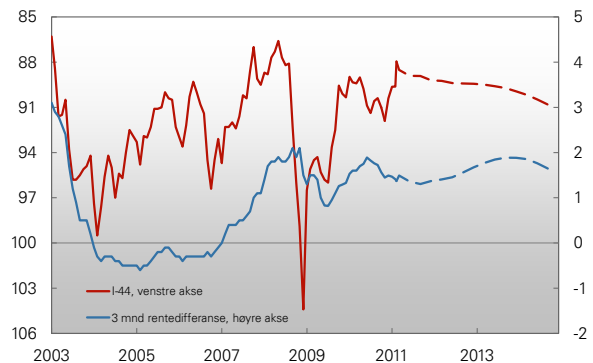
Kronen er sterk. Det henger sammen med gode utsikter for norsk økonomi, men også at aktørene i markedene i det siste har kjøpt norske kroner som en forsikring mot høy oljepris. På den andre siden innebærer markedsaktørenes forventninger en lavere differanse mellom Norges og handelspartnernes renter. Det kan redusere risikoen for at kronen styrker seg markert. Det er i anslagene lagt til grunn at noe av styrkingen den siste tiden vil bli reversert når situasjonen i Midtøsten og Nord-Afrika blir normalisert, se figur 1.15.

En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet taler for at styringsrenten økes gradvis mot et mer normalt nivå, se figur 1.16 a–d. Utviklingen siden oktober i fjor trekker i retning av å øke renten noe tidligere enn anslått i forrige rapport, se figur 1.17. Høyere forventede renter ute og høyere etterspørsel tilsier en høyere renteprognose, mens en sterk krone og lavere prisvekst trekker i retning av en lavere renteprognose. Vi anslår at styringsrenten økes med $\frac{3}{4}$ prosentenheter fram mot årsskiftet, og deretter gradvis går opp mot et mer normalt nivå. Hovedstyrets har vedtatt at styringsrenten bør ligge i intervallet $1\frac{3}{4}$ – $2\frac{3}{4}$ prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 22. juni, se figur 1.17.

Videre er det lagt til grunn at påslaget mellom tre måneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente gradvis avtar fra dagens nivå på vel 0,5 prosentenheter til det tidligere nivået på om lag 0,25 prosentenheter i løpet av prognoseperioden. Det innebærer at tre måneders pengemarkedsrente vil stige noe saktere enn styringsrenten, se figur 1.18. Med dette forløpet for renten anslås rentedifferansen mot utlandet å avta noe på kort sikt før den igjen tar seg litt opp.

Det anslåtte forløpet for påslagene må ses i lys av at det blir innført et nytt system for likviditetsstyring i fjerde kvartal 2011. I det nye systemet ventes de helt kortsiktige rentene i pengemarkedet å svinge rundt styringsrenten, ikke over som tidligere. Det vil trolig bidra til en mindre forskjell mellom pengemarkedsrentene og styringsrenten over tid. Vi legger til grunn at påslagene faller fra 0,5 til 0,4 prosentenheter fra tredje til fjerde kvartal i år.

Figur 1.15 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge¹⁾ og hos handelspartnere og importveid valutakurs (I-44)²⁾. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2003 – desember 2014

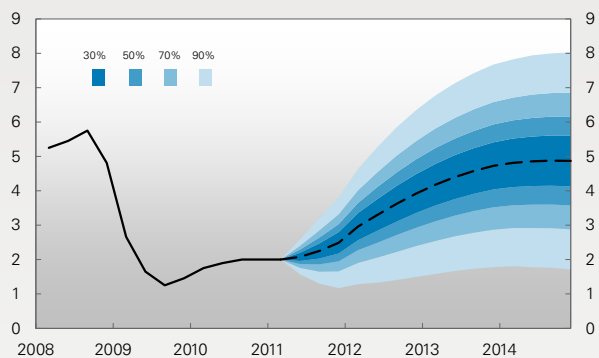


1) For Norge er det styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet, omgjort til tremånedersrenter

2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs

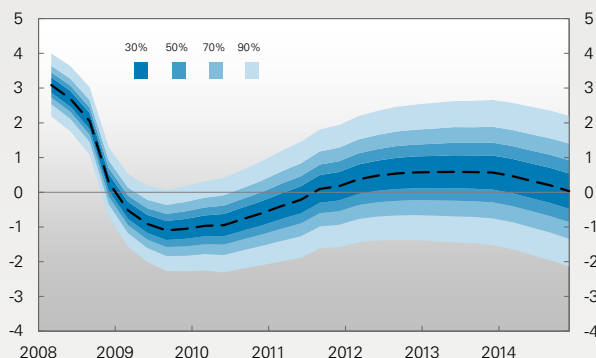
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.16a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



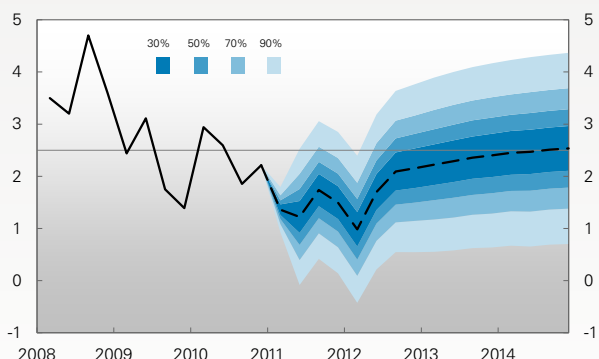
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



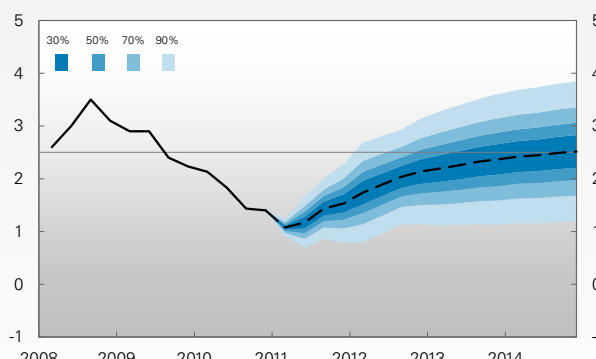
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



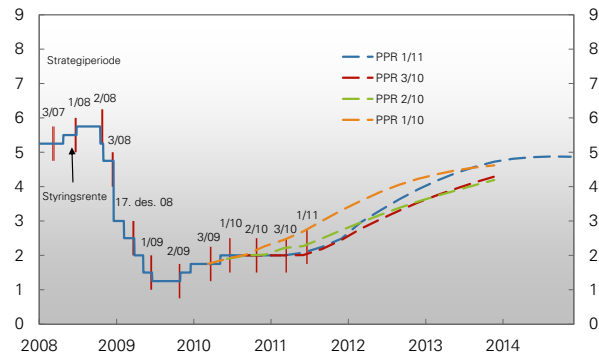
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.16d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



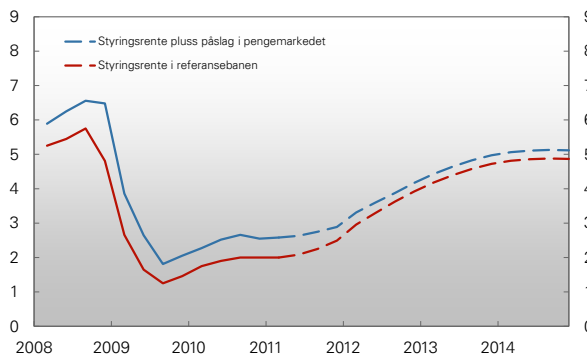
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank
Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling¹⁾ og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2014



1) Hovedstyrets rentebeslutning 16. mars 2011 er ikke innarbeidet
Kilde: Norges Bank

Figur 1.18 Styringsrenten i referansebanen og styringsrenten med påslag i det norske pengemarkedet.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



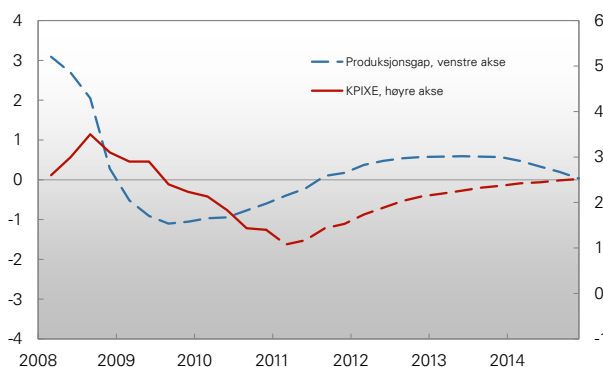
1) Norges Banks anslag fra 2. kvartal 2011
Kilde: Norges Bank

Renten blir satt slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent over tid, og slik at kapasitetsutnyttningen holder seg nær et normalt nivå, se figur 1.19. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen er tilbake på et normalt nivå i løpet av andre halvår 2011. Inflasjonen vil en tid fremover fortsatt dempes av lave prisimpulser fra utlandet og ligge under inflasjonsmålet. Etter hvert vil høyere kapasitetsutnyttning og høy lønnsomhet i næringslivet gi tiltakende lønnsvekst. Samtidig vil fallet i importprisene etter hvert avta. Vi anslår at prisveksten gradvis vil stige fra andre halvår 2011.

Den lave renten bidrar til at veksten i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester holder seg oppe. Spareraten ventes å falle noe. Med utsikter til høyere aktivitet og et fortsatt lavt rentenivå anslås sterk vekst i investeringene fremover. Høy befolkningsvekst ventes å bidra til vekst i boliginvesteringene. Også oljeinvesteringene anslås å tilta. Finanspolitikken vil trolig gi litt mindre impulser til norsk økonomi enn den har gjort de siste årene. Sist gang la vi til grunn uendret bruk av oljepenger reelt sett fra 2011. Nå legger vi til grunn at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i statsbudsjettet vil utgjøre noe mindre enn 4 prosent av beholdningen i Statens pensjonsfond utland (SPU) i årene fremover.

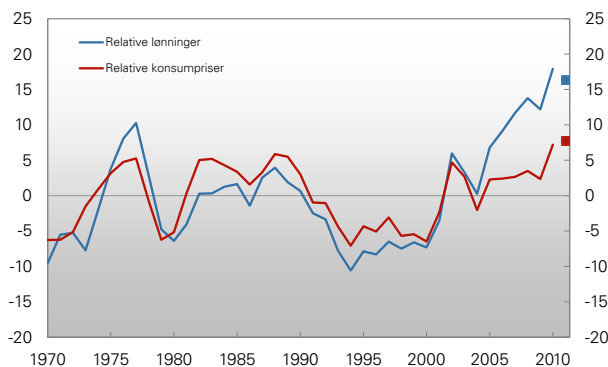
Vi venter at lønnsveksten blir rundt 4 prosent i år, og at den deretter tiltar til nær 5 prosent mot slutten av prognoseperioden. Den økte aktiviteten i norsk økonomi ventes å gi noe lavere registrert arbeidsledighet fremover. Den kostnadmessige konkurranseevnen, målt ved relative lønnskostnader, er blitt kraftig svekket de siste årene, se figur 1.20. Vi antar at den vil svekkes ytterligere noe de neste par årene. Det vil etter hvert trolig dempe veksten i aktiviteten i konkurranseutsatte næringer. Med gode utsikter for oljeleverandør- og metallindustrien venter vi likevel vekst i eksporten de nærmeste årene.

Figur 1.19 Anslag på inflasjonen¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



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

Figur 1.20 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970 – 2010. Årstall. Prosent. 1970 – 2011¹⁾



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

Kriterier for en god rentebane

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

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

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

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

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

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

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

Uttrykt matematisk kan oppfyllelsen av kriteriene over representeres ved en såkalt "tapsfunksjon"¹:

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

Den renteprognosen som best oppfyller kriteriene over, kan tolkes som det forløpet for renten som minimerer summen av nåværende og fremtidige tap. Som regel kan ikke alle kriteriene oppfylles sam-

tidig på kort sikt. De ulike hensynene må da veies mot hverandre. Parametrene λ , δ og κ uttrykker vektene de ulike hensynene tillegges i forhold til kostnaden ved å avvike fra inflasjonsmålet.²

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

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

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

Vurdering av renteprognosen

Prognosen for renten gir uttrykk for vårt samlede skjønn og vår vurdering basert på kriteriene for en god rentebane, se omtale i egen ramme side 17. Ifølge kriteriene skal styringsrenten settes slik at inflasjonen bringes til målet og nivået på samlet produksjon bringes til sitt langsiktige opprettholdbare nivå. Samtidig bør renten ikke endres i for store steg, og ikke avvike for mye fra enkle og robuste pengepolitiske regler. Renten kan ikke fullt ut oppfylle alle kriteriene samtidig, og forløpet for renten velges slik at hensynene avveies mot hverandre.

Figurene 1.21 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når de ulike kriteriene er oppfylt.²

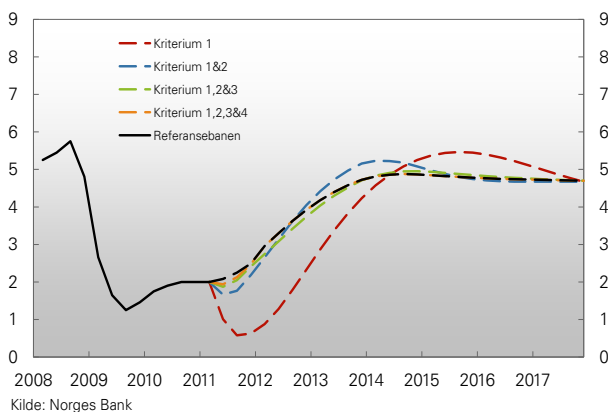
Dersom pengepolitikken hadde som eneste mål å få inflasjonen raskt tilbake til målet, ville styringsrenten bli satt raskt ned mot 1 prosent. Inflasjonen ville da nokså raskt komme opp mot 2,5 prosent, men en slik politikk ville samtidig ført til store svingninger i produksjon og sysselsetting. Renten ville etter kort tid måtte økes kraftig igjen for å unngå høy inflasjon lenger fram i tid, se kriterium 1 i figur 1.21 a-c.

Når vi tar hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting, varer det noe lenger før inflasjonen er tilbake mot målet, se kriterium 1 og 2 i figur 1.21 a-c.

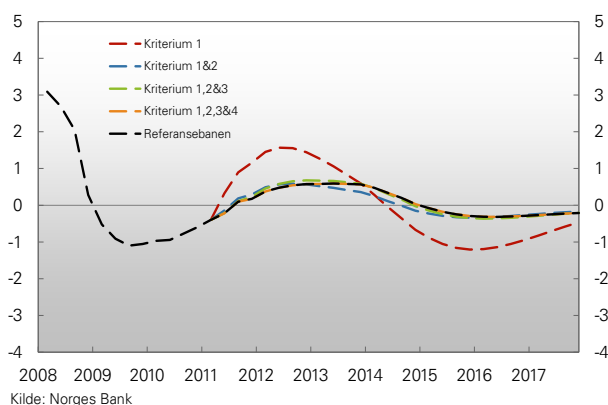
Når vi også tar hensyn til at vi vil unngå unødige svingninger i renten dempes nedgangen i renten samtidig som oppgangen i renten kommer mer gradvis. Kostnaden er at det tar litt lenger tid før inflasjonen kommer opp i 2,5 prosent og kapasitetsutnyttningen kommer ned mot et mer normalt nivå, se kriterium 1, 2 og 3 i figur 1.21 a-c.

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

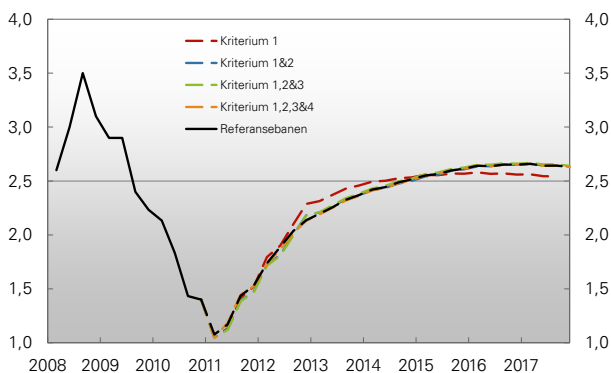
Figur 1.21a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Figur 1.21b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



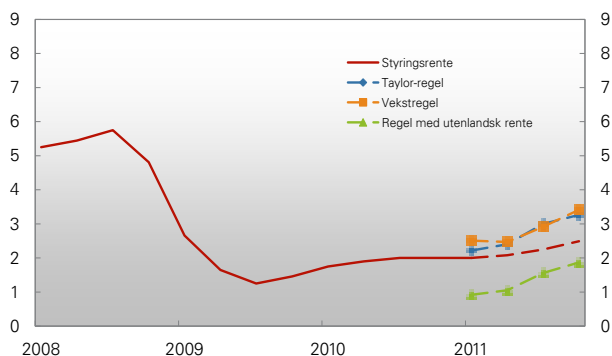
Figur 1.21c KPIXE¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



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

2 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO.

