



NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

1 | 12
mars

Norges Banks rapportserie nr. 1-2012

Pengepolitisk rapport
1/2012



Norges Bank

Oslo 2012

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

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

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

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Gruppen AS

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

ISSN 1504-8489 (trykk)

ISSN 1504-8500 (online)

Pengepolitisk rapport

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

I møtet 14. desember 2011 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 29. februar 2012 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene og hovedlinjene i pengepolitikken. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 14. mars en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 20. 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 rentemøte i hovedstyret 10. mai

Innhold

Hovedstyrets vurdering	7
1. Utsiktene for pengepolitikken	9
Den økonomiske situasjonen	9
Utsiktene fremover	11
Nærmere om prognosen for renten	17
Kryssjekker av renteprognosen	18
Usikkerhet i anslagene	19
Rammer:	
- Handlingsmønsteret i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane	15
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/11	20
2. Nærmere om anslagene	23
Internasjonal økonomi	23
Norsk økonomi det neste året	27
Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2012 til 2015	33
Utdyping	
Etterprøving av anslagene for 2011	36
Vedlegg	39
Oversikt over utdypinger 2006–2012	41
Oversikt over publikasjoner 2009–2012 på Norges Banks nettsider	42
Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk	44
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	49
Tabeller og detaljerte anslag	50

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 9. mars 2012.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 14. mars 2012.

Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Gjennomføring

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

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

Beslutningsprosess

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

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

Formidling av rentebeslutningen

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

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

Pressemeldingen, Pengepolitisk rapport, hovedstyrets vurdering og begrunnelse for rentebeslutningen og pressekonferansen er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Rapportering

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

Hovedstyrets vurdering

Da Pengepolitisk rapport 3/11 ble lagt fram i oktober 2011, vedtok hovedstyret at styringsrenten burde ligge i intervallet 1¾–2¾ prosent fram til 14. mars 2012, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. Analysen i rapporten tilsa at styringsrenten ville bli liggende i ro i ett års tid og deretter stige gradvis til rundt 4 prosent mot slutten av 2014. I rapporten ble det også skissert et alternativ hvor styringsrenten gikk ned til 1,5 prosent fram mot sommeren 2012. I lavrentealternativet fortsatte uroen i finansmarkedene, påslagene i pengemarkedet holdt seg høye, og lavkonjunkturen ute ble dypere og mer langvarig enn lagt til grunn i referansebanen.

I sin drøfting på møtet 14. desember 2011 pekte hovedstyret på den forsterkede uroen ute og at risikoen for en ny resesjon hadde økt, særlig i Europa. Gjeldskrisen i euroområdet hadde ført til at det var vanskeligere og mer kostbart for europeiske banker å hente finansiering i markedet. Også norske banker ble påvirket. Utviklingen ga utsikter til lavere vekst i produksjon, sysselsetting og priser i norsk økonomi. Hovedstyret la vekt på at påslagene i pengemarkedet hadde steget og at pengemarkedsrentene var høyere enn lagt til grunn i oktober. Hovedstyret besluttet å redusere styringsrenten med 0,5 prosentenheter til 1,75 prosent for å gardere mot et tilbakeslag i økonomien og enda lavere prisvekst.

I sine møter 29. februar og 14. mars drøftet hovedstyret hovedlinjene i pengepolitikken og utsiktene for styringsrenten. Hovedstyret har festet seg ved følgende utviklingstrekk:

Situasjonen i de internasjonale finansmarkedene har bedret seg siden desember i fjor. Langsiktige lån fra Den europeiske sentralbanken til bankene har bidratt til å øke likviditeten og redusere risikopremiene i det europeiske banksystemet og i markedet for statsgjeld. Tilgangen på finansiering er blitt lettere, også for norske banker. Rentene i det norske pengemarkedet

har falt noe tilbake den siste tiden. Det er likevel utsikter til at pengemarkedsrentene blir liggende godt over styringsrenten og at dette påslaget vil holde seg høyere enn anslått i oktober.

Det er fortsatt stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen i Europa selv om tiltakene fra Den europeiske sentralbanken har redusert uroen i markedet. Det ser ut til at produksjonen i euroområdet kan avta i år og at veksten for Norges handelspartnere samlet blir nokså moderat. Det er samtidig utsikter til at styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere vil holde seg svært lave enda lenger enn vi ventet i fjor høst.

I Norge holder veksten i oljeinvesteringer og oljerelaterte næringer aktiviteten i økonomien oppe. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i januar om tiltakende vekst i produksjonen, men også at de svake utsiktene ute ville dempe veksten noe fremover. Deler av eksportindustrien rammes av utviklingen i Europa og en sterk krone. Høye påslag i penge- og kredittmarkedene gjør at nedgangen i styringsrenten i desember foreløpig ikke har ført til lavere lånerenter til publikum. Bankene varslet i januar en viss innstramning i sin kredittpraksis overfor husholdningene. Stor usikkerhet gjør husholdninger og bedrifter forsiktige når de tar beslutninger om forbruk og investeringer. Løpende statistikk viser likevel oppgang i varekonsumet. Den lave styringsrenten stimulerer etterspørselen etter varer og tjenester, men ikke mer enn at produksjonen anslås å vokse om lag i takt med det som er nødvendig for å holde kapasitetsutnyttningen oppe.

Inflasjonen er lav. Den underliggende inflasjonen vil trolig bli liggende rundt 1¼–1½ prosent gjennom inneværende år. Kronen har styrket seg mye den siste tiden og er nå sterk. Lønnsveksten er trolig på vei ned.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin drøfting at styringsrenten settes med sikte på at inflasjonen over tid

skal være nær 2,5 prosent. I rentesettingen avveies hensynet til å stabilisere inflasjonen mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. I en egen ramme i denne rapporten er det beskrevet hvordan hensynet til finansiell stabilitet kan påvirke rentesettingen.

Hovedstyret merker seg at analysene i denne rapporten tilsier en betydelig nedjustering av renteprognosen sammenliknet med anslagene fra oktober i fjor.

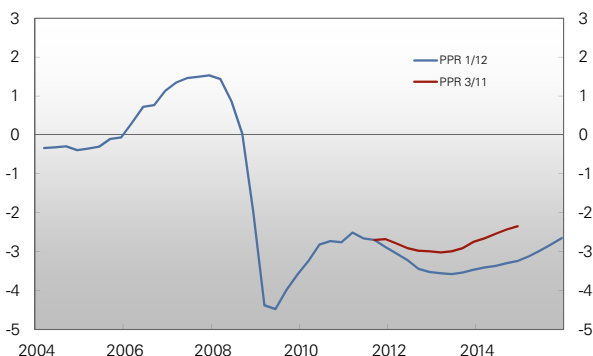
Hovedstyret legger vekt på at svake vekstutsikter ute og den sterke kronen bidrar til å holde inflasjonen lav og dempe den økonomiske veksten her hjemme, selv om aktiviteten i deler av norsk næringsliv er høy. Settes renten for høyt, øker risikoen for at kronen styrker seg ytterligere, inflasjonen fortsetter å falle og veksten i produksjon og sysselsetting blir for lav. Det taler for at styringsrenten bør settes videre ned. På den andre siden er det tilnærmet normal kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. Lave renter over lang tid kan dessuten føre til at husholdninger og foretak tar for stor risiko og bygger opp for høy gjeld. Slike ubalanser kan få ringvirkninger lenger fram, med store utslag i produksjon og sysselsetting.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 14. mars at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent fram til neste rapport legges fram 20. juni, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser. Skulle usikkerheten avta og veksten og inflasjonen ta seg opp, kan renten bli satt opp. Motsatt kan en forverring av den europeiske gjeldskrisen eller andre store forstyrrelser føre til at renten settes ned. En vesentlig sterkere krone kan også føre til en nedgang i renten.

I samme møte vedtok hovedstyret å redusere styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,5 prosent.

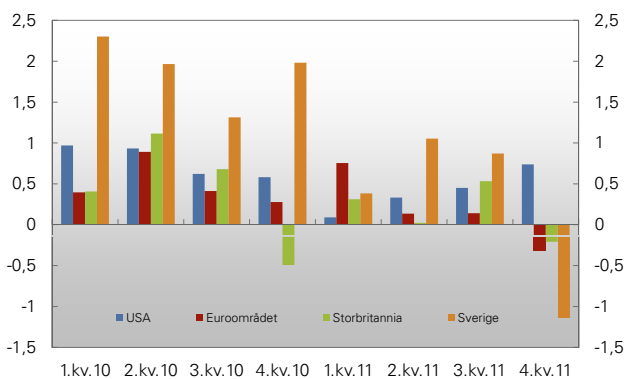
Øystein Olsen
14. mars 2012

Figur 1.1 Anslag på produksjonsgapet¹⁾ for Norges handelspartnere. Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2015



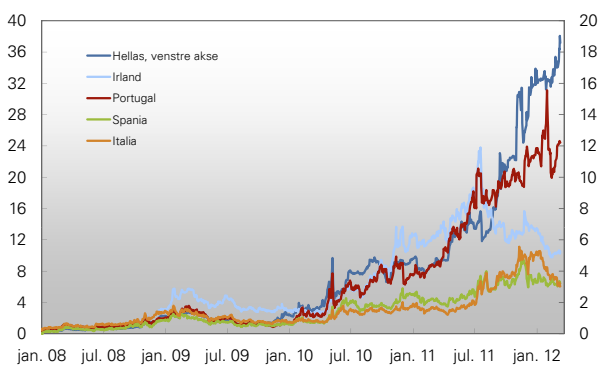
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP og anslått potensielt BNP hos Norges handelspartnere
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 BNP-vekst i industriland. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2011



Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.3 Renter på 10-års statsobligasjoner. Differanse mot Tyskland. Prosentenheter. 1. januar 2008 – 9. mars 2012



Kilde: Thomson Reuters

1 Utsiktene for pengepolitikken

Den økonomiske situasjonen

Det er utsikter til lav vekst i de fleste industriland, se figur 1.1. Usikkerheten er stor om den videre utviklingen i Europa selv om risikoen for en bankkrise knyttet til mislighold av statsgjeld er redusert. Hellas har kommet til enighet med sine private kreditorer om en betydelig gjeldssanering. På bakgrunn av dette har statslederne i eurolandene godkjent en ny lånepakke til Hellas. Gjeldskrisen i euroområdet ga en klar avmatning av veksttakten høsten 2011, se figur 1.2. Husholdningenes og bedriftenes tillit til den økonomiske utviklingen er svekket, og bankene har strammet inn i sin kredittpraksis. Nedbelåning i offentlig sektor, banker og husholdninger vil trolig prege utviklingen i industrilandene i flere år. I USA har utviklingen vært noe bedre enn ventet, mens veksttakten i fremvoksende økonomier har avtatt, blant annet som følge av svakere eksportetterspørsel og uroen i Europa. Oljeprisen er nå om lag 125 dollar per fat, mer enn 10 prosent høyere enn ved forrige rapport.

Situasjonen i de internasjonale finansmarkedene har bedret seg noe etter årsskiftet. Store langsiktige utlån fra Den europeiske sentralbanken (ESB) til bankene har bidratt til å øke likviditeten og redusere risikopremiene i det europeiske banksystemet og i markedet for statsgjeld. Det har ført til en klar nedgang i kortsiktige finansieringskostnader for landene sør i euroområdet. Langsiktige renter for Italia og Spania er likevel fortsatt om lag på samme nivå som da forrige rapport ble lagt fram i oktober, se figur 1.3. Rentene på antatt sikre statsobligasjoner er fremdeles svært lave, se figur 1.4.

Styringsrentene ligger nær null i mange land. Forventningene om en gradvis normalisering av rentene ute er skjøvet ytterligere ut i tid, se figur 1.5. Den amerikanske sentralbanken har kommunisert at styringsrenten mest sannsynlig vil ligge nær null fram til slutten av 2014. I Storbritannia, hvor styringsrenten er 0,5 prosent, ventes det heller ingen renteøkning de neste par årene. I euroområdet

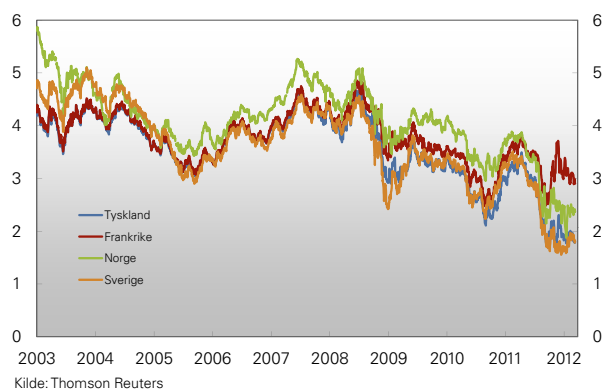
ventes den kortsiktige pengemarkedsrenten (EONIA) å holde seg på dagens nivå mellom ¼ og ½ prosent det nærmeste året. I Sverige har Riksbanken redusert styringsrenten til 1,5 prosent, og markedsaktørene venter ytterligere rentereduksjoner fremover.

Kronen har styrket seg de siste ukene. Kronekursen er nå nær de sterkeste nivåene noensinne målt mot I-44. Mot euro er kronen på det sterkeste nivået siden januar 2003.

I takt med økende uro i euroområdet økte forskjellen mellom rentene i det norske pengemarkedet og styringsrenten betydelig i november og desember 2011. Rentepåslaget har siden falt tilbake og er nå på om lag samme nivå som i oktober 2011, se figur 1.6. Påslaget er likevel høyere enn anslått i forrige rapport. Tremåneders pengemarkedsrente (NIBOR) er nå om lag 2,6 prosent, se figur 1.7. Kredittpremiene på OMF og bankobligasjoner holder seg høye, men de langsiktige lånekostnadene for norske banker har gått noe ned siden oktober, og tilgangen på finansiering er blitt lettere siden desember. Bankene strammet inn kredittpraksisen overfor husholdninger og foretak i 4. kvartal 2011 og varslet i januar en viss innstramming i sin kredittpraksis overfor husholdningene i 1. kvartal 2012.

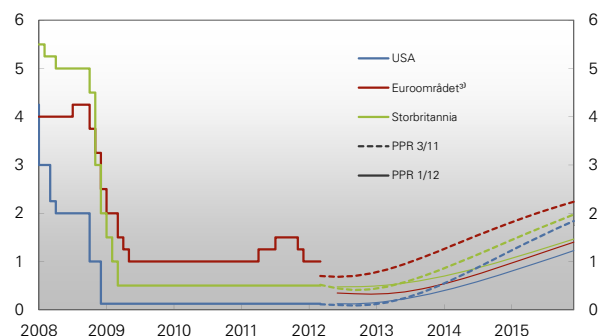
Analysene i Pengepolitisk rapport 3/11 tilsa at styringsrenten ville bli liggende i ro på 2,25 prosent fram til høsten 2012 og deretter gradvis øke til rundt 4 prosent mot slutten av 2014. Vi la da til grunn at uroen i finansmarkedene ikke ble forsterket og at gjeldskrisen i Hellas ble håndtert på en måte som ikke førte til vesentlige nye ringvirkninger for andre land. Fram mot årsskiftet tiltok uroen ute og risikoen for en ny resesjon økte, særlig i Europa. Gjeldskrisen i euroområdet førte til at det ble vanskeligere og mer kostbart for europeiske banker å finansiere seg i markedet. Markedsfinansiering ble dyrere og mindre tilgjengelig også for norske banker. For å motvirke høyere påslag i pengemarkedet og dempe virkningene på norsk økonomi av svakere utvikling ute, ble styringsrenten satt ned til 1,75 prosent i desember. Veksten i norsk økonomi holder seg oppe, selv om utviklingen har vært noe svakere enn ventet. BNP for Fastlands-Norge økte ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall

Figur 1.4 Renter på 10-års statsobligasjoner. Prosent. 1. januar 2003 – 9. mars 2012



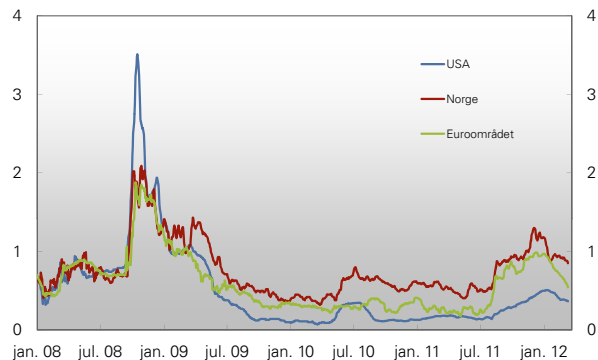
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.5 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 13. oktober 2011 og 9. mars 2012.¹⁾ Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2015²⁾