Figur 1.22 Styringsrente og beregnede enkle renteregler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2011

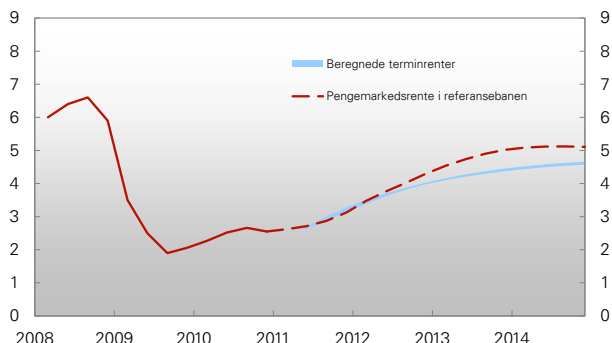


1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgapet, konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders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

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

Figur 1.22 viser tre enkle pengepolitiske regler. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet, inflasjonen og nivået på renten. Regelen legger vekt på at renten i en normal situasjon bør ligge opp mot 5 prosent. Vekstregelen bygger på veksten i BNP og inflasjonen. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået til våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Taylor- og vekstregelen tilsier en styringsrente som ligger noe over vår prognose for renten. Regelen med utenlandske renter tilsier en styringsrente på om lag 2 prosent ved utgangen av året.

Figur 1.23 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014

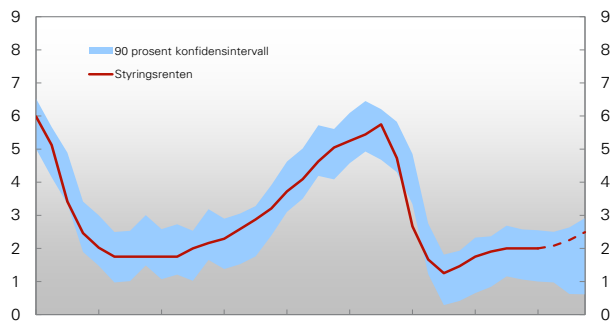


1) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet, omgjort til tremåneders pengemarkedsrente
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 25. februar – 10. mars 2011
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Legger vi vekt på Taylor-regelen i tillegg til kriteriene 1, 2 og 3, skal styringsrenten litt tidligere opp, se kriterium 1, 2, 3 og 4 i figur 1.21 a-c. Det trekker prognosen for inflasjonen og produksjonsgapet ytterligere litt ned. I tillegg er det foretatt en skjønsmessig gjennomskjæring som trekker rentebanen noe opp inneværende år, se egen ramme side 22. Det gir en rentebane som samsvarer med referansebanen i denne rapporten, se figur 1.21 a-c.

Terminrentene i pengemarkedet er en kryssjekk for renteprognosen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter om lag samme oppgang i pengemarkedsrentene det neste året som vi nå anslår, se figur 1.23.

Figur 1.24 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2011



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

Renten kan også vurderes i lys av vår tidligere rentesetting. Norges Bank har beregnet en renteregulering som grovt søker å forklare bankens tidligere rentesetting basert på utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Fremover viser denne enkle renteregelen en utvikling i styringsrenten om lag i tråd med Norges Banks anslag på renten i denne rapporten, se figur 1.24.

Usikkerhet i anslagene

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

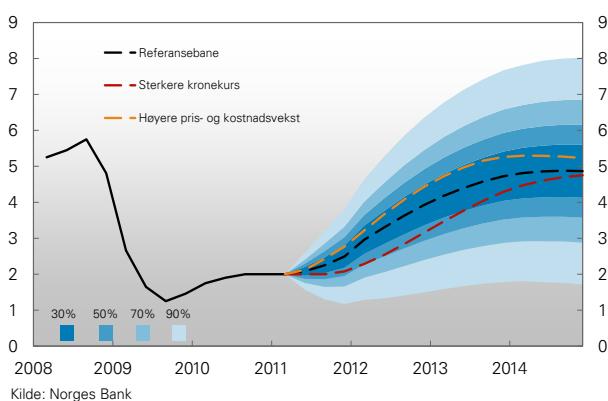
Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.16 a-d. Bredden på viftene er basert på forstyrrelser som har funnet sted tidligere, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.

I våre prognoser har vi lagt til grunn at kronkursen svekker seg noe fremover. Det er god vekst i norsk økonomi, og oljeprisen har steget. Vi kan ikke utelukke at kronen styrker seg videre, enten fordi markedsaktørene får et mer positivt syn på norsk økonomi eller på grunn av de høye råvareprisene.

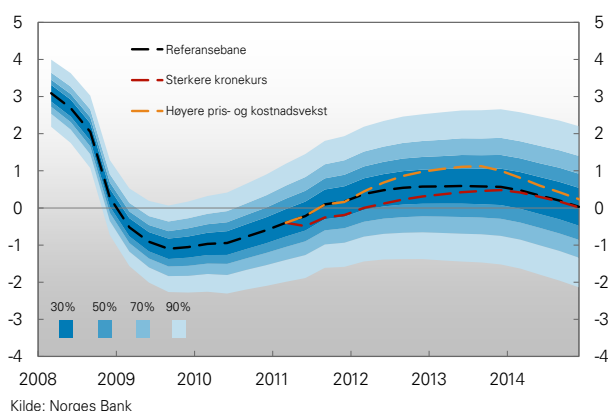
I figurene 1.25 a-c (røde linjer) illustreres virkningen av en sterkere krone. Vi har i denne illustrasjonen beregningsteknisk lagt til grunn at kronkursen, målt ved den importveide kursindeksen (I-44), styrker seg til 86 og blir liggende på dette nivået ut året. Det vil gi lavere prisvekst. For å nå inflasjonsmålet på mellomlang sikt og for å holde produksjonen oppe, blir renten i denne beregningen liggende på dagens nivå til utgangen av 2011. Deretter økes renten gradvis, om lag i takt med økningen i renten ute.

Prisene på olje og andre råvarer vi eksporterer, har steget nokså markert siden i fjor høst. Så langt har en fortsatt stigende importandel fra lavkostnadsland trukket ned konsumprisveksten her hjemme. I anslagene legger vi til grunn fortsatt lav importert prisvekst. Vi kan likevel ikke utelukke at vi undervurderer effekten av økte råvarepriser på prisene her hjemme. Den markerte veksten i prisene på olje og andre råvarepriser kan også gi en sterkere oppgang i norsk økonomi enn vi har lagt til grunn.

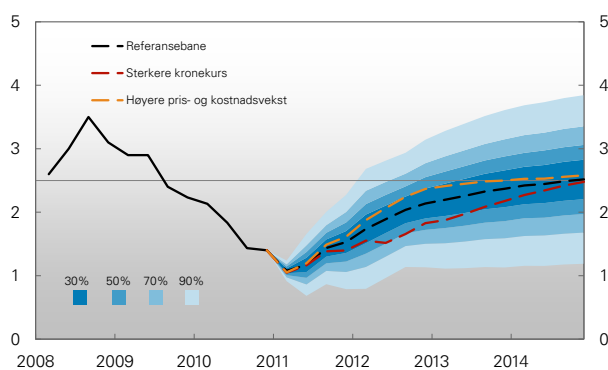
Figur 1.25a Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Figur 1.25b Produksjonsgapet i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



Figur 1.25c KPIXE¹⁾ i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



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

I figurene 1.25 a-c (gule linjer) illustreres virkningen av høyere pris- og kostnadsvekst og en sterkere oppgangskonjunktur i norsk økonomi. På kort sikt kan økte råvarepriser slå ut i tiltakende prisvekst. Det er i dette alternativet beregningsteknisk lagt til grunn at prisveksten øker til 2 prosent mot slutten av året.

Høye eksportpriser kan gi økt fremtidstro og sterkere etterspørsel. I første omgang vil husholdningenes konsum øke, men også oljeinvesteringene og andre foretaksinvesteringer kan ta seg opp. I alternativet har vi lagt til grunn at oljeinvesteringene øker med om lag 10 prosent i gjennomsnitt i årene 2011–2013. Et slikt bilde er forenlig med sterkere vekst i sysselsettingen og lavere arbeidsledighet. Det vil etter hvert kunne trekke lønnsveksten opp mot 5¼ prosent i 2013. Renten vil i så fall bli satt raskere opp enn vi nå ser for oss for å holde inflasjonen nær målet, og for å hindre en for sterk konjunkturoppgang. I dette alternativet ligger renten nær 4 prosent ved halvårsskiftet i 2012.

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/10

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nokså lik prognosen fra Pengepolitisk rapport 3/10 på kort sikt, men litt høyere noe lenger fram, se figur 1. Anslagene er basert på en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Renten settes slik at inflasjonen over tid ligger nær 2,5 prosent.

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

Markedets forventninger til styringsrentene hos våre handelspartnere de neste kvartalene har økt siden forrige rapport. På lang sikt er markedsrentene nå nær det nivået som ble lagt til grunn i PPR 3/10. Økte renter ute trekker isolert sett i retning av økt rente også i Norge, fordi en lavere rentedifferanse vil kunne føre til at kronen svekker seg slik at prisveksten her hjemme stiger, se oransje søyler. Til tross for en lavere rentedifferanse mot utlandet, har kronen styrket seg, blant annet som følge av uro i Midtøsten og

økt oljepris. Analysene bygger på en noe sterkere kronekurs enn i forrige rapport. Det trekker i retning av lavere rente, se grønne søyler. Det er lagt til grunn at noe av styrkingen av kronen vi har sett i det siste, vil bli reversert når forholdene i oljemarkedet normaliseres.

Påslagene i pengemarkedet er litt høyere enn anslått i forrige rapport. Det trekker isolert sett i retning av en lavere styringsrente, se lilla søyler.

I denne rapporten er det lagt til grunn høyere befolkningsvekst enn i Pengepolitisk rapport 3/10. Endringen i anslagene skyldes at innvandringen tok seg markert opp gjennom 2010, til historisk høye nivåer, se omtale i egen ramme på side 39. Det er grunn til å anta at den høye arbeidsinnvandringen vil fortsette en tid. Arbeidsinnvandringen gjør at norsk økonomi, alt annet likt, kan vokse mer uten at kapasitetsutnyttningen øker og pris- og kostnadsveksten tiltar. I tillegg har bytteforholdet bedret seg. Etterspørselen etter varer og tjenester er oppjustert i tråd med dette. Vi har samtidig lagt til grunn at investeringene vil vokse noe mer enn den økte befolkningsveksten isolert sett skulle tilsi, blant annet som følge av at det trolig er et oppdemmet boligbehov. Oljeinvesteringene antas også å øke litt

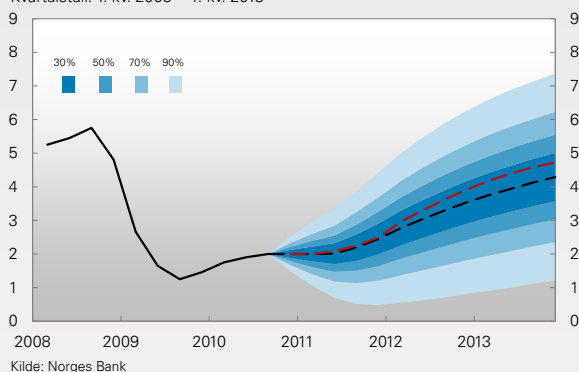
mer enn tidligere anslått. Høyere investeringer trekker renteprognosen litt opp mot slutten av prognoseperioden, se blå søyler.

Den underliggende prisveksten gikk mer ned enn ventet i begynnelsen av inneværende år. Det trekker renteprognosen ned, se røde søyler. Det ser ut til at prisene på importerte konsumvarer faller mer enn ventet, blant annet som følge av at stadig mer importeres fra lavkostland. Noe høyere lønnsvekst og høyere energipriser trekker prisveksten på norskproduserte varer og tjenester opp, mot slutten av prognoseperioden.

Inneværende år trekkes renteprognosen i tillegg noe opp av en skjønnsmessig gjennomskjæring, se lyseblå søyler. Det skyldes at høyere vekst fram i tid trekker i retning av høyere rente nå for å motvirke risikoen for en ustabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Uten denne gjennomskjæringen, ville tekniske beregninger tilsagt et lite, men kortvarig fall i styringsrenten.

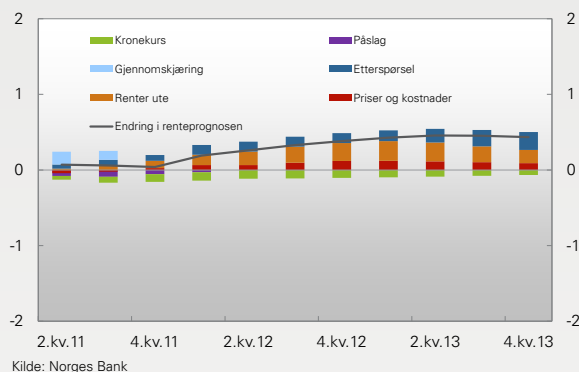
Endringene i anslagene for andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1. Endringene i anslagene gjenspeiler endringen i renteprognosen slik den fremkommer i figur 2.

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/10 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/11 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognozen fra PPR 3/10. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kv. 2011 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/11. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/10 i parentes.

	2011	2012	2013	2014
KPI	1½ (¼)	1¾ (-¼)	2¼ (0)	2½
KPI-JAE	1 (-¼)	2 (0)	2¼ (0)	2½
KPIXE ¹⁾	1¼ (-¼)	2 (0)	2¼ (0)	2½
Årslønn	4 (¼)	4½ (¼)	4¾ (¼)	4¾
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4¼ (¼)	4 (¾)	3¼ (1)	2¾
BNP Fastlands-Norge	3¼ (¼)	3¾ (¾)	3¼ (½)	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ²⁾	0 (¼)	½ (¼)	½ (0)	¼
Sysselsetting, personer (rate, nivå)	1¼ (¼)	1½ (¼)	1½ (¾)	1
Registrert ledighet (rate, nivå)	2¾ (0)	2½ (0)	2½ (0)	2½

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 3/10 parentes.

	Andel av verdens BNP ¹⁾ (prosent)	2011	2012	2013 – 2014 ²⁾
USA	20	2¾ (¾)	3 (¼)	3¾
Euroområdet	15	1½ (¼)	1½ (-¼)	2
Storbritannia	3	1½ (-½)	2 (-¼)	3
Sverige	0,5	4½ (1)	2½ (-½)	2½
Kina	13	9¼ (0)	9 (0)	9
Norges handelspartnere ³⁾	65	2½ (0)	2½ (0)	2¾
Verden ⁴⁾	100	4¼	4½	4¾

¹⁾ Kjøpekraftsjustert BNP (PPP) i 2010

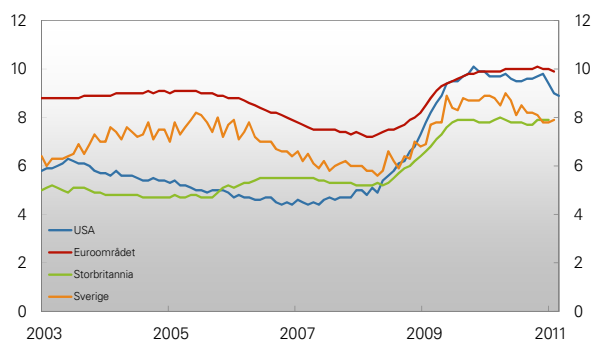
²⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

³⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

⁴⁾ BNP-vekter (PPP). Norges Banks anslag for 26 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF

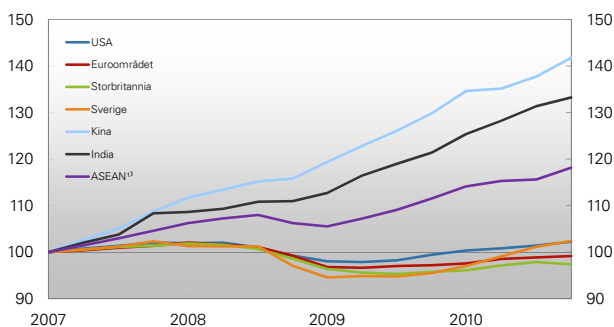
Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

Figur 2.1 Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Januar 2003 – februar 2011



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.2 BNP i faste priser. Indeks, 1. kv. 2007 = 100. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2010



¹⁾ Indonesia, Malaysia, Filippinene og Thailand. BNP-vektet (PPP)

Kilder: CEIC, IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

2 Nærmere om anslagene

Internasjonal økonomi

Utviklingen siden forrige pengepolitiske rapport har vært bedre enn ventet i de fleste land og regioner. Både global industriproduksjon og internasjonal handel fortsatte å øke i fjor høst. Så langt i år, peker en rekke indikatorer i retning av god vekst den nærmeste tiden. På den annen side har oljeprisen steget markert siden forrige rapport. Vedvarende høy oljepris vil bidra til å trekke ned veksten internasjonalt. Det er uklart hva som vil bli de økonomiske virkningene av jordskjelvet i Japan. Samlet tilsier utviklingen samme anslag på BNP-vekst hos våre handelspartnere for inneværende og neste år som i forrige rapport, se tabell 2.1.