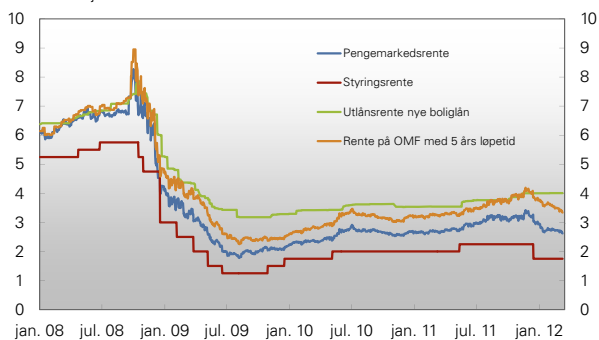
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 13. oktober 2011. Tynne linjer viser terminrenter per 9. mars 2012. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter
2) Dagstall fra 1. januar 2008 og kvartalstall fra 1. kvartal 2012
3) EONIA for euroområdet fra 1. kvartal 2012
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.6 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente¹⁾. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2008 – 9. mars 2012



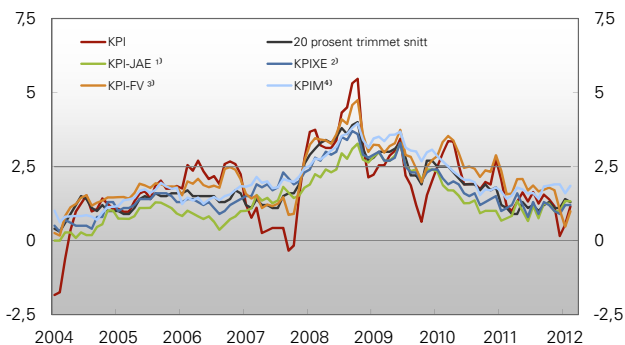
1) Forventet styringsrente er avledet fra Overnight Index Swap (OIS) renter. For Norge er Norges Banks anslag på markedets forventede styringsrente brukt
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.7 Styringsrente, pengemarkedsrente¹⁾, rente på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)²⁾ og vektet utlånsrente fra bankene på nye boliglån³⁾. Prosent. 1. januar 2008 – 9. mars 2012



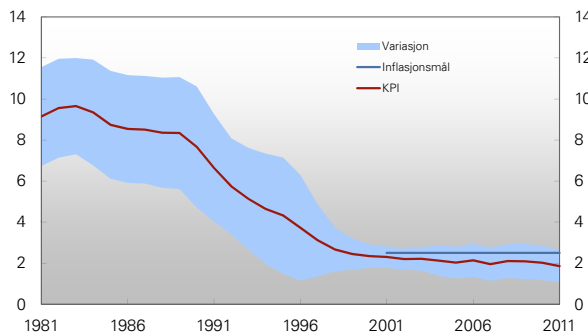
1) Tremåneders NIBOR (effektiv)
 2) Sum av 3 mnd NIBOR og indikative kredittpåslag for OMF med 5-års løpetid
 3) Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60 prosent av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler
 Kilder: Norsk familieøkonomi AS, DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – februar 2012



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realitidstall. 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 1.9 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI³⁾. Prosent. 1981 – 2011



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

med 0,6 prosent fra tredje til fjerde kvartal i fjor. Veksten i oljeinvesteringer og oljerelaterte næringer er sterk. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i januar om tiltakende vekst i produksjonen. Arbeidsledigheten har holdt seg stabil. Boligprisene har steget, og husholdningenes gjeld fortsetter å øke mer enn deres inntekter. På den annen side rammes deler av eksportindustrien av utviklingen i Europa og en sterk krone. Stor usikkerhet gjør husholdninger og bedrifter forsiktige når de tar beslutninger om forbruk og investeringer. Svekkede utsikter internasjonalt og lavere tillitsindikatorer tilsier at aktivitetsveksten fremover blir lavere enn tidligere lagt til grunn. Vi venter nå at BNP for Fastlands-Norge vil vokse med $\frac{3}{4}$ prosent i kvartalet den nærmeste tiden. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er trolig nær et normalt nivå, men den stiger noe saktere enn vi anslo i oktober.

Tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgifts- endringer og uten midlertidige endringer i energiprisene (KPIXE) var 1,2 prosent i februar, 0,2 prosentenheter lavere enn vi anslo i forrige rapport, se figur 1.8. Underliggende inflasjon anslås til om lag $\frac{1}{4}$ prosent.

Utsiktene fremover

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

Vi venter nå en BNP-vekst i år på $-\frac{1}{2}$ prosent i euroområdet og 1 prosent for handelspartnerne samlet. Det er klart lavere enn anslagene i forrige rapport. Nedjusteringen skyldes i hovedsak svakere vekstutsikter i Europa. Veksten anslås å ta seg noe opp fremover, men vil trolig forbli nokså moderat. Analysen i denne rapporten bygger på at uroen i finansmarkedene fortsetter å avta gradvis. Usikkerheten om den videre utviklingen i verdens- økonomien er fremdeles stor.

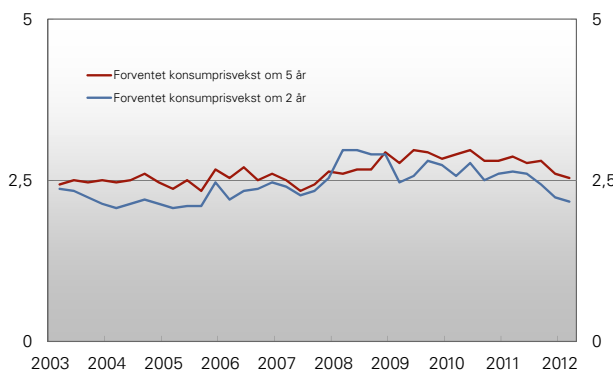
Fremtidsrentene i penge- og obligasjonsmarkedene tilsier at kortsiktige pengemarkedsrenter hos våre viktigste handelspartnere vil holde seg lave lenge. Det ser ut til at markedsrentene fortsatt vil være godt under 2 prosent ved utgangen av 2015. Vi har ikke sterke holdepunkter for å anta at rentene ute normaliseres vesentlig raskere enn det som ligger i markedsrentene.

Inflasjonen i Norge er lav. Lønnsveksten er trolig på vei ned. Kronen er sterk, og importprisene kan ikke ventes å bidra til høyere inflasjon. De neste kvartalene ventes den underliggende inflasjonen å holde seg nokså stabil og noe lavere enn vi anslo i forrige rapport.

Svake vekstutsikter ute og den sterke kronen bidrar til å dempe den økonomiske veksten og inflasjonen her hjemme, selv om aktiviteten i deler av norsk næringsliv er høy. Veksten holdes oppe av høy aktivitet i oljeindustrien og byggenæringen. Sammen med lave renter bidrar det til at produksjonen i norsk økonomi vokser om lag i takt med produksjonspotensialet. Det er samtidig uvanlig stor forskjell mellom ulike renter. Høye påslag i pengemarkedsrentene og økte kredittpremier gjør at lave styringsrenter ikke slår fullt gjennom i de rentene publikum betaler. Mange husholdninger betaler fortsatt rundt 4 prosent rente på boliglån, og rentene til bedrifter er 5–6 prosent. Vedvarende høy usikkerhet gjør dessuten at husholdninger og bedrifter trolig blir mer tilbakeholdne når de tar beslutninger om forbruk og investeringer. Det bidrar til at en lav styringsrente nå kan virke mindre stimulerende på økonomien enn i en situasjon med mindre usikkerhet.

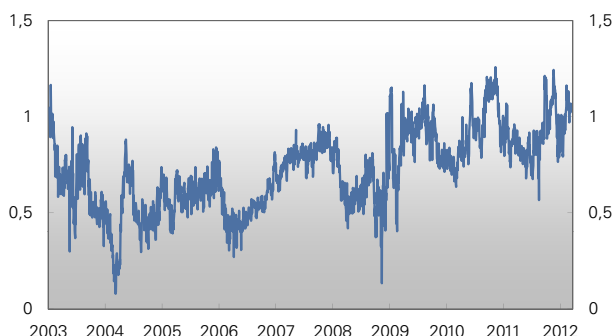
Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er nær et normalt nivå. Samtidig har husholdningenes gjeld fortsatt å øke raskere enn disponibel inntekt. Gjeldsbelastningen er høy, se figur 1.12. Det gjør husholdningene sårbare for høye renter og bortfall av inntekt. Et langvarig lavt rentenivå kan forsterke veksten i boligpriser og utlån og bidra til at husholdninger og foretak tar for stor risiko og bygger opp for høy gjeld. Slike ubalanser kan få ringvirkninger lenger fram, med store utslag i produksjon, sysselsetting og inflasjon. På den andre siden kan vedvarende lav inflasjon føre til at inflasjonsforventningene får feste på et for lavt nivå.

Figur 1.10 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2012



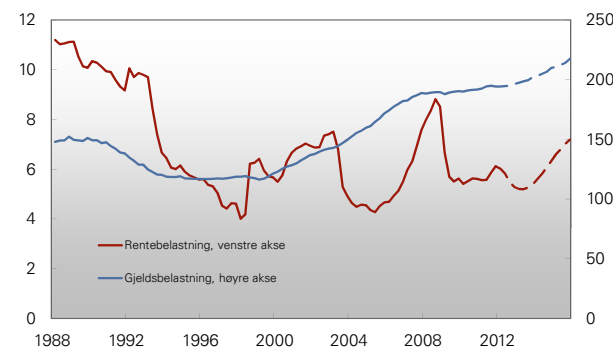
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien
Kilder: TNS Gallup og Perduco

Figur 1.11 Differansen mellom femårs terminrenter¹⁾ om fem år i Norge og euroområdet.²⁾ Prosentenheter. 1. januar 2003 – 9. mars 2012



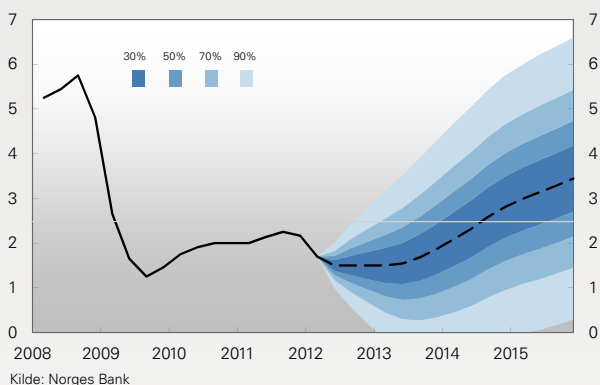
1) Implisitt femårs terminrenter om fem år er basert på swaprenter med 5- og 10-års løpetid.
2) Inflasjonsforventningene kan avledes ut i fra den langsiktige rentedifferansen. Høyere inflasjonsmål i Norge gjør at den langsiktige rentedifferansen normalt vil ligge i området 0,5 – 1 prosentenheter, avhengig av risikopremie. Dette nivået kan indikere at de langsiktige inflasjonsforventningene for Norge er nær målet.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.12 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning²⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2015



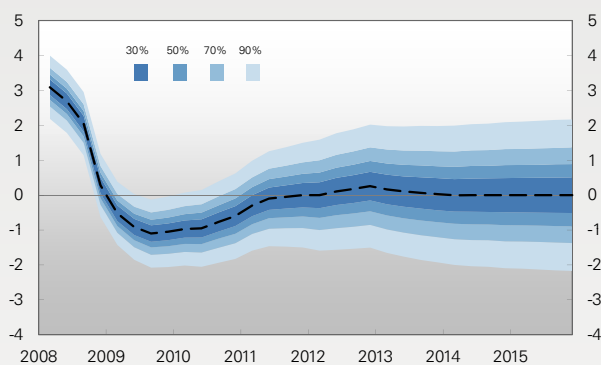
1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2015
2) Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse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

Figur 1.13a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



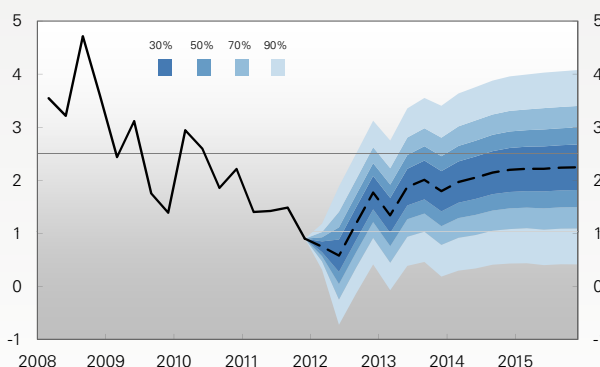
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



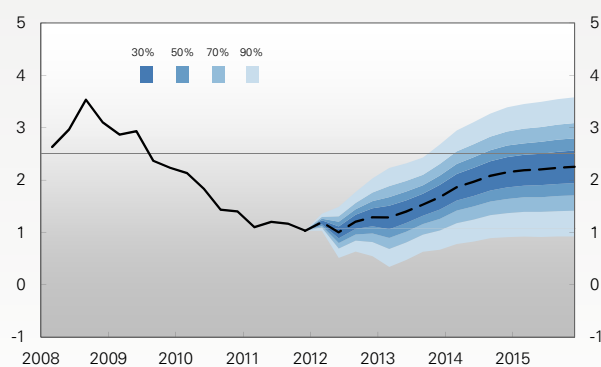
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



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

Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent fram til neste rapport legges fram, se hovedstyrets vurdering som er gjengitt først i rapporten.

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 3/11, se ramme side 20 og 21. En vesentlig del av nedjusteringen kom allerede med rentenedgangen i desember. Styringsrenten ble da satt ned til 1,75 prosent. Det er utsikter til at styringsrenten blir liggende på dagens nivå det nærmeste året, se figur 1.13 a-d og figur 1.14. Deretter anslås renten å øke gradvis opp til rundt 3,5 prosent mot slutten av 2015.

Vi legger til grunn at forskjellen mellom forventet styringsrente og pengemarkedsrenten gradvis avtar fra dagens nivå på nærmere 1 prosentenheter til om lag 0,35 prosentenheter i løpet av 2014, se figur 1.15.¹ Pengemarkedsrentene anslås derfor å avta noe det neste året og deretter stige litt mindre enn styringsrenten. Rentedifferansen mot utlandet anslås etter hvert å øke noe. Kronen anslås å svekke seg noe, se figur 1.16.

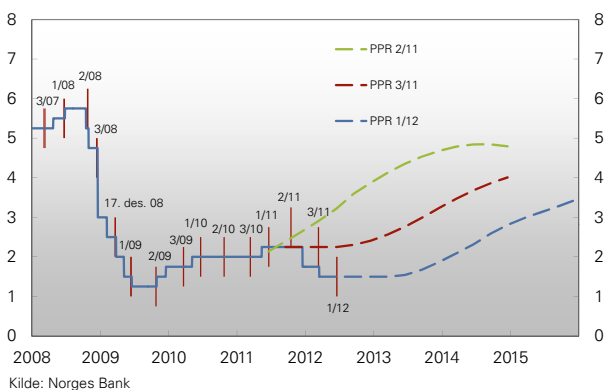
1 For omtale av beregning av påslagene, se Aktuell kommentar 5/2012: "Hvordan kan vi anslå fremtidige påslag i NIBOR?" av Erlend Hellum og Geir-Are Ø. Kårvik, Markedsoperasjons- og analyseavdelingen, Norges Bank Pengepolitikk

Vi anslår at inflasjonen etter hvert vil tilta opp mot 2½ prosent, blant annet på bakgrunn av fortsatt lave renter, se figur 1.17. Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til rundt 3 prosent i år og årene fremover, om lag i takt med veksten i produksjonspotensialet. Kapasitetsutnyttningen blir dermed liggende nær et normalt nivå. Anslaget for husholdningenes forbruk er betydelig nedjustert siden oktober. Også bedriftene ventes å investere mindre enn tidligere anslått. Eksporten fra Fastlands-Norge ventes å vokse lite. Norske eksportbedrifter rammes av nedgangen ute og den sterke kronen. Sterk vekst i oljeinvesteringene og ringvirkninger av høy aktivitet i

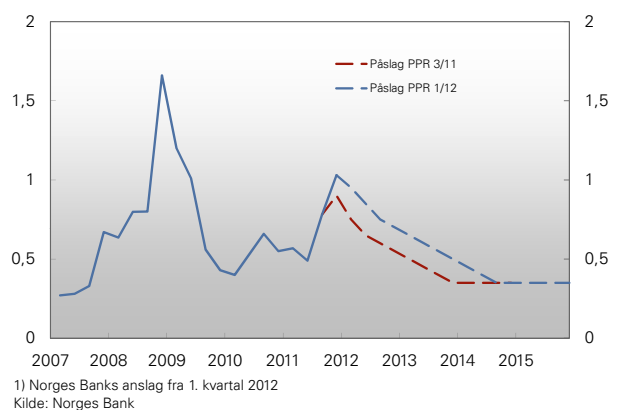
oljenæringen vil på den andre siden fortsatt bidra til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe.

Veksten i boligprisene anslås å avta fra rundt 8 prosent i år til 4–5 prosent mot slutten av prognoseperioden. Det tar tid før avtakende vekst i boligpriser får fullt gjennomslag i husholdningenes gjeldsvekst. Veksten i kreditt til husholdningene kan derfor komme til å holde seg oppe rundt dagens nivå de neste årene. Husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt anslås å øke noe, se figur 1.12. Utsikter til nokså lave renter en god stund fremover gjør at rentebelastningen holder seg på et moderat nivå.