Veksttakten er fortsatt svært ujevn. I de fleste industriland er kapasitetsutnyttningen lavere enn normalt, og arbeidsledigheten høy, se figur 2.1. I mange av disse landene er det fortsatt behov for nedbelåning i både privat og offentlig sektor. Kredittilgangen er lavere enn normalt, og finanssektoren virker fortsatt å være skjør i en del land. Vi venter derfor at veksten i USA og flere land i Europa også de nærmeste årene vil være lavere enn det som har vært vanlig i oppganger etter økonomiske tilbakeslag. Samtidig har oppgangen vært sterk i mange fremvoksende økonomier. I Asia er aktiviteten nå godt over nivåer fra før krisen, se figur 2.2. I de siste årene er det fremvoksende økonomier som har bidratt mest til den økonomiske veksten i verden. Vi venter at det vil fortsette de nærmeste årene, se figur 2.3. Samlet legger vi til grunn en global vekst på rundt 4¼ prosent i år og 4½ neste år, se tabell 2.1.

I USA ventes den økonomiske veksten å holde seg rundt 3 prosent de nærmeste årene. Veksten i husholdningenes konsum vil holdes oppe både av nye finanspolitiske tiltak vedtatt i fjor høst og en gradvis bedring i arbeidsmarkedet. På den annen side vil tillit og konsum trolig påvirkes negativt av det svake boligmarkedet. Det store antallet usolgte boliger ventes å prege både aktivitet og pris-

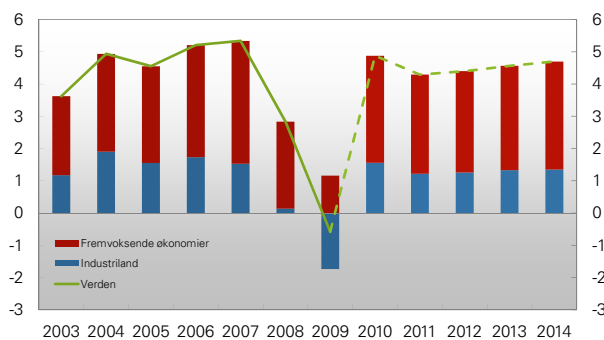
utvikling en stund fremover. I tillegg må mange av delstatene dempe utgiftsveksten og øke skattene for å unngå høye underskudd. Veksten i foretaksinvesteringene anslås å øke noe de nærmeste årene som følge av lave finansieringskostnader, bedre kredittilgang og noe bedre vekstutsikter.

For euroområdet legger vi til grunn en BNP-vekst på 1½ prosent i år og neste år. Innstramminger i offentlige budsjetter vil trolig dempe aktiviteten de nærmeste årene. Husholdningenes konsum modereres av lav vekst i disponibel inntekt. Det er også en risiko for fortsatt uro i finansmarkedene knyttet til utviklingen i gjeldssituasjonen i blant annet Irland, Hellas, Portugal og Spania. Til tross for ambisiøse innstrammingsplaner, se figur 2.4, vil disse landene være sårbare for brå stemningsskift i markedene på grunn av utstrakt behov for refinansiering av gjeld og usikkerhet om soliditeten i finanssektoren. Vekstutsiktene i de mest gjeldstyngede landene er svakere og mer usikre enn i kjernelandene Tyskland, Frankrike og Nederland. Som følge av de utfordringene og risikoene denne regionen står overfor har vi justert ned anslagene for BNP-vekst i euroområdet for 2012 og 2013 i forhold til forrige rapport. På litt lengre sikt venter vi imidlertid at reformene som nå gjennomføres i offentlig sektor og i arbeidsmarkedet, vil bidra til å øke vekstevnen.

Finanspolitiske innstramminger ventes å dempe veksten også i Storbritannia de nærmeste årene. Svake arbeids- og boligmarkeder vil dempe oppgangen i konsumet. I Sverige er veksten for tiden svært høy, og kapasitetsutnyttningen ventes å være tilbake på normalt nivå i løpet av neste år. Etter hvert som gjeninnhenting i industrisektoren fullføres, vil veksttakten modereres igjen, dempet av pengepolitiske innstramminger.

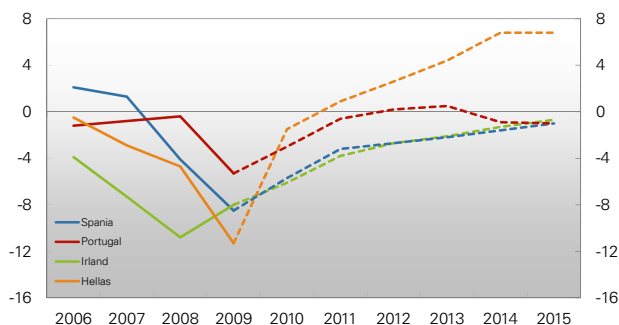
I fremvoksende økonomier i Asia venter vi at aktivitetsveksten vil dempes noe fra den rekordhøye veksten flere av landene der oppnådde i 2010. Pengepolitikken strammes til for å motvirke for sterk vekst i konsum- og formuespriser og kreditt. Sammen med bortfall av de siste årenes ekspansive finanspolitikk vil det bidra til å dempe den høye veksten i innenlandsk etterspørsel etter varer og tjenester. Vi ser for oss en moderat styrking i realvaluta-

Figur 2.3 BNP-vekst i verden. Bidrag fra fremvoksende økonomier og industriland¹⁾. Prosent. 2003 – 2014²⁾



1) IMF's gruppering av land (33 industriland og 148 fremvoksende). Løpende BNP-vekter (PPP)
2) Norges Banks anslag for 26 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF
Kilder: IMF og Norges Bank

Figur 2.4 Innstrammingsplaner i enkelte land i euroområdet. Strukturell primærbalanse. Prosent av potensielt BNP. 2006 – 2015¹⁾



1) IMF's anslag for 2010 - 2015. Stiplede linjer
Kilde: IMF (Fiscal Monitor november 2010)

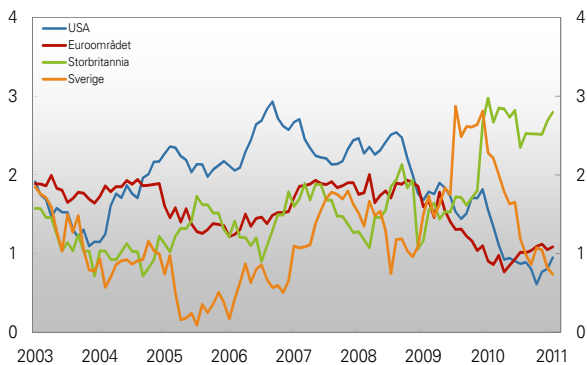
Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 3/10 parentes.

	2011	2012	2013–14 ¹⁾
USA	2¼ (1¼)	1½ (0)	2
Euroområdet ²⁾	2¼ (1¼)	1½ (¼)	1¾
Storbritannia	4¼ (1¾)	2¼ (¾)	2
Sverige	2½ (¾)	2¼ (-¼)	2¼
Kina	4½ (1¾)	3½ (1½)	2½
Norges handelspartnere ³⁾	2½ (1)	2 (¼)	2
Oljepris Brent Blend ⁴⁾	111,8	111,8	108,2

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år
²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)
³⁾ Importvekter, 26 viktige handelspartnere
⁴⁾ USD per fat. Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. For 2011 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

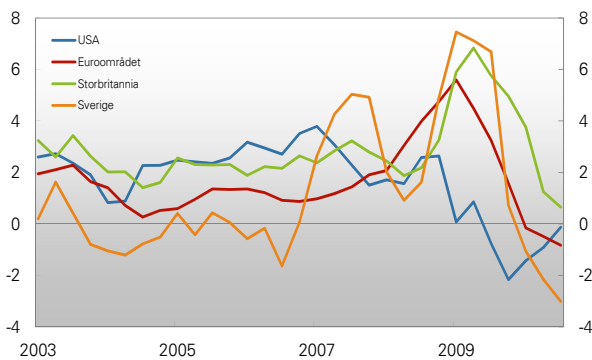
Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.5 Konsumpriser uten matvarer og energi¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2003 – januar 2011



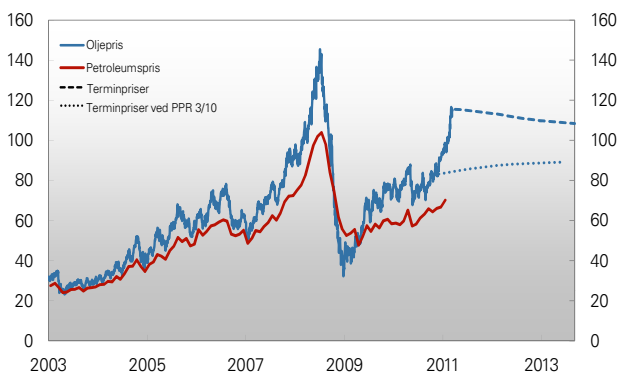
1) HICP utenom energi, mat, alkohol og tobakk for euroområdet, Storbritannia og Sverige
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.6 Lønnskostnader per produsert enhet. Firekvartalersvekst. Prosent. 1.kv. 2003 – 3. kv. 2010



Kilde: OECD

Figur 2.7 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumseksport¹⁾ (USD/fat). Januar 2003 – september 2013



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

kursen for de fleste fremvoksende økonomiene i Asia, noe som vil bidra til å dempe veksten i nettoeksporten.

På grunn av høy vekst i priser på mat og energi tiltok inflasjonen hos Norges handelspartnere mot slutten av 2010. Høye råvarepriser vil gi tiltakende tolv månedersvekst i konsumprisene også i første halvår 2011. Anslaget for KPI-veksten hos handelspartnerne for 2011 er oppjustert med 1 prosentenheter fra forrige pengepolitiske rapport, se tabell 2.2. I tillegg til veksten i råvarepriser, antas godt forankrede inflasjonsforventninger og høyere indirekte skatter og avgifter å holde prisveksten oppe i industrilandene i anslagsperioden. Kapasitetsutnyttningen i industrilandene er imidlertid fortsatt under det normale, og prisveksten justert for mat og energi er lav i USA og euroområdet, se figur 2.5. Kostnadsveksten har avtatt både som følge av lav lønnsvekst og fordi produktivetsveksten har tatt seg opp, se figur 2.6. Vedvarende høy arbeidsledighet vil trolig dempe lønnsveksten også fremover. Underliggende inflasjon ventes derfor å forbli lav i en periode, før den gradvis tar seg opp gjennom 2012 og 2013. I mange fremvoksende økonomier er allerede kapasitetsutnyttningen på eller over normalt nivå, og inflasjonen utenom mat og energi er også på vei opp. For disse landene venter vi at noe lavere vekst i aktiviteten, høyere styringsrenter og sterkere valutaer vil dempe inflasjonen utover i fremskrivingsperioden. Anslagene for prisveksten hos handelspartnerne er samlet noe oppjustert også for årene etter 2011.

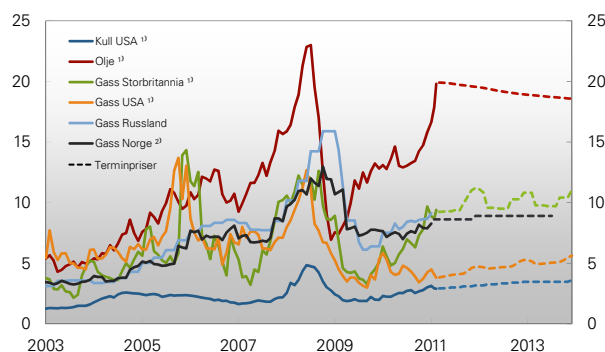
Oljeprisen har steget markert siden siste rapport og ligger nå på 115 dollar per fat. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.7. De ligger 20 – 30 prosent høyere enn i forrige rapport for perioden 2011 – 2014. Global oljeetterspørsel var meget sterk i 2010. Veksten ventes å være en del lavere i de kommende årene, men likevel høyere enn snittet for perioden 2000 – 2007. De viktigste bidragene til veksten vil komme fra fremvoksende økonomier. Økningen i produksjonen i landene utenfor OPEC ventes å bli en god del lavere enn veksten i global oljeetterspørsel. Uroen i Nord-Afrika og Midtøsten har i tillegg skapt økt usikkerhet om tilgangen på olje fremover. I Libya har produksjonen falt mye.

De øvrige OPEC-landene har ledig produksjonskapasitet til å kompensere for dette. Men oljeprisen kan stige enda mer hvis den politiske uroen i Nord-Afrika og Midtøsten varer ved eller sprer seg. Skulle imidlertid veksten i verdensøkonomien bli betydelig lavere enn det vi nå ser for oss, og usikkerheten om tilgangen på olje avtar, kan oljeprisen falle mye på kort sikt, særlig fordi oljelagrene i OECD-landene fremdeles er relativt høye.

Prisen på eksport av norsk gass økte i fjerde kvartal 2010. Det må ses i sammenheng med rekordkaldt vær i Europa. I tillegg påvirkes trolig den delen av norsk gass som selges på langsiktige oljeindekserte kontrakter av den markerte oppgangen i oljeprisen som startet allerede våren 2009. Prisen på norsk gass kan øke videre som følge av ytterligere økning i oljeprisen i det siste og høyere priser på britisk gass så langt i første kvartal, se figur 2.8. Siden en større andel av gassen nå selges til spotpris, vil prisen antakelig ikke øke så mye som den historiske sammenheng med oljeprisen skulle tilsi.

The Economists råvareindeks har økt kraftig siden forrige rapport, se figur 2.9. Skulle indeksen holde seg på dagens nivå ut 2011, vil økningen fra 2010 til 2011 bli vel 35 prosent. Oppgang i prisene for industrimetaller gjenspeiler både høy aktivitet i fremvoksende økonomier og bedre utsikter for OECD-landene. For eksempel har prisene på kobber steget mye, se figur 2.10. Det må ses i sammenheng med lave lagre og vanskelige forhold på tilbudssiden. Også aluminiumsprisen har steget en god del og er nå dobbelt så høy som ved bunnen i begynnelsen av 2009. Ved siden av høy vekst i fremvoksende økonomier og stigende energipriser henger den sterke økningen i prisene for matvarer særlig sammen med reduserte faktiske og forventede avlinger i mange land som følge av dårlig vær. Enkelte viktige produsentland har dessuten innført eksportrestriksjoner, for eksempel Russland og Ukraina for hvete, mens viktige importland, for eksempel Egypt og Algerie, forserer innkjøp for å gardere seg mot eventuelle ytterligere prisøkninger. Matvareprisene er allerede høyere enn under matvarekrisen i 2007 – 2008, se figur 2.9. I tillegg øker også prisene for jordbruksvarer utenom mat betydelig. Economists delindeks for denne undergruppen er nå 85 prosent høyere enn ved toppen i 2008.