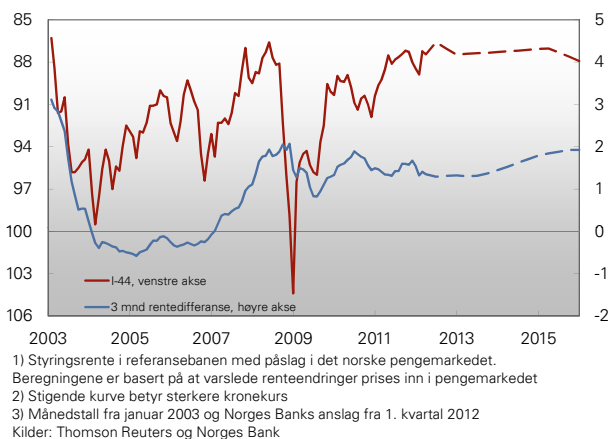
Figur 1.14 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2015



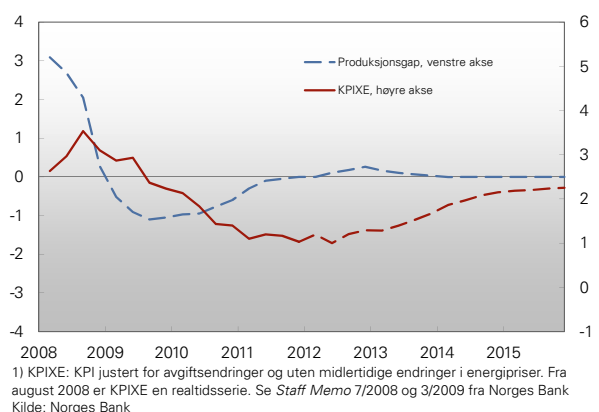
Figur 1.15 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.¹⁾ Prosentenheter. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2015



Figur 1.16 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne og importveid valutakurs (I-44)²⁾. Januar 2003 – desember 2015³⁾



Figur 1.17 Anslag på inflasjonen¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Handlingsmønsteret i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane

Siden 2005 har Norges Bank publisert egne anslag for styringsrenten fremover. Som en rettesnor for prognosene har vi etablert et sett kriterier for en god rentebane, se for eksempel Pengepolitisk rapport 3/11.

I gjennomføringen av pengepolitikken bygger vi på erfaringer med hvordan norsk økonomi og renten virker. Ny innsikt gir grunnlag for å videreutvikle pengepolitikken, både gjennom hvilke kriterier som kan være til nytte og hvordan de anvendes når rentebanen utformes.

Internasjonalt pågår en diskusjon om pengepolitikken bør ta hensyn til risikoen for finansielle ubalanser.¹ Et fremvoksende syn er at en vedvarende lav rente i bestemte situasjoner kan gi grobunn for finansielle ubalanser på lengre sikt, med store utslag i produksjon og sysselsetting. Norges Bank har tidligere gitt uttrykk for at lav rente over tid medfører risiko for at ubalanser bygger seg opp.² Det hensynet kom i forrige rapport til uttrykk i en egen *tillleggsvurdering* i begrunnelsen for renteprognozen.³ For å klargjøre bankens handlingsmønster er kriteriene for en god rentebane nedenfor justert.

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

1. Inflasjonsmålet nås:

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

2. Inflasjonsstyringen er fleksibel:

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

3. Pengepolitikken er robust:

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

De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene, må veies mot hverandre. Den aktuelle horisonten for når inflasjonen stabiliseres på målet vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover. Matematisk kan avveiningene noe forenklet uttrykkes ved en såkalt "tapsfunksjon" hvor parametrene λ , τ og γ uttrykker relative vekter⁴:

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

The diagram shows three horizontal brackets above the equation. The first bracket, labeled 'Kriterium 1', spans the first term $(\pi_t - \pi^*)^2$. The second bracket, labeled 'Kriterium 2', spans the first two terms $(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2$. The third bracket, labeled 'Kriterium 3', spans the last three terms $\lambda(y_t - y_t^*)^2 + \gamma(i_t - i_{t-1})^2 + \tau(i_t - i_t^*)^2$.

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

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

Kriterium 3, som sier at pengepolitikken er robust, dekkes av andre, tredje og fjerde ledd.⁵ Erfaringer viser at finansielle ubalanser ofte bygger seg opp i høykonjunkturer. En økt vekt λ på produksjonsgapet i tapsfunksjonen kan derfor bidra til å redusere risikoen for at slike ubalanser bygger seg opp. Det tredje leddet i tapsfunksjonen uttrykker at det normalt vil være robust å endre renten gradvis, slik at renten i dag i_t ikke avviker for mye fra renten i forrige periode i_{t-1} . Store og brå renteendringer kan i seg selv bidra til ustabilitet i økonomien. Gradvise renteendringer gjør rentesettingen mer robust fordi vi da fortløpende kan vurdere virkningene av renten og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Det siste leddet sier at tapet øker når renten i_t avviker vesentlig fra et normalt nivå i_t^* .⁶ Et slikt hensyn kan bidra til å dempe risikoen for at det bygger seg opp finansielle ubalanser – også i perioder der kapasitetsutnyttningen ikke er spesielt høy.

Over tid avgjør inntektsnivået, spareatferden, skattesystemet og strukturene i finansmarkedene hvor høy gjeld husholdninger og foretak ønsker å ta opp. Lav rente i lengre perioder kan øke risikoen for at gjeld og formuespriser drives opp og blir høyere enn det som er bærekraftig over konjunktursyklusen.⁷ I tillegg er det mulig at banker blir mer lempelige i sine kredittvurderinger og aktørene i finansmarkedet øker sin risikotaking.⁸ Høy gjeld gjør låntakerne mer sårbare og kan øke risikoen for realøkonomisk ustabilitet lenger fram i tid.⁹ Bortfall av inntekt, økt arbeidsledighet eller andre makroøkonomiske forstyrrelser kan gi fall i eiendomspriser slik at det oppstår ubalanser mellom låntakernes gjeld og verdien av belånte eiendeler.

Å ta hensyn til rentenivået i tapsfunksjonen er et uttrykk for at vi søker å motvirke at slike ubalanser bygges opp. Det innebærer ikke at rentenivået er et selvstendig mål i pengepolitikken, men må ses som en måte å ivareta svakheter i analyseapparatet knyttet til virkningene av svært lave renter. Pengepolitikken vil fortsatt reagere på forstyrrelser som påvirker forløpet for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.¹⁰

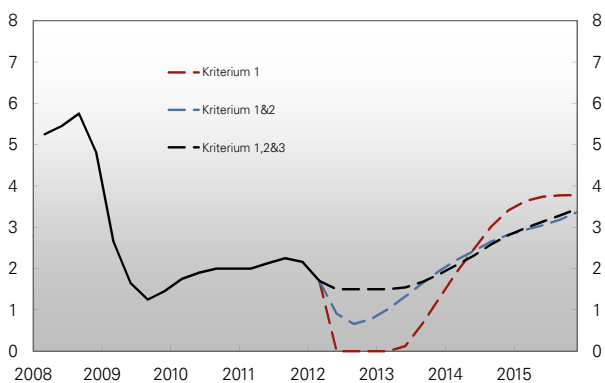
Tapsfunksjonen må betraktes som en forenklet representasjon av de mer omfattende avveiningene som ligger bak rentebeslutningene. Det kan oppstå situasjoner der det vil bli lagt vekt på andre hensyn enn det som kommer til uttrykk i tapsfunksjonen. For eksempel kan det i visse situasjoner være nødvendig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

Sammenliknet med tapsfunksjonen i tidligere rapporter er vekten på produksjonsgapet λ oppjustert, og vekt på rentens avvik fra enkle pengepolitiske regler er erstattet med vekt på rentens avvik fra en normal rente. Disse endringene er gjort for at våre modellanalyser bedre skal fange opp videreutviklingen av handlingsmønsteret i pengepolitikken siden finanskrisen høsten 2008. I en egen ramme om endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/11 er det gjort rede for virkningene på rentebanen av at tapsfunksjonen er justert.

Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan våre vurderinger av sammenhengene i økonomien endre seg og våre modeller for disse sammenhengene utvikles videre. Ny innsikt i hvordan økonomien virker og økt forståelse av hvordan vi kan gardere mot risikoen for finansielle ubalanser, kan påvirke utformingen av tapsfunksjonen. Norges Bank vil i så fall igjen gjøre rede for hvilke justeringer av tapsfunksjonen slike endringer eventuelt tilsier.