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



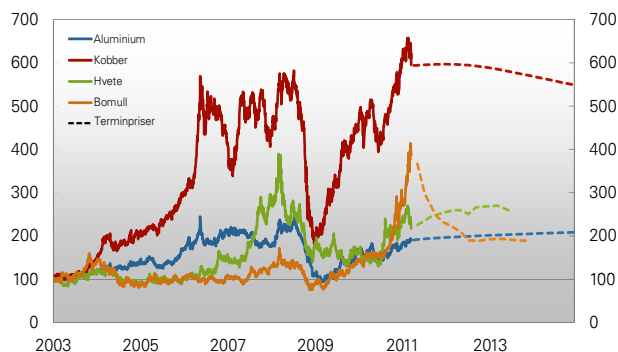
1) For mars 2011 er gjennomsnitt av dagstall brukt.
2) For Norge er beregning av fremtidig gasspris basert på forutsetninger i Nasjonalbudsjettet 2011
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

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



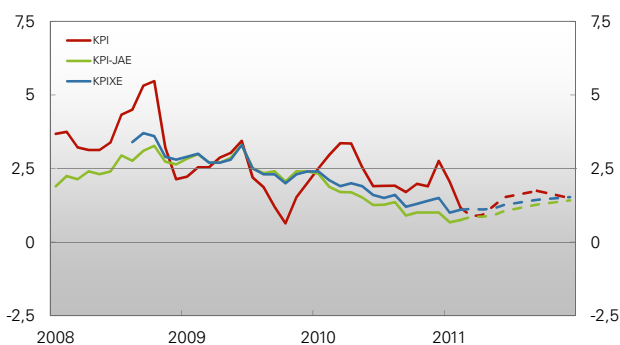
Kilde: Thomson Reuters

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



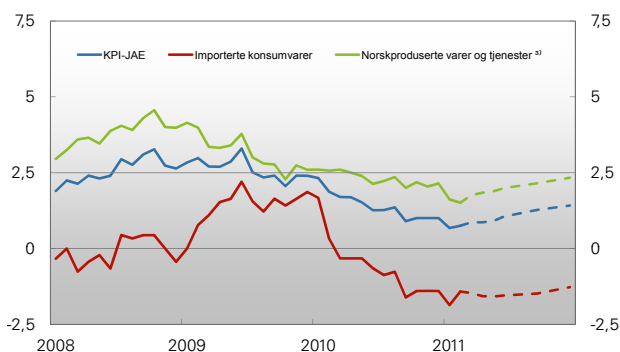
Kilder: CME Group og Thomson Reuters

Figur 2.11 KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – desember 2011³⁾



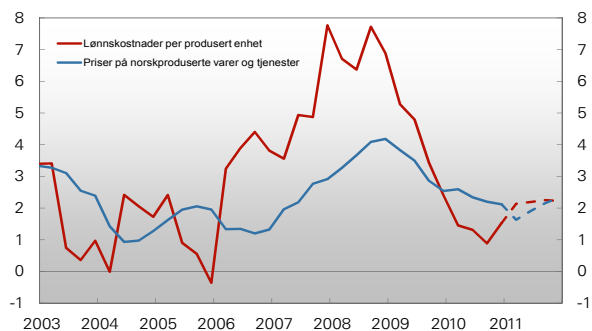
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
 3) Anslag for mars 2011 – desember 2011 (stiplet). Månedstall fram til juni 2011, deretter kvartalstall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

Figur 2.12 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2008 – desember 2011²⁾



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

Figur 2.13 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge¹⁾ og priser på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE.²⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2011²⁾



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

Norsk økonomi det neste året

Priser

Høye elektrisitetspriser har ført til at konsumprisene (KPI) har steget noe mer enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/10. I februar var tolv månedersveksten i KPI 1,2 prosent. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 1,1 prosent. Det var noe lavere enn anslått i forrige rapport. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 0,8 prosent, se figur 2.11.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE avtok markert gjennom 2010 og har fortsatt å falle inn i 2011. Nedgangen har vært større enn antatt i forrige rapport. I februar var årsveksten 1,5 prosent, se figur 2.12. Lavere kostnadsvekst, lavere enn normal kapasitetsutnyttning og økt priskonkurranse i dagligvarebransjen har bidratt til å dempe prisveksten. Vi venter at priskonkurransen fortsatt vil dempe prisveksten de nærmeste månedene. Videre fremover legger vi til grunn at kostnadsveksten vil tilta noe, se figur 2.13. Det kan bidra til høyere prisvekst. Vi anslår også at veksten i transportprisene vil ta seg opp som følge av økte energipriser. Samlet sett venter vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE vil øke fra 1¼ prosent i første kvartal til 2¼ prosent i fjerde kvartal. Det er i tråd med at kontaktene i det regionale nettverket venter økt prisvekst det nærmeste året.

Lavere prisvekst ute på de varene vi importerer og styrkingen av kronen gjennom 2009 og inn i 2010 har bidratt til sterk nedgang i prisveksten på importerte konsumvarer i KPI-JAE. I februar var årsveksten -1,4 prosent. Kronekursen er ventet å være om lag 1½ prosent sterkere i 2011 enn i 2010. Økte råvarepriser bidrar til sterkere prisimpulser fra utlandet fremover, men det motvirkes av fortsatt vridning av importen mot lavkostnadsland, se figur 2.14. Vi anslår at firekvartalersveksten i prisene på importerte konsumvarer i KPI-JAE vil være nær -1½ prosent de nærmeste kvartalene.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE vil ta seg opp fra ¾ prosent i første kvartal til 1½ prosent i

fjerde kvartal. Anslagene i andre halvår er noe høyere enn fremskrivningene fra vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM)¹, se figur 2.15. Vi anslår at de økte energiprisene vil ha virkninger blant annet på prisene på flyreiser. Slike annenrundeeffekter fanges i mindre grad opp i SAM.

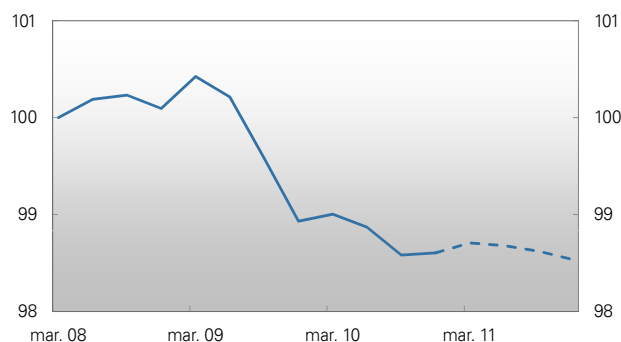
Fremtidsprisene for elektrisitet og olje tyder på at veksten i KPIXE vil ligge noe over veksten i KPI-JAE de nærmeste kvartalene. Vi anslår at firekvaralersveksten i KPIXE vil være 1½ prosent ved utgangen av 2011. I gjennomsnitt for hele 2011 anslår vi at KPIXE og KPI vil stige med henholdsvis 1¼ og 1½ prosent.

Produksjon og etterspørsel

Oppgangen i norsk økonomi ser ut til å ha fått godt feste. Ifølge nasjonalregnskapet har BNP for Fastlands-Norge steget siden høsten 2009, se figur 2.16. Årsveksten i 2010 var 2,2 prosent. Veksten avtok mot slutten av 2010, men var påvirket av spesielle forhold. Holder vi fiske, finansiell tjenesteyting og kraftforsyning utenom, økte bruttoproduktet i fastlandsøkonomien med 0,7 prosent (sesongjustert) i fjerde kvartal. Vi venter at veksten i første kvartal i år vil bli ¾ prosent. Veksten anslås deretter å ta seg opp til rundt 1 prosent per kvartal i gjennomsnitt gjennom resten av året. Det er privat konsum og investeringene som bidrar mest til oppgangen. BNP for Fastlands-Norge anslås å stige med 3¼ prosent i 2011. Dette er høyere enn i forrige rapport og gjenspeiler i stor grad at vi legger til grunn en høyere befolkningsvekst enn sist, noe som bidrar til økt arbeidstilbud og økt etterspørsel fra husholdningene. Vi anslår også høyere vekst i petroleumsinvesteringene og i eksporten fra Fastlands-Norge enn i forrige rapport.

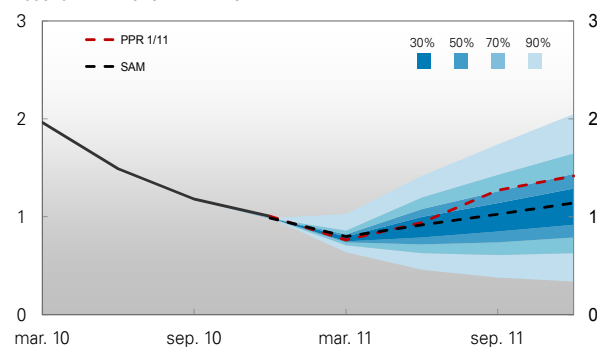
Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i begynnelsen av året at aktiviteten hadde steget markert de siste tre månedene. Bedriftene venter fortsatt god vekst de nærmeste kvartalene, se figur 2.16. Vekstutsiktene er noe oppjustert siden november. Det ventes sterkest vekst i oljeleverandørnæringen, bygg og anlegg og tjenesteyting rettet mot husholdningene.

Figur 2.14 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Indeks, 1. kv. 2008 = 100. 1. kv. 2008 - 4. kv. 2011¹⁾



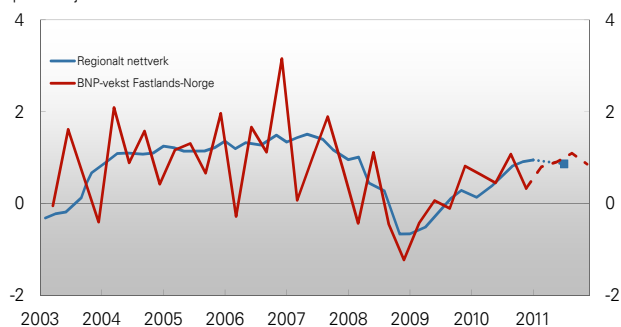
1) Anslag for 1. kv. 2011 - 4. kv. 2011 (stiplet)
Kilde: Norges Bank

Figur 2.15 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvaralersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 - 4. kv. 2011³⁾



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

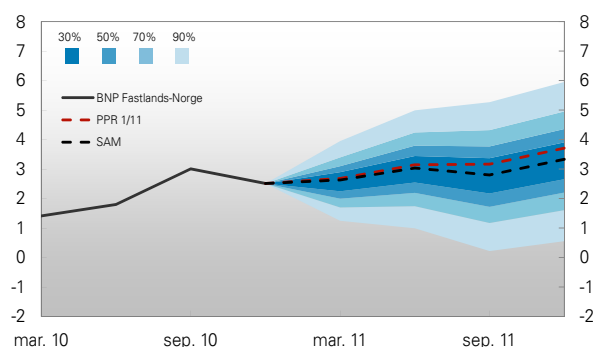
Figur 2.16 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2003 - 4. kv. 2011²⁾



1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er januar 2011. Siste observasjon for BNP-vekst er 4. kvartal 2010, anslag for 1. kv 2011 - 4. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

Figur 2.17 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2011²⁾

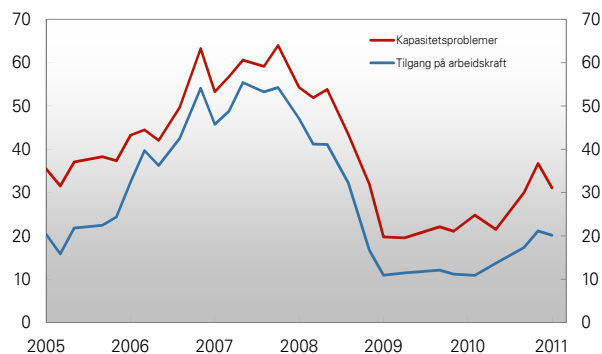


1) System for sammenveining av korttidsmodeller
2) Anslag for 1. kv. 2011 – 4. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene for BNP Fastlands-Norge er noe høyere enn prognosene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.17. Det henger sammen med at vi anslår en høyere befolkningsvekst enn i forrige rapport, som bare delvis fanges opp av korttidsmodellene i SAM. Referansebanen ligger likevel innenfor det mest sannsynlige utfallsrommet til SAM.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker, men er fortsatt trolig noe lavere enn normalt. Konjunkturbarometeret til Statistisk sentralbyrå tyder på at det fremdeles er mye ledig kapasitet i industrien. I vårt regionale nettverk har det siden i fjor sommer vært en gradvis oppgang i andelen bedrifter som melder at de vil ha problemer med å møte økt etterspørsel, se figur 2.18. Noen flere bedrifter rapporterer om at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen, men andelen er fortsatt forholdsvis lav.

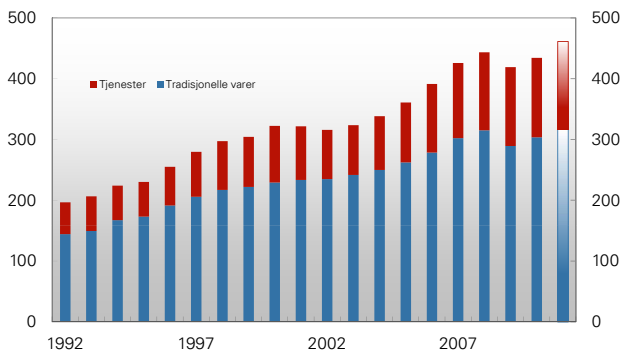
Figur 2.18 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft.¹⁾ Prosent. Januar 2005 – januar 2011



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

Veksten i økonomien fremover anslås høyere enn i forrige rapport. Samtidig anslår vi at produksjonskapasiteten også øker sterkere, blant annet som følge av sterkere vekst i tilbudet av arbeidskraft. I tillegg har produktivitetsveksten vært noe høyere enn ventet. Samlet ser vi for oss at produksjonsgapet lukkes noe raskere enn sist. Kapasitetsutnyttningen anslås å nå sitt normalnivå i løpet av sommeren.

Figur 2.19 Eksport fra Fastlands-Norge. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2011¹⁾



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

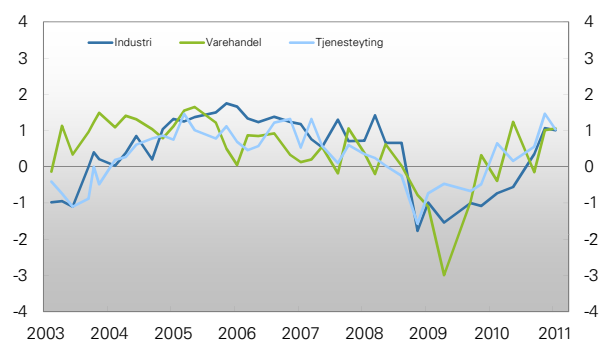
Eksporsten fra Fastlands-Norge har tatt seg opp siden sommeren 2009, drevet av god vekst i verdenshandelen og økt kapasitet i deler av norsk industri. Vi legger til grunn at verdenshandelen vil fortsette å vokse forholdsvis sterkt fremover, men noe svakere enn i 2010. Importen hos våre handelspartnere anslås å vokse med 5¼ prosent i 2011. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk meldte i begynnelsen av året at produksjonen ventes å øke klart de nærmeste seks månedene. Ordrestatistikken fra Statistisk sentralbyrå viser markert oppgang i ordretilgangen og -reservene fra eksportmarkedet i fjerde kvartal. Vi anslår at eksporten av tradisjonelle varer vil øke med 4¼ prosent i år, se figur 2.19.

Investeringene i fastlandsbedriftene tok seg opp gjennom 2010. Bedriftene i det regionale nettverket har rapportert at lønnsomheten og kapasitetsutnyttningen har steget de siste kvartalene. De planlegger å investere mer i 2011 enn i 2010, se figur 2.20. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse har meldt om lettelse i kredittpraksisen overfor bedriftene og økt låneetterspørsel de siste seks kvartalene. Tall for ordre og igangsetting tyder også på at investeringene vil øke fremover. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil øke med 6¾ prosent fra 2010 til 2011, se figur 2.21.

Privat konsum vokste sterkt i andre halvår i fjor. Høye strømpriser vil trolig bidra til lav konsumvekst i første kvartal i år. Flere av varehandelsbedriftene i vårt regionale nettverk rapporterte i januar at de høye strømprisene trolig hadde dempet omsetningen noe. Vi legger til grunn at strømprisene vil falle fram mot sommeren og anslår at den disponible realinntekten (utenom aksjeutbytte) vil øke med 3¼ prosent i år. Høy befolkningsvekst, lav rente, forholdsvis lav arbeidsledighet, positiv sparerate, høye tillitsindikatorer og solid vekst i boligprisene tilsier god vekst i konsumet fremover. Bedriftene i vårt regionale nettverk som tilbyr tjenester til husholdningene, venter markert vekst det neste halve året. Vi anslår at konsumet vil vokse med 3½ prosent i år, se figur 2.22. Husholdningenes høye gjeldsbelastning vil trolig bremse konsumveksten noe og bidra til at sparingen faller moderat, se figur 2.23.

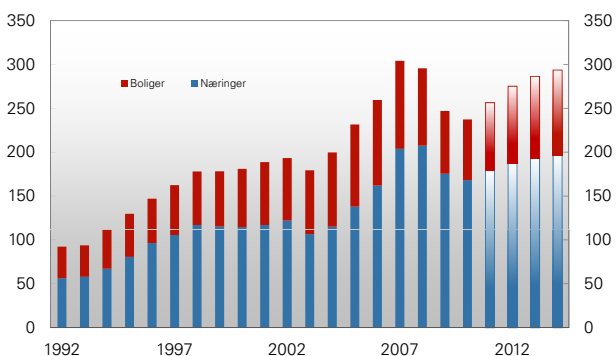
Boliginvesteringene steg gjennom 2010, men igangsettingen av nye boliger er fortsatt på et lavt nivå. I 2010 ble det ifølge Statistisk sentralbyrås byggearealstatistikk bare igangsatt 21 000 boliger. Høy befolkningsvekst, lav rente og økte boligpriser tilsier at boliginvesteringene vil ta seg videre opp. Salget av nye boliger har økt, og både tilgangen og beholdningen av ordre for boligbygg tok seg opp gjennom 2010, se figur 2.24. Vi anslår at igangsettingen vil øke markert og komme opp i en årlig rate på om lag 28 000 boliger mot slutten av året. Boliginvesteringene anslås å øke med 11½ prosent i 2011, se figur 2.21.

Figur 2.20 Investeringsplaner for neste 12 måneder sammenliknet med foregående 12 måneder. Indeks.¹⁾ Januar 2003 – januar 2011



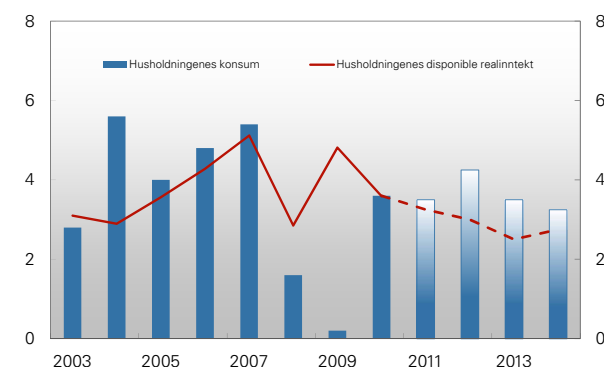
1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/2009 for nærmere omtale. Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.21 Investeringer i Fastlands-Norge utenom offentlig forvaltning. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2014¹⁾



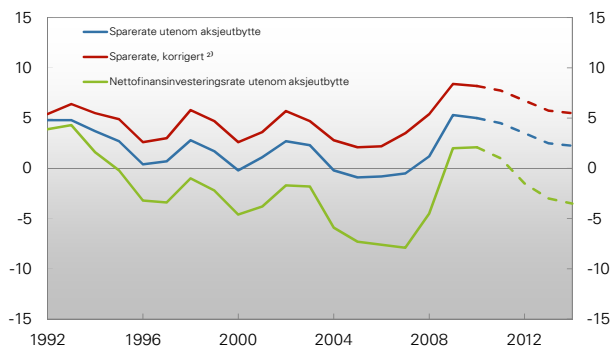
1) Anslag for 2011 – 2014. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.22 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2014³⁾



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

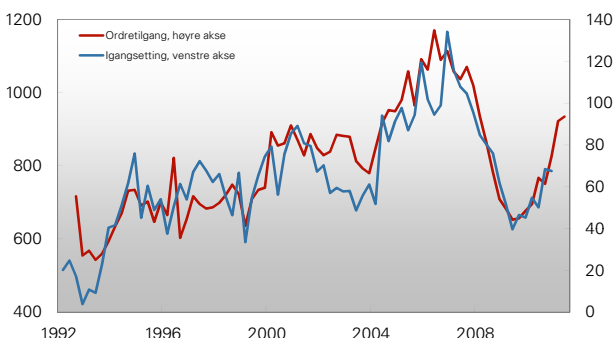
Figur 2.23 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1992 – 2014¹⁾



1) Anslag for 2011 – 2014 (stiplet)
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2014

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

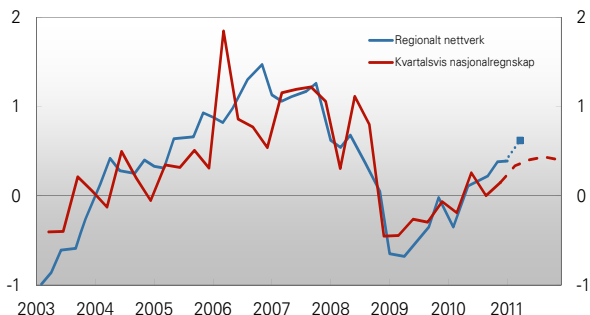
Figur 2.24 Igangsatt boligareal¹⁾ og ordretilgang for bygging av nye boliger²⁾, 1. kv. 1992 – 4. kv. 2010



1) I 1000 kvadratmeter. Sesongjustert
2) Sesongjustert verdiindeks deflatert med prisindeksen for boliginvesteringer fra nasjonalregnskapet. Forskjøvet to kvartaler fram. 2007 = 100

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.25 Sysselsetting¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder.²⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2011³⁾



1) Sesongjustert kvartalsvekst
2) Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/2009 for nærmere omtale

3) Siste observasjon for Regionalt nettverk er januar 2011. Siste sysselsettingsobservasjon i kvartalsvis nasjonalregnskap er 4. kvartal 2010, anslag for 1. kv. 2011 – 4. kv. 2011 (stiplet linje)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Arbeidsmarkedet

Sysselsettingen er på vei opp igjen. Ifølge nasjonalregnskapet har sysselsettingen steget siden i fjor sommer. Kontaktene i vårt regionale nettverk ventet i begynnelsen av 2011 god vekst i sysselsettingen de nærmeste tre månedene, se figur 2.25. Forventningsundersøkelser fra Næringslivets Hovedorganisasjon og Perduco fra første kvartal indikerer at etterspørselen etter arbeidskraft vil ta seg godt opp fra 2010 til 2011.

I første del av nedgangskonjunkturen etter finanskrisen unnlot bedriftene å redusere bemanningen så mye som nedgangen i produksjonen kunne tilsi, og bidro dermed til at produktiviteten falt, se figur 2.26. Siden høsten 2009 har produksjonen vært stigende. Det har i hovedsak skjedd ved at bedriftene har utnyttet den eksisterende arbeidsstokken bedre. Fremover legger vi til grunn at bedriftene i større grad også må øke bemanningen for å møte den økende etterspørselen fra utlandet og her hjemme. Produktiviteten anslås å øke i om lag samme takt som den har gjort det siste året, mens sysselsettingen ventes å ta seg klart opp, se figur 2.25.

Arbeidsinnvandringen har økt betydelig de siste årene, se utdyping side 39. Til tross for den høye arbeidsinnvandringen har arbeidsstyrken bare steget moderat siden høsten 2008. Det gjenspeiles i et markert fall i yrkesdeltakelsen, se figur 2.27. Noen trekker seg ut eller velger ikke å gå inn i arbeidsstyrken når etterspørselen etter arbeidskraft avtar. Mange unge har valgt å studere fremfor å søke arbeid. Yrkesdeltakelsen er likevel fortsatt høyere enn den var i 2006 når vi korrigerer for endringer i befolkningssammensetningen, se figur 2.27. De store etterkrigskullene, som nå nærmer seg pensjonsalder, beveger seg inn i aldersgrupper med lavere yrkesfrekvens. På den annen side er de fleste innvandrere i arbeidsdyktig alder. Samlet sett trekker likevel den underliggende befolkningsutviklingen i retning av noe lavere yrkesdeltakelse også fremover.

Vi legger til grunn at arbeidsstyrken vokser med 1/4 prosent i 2011. Arbeidsstyrken anslås å vokse om lag i takt med befolkningen fra 15 til 74 år når vi holder arbeidsdeltakelsen konstant for de ulike aldersgruppene, se tabell

2.3. Det vil innebære at den faktiske yrkesdeltakelsen faller videre.

Arbeidsledigheten endret seg ikke vesentlig gjennom 2010, og vi legger til grunn at den vil være om lag uendret også gjennom 2011, se figur 2.28. Det har sammenheng med at sysselsettingen og arbeidsstyrken ventes å stige om lag i samme tempo gjennom året. Den registrerte ledigheten justert for vanlige sesongvariasjoner var i februar 2011 på 72 000 personer, eller 2,8 prosent av arbeidsstyrken. Ifølge arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) var den sesongjusterte ledighetsraten i desember på 3,4 prosent.

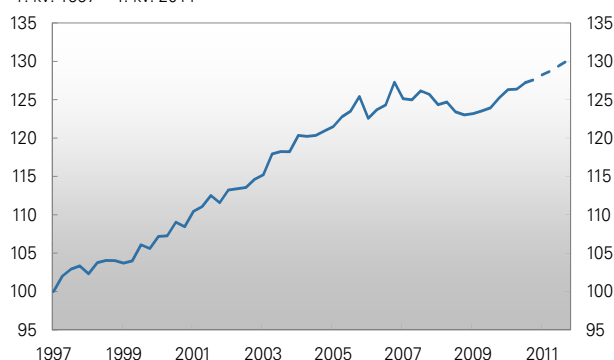
Lønn

Årslønnen økte ifølge nasjonalregnskapet med 3,6 prosent i fjor, som anslått i Pengepolitisk rapport 3/10. I den foreløpige rapporten fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslås den gjennomsnittlige årslønnsveksten fra 2009 til 2010 for ansatte i organiserte virksomheter og i offentlig forvaltning inklusive helseforetakene til 3¾ prosent.

Vi anslår at årslønnsveksten vil ta seg opp til 4 prosent i år. Lønnsveksten var relativt høy mot slutten av fjoråret. Det bidrar til at lønnsoverhenget inn i 2011 foreløpig er beregnet til 1¾ prosent, klart høyere enn lønnsoverhenget inn i 2010. Aktiviteten i norsk økonomi øker, og arbeidsledigheten er lav. Andelen bedrifter i det regionale nettverket som rapporterte at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen, har økt noe siden i fjor sommer. Den høye arbeidsinnvandringen vil kunne dempe lønnsveksten. Lønnsveksten kan også bli dempet av at lønnsveksten hos våre handelspartnere forventes å være lav.

Bedriftene i det regionale nettverket forventer en lønnsvekst i egne bedrifter i år på 3,5 prosent, se figur 2.29. Bedriftene i vårt regionale nettverk har imidlertid undervurdert lønnsveksten i anslag gitt tidlig på året. Med økt aktivitet i økonomien kan lønnsveksten bli noe høyere enn bedriftslederne nå legger til grunn.

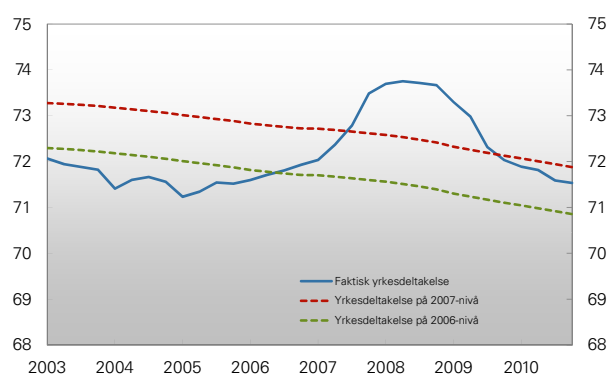
Figur 2.26 Bruttoprodukt per arbeidstime for Fastlands-Norge. Indeks, 1. kv. 2007 = 100. Sesongjusterte tall. Markedsverdi. 1. kv. 1997 – 4. kv. 2011¹⁾



1) Anslag for 1. kv. 2011 – 4. kv. 2011 (stiplet linje)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.27 Faktisk yrkesdeltakelse og utvikling i yrkesdeltakelsen som følge av den demografiske utviklingen.¹⁾ I prosent av befolkningen 15 – 74 år. Sesongjusterte tall. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2010



1) Gjennomsnittlig samlet yrkesdeltakelse gitt at yrkesdeltakelsen i hver aldersgruppe holdes uendret på 2006/2007-nivå

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

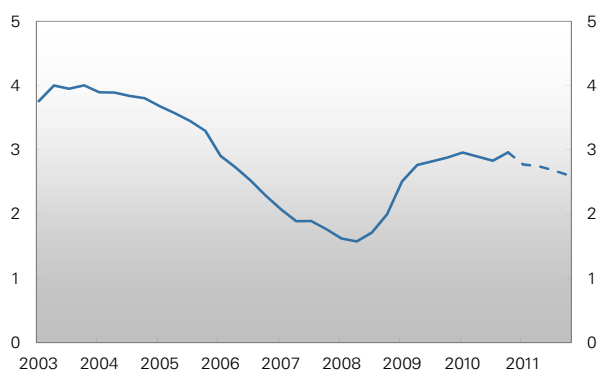
Tabell 2.3. Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

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

¹⁾ Yrkesdeltakelsen for hver aldersgruppe er holdt fast på 2007-nivå

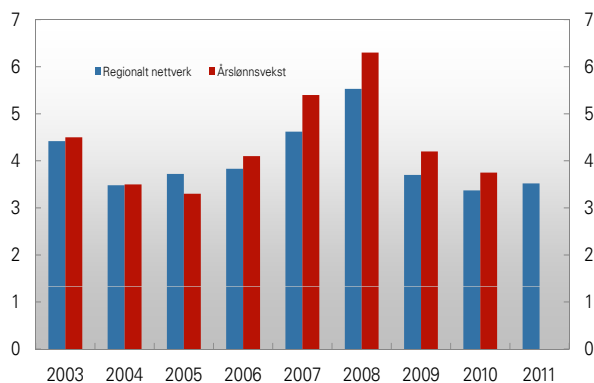
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.28 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjusterte tall. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2011¹⁾



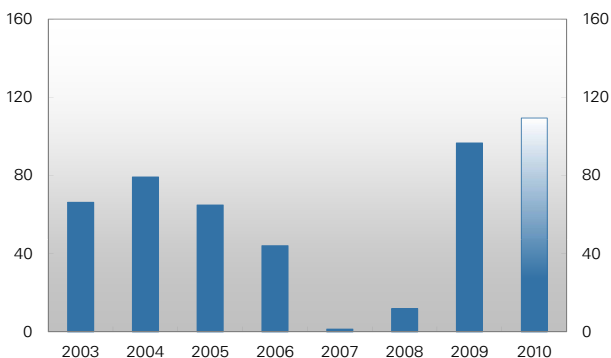
1) Anslag for 1. kv. 2011 – 4. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.29 Årslønnsvekst og anslag for årslønnsvekst fra Norges Banks regionale nettverk¹⁾. Prosent. 2003 - 2011²⁾



1) Anslagene er basert på Norges Banks regionale nettverks første intervjurunde i hvert år
2) Årslønnsveksten for 2010 er for ansatte i organiserte virksomheter og i offentlig forvaltning inklusive helseforetakene
Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene og Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.30 Oljekorrigert budsjettunderskudd. Milliarder kroner. 2003 – 2010¹⁾



1) Anslag for 2010
Kilde: Finansdepartementet

Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2011 til 2014

Finanspolitikken

Finanspolitikken bidro vesentlig til å dempe effekten av den internasjonale nedgangskonjunkturen i Norge. Bruken av oljepenger over statsbudsjettet, målt ved det oljekorrigerede budsjettunderskuddet, økte fra 1 milliard kroner i 2007 til 97 milliarder kroner i 2009, se figur 2.30.

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på Nasjonalbudsjettet 2011. Der ble det strukturelle oljekorrigerede underskuddet i 2011 anslått til 128 milliarder kroner, 7 milliarder kroner høyere enn anslaget på den forventede realavkastningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). I nysalderingen av statsbudsjettet for 2010 fra desember i fjor ble anslaget på de strukturelle skatteinntektene i 2010 oppjustert med 5 milliarder kroner. Den nye informasjonen om 2010 tilsier ifølge Finansdepartementet at de strukturelle skatteinntektene i 2011 ville kunne bli oppjustert med om lag 3 milliarder kroner. Vi venter at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil komme nær et normalnivå i løpet av 2011. Vi legger derfor til grunn at høyere strukturelle skatteinntekter i 2011 brukes til å redusere underskuddet.

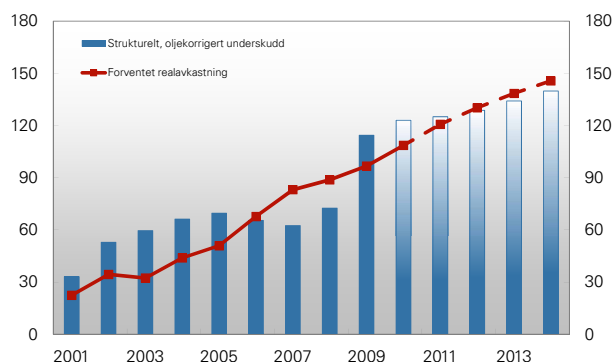
I Nasjonalbudsjettet 2011 ble fondet anslått å øke slik at den forventede realavkastningen vokser fra 121 milliarder kroner i 2011 til 146 milliarder kroner i 2014, målt i faste 2011-priser. Handlingsregelen åpner for merforbruk av oljepenger i nedgangskonjunkturer mot at det strammes inn tilsvarende i oppgangskonjunkturer. Kapasitetsutnyttningen anslås å bli noe høyere enn normalt i perioden fram mot 2014. Det tilsier at det brukes noe mindre enn 4 prosent av fondet. I våre anslag har vi lagt til grunn at det strukturelle underskuddet i 2014 blir 6 milliarder kroner lavere enn anslaget på den forventede realavkastningen i Nasjonalbudsjettet 2011, se figur 2.31.

Vi legger til grunn at offentlig konsum og investeringer vokser forholdsvis moderat i forhold til BNP for Fastlands-Norge i perioden 2012-2014. Dette må ses i lys av at utgiftsveksten til folketrygden ventes å tilta, i hovedsak som følge av økte utgifter til alderspensjon.

Petroleumsinvesteringene

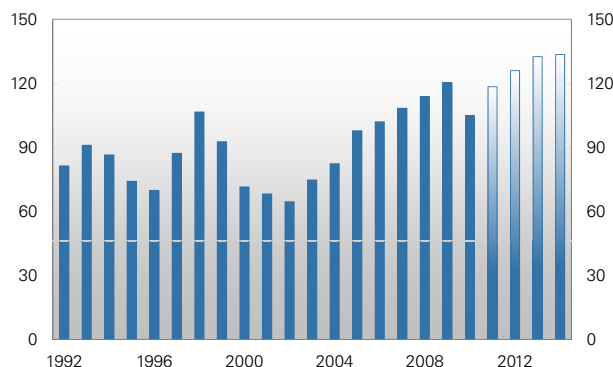
Investeringene i petroleumsvirksomheten falt med over 12 prosent i fjor etter å ha økt markert fra 2002 til 2009, se figur 2.32. Nedgangen i 2010 har sammenheng med at flere prosjekter ble utsatt som følge av finanskrisen og det påfølgende fallet i oljeprisen. De bedre utsiktene og den kraftige økningen i oljeprisen de siste to årene har ført til at oljeselskapene har vedtatt en rekke utbygginger på norsk sokkel. Vi legger til grunn at petroleumsinvesteringene vil øke med 12½ prosent i volum fra 2010 til 2011, med ytterligere 6½ prosent i 2012 og med 5¼ prosent i 2013. Investeringene i 2011-2013 trekkes opp av store investeringer på feltene Goliat og Valemon samt høy aktivitet i Ekofiskområdet og Sleipnerområdet, herunder på Gudrun.