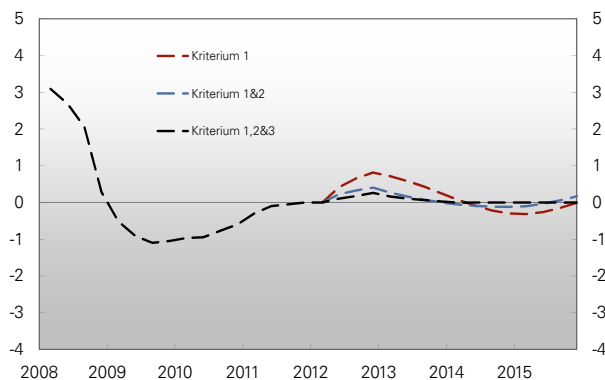
- 1 Se for eksempel Woodford, Michael (2012): "Inflation Targeting and Financial Stability," *Sveriges Riksbank Economic Review 2012:1*, og Svensson, Lars E.O. (2012): "Comment on Michael Woodford, Inflation targeting and Financial Stability", *Sveriges Riksbank Economic Review 2012:1* og Eichengreen, B., M. El-Erian, A. Fraga, T. Ito, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, C. Reinhart, H. Rey, D. Rodrik, K. Rogoff, H.S. Shin, A. Velasco, B. Weder di Mauro and Y. Yu (2011): "Rethinking central banking. Committee on international economic policy and reform", Brookings Institution, Washington DC
- 2 Se for eksempel Pengepolitisk rapport 3/10 og 3/11
- 3 Se Pengepolitisk rapport 3/11, s. 20–21
- 4 I beregningene til denne rapporten er $\lambda = 0,75$, $\gamma = 0,25$ og $\tau = 0,05$. Generelt vil parametrene avhenge av hvordan den økonomiske modellen er spesifisert og hvordan den løses, se nærmere beskrivelse i Alstadheim, Ragna, Ida Wolden Bache, Amund Holmsen, Junior Maib og Øistein Røisland (2010): "Monetary Policy Analysis in Practice", Norges Bank Staff Memo 11/2010, Norges Bank
- 5 Se kommende Norges Bank Staff Memo for en nærmere begrunnelse av tapsfunksjonen
- 6 Med godt forankrede inflasjonsforventninger vil avviket i nominell rente fra et normalt nivå kunne tolkes som et avvik i realrenten. Utsikter til svært lave renter internasjonalt de kommende årene har trukket vårt anslag på en normal rente ned. Vi antar nå at det normale nivået på styringsrenten noen år fram i tid vil ligge rundt 4 prosent
- 7 Se Jordà, Óscar, Moritz Schularick og Alan M. Taylor (2011): "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 years of lessons", *IMF Economic Review*, Vol. 59, No.2 og Borio, Claudio og Haibin Zhu (2008): "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?", *Bank for International Settlements Working Paper*, No.268. Se også Jacobsen, Dag Henning og Bjørn Naug (2004): "Hva påvirker gjeldsveksten i Norge?", *Penger og Kreditt*, 2/2004, Norges Bank, for en empirisk analyse av sammenhengen mellom gjeld og renter
- 8 Se Jiménez, Gabriel, Steven Ongena, José Luis Peydró og Jesús Saurina (2008): "Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk taking?" *Banco de España Working Papers*, No. 0833, Banco de España
- 9 Se Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009): "This time is different", *Princeton University Press*
- 10 Se kommende Norges Bank Staff Memo om virkninger av ny tapsfunksjon

Figur 1.18a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



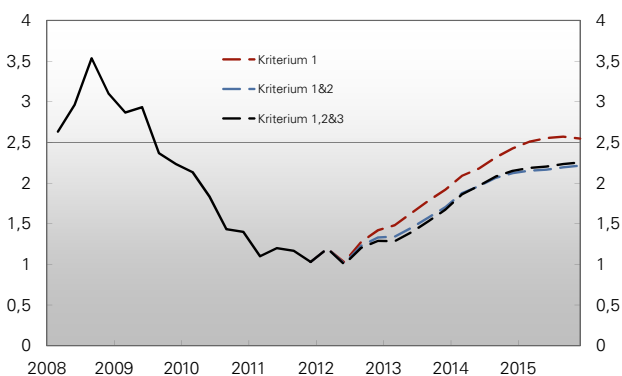
Kilde: Norges Bank

Figur 1.18b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Kilde: Norges Bank

Figur 1.18c KPIXE¹. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



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

Nærmere om prognosen for renten

Referansebanen i denne rapporten reflekterer vårt samlede skjønn og vår vurdering basert på kriterier for en god rentebane, se omtale i egen ramme om Norges Banks handlingsmønster på side 15 og 16. Ifølge kriteriene skal styringsrenten settes slik at inflasjonen stabiliseres på målet eller bringes tilbake til målet etter avvik, uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Samtidig bør rentesettingen være robust og motvirke risikoen for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp i økonomien. Renten kan ikke fullt ut oppfylle alle kriteriene samtidig, og forløpet for renten velges slik at hensynene avveies mot hverandre.

Figurene 1.18 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.²

Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til at inflasjonen nå er lav, ville styringsrenten bli satt raskt ned og blitt holdt nær null en god stund, som illustrert i figur 1.18a. Inflasjonen ville da kunne ta seg raskere opp, blant annet som en følge av svakere krone, men samtidig ville svingningene i produksjon og sysselsetting kunne øke.

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

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

2 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO

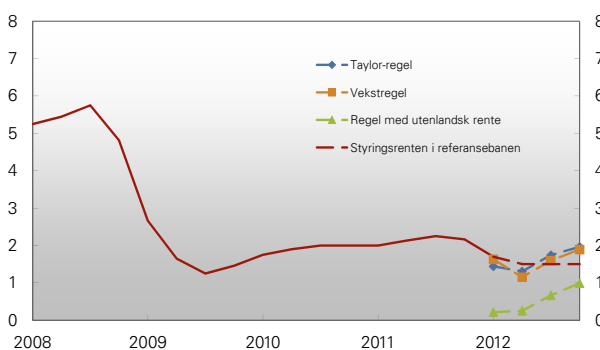
Kryssjekker av renteprognosen

Enkle pengepolitiske regler kan være robuste overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker, og de er nyttige kryssjekker i analysen. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. Taylor-regelen tilsier en styringsrente om lag på nivå med prognosen for renten i denne rapporten, se figur 1.19. Vekstregelen, der produksjonsgapet er erstattet med et vekstgap, gir en nesten tilsvarende prognose, se oransje linje i figuren. En enkel pengepolitisk regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet, gir en langt lavere rente, særlig de første kvartalene, se grønn linje i figur 1.19.

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognosen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter om lag samme utvikling i pengemarkedsrentene de neste årene som vi nå anslår, se figur 1.20.

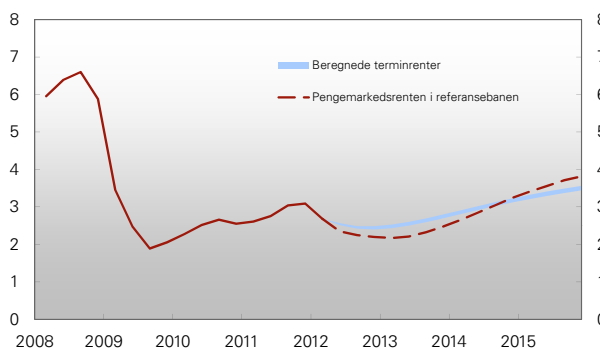
Hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renteprognosen. Figur 1.21 viser en estimert modell som på en enkel måte søker å forklare den historiske utviklingen i styringsrenten med utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå arealet. I frem-skrivningen er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Figuren viser at renteprognosen i referansebanen samsvarer godt med anslaget fra den estimerte renteregelen, se figur 1.21.

Figur 1.19 Styringsrente og beregnede enkle renteregler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2012



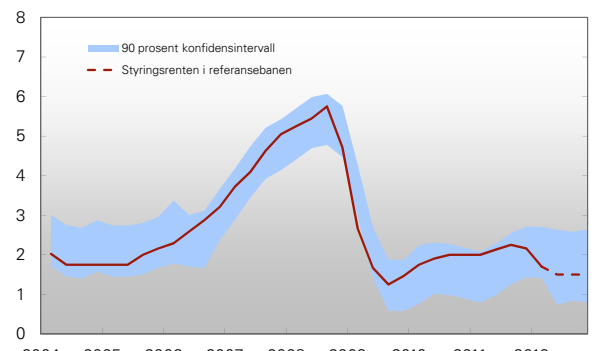
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente
Kilde: Norges Bank

Figur 1.20 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



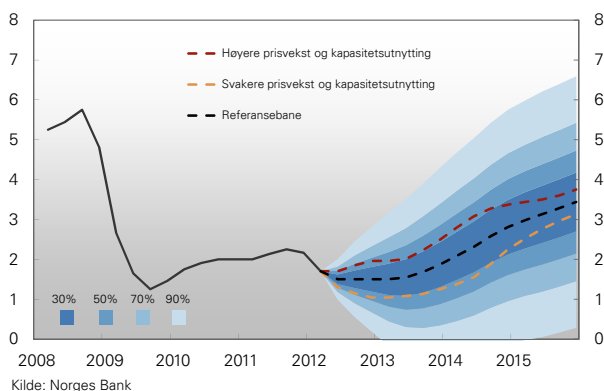
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 27. februar – 9. mars 2011
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.21 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2012



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og 3-måneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 - 4. kv. 2011. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo 3/2008*
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22 Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Usikkerhet i anslagene

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

Usikkerheten i våre anslag illustreres med en sannsynlighetsvifte, se figur 1.22. Bredden på viften reflekterer den historiske usikkerheten.