Figur 2.31 Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2011-priser. Milliarder kroner. 2001 – 2014¹⁾



1) Anslag for 2010 – 2014
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.32 Petroleumsinvesteringer. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2014¹⁾



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

Utdypinger

Befolkningsvekst og arbeidsinnvandring
Etterprøving av anslagene for 2010

Befolkningsvekst og arbeidsinnvandring

Norge er inne i en periode med sterk vekst i befolkningen, se figur 1. I løpet av 2010 steg folketallet med 62 000 personer, en økning på 1,3 prosent. Ser vi bort fra 2008, må vi tilbake til 1920 for å finne et år med høyere prosentvis vekst i befolkningen. Målt i antall personer har folketallet aldri økt mer enn det gjorde i fjor.

Tidligere har fødselsoverskuddet vært drivkraften til høy befolkningsvekst. Den sterke befolkningsveksten de siste årene skyldes i hovedsak økt innvandring. I tillegg til svensker, som lenge har hatt tilgang til det norske arbeidsmarkedet, har innvandringen fra østeuropeiske land til tatt etter at EU-utvidelsene i 2004 og 2007 gjorde det enklere for borgere av disse landene å få arbeid i Norge. Lav arbeidsledighet og et relativt høyt lønnsnivå

har gjort Norge til et attraktivt mål for utenlandske arbeidssøkere.

Etterspørselen etter arbeidskraft økte kraftig gjennom den forrige høykonjunkturen. Finanskrisen dempet tilstrømmingen, men siden sommeren 2009 har den tatt seg opp igjen. Innvandringen har vært høyere enn vi ventet og høyere enn antatt i Statistisk sentralbyrås fremskrivninger fra juni i fjor. Nettoinnflyttingen i 2010 var på 42 000 personer. Etter statsborgerskap kom det flest polakker, fulgt av litauere og svensker, se figur 2. Tilgjengelig statistikk indikerer at mer enn to av tre innflyttere kom fra andre europeiske land.

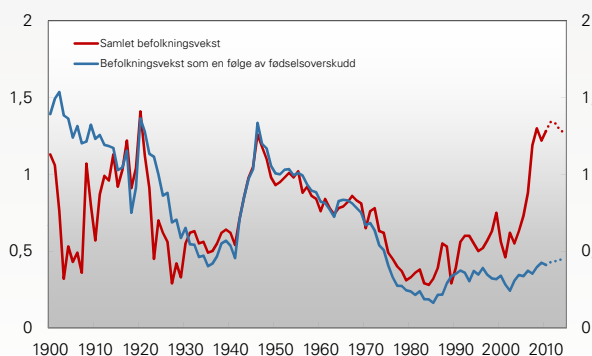
Etterspørselen etter arbeidskraft er igjen på vei opp. Vi legger til grunn at nettoinnflyttingen kan øke til 45 000 personer i 2011, og

at den kan bli liggende om lag på dette nivået i årene fremover. Dermed kan den samlede befolkningsveksten bli minst like høy som den har vært de siste årene.

Den høye innvandringen har bidratt til en markert vekst i arbeidsstyrken. Fram til slutten av 1990-tallet økte yrkesdeltakelsen som en følge av at stadig flere kvinner kom i arbeid. Dette var en viktig faktor bak veksten i arbeidsstyrken i denne perioden, se figur 3. De siste ti årene har yrkesdeltakelsen gått noe ned, men arbeidsstyrken var i 2010 likevel 9 prosent høyere enn i 2004. Vi legger til grunn at fortsatt høy arbeidsinnvandring vil gi god vekst i arbeidsstyrken også fremover.

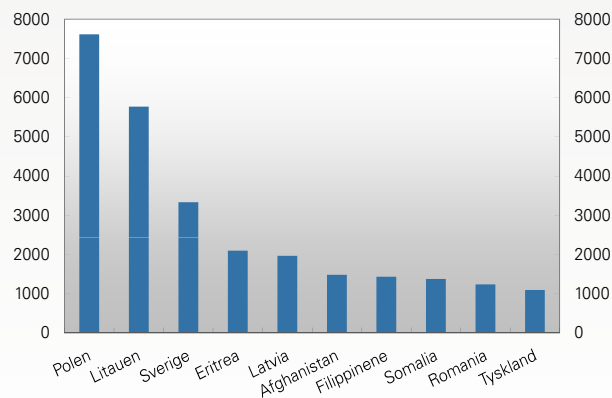
En voksende arbeidsstyrke betyr at økonomiens produksjonskapasitet stiger. Med høy arbeids-

Figur 1 Befolkning. Årlig vekst. Prosent. 1900 – 2014¹⁾



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

Figur 2 Nettoinnvandring i 2010. Etter statsborgerskap. Antall personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå

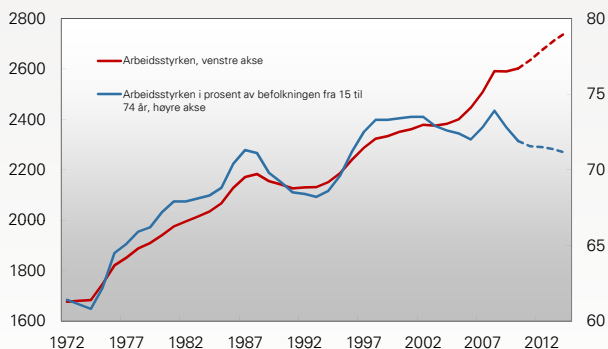
innvandring kan økonomien vokse raskere uten at det oppstår pris- og lønnspress, selv om det på enkelte områder kan oppstå flaskehals. Vi legger til grunn at den årlige veksten i produksjonskapasiteten i gjennomsnitt vil bli noe over 3 prosent fram mot 2014. Dette er høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/10, i hovedsak som følge av at

anslagene for innvandringen og arbeidsstyrken er oppjustert.

Arbeidsinnvandrerne bidrar også til å øke etterspørselen etter varer og tjenester. Høy innvandring kan føre til tiltakende press i boligmarkedet og til behov for å øke investeringene i infrastruktur. De fleste innvandrerne er mellom 20 og 40 år og har derfor en

høyere yrkestilbøyelighet enn befolkningen for øvrig. De vil også i mindre grad etterspørre helse- og omsorgstjenester. De første årene etter ankomst vil arbeidsinnvandrerne trolig bidra mest til å øke produksjonskapasiteten.

Figur 3 Arbeidsstyrken, i tusen personer, og arbeidsstyrken i prosent av befolkningen fra 15 til 74 år. Årstall. 1972 – 2014¹⁾



1) Anslag for 2011 – 2014

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Etterprøving av anslagene for 2010

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen er et viktig grunnlag for pengepolitikken. Etterprøving av anslagene kan gi oss bedre innsikt i økonomiens virkemåte og bidra til å utvikle vårt analyseverktøy.

Norges Banks anslag er basert på en samlet vurdering av løpende informasjon og prognoser fra ulike modeller. Vårt system for sammenveining av korttidsmodeller, SAM, gir et utgangspunkt for anslagene på prisvekst og vekst i bruttonasjonalproduktet (BNP) for Fastlands-Norge de nærmeste kvartalene. På lengre sikt bygger anslagene på modellen NEMO, som er en aggregert, dynamisk likevektsmodell for norsk økonomi. I denne utdypingen vurderer vi først og fremst Norges Banks anslag for 2010 gitt i Pengepolitisk rapport 3/09, men vi ser også på

utviklingen i anslagene gjennom 2010.

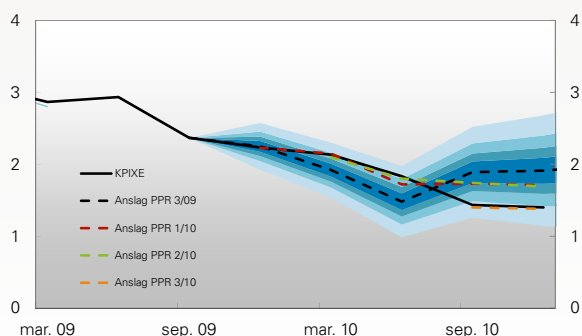
Høsten 2009 var det tegn til at aktiviteten i verdensøkonomien var i ferd med å ta seg gradvis opp fra et lavt nivå. Vi anslo at BNP-veksten blant våre handelspartnere ville bli 1 ¼ prosent i 2010, etter et antatt fall i aktiviteten på over 3 prosent i 2009. Vår indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer ble anslått å falle med ¾ prosent fra 2009 til 2010, etter et fall på ½ prosent året før.

Prisingen i det internasjonale pengemarkedet høsten 2009 indikerte en oppgang i styringsrentene i flere land etter årsskiftet, men flere sentralbanker signaliserte at renten ville bli holdt lav lenge. Rentedifferansen overfor våre handelspartnere hadde økt, og

aktørene ventet at rentedifferansen ville øke noe videre. Vi la til grunn at kronen ville svekke seg noe fra det sterke nivået høsten 2009.

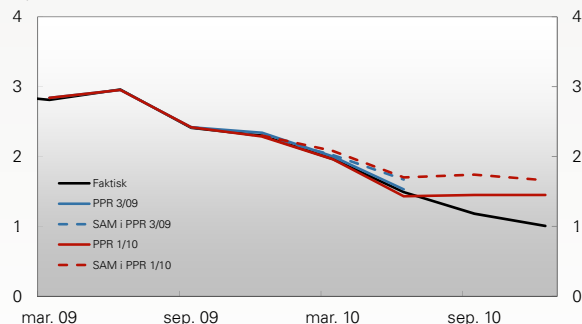
Veksten i norsk økonomi tok seg opp gjennom 2009. I Pengepolitisk rapport 3/09 ventet vi at veksten ville ta seg videre opp, drevet av høy offentlig etterspørsel og lav rente. BNP-veksten i Fastlands-Norge for 2010 ble anslått til 2¾ prosent. Den samlede kapasitetsutnyttningen – målt ved produksjonsgapet – ble anslått å øke fra -1 prosent i 2009 til -½ prosent i 2010. Prisveksten målt ved KPIXE¹ ble anslått til 1¾ prosent i 2010, ned fra 2½ prosent året før. Samlet tilsa utsiktene og risikobildet at styringsrenten kunne økes gradvis til rundt 2 prosent i første halvdel av 2010, og videre til knappe 3 prosent i første kvartal 2011.

Figur 1 KPIXE¹). Faktisk utvikling og anslag i ulike rapporter. Usikkerhetsvifte fra PPR 3/09. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2009 – 4. kv. 2010



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene
Kilde: Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE¹). Faktisk utvikling og anslag²) publisert på ulike tidspunkt. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2009 – 4. kv. 2010



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) De heltrukne linjene er anslag fra PPR. De stiplede linjene er SAM-anslag som lå til grunn for anslagene i de respektive PPR. Se utdypingen "SAM - system av modeller for kortsiktige prognoser" i Pengepolitisk rapport 2/08
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere vekst internasjonalt enn ventet, men noe sterkere krone og svakere prisimpulser

BNP-veksten blant våre handelspartnere ble vesentlig høyere i 2010 enn vi anslo høsten 2009. Allerede våren 2010 ble anslagene for veksten i euroområdet og i USA oppjustert. Nærmere sommeren 2010 bidro økt oppmerksomhet rundt den raskt økende statsgjelden i mange land til ny uro i finansmarkedene. Utover høsten viste det seg at veksten likevel ble bedre enn ventet i Asia og Europa, særlig i Sverige og i Tyskland. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall var BNP-veksten blant Norges handelspartnere 3,2 prosent i fjor, mot en anslått vekst på 1 1/4 prosent i Pengepolitisk rapport 3/09. Indikatoren for de internasjonale prisimpulsene til importerte konsumvarer falt likevel med 1/4 prosentenheter mer enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/09.

Rentedifferansen mot handelspartnere var 1/4 prosentenheter høyere gjennom 2010 enn vi anslo høsten 2009. Kronekursen, målt ved I-44, var 1 3/4 prosent sterkere enn anslått i første halvår og knappe 1 prosent sterkere enn anslått i andre halvår.

Underliggende inflasjon noe lavere enn ventet gjennom 2010, men økte energipriser dro opp KPI

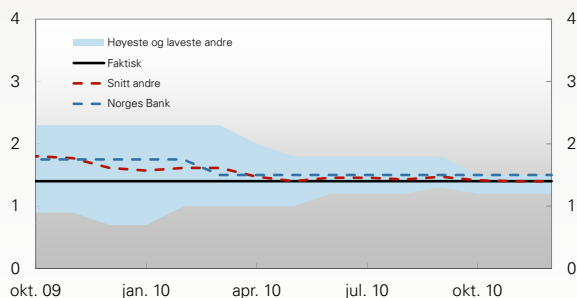
For KPI, KPIXE og KPI-JAE² anslo vi i Pengepolitisk rapport 3/09 en gjennomsnittlig årsvekst på 1 3/4 prosent, se tabell 1. Høyere vekst enn ventet i energiprisene bidro til at veksten i KPI ble høyere enn anslått. De høye energiprisene påvirket også KPIXE. Bidraget fra trendveksten i energiprisene førte til at den gjennomsnittlige årsveksten i KPIXE ble som forventet på 1,7 prosent, selv om prisveksten utenom energi ble lavere enn ventet. Anslagene på veksten i

KPIXE var imidlertid for lave første halvår, mens de var for høye i andre halvår, se figur 1. Det var i hovedsak høye elektrisitetspriser som førte til at veksten ble høyere enn anslått i første halvår. Veksten i KPI-JAE ble 1,4 prosent i gjennomsnitt.

Figur 2 viser korttidsanslagene på firekvartalersveksten i KPI-JAE fra Pengepolitisk rapport 3/09 og Pengepolitisk rapport 1/10, sammen med den faktiske utviklingen gjennom 2010. Anslagene i rapportene traff godt gjennom første halvår 2010, men vi fanget ikke opp at prisveksten skulle fortsette å falle i andre halvår. Fremskrivningene for KPI-JAE fra SAM ga også for høye anslag.

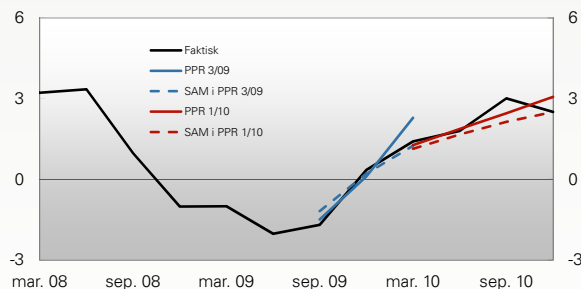
Det var særlig prisveksten for importerte konsumvarer som ble lavere enn ventet. Det skyldtes særlig at kronekursen ble sterkere enn anslått, men også at de

Figur 3 KPI-JAE¹⁾. Anslag på gjennomsnittlig årsvekst for 2010 gitt ved ulike tidspunkter²⁾. Prosent. Oktober 2009 – desember 2010



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Høyeste og laveste anslag fra andre prognosemakere enn Norges Bank er markert med det lyseblå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av de andre prognosemakernes anslag
Kilder: Rapporter fra de ulike prognosemakerne og Norges Bank

Figur 4 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling og anslag¹⁾ i ulike rapporter. Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 - 4. kv. 2010



1) De heltrukne linjene er anslag fra PPR. De stiplede linjene er SAM-anslag som lå til grunn for anslagene i de respektive PPR. Se utdypingen "SAM - system av modeller for kortsiktige prognoser" i Pengepolitisk rapport 2/08
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser for 2010.

Fra Pengepolitisk rapport 3/09 til Pengepolitisk rapport 3/10. Prosentvis endring fra 2009 der ikke annet fremgår

	PPR 3/09	PPR 1/10	PPR 2/10	PPR 3/10	Foreløpig regnskap
KPI	1¾	2½	2½	2¼	2,5
KPI-JAE	1¾	1½	1½	1½	1,4
KPIXE	1¾	1¾	1¾	1¾	1,7
Årslønn ¹⁾	4¼	3¾	3½	3½	3¾
BNP	1¾	1¼	¾	¾	0,4
BNP for Fastlands-Norge	2¾	2¼	1¾	1¾	2,2
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ²⁾	-½	-¾	-¾	-¾	-¾
Sysselsetting, personer	-¼	0	-¼	0	-0,2
Arbeidsstyrke, AKU	¼	¼	¼	½	0,5
AKU-ledighet (rate, nivå)	3¾	3¾	3½	3½	3,6
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3¼	3	1¾	1¾	1,8
- Privat konsum	5½	5	3½	2¾	3,6
- Offentlig konsum	3	3	2½	2¾	2,2
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	-2½	-2	-4¼	-2½	-4,4
Petroleumsinvesteringer	0	-4½	-2¾	-6½	-12,6
Eksport fra Fastlands-Norge	1¾	5¼	4¾	2	6,7
Import	2¾	5	2¾	8¼	8,7
Styringsrente (nivå)	2¼	2	1¾	2	1,9
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)	91	89	90	90¼	90,3
BNP, handelspartnere ²⁾	1¼	2	2	3	3,2
Internasjonale prisimpulser ^{2,3)}	-¾	-½	-½	-¾	-1
Oljepris, USD per fat (nivå)	82,1	80	77,6	78,6	79,5

¹⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner. Årslønnsveksten for 2010 er for ansatte i organiserte virksomheter og offentlig forvaltning inklusive helseforetakene

²⁾ Norges Banks anslag

³⁾ Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta

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

internasjonale prisimpulsene (målt i utenlandsk valuta) utviklet seg noe svakere enn antatt. Også prisveksten på varer og tjenester produsert i Norge ble litt lavere enn anslått. Det hang sammen med at lønnsveksten ble ½ prosent-enhet lavere enn vi hadde lagt til grunn. Sterk pris konkurranse i dagligvarehandelen, særlig mot slutten av året, trakk trolig også prisveksten ned både for importerte og hjemmeproduerte varer.

Norges Banks anslag på inflasjonen i 2010 målt ved KPI-JAE var godt i samsvar med anslag fra andre institusjoner, se figur 3. I oktober 2009 var gjennomsnittlig anslag fra andre institusjoner 1,7 prosent. Det gjennomsnittlige anslaget falt de neste månedene til rundt 1,5 prosent.

Noe svakere aktivitetsvekst enn ventet

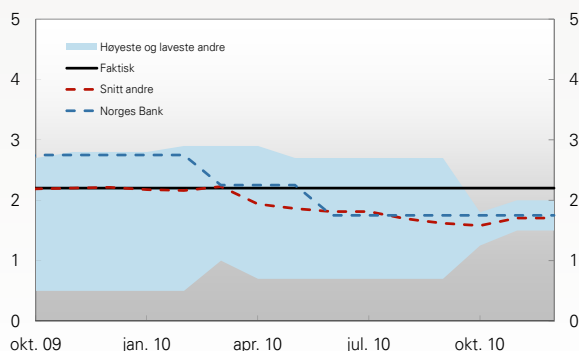
Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at BNP for Fastlands-Norge økte med 2,2 prosent fra 2009 til 2010. Vi anslo en vekst på 2¾ prosent i Pengepolitisk rapport 3/09, men i Pengepolitisk rapport 1/10 var anslaget nedjustert med ½ prosent-enhet, se tabell 1.

Figur 4 viser faktisk utvikling i firekvartalersveksten i BNP for Fastlands-Norge sammen med korttidsanslagene i Pengepolitisk rapport 3/09 og Pengepolitisk rapport 1/10 og de tilhørende SAM-anslagene. SAM-anslagene til Pengepolitisk rapport 3/09 traff den faktiske utviklingen godt, særlig de to siste kvartalene. I rapporten la vi til grunn at det lave rentenivået ville gi en høyere vekst enn SAM-anslagene kunne tilsi.

Høsten 2009 hadde aktiviteten tatt seg opp, hjulpet av god vekst i

det private forbruket. Ifølge tillit-sindikatorene var optimismen tilbake igjen etter finanskrisen. Renten var lav, og boligprisene hadde steget. I Pengepolitisk rapport 3/09 og Pengepolitisk rapport 1/10 ventet vi derfor en betydelig vekst i privat konsum og et klart fall i spareraten gjennom 2010. Privat konsum utviklet seg imidlertid svakere enn ventet gjennom våren og sommeren. Det hang trolig sammen med at den kalde vinteren bidro til høye strømpriser i begynnelsen av 2010. Det ga lavere vekst i disponibel realinntekt enn anslått. Samtidig ble reisetrafikken lavere enn ventet utover våren som følge av askeskyen som bredte seg utover store deler av Europa. Usikkerheten i forbindelse med den finansielle uroen internasjonalt påvirket trolig også husholdningenes tiltro til fremtiden³ og bidro til at sparingen holdt seg høy, til tross for det lave rentenivået.

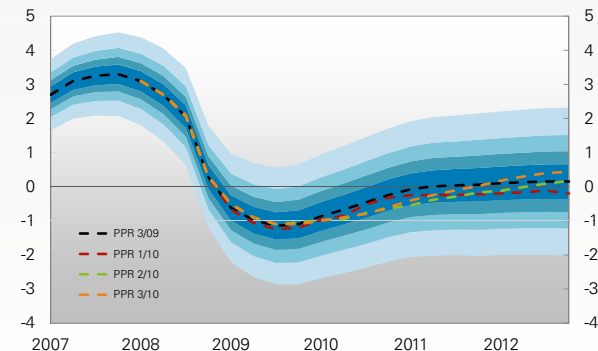
Figur 5 BNP Fastlands-Norge. Anslag på gjennomsnittlig årsvekst for 2010 gitt på ulike tidspunkt¹⁾. Prosent. Oktober 2009 – desember 2010



1) Høyeste og laveste anslag fra andre prognosemakere enn Norges Bank er markert med det lyseblå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av de andre prognosemakernes anslag

Kilder: Rapporter fra de ulike prognosemakerne og Norges Bank

Figur 6 Produksjonsgap¹⁾. Anslag i ulike rapporter. Usikkerhetsvifte fra PPR 3/09. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



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

Kilde: Norges Bank

Finanskrisen og oppmerksomheten om husholdningenes høye gjeld kan også ha bidratt til at husholdningene mer varig har økt sin sparing.

I oktober 2009 traff det gjennomsnittlige anslaget fra andre institusjoner BNP-veksten for Fastlands-Norge i 2010 godt, men spredningen i anslagene var stor, se figur 5. Utover i 2010 ble det gjennomsnittlige anslaget revidert ned og var om lag på linje med anslaget fra Norges Bank.

I Pengepolitisk rapport 3/09 og i alle rapportene fra 2010 anslo vi at kapasitetsutnyttningen – målt ved produksjonsgapet – ville øke fra høsten 2009. Vi antok i Pengepolitisk rapport 3/09 at vi ville nå en normal kapasitetsutnyttning midt i 2011, se figur 6. Etter hvert som anslaget på aktivitetsveksten ble nedjustert, ble også anslaget for kapasitetsutnyttningen noe

lavere. I Pengepolitisk rapport 3/10 anslo vi at produksjonsgapet ville være lukket i slutten av 2011. Til tross for at BNP-veksten ble svakere enn anslått, ble utviklingen på arbeidsmarkedet om lag som ventet.

Nedjustert rentebane

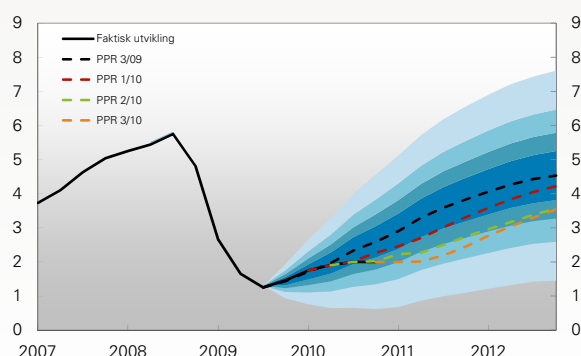
I Pengepolitisk rapport 3/09 la vi til grunn at styringsrenten skulle øke fra et gjennomsnittlig nivå på 1¼ prosent i tredje kvartal 2009 til 3¾ prosent ved utgangen av 2011 og til 4½ prosent ved slutten av 2012, se figur 7. Gjennom vinteren ble styringsrenten hevet i tråd med anslagene. Renteprognosene ble imidlertid nedjustert fra andre halvår 2010 og ut prognoseperioden i alle rapportene i 2010.

Figur 8 illustrerer hovedforklaringene til endringen i renteprognozen fra Pengepolitisk rapport 3/09 til Pengepolitisk rapport 3/10. Både lavere prisvekst og lavere kapasitetsutnyttning enn ventet bidro til lavere renteprognoze, jf. drøftingen ovenfor. Dessuten ble styringsrentene blant våre handelspartnere lavere enn lagt til grunn og kronkursen ble sterkere. Det bidro også til å trekke ned prognosen for styringsrenten i Norge. Styringsrenten var uendret på 2 prosent fra rentemøtet i mai 2010 og ut året. Renteprognozen i Pengepolitisk rapport 3/10 tilsa at styringsrenten ville komme opp i 2½ prosent i fjerde kvartal 2011.

tetsutnyttning enn ventet bidro til lavere renteprognoze, jf. drøftingen ovenfor. Dessuten ble styringsrentene blant våre handelspartnere lavere enn lagt til grunn og kronkursen ble sterkere. Det bidro også til å trekke ned prognosen for styringsrenten i Norge. Styringsrenten var uendret på 2 prosent fra rentemøtet i mai 2010 og ut året. Renteprognozen i Pengepolitisk rapport 3/10 tilsa at styringsrenten ville komme opp i 2½ prosent i fjerde kvartal 2011.

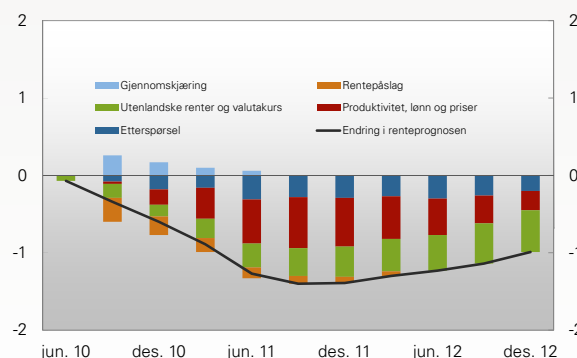
- 1 Konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene.
- 2 Konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
- 3 Forbrukertillitsindeksen (CCI) fra Opinion for mai falt markert, og dette ble direkte knyttet til finansuroen i Europa.

Figur 7 Styringsrente. Faktisk utvikling og anslag i ulike rapporter. Usikkerhetsvifte fra PPR 3/09. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

Figur 8 Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 3/09 til PPR 3/10.¹⁾ Prosentenheter. 2. kv. 2010 – 4. kv. 2012



1) Stolpene i figuren er en beregningsteknisk illustrasjon av hvordan ulike nyheter og skjønsmessige vurderinger slo ut i endringer i renteprognozen
Kilde: Norges Bank



Vedlegg

Oversikt over utdypinger 2006 – 2011

Publikasjoner i 2009 – 2011 på Norges Banks nettsider

Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag



Oversikt over utdypinger 2006 – 2011

1/2011:

Befolkningsvekst og arbeidsinnvandring
Etterprøving av anslagene for 2010

3/2010:

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

2/2010:

Kriterier for en god rentebane

1/2010:

Nivået på den normale renten
Etterprøving av anslagene for 2009

3/2009:

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

2/2009:

Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner
Strukturell likviditet
Husholdningenes tilpasning

1/2009:

Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien
Etterprøving av anslagene for 2008

3/2008:

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

2/2008:

Underliggende inflasjon
SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

1/2008:

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

3/2007:

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

2/2007:

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

1/2007:

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

3/2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

2/2006:

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

1/2006:

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

Publikasjoner i 2009 – 2011 på Norges Banks nettsider

Aktuell kommentar

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

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

Staff Memo

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

- 3/2011 *Countercyclical capital buffer proposal: an analysis for Norway.* VO Thi Quynh Anh
- 2/2011 *Two essays on the magic number 4.* Sigbjørn Atle Berg, Jan F. Qvigstad and Nikka Husom Vonen
- 1/2011 *Norwegian overnight interbank interest rates.* Q. Farooq Akram and Casper Christophersen
- 13/2010 *Credit, asset prices and monetary policy.* Leif Brubakk and Gisle Natvik
- 12/2010 *Systemic surcharges and measures of systemic importance.* Sigbjørn Atle Berg
- 11/2010 *Monetary policy analysis in practice.* Ragna Alstadheim, Ida Wolden Bache, Amund Holmsen, Junior Maih and Øistein Røisland
- 10/2010 *Likviditetsstyringen i Norge og utviklingen i bankenes likviditet.* Erna Hoff
- 9/2010 *Aspects of the international monetary system: International reserves and international exchange rate regimes.* Ingimundur Fridriksson
- 8/2010 *Monetary policy analysis in practice – a conditional forecasting approach.* Ida Wolden Bache, Leif Brubakk, Anne Sofie Jore, Junior Maih and Jon Nicolaisen
- 7/2010 *En oversikt over Norges Banks analyser av kronekursen.* Alexander Flatner, Preben Holthe Tornes og Magne Østnor
- 6/2010 *Betalingskort og tosidige markeder – noen implikasjoner for policy.* Bent Vale
- 5/2010 *Calculation of weights for the regional network.* Kjetil Martinsen and Fredrik Wulfsberg

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

Penger og Kreditt

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

2/2010:

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

1/2010:

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

2/2009:

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

1/2009:

- Etterprøving av Norges Banks anslag for 2008.* Bjørn E. Naug
Kostnader i betalingsystemet. Olaf Gresvik og Harald Haare
Virkelig verdi i regnskapet. Sigbjørn Atle Berg
Makroøkonomiske sjokk – effekter på sysselsetting og arbeidstilbud. Haakon Solheim
Økonomiske perspektiver. Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 12. februar 2009

Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 1/11

07 Gruppen AS	Arendal kommune	Bravida AS
3B-fiberglass Norway AS	Arendal kulturhus AS	Bravida AS, Sørvest
3T produkter AS	Arki arkitektar AS	Brude Safety AS
62 Nord AS	Artec Aqua AS	Brunvoll AS
7. himmel AS	Asker kommune	Brødrene Bakk AS
ABB AS	Asko Norge AS	Brødrene Dahl AS
Acando AS	Asplan Viak AS, Stavanger	Brødrene Røsand AS
Accenture AS	Asplan Viak AS, Trondheim	Brødrene Ulveseth AS
Adecco Norge AS, Tromsø	Atelier Ekren AS	Bunnpriskjeden AS
Adecco Norge AS, Trondheim	Avantor ASA	Busengdal transport AS
Adresseavisen AS	Avinor AS	Byggmakker Norge AS
Advokat Ole Morten Husmo AS	Avinor AS, Trondheim lufthavn	Byggmester Grande AS
Advokatfirmaet Schjødt AS	Baker Hughes Norge AS	Byggmester Markhus AS & Markhus bygg AS
Ahead frisør	Bardu kommune	Byggtorget AS
Air Products AS	Barents naturgass AS	Bærum kommune
Aker Midsund AS	Bates United AS	Carshine AS
Aker Pusnes AS	BearingPoint Norway AS	CC Mart'n Gjøvik drift AS
Aker Seafoods Finnmark AS	Beerenberg Corp. AS	CC-Mat Drift AS
Aker Verdal AS	Beitostølen Resort AS	Chiron AS
Akershus universitetssykehus HF	Berg Jacobsen Gruppen	Chrishop AS
Aktietrykkeriet AS	Bergen Group ASA	Clarion Collection Hotel Hammer
AKVA Group ASA	Bergen Group Kimek AS	Clarke AS
AKVA Group Software AS	Bergen kino AS	Clas Ohlson AS
Alcoa Norway ANS	Bergens Tidende AS	Clas Ohlson AS, region Nord
Alcoa Norway ANS, Lista	Berg-Hansen Reisebureau	Clas Ohlson AS, region Sør
Alfsen og Gunderson AS	Vestfold AS	Consis Lofoten AS
Alliero AS	Bertel O. Steen Rogaland AS	Coop Hordaland BA
American Express Business Travel AS	Betong Øst AS	Coop Inn-Trøndelag SA
AMFI Surnadal	Biltema Sørlandsparken	Coop NKL BA
AMOF AS	Biotec Pharmacon ASA	Coop Nord SA
A-møbler AS	Birkenes byggsenter AS	Coop Nordland SA
Anleggsgartnerfirma Strandman AS	Bjerkreim kommune	Coop Vest SA
Apollo reiser	BKK AS	Cowi AS
Apply Sørco AS	Block Berge bygg AS	Cowi AS, Trondheim
Apply TB AS	Bodø kommune	CSC Norge AS
Apropos internett AS	Bodø sildoljefabrikk AS	Dale bruk AS
APS Norway AS	Bohus Bomøbler AS	Dark AS
Arbor-Hattfjelldal AS	Bohus Møbelhuset AS	Dedicare AS
Arendal auto AS	Boreal Offshore AS	Devold of Norway AS
Arendal bryggeri AS	Borealis arkitekter AS	Diakonhjemmet
	Br. Reme AS	