Gjennomførte og eventuelt nye tiltak for å løse gjeldssituasjonen i euroområdet kan roe markedene og redusere usikkerheten. Det kan føre til at vekstutsiktene i Europa bedres, påslagene i penge- og kredittmarkedene faller raskere enn ventet og renteforventningene ute skifter opp igjen. Bedrede utsikter og mindre usikkerhet kan føre til at husholdninger og foretak i norsk økonomi øker forbruket og investerer mer slik at norsk økonomi igjen får et oppsving. Ledigheten kan falle, og lønnsveksten kan bli høyere enn i referansebanen slik at inflasjonen tiltar raskere. I figur 1.22 (rød linje) har vi illustrert en utvikling der vekstutsiktene bedres og inflasjonen tiltar raskere enn i referansebanen. Da kan renten øke tidligere enn vi nå ser for oss.

På den andre siden kan ny uro og økt usikkerhet føre til at påslagene i penge- og kredittmarkedene stiger, nedgangen ute blir dypere enn ventet og norske bedrifter og husholdninger blir mer tilbakeholdne når de tar beslutninger om forbruk og investeringer. En vesentlig sterkere krone kan også gi utsikter til lavere vekst i produksjonen, sysselsettingen og priser. Skulle inflasjonsutsiktene bli vesentlig svekket, kan renten bli satt ned. Dette er illustrert ved den oransje linjen i figur 1.22.

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/11

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 3/11, se figur 1. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane (se egen ramme side 15 og 16), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme og vår oppfatning av økonomiens virkemåte.

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

Styringsrentene er nær null hos mange av våre handelspartnere, og markedsaktørens forventninger

til styringsrentene fremover har falt siden oktober. Det er utsikter til at lavkonjunkturen ute blir langvarig, og rentene vil kunne ligge lavt lenge. Lavere renter ute trekker i retning av at også renten her hjemme blir holdt nede lenger for å unngå en sterkere krone og for lav inflasjon, se mørkeblå søyler.

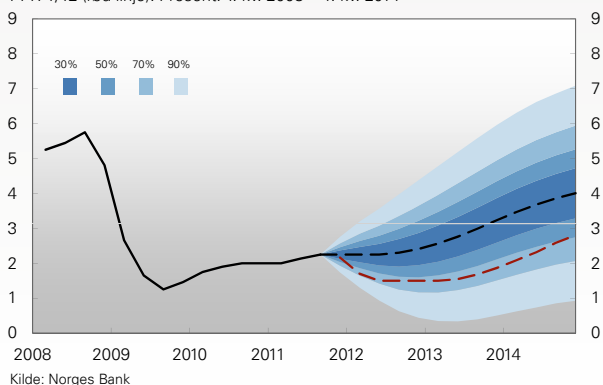
Kronen har styrket seg markert den siste tiden og mer enn det utviklingen i rentedifferansen mot utlandet skulle tilsi. Kronekursen er nå nær de sterkeste nivåene noensinne målt mot I-44 og det er utsikter til sterkere kronekurs enn vi anslo i oktober. Det bidrar isolert sett til lavere prisvekst og svakere eksport. Det trekker i retning av en lavere styringsrente, se lyseblå søyler.

Påslagene i pengemarkedet har holdt seg høye og er høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/11.

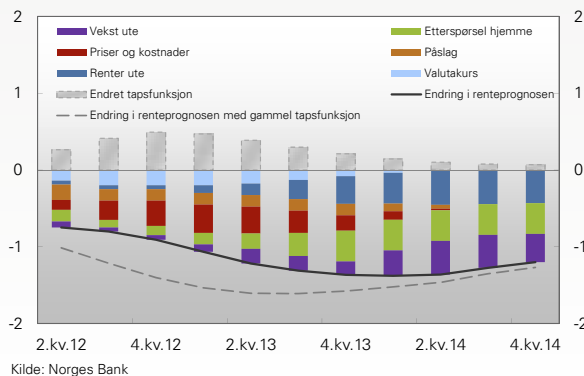
Det trekker isolert sett styringsrenten ned fordi høyere påslag, alt annet likt, betyr en høyere penge- markedsrente, se oransje søyler. Vi legger til grunn at påslagene gradvis vender tilbake til et mer normalt nivå.

Veksten i norsk økonomi holder seg oppe, men utviklingen har vært noe svakere enn ventet. Anslaget for kapasitetsutnyttningen er noe nedjustert sammenliknet med anslaget i forrige rapport. Den svake utviklingen og vedvarende usikkerhet i Europa gjør at norske bedrifter møter lavere etterspørsel i eksportmarkedene. Samtidig påvirker uroen ute og usikkerheten om den økonomiske utviklingen også norsk økonomi mer indirekte. Usikkerhet gjør husholdninger og bedrifter forsiktede når de tar beslutninger om forbruk og investeringer. Aktivitetsveksten fremover anslås å bli lavere enn tidligere antatt. Lavere

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/11 med sannsynlighetsfordeling og styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/12 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2014



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



etterspørsel og svekkede vekstutsikter hjemme og ute trekker i retning av lavere styringsrente, se grønne og lilla søyler.

Inflasjonen er fortsatt lav. Det ser ut til at den underliggende inflasjonen vil bli liggende rundt 1¼–1½ prosent gjennom inneværende år, noe lavere enn vi anslo i forrige rapport. Anslagene for lønnsveksten er også justert ned. Lavere pris- og kostnadsvekst trekker i retning av lavere styringsrente, se røde søyler.

I en egen ramme i denne rapporten er det beskrevet hvordan hensynet til finansiell stabilitet kan påvirke rentesettingen. Sammenliknet med foregående rapporter er kriteriene for en god rentebane justert. I lys av dette er også tapsfunksjonen som benyttes i modellberegningene endret. Disse endringene er gjort for at våre modellanalyser bedre skal fange opp videreutviklingen av handlingsmønsteret i pengepolitikken siden finanskrisen høsten 2008. Den gråstiplede linjen illustrerer

hvordan ulike nyheter beregnings-teknisk hadde påvirket endringene i renteprognosen med den gamle tapsfunksjonen. Den nye tapsfunksjonen beskriver isolert sett en noe høyere rentebane, se de gråstiplede søylene.²

1 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO. Beregningene er basert på den operasjonelle tapsfunksjonen som er beskrevet i rammen på side 15 og 16

2 Se kommende Staff Memo om virkninger av ny tapsfunksjon

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/12. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/11 i parentes.

	2012	2013	2014	2015
KPI	1 (-½)	1¾ (-¼)	2 (-¼)	2¼
KPI-JAE ¹⁾	1¼ (-½)	1½ (-¾)	2 (-¼)	2¼
KPIXE ²⁾	1¼ (-¼)	1½ (-½)	2 (-¼)	2¼
Årslønn ³⁾	3¾ (-½)	4 (-½)	4 (-¾)	4¼
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁴⁾	3½ (-½)	3 (-¾)	2¾ (0)	2¾
BNP Fastlands-Norge	3¼ (-½)	3 (-¼)	3 (0)	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁵⁾	¼ (0)	0 (-¾)	0 (-¾)	0
Sysselsetting, personer (KNR)	1½ (¼)	1¼ (0)	1¼ (0)	1¼
Registrert ledighet (rate, nivå)	2½ (0)	2½ (0)	2¾ (¼)	2¾
Nivå				
Styringsrente ⁶⁾	1½ (-¾)	1¾ (-1¼)	2½ (-1¼)	3¼
Importveid valutakurs (I-44) ⁷⁾	87¼ (-1¼)	87¼ (-2)	87¼ (-2½)	87½
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ⁸⁾	1 (-¼)	1 (-½)	1¼ (-¾)	1¾