Dinamo Norge AS	Expert Langnes AS	Goman bakeriet AS, Trondheim
DnB NOR bank ASA, Kongsvinger	Fabelaktiv AS	Gran Taralrud AS
DnB NOR eiendom AS	Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS	Granit kleber AS
DnB NOR næringsmegling AS, Oslo	Fame fotografene AS	Grenland Group ASA
DnB NOR næringsmegling AS, Trondheim	Farstad Shipping AS	Grieg Logistics AS, Kristiansund
DNH Den norske høyttaler-fabrikk AS	Farsund bygg AS	Grilstad AS, Brumunddal
Dokka Fasteners AS	Felleskjøpet Rogaland Agder BA	Gudbrandsdalens uldvarefabrik AS
Dokken og Moen murmesterforretning AS	Findus industrier AS	Gunnar Hippe AS
Dolly Dimple's AS	Finsbråten AS	Gunvald Johansen bygg AS
Doosan Moxy AS	Firda media AS	H. Mydland AS
Drammen kommune	Fjord Line AS	Hafjell alpinsenter AS
EDB Ergogroup ASA, region Innland	Fjord1 MRF AS	Halden kommune
EFD Induction AS	Flekkefjord kommune	Halliburton Norge Holding AS
Egersund Group AS	Flora kommune	Hamar kommune
Eidskog kommune	FMC Technologies AS	Hammerfest Næringsinvest AS
Eidsvoll kommune	Fokus bank	Hammerø & Storvik Molde AS
Eiendomsmegler 1 SR-eiendom AS	Fokus bank, Bodø	Hamworthy AS
Eiendomsmegler 1 Nord-Norge AS, Kirkenes	Fokus bank, Tromsø	Handelsbanken, Trondheim
Eiendomsør og bygg AS	Fokus Krogsveen AS	Handicare AS, Lillehammer
Eigersund kommune	Fokus Krogsveen AS, Trondheim	Harstad kommune
Ekornes ASA	Fossberg hotell AS	Haugesund sparebank
Elektro Bodø AS	FotoKnudsen AS	Hedalm Anebyhus AS
Elkem Thamshavn AS	Frank Mohn AS	Hedalm Anebyhus AS, Nord-Vest
Elkjøp giganten Forus	Franzefoss pukk AS	Hedmark eiendom AS
Elkjøp Norge AS	Fredrikstad kommune	Hedmark fylkeskommune
Elkjøp stormarked Bodø	Fresenius Kabi Norge AS	Hegnar hotell AS
Ellas frisør AS	Frionordica AS, Aquaterm	Helse Bergen HF
Ellingsen Seafood AS	Friskhuset AS	Helse Midt-Norge RHF
Elmo AS	Frost entreprenør AS	Helse Nord RHF
Eltak ASA	Fru Haugans hotell AS	Helse Stavanger HF
Eramet Norway AS, Sauda	Fuglefjellet AS	Hemnes mek. verksted AS
Eramet Norway Kvinesdal AS	Fugro Oceanor AS	Hi-Fi klubben AS
ErgoGroup AS	Fædrelandsvennen AS	Hogg Robinson Nordic AS
Ernst & Young AS, Stavanger	Gaupen-henger AS	Holm grafisk AS
Esko-Graphics Kongsberg AS	Gausdal Bruvoll BA	Hordaland fylkeskommune
Euronics Norge AS	GE Healthcare AS	HRG Nordic, Bodø
Europris Sørlandsparken Pluss	Geomatikk IKT AS	HTH kjøkkenforum Vika AS
Evje- og Hornnes kommune	GERA Technology AS	Hunton fiber AS
Exbo Sørlandet AS	Gilstad trelast AS	Hydro Aluminium Profiler AS
	Gjøvik kommune	IBM Norge
	Glamox ASA	ICA Norge AS
	Glava AS	Ide møbler Bodø AS
	Glåmdalen AS	IKM gruppen AS
	Godstrafikk og bilspedisjon AS	Industriverktøy AS
		Innoventi AS

Innvik Sellgren industrier AS	Larvik kommune	Mezina AS
Interfil AS	Leif Gromstads auto AS	Miras Multimaskin AS
Intra AS	Leiv Eiriksson nyskapning AS	Modern Design AS
IT partner Tromsø AS	Leiv Sand transport AS	Moderne Byggfornyelse AS
Ivar Mjåland AS	Leksvik kommune	Moelven Nordia AS
Jangaard Export AS	Lena maskin AS	Moi rør AS
JC Decaux Norge AS	Lenvik kommune	Molde kommune
Jensen møbler AS	Lerum fabrikk AS	Mosjøen kulde og klimaservice AS
Jernbaneverket	Lerøy Hydrotech AS	Multiconsult AS
Jiffy Products International AS	Lilleborg AS, dagligvare	MX Sport
JM Byggholt AS	Lilleborg AS, profesjonell	Myklebust AS
JMS Mediasystems AS	Lindex AS	Møbelringen AS
Johan G Olsen betong AS	Lindorff AS	MøllerGruppen AS
John Galten AS	Livsforsikringssselskapet Nordea Liv Norge AS	Møre båtservice AS
Jotun AS	Lofoten industri AS	Møre eiendomsmegling AS
Jotunheimen og Valdresruten bilselskap AS	Lom kommune	Møretre AS
Kaffehuset Friele AS	Lom og Skjåk sparebank	Nammo AS
Kappahl AS	Loppa kommune	Nannestad kommune
Kirkenes byggservice AS	LPO arkitekter AS	Narvik megler'n AS
Kirkenes havn	Lundegården Bar & Brasserie AS	National Oilwell Varco Norway AS, Molde
Kirkestuen transport AS	Luxo Norge AS, Kirkenær	NAV Aust-Agder
Kjosavik AS	Lycro AS	NAV Sør-Trøndelag
Kjøpmannshuset Norge AS	Madsen bil AS	NAV Vestfold
Kleive betongbygg AS	Madshus AS	Nera Networks AS
Klæbu kommune	Magnetten kjøpesenter	Nergård AS
Knutsen Jørgensen & Skjelbred Servering AS	Malvik kommune	Nerland granitindustri AS
Kongsberg Automotive AS, Raufoss	Manpower AS	Nettbuss Sør AS
Kongsberg Automotive AS	Manpower AS, Hedmark og Oppland	Nexans Norway AS, Rognan
Kosbergs arkitektkontor AS	Manpower AS, Nordmøre og Romsdal	Nidar AS
KPMG AS	Manpower AS, Trondheim	Nikkers AS
KPMG AS, Trondheim	Marine installasjoner AS	Norac AS
Kraft Foods Norge AS	Mascot Electronics AS	NorDan AS
Kristiansand kommune	Maskinentreprenør Herbjørn Nilssen AS	Nord-Aurdal kommune
Kristiansand skruefabrikk & mek verksted AS	Maskinentreprenør Stig Kristiansen AS	Nordea bank Norge ASA
Kristiserter M Entreprenør AS	MaxMat AS	Nordea bank Norge ASA, Kristiansand
Kroken caravan AS	Mediehuset Haugesunds avis AS	Nordea bank Norge ASA, Nordmøre
Kruse Smith AS	Melhus kommune	Nordea bank Norge ASA, Ålesund
Lærdal Medical AS	Melvær & Lien idé-entreprenør AS	Nordek AS
Lafopa industrier AS	Meny Stoa	Nordic Paper AS
Landteknikk fabrikk AS	Meyership AS	Nordlaks AS
Lantmannen Cerealia AS		Nordnorsk revisjon Svolvær AS
		Nordox AS

Nord-Tre Entreprenør AS	PricewaterhouseCoopers AS, Sandnes	Sandnes kommune
Norema AS	Primahus AS	Sandnes sparebank
Norgesmøllene AS, Buvika	Privatmegleren AS	Sarpsborg kommune
Norsk stål AS, Brumunddal	Proffice AS, Gjøvik	Scandic Hotels AS
Norsk tipping AS	Prognosesenteret AS	Scandinavian Business Seating AS
Norske skogindustrier ASA	Promens AS	ScanPartner AS
Norske skogindustrier ASA, Skogn	Protech AS	Schenker AS
Norspace AS	På håret frisør AS	Sel kommune
Nortrans Touring AS	Q-Free ASA	Selvaag gruppen AS
NOR-WAY bussekspress AS	Radisson Blu Caledonien Hotel, Kristiansand	SF kino Stavanger/Sandnes AS
Norwegian Air Shuttle ASA	Radisson Blu Lillehammer Hotel	Siemens AS, Building Technologies
Notabene Søregeaten	Rambøll Unico AS	Siemens Oil & Gas Norway
Nysted AS	Rambøll Barents AS	Sigdal kjøkken AS
Næringsforeningen i Trondheim	Rambøll Norge AS	Sinus AS
Nøsted kjetting AS	Rambøll Norge AS, Lillehammer	Sjøvik AS
Oasen storsenter, Karmsund	Ramirent AS, Trøndelag	Skagen AS
Offshore Simulator Centre AS	Rana Gruber AS	Skandinavisk høyfjellsutstyr Trondheim AS
Optimera AS, region Sør	Rana trevarefabrikk AS	Skanska Norge AS
Opus AS	Randaberg Industries AS	Skanska Norge AS, bygg region Øst
Oras AS	Randaberg kommune	Skanska Norge AS, Hedmark- Oppland
Oras Nordland AS	Rapp Bomek AS	Skanska Norge AS, Midt-Norge
Oras Trondheim AS	Rauma kommune	Skarvik AS
Orica Mining Services	Reber Schindler heis AS	Skeie AS
Orkdal installasjon AS	Rema 1000 Norge AS	Skibspplast AS
Oshaug metall AS	Remvik & Standal AS	Skien kommune
Oskar Sylte mineralvannfabrikk AS	Renates dag spa AS	Skodje byggvare AS
Oslo kommune	Renés barnevogner AS	Slatlem & Co AS
Oslo sportslager AS	Renseriet Sandnes AS	Sogndal kommune
Oswo AS	Rescon Mapei AS	Sparebank 1 Vestfold
Ottadalen mølle AL	Rica Hotel Norge, Kristiansand	Sparebanken Sogn og Fjordane
Otteren AS	Rica Hotels AS	Sparebanken Sør, Farsund
Ottesen & Dreyer AS	Rica Hotels Midt-Norge AS	Sparebanken Øst
Partner møte AS	Ringnes AS	Spenncon AS
Peab AS	Rockwool AS	Spor design AS
Pedagogisk vikarsentral AS	Rogne bygg AS	Sport & rekreasjon AS
Per Aaland AS	Rolls-Royce Marine AS	Sportshuset AS
Pharmaq AS	Rosenborg malerteam AS	Sprek og Blid, Paradis
PipeLife Norge AS	Rørleggeren AS	Stadion AS
Pitney Bowes Norge AS, Eidsiva Gjøvik	Røstad entreprenør AS	Stange kommune
Polarbase AS, Hammerfest	Saga fjordbase AS	Stantek Kongsvinger AS
Pon Power	Saint Gobain Ceramic Materials AS	Start Toppfotball
Porsgrunds porselænsfabrik AS	Salmar AS	
PricewaterhouseCoopers AS	Sandnes garn AS	

Startour-stjernereiser AS	Tollpost Globe AS	Westre bakeri AS
Statens vegvesen	Toten bygg og anlegg AS	Wikborg, Rein & Co
Statoil ASA	Toyota Haugesund AS	XL-bygg Kåre Abelsen AS
Stjørdal kommune	Toyota Nordvik AS	XXL sport & villmark AS
Stokke AS	Toyota Norge AS	YC rør AS
Stoltz entreprenør AS	Trelleborg Offshore Norway AS	YIT Building Systems AS, Kristiansund
Stordal kommune	Tren	Ø M Fjeld AS
Stordal møbler AS	Trioving AS	Øglænd Industrier AS
Stor-Elvdal kommune	Triplex AS	Økonor Flisa AS
Strand Sea Service AS	Tromsø kommune	Ørland transport AS
Strandtorget kjøpesenter	Trondheim stål AS	Østbø AS
Studentsamskipnaden i Agder	Trondheim torg	Øster hus gruppen AS
STX Norway Offshore AS	Trondheimsfjorden interkommunale havn IKS	Øystre Slidre kommune
Sulland gruppen AS	Tronrud Anlegg AS	Åge Nilsen AS
Sult AS	Tronrud Engineering AS	Ålesund kommune
Svinøya Rorbuer AS	TT anlegg AS	Aarsland møbelfabrikk AS
Sykehuset Telemark HF	Ulstein verft AS	Aasen bygg AS
Syljuåsen AS	Umoe Itet AS	
Sylteosen holding AS	Umoe Restaurant Group AS	
Synnøve Finden ASA	Unex AS	
Synsam Norge AS	Union Hotel Geiranger AS	
Sølvtrans AS	Universitetssykehuset Nord-Norge HF	
Sørlandschips AS	Valdres auto AS	
Sør-Trøndelag fylkeskommune	Valdres last AS	
Søstrene Karlsen AS	Valdres regnskap AS	
T Kverneland & sønner AS	Valdresbygg AS	
T Stangeland maskin AS	Vale Manganese Norway AS	
Taxi Sør AS	Valldal høvleri AS	
Teeness ASA	Valle sparebank	
Tele2 Norge AS	Varanger Auto AS	
Tele-Connect Gjøvik AS	Varner-gruppen AS	
Telemark sykehus	Veidekke ASA	
Tema eiendomsselskap AS	Verdal kommune	
Terra forsikring AS	Vestbase AS	
Thon Hotel Arendal	Vestre Viken HF	
Thon Hotel Bergen brygge	Veøy AS	
Thon Hotel Nordlys	VIBO entreprenør AS	
Tilbords AS	Visma Services Norge AS, Tromsø	
Time kommune	Voice Norge AS	
Timpex AS	Vågan kommune	
Tine meieriet Vest BA	Vågå kommune	
Tine meieriet Øst BA	Washington Mills AS	
Tinn kommune	Wennbergs trykkeri AS	
Titania AS		
To rom og kjøkken		

Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

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

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer ¹⁾	Eksport F-Norge ²⁾	Import
2006	2,3	4,9	4,8	1,9	11,9	4,3	8,5	8,4
2007	2,7	5,6	5,4	3,0	15,7	6,3	8,8	8,6
2008	0,8	1,8	1,6	4,1	-1,4	5,1	4,1	4,3
2009	-1,4	-1,3	0,2	4,7	-11,7	5,8	-5,5	-11,4
2010	0,4	2,2	3,6	2,2	-4,4	-12,6	3,6	8,7
2010 ³⁾								
1. kv	0,6	0,6	0,8	-0,2	-11,2	-6,8	-0,9	0,2
2. kv	0,0	0,4	-0,1	1,2	6,1	5,2	-3,9	7,7
3. kv	-1,5	1,1	1,2	1,7	-2,1	-16,4	9,1	-1,9
4. kv	2,4	0,3	1,1	0,4	7,0	18,5	-3,6	1,1

Nivå 2010,
mrd. Kroner

BNP	2 505	1 945	1 073	555	346	127	446	709
-----	-------	-------	-------	-----	-----	-----	-----	-----

¹⁾ Utvinning og rørtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

³⁾ Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/ Tolvmåneders- vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPIXE ²⁾	KPI-JA ³⁾	KPI-JE ⁴⁾	HKPI ⁵⁾
2007	0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010	2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,4
2011						
januar	2,0	0,7	1,0	1,9	0,7	2,0
februar	1,2	0,8	1,1	1,0	0,9	1,1

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

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

³⁾ KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

⁴⁾ KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
		2010	2010	2011	2012	2013
Priser og lønninger						
KPI		2,5	1½	1¾	2¼	2½
KPI-JAE ¹⁾		1,4	1	2	2¼	2½
KPIXE ²⁾		1,7	1¼	2	2¼	2½
Årslønn ³⁾		3¾	4	4½	4¾	4¾
Realøkonomi						
BNP	2505	0,4	2½	2¾	2½	2¼
BNP for Fastlands-Norge	1945	2,2	3¼	3¾	3¼	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴⁾		-¾	0	½	½	¼
Sysselsetting, personer, KNR		-0,2	1¼	1½	1½	1
Arbeidsstyrke, AKU		0,5	1¼	1½	1½	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,6	3½	3¼	3¼	3¼
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,9	2¾	2½	2½	2½
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	1974	1,8	4¼	4	3¼	2¾
- Privat konsum	1073	3,6	3½	4¼	3½	3¼
- Offentlig konsum	555	2,2	2½	2½	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	346	-4,4	9¾	5½	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁶⁾	127	-12,6	12½	6½	5¼	¾
Eksport fra Fastlands-Norge ⁷⁾	446	6,7	6¼	3½	.	.
Import	709	8,7	6¼	4¼	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁸⁾		1,9	2¼	3½	4½	4¾
Importveid valutakurs (I-44) ⁹⁾		90,3	88¾	89¼	89½	90¼

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

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

³⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Årslønnsveksten for 2010 er for ansatte i organiserte virksomheter og i offentlig forvaltning inklusive helseforetakene

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

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

⁶⁾ Utvinning og rørtransport

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

⁸⁾ Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 1 – mars

2011