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

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

3) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

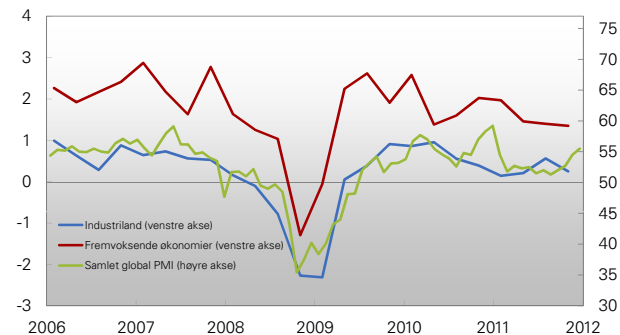
6) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

8) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank

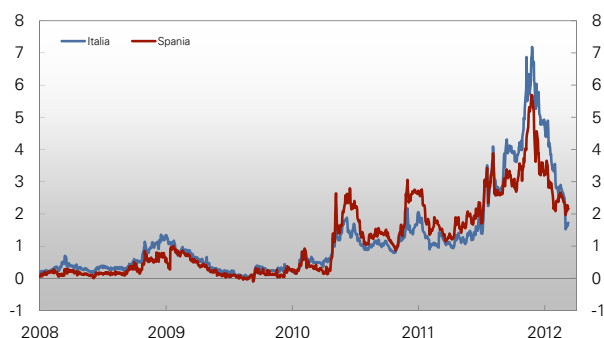
Figur 2.1 BNP i industriland og fremvoksende økonomier¹⁾ og samlet global PMI. BNP: kvartalsvekst målt i prosent, 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011. PMI: diffusjonsindeks rundt 50, januar 2006 – februar 2012



1) Vektet med BNP-vekter (PPP). Industriland: Australia, Canada, Euroområdet, Japan, Storbritannia og USA. Fremvoksende økonomier: Argentina, Brasil, India, Indonesia, Kina, Mexico, Russland, Sør-Afrika, Sør-Korea og Tyrkia.

Kilder: IMF, Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Rente på statsobligasjoner med 2 års løpetid. Prosentenheter differanse mot Tyskland. 1. januar 2008 – 9. mars 2012



Kilde: Thomson Reuters

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 3/11 parentes

	Andel av verdens BNP ¹⁾ (prosent)	2012	2013	2014 – 2015 ²⁾
USA	20	2 (¼)	2½ (-¼)	2¾
Euroområdet	15	-½ (-1)	¾ (-½)	2
Storbritannia	3	¾ (-½)	1¾ (-½)	2½
Sverige	0,5	¾ (-¾)	1½ (-¼)	2¾
Kina	13	8 (-½)	8 (-½)	8½
Norges handelspartnere ³⁾	65	1 (-¾)	2 (-¼)	2¾
Verden (PPP) ⁴⁾	100	3¼ (-½)	4 (-¼)	4½
Verden (markedskurser) ⁴⁾	100	2½ (-½)	3¼ (-¼)	3¾

¹⁾ Kjøpekraftsjustert BNP (PPP) i 2010

²⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

³⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

⁴⁾ BNP-vekter. Norges Banks anslag for 26 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF og Consensus Economics

Kilder: IMF, Consensus Economics, Eurostat og Norges Bank

2 Nærmere om anslagene

Internasjonal økonomi

Vekstutsiktene for verdensøkonomien har svekket seg ytterligere siden Pengepolitisk rapport 3/11 ble lagt fram i oktober. Det er fremdeles stor variasjon mellom landene, se tabell 2.1 og figur 2.1. Veksten i Europa har vært svakere enn ventet, mens utviklingen i USA har vært noe bedre enn lagt til grunn. Veksttakten er fremdeles betydelig høyere i fremvoksende økonomier, men også der var det oppbremsing i flere land mot slutten av 2011. Usikkerheten knyttet til statsgjeldskrisen i euroområdet tiltok videre i fjor høst og spredde seg til andre land og regioner gjennom fall i internasjonal handel og økt uro i globale finansmarkeder. Uroen i markedene har imidlertid avtatt siden nyttår, og løpende konjunkturindikatorer tyder nå på bedring i realøkonomien, se figur 2.1. Trolig har den kraftige økningen i tilgangen på langsiktig likviditet fra Den europeiske sentralbanken (ESB) redusert risikoen for bankkrise i euroområdet. Samtidig har tiltakene fra ESB bidratt til å stabilisere statsobligasjonsmarkedene, og kortsiktige finansieringskostnader for Italia og Spania har falt betydelig, se figur 2.2. Hellas har inngått avtale om nedskrivning av gjeld. Oljeprisen har steget markert den siste tiden og er mer enn 10 prosent høyere enn ved forrige rapport. Vedvarende høy oljepris vil bidra til å trekke ned veksten hos våre viktigste handelspartnere.

Flere sentralbanker har gjennomført ytterligere lettelse i pengepolitikken. Både ESB og den svenske sentralbanken har senket styringsrenten 0,5 prosentenheter siden forrige pengepolitiske rapport. I USA legger sentralbanken til grunn at styringsrenten holdes på et svært lavt nivå til utgangen av 2014. Også i flere andre land er normalisering av de historisk lave styringsrentene skjøvet ut i tid. I en rekke fremvoksende økonomier er det satt i gang pengepolitiske lettelse.

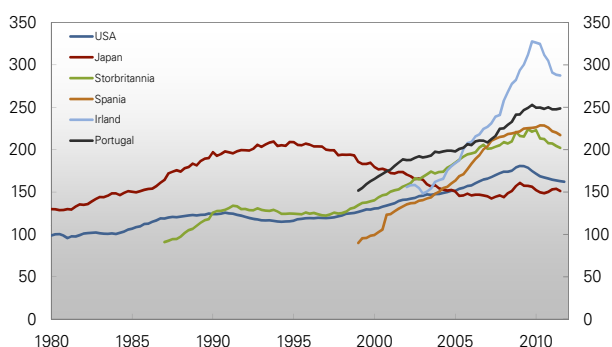
Siden finanskrisen har utviklingen i verdensøkonomien vært preget av kortsiktige krefter som ekspansiv økonomisk politikk og opphenting i vare- og tjenestekonsumet i bedrifter og husholdninger. Produksjonskostnadene har vært lave som følge av mye ledige ressurser. På samme

tid har flere forhold virket dempende på den økonomiske veksten. I mange industriland reduserer både privat og offentlig sektor gjelden etter flere år med høy lånevekst, se figur 2.3. Samtidig vil strengere kredittpraksis og økte kapitalkrav begrense tilbudet av kreditt fra bankene. Mange land har i tillegg behov for å gjenvinne konkurransekraft etter høy kostnadsvekst i årene før finans-krisen. I praksis vil det innebære en lang periode med lav lønnsvekst, der arbeidsledigheten samtidig vil holde seg høy ettersom det tar tid å flytte ressursene til sektorer som kaster mer av seg. Samlet vil dette tynge veksten også i årene fremover.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen fremover. Våre anslag bygger på at statsgjeldskrisen i Europa ikke forverres ytterligere, og at tiltak fra ESB og andre myndigheter fører til at situasjonen gradvis bedres. Til tross for bedringen i både finansmarkedene og realøkonomien den siste tiden, anslår vi fall i produksjonen i euroområdet samlet i 2012. Det er stor variasjon innad i euroområdet, med moderat vekst i Frankrike og Tyskland og fall i aktivitetsnivået i landene i sør. Høy statsgjeld tvinger fram offentlig innsparing i mange land, og for euroområdet samlet ser tilstramningen i finanspolitikken ut til å bli om lag like stor i år som i fjor, se figur 2.4. Samtidig strammer bankene til i utlånsvilkårene for både bedrifter og husholdninger, se figur 2.5. Den svake utviklingen i euroområdet har allerede påvirket andre deler av Europa, og sammenliknet med forrige pengepolitiske rapport venter vi klart lavere vekst også i Sverige og Storbritannia.

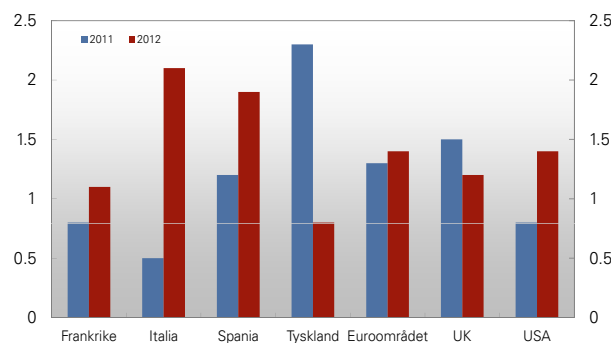
I USA har utviklingen vært noe sterkere enn ventet, og vekstanslaget for 2012 er oppjustert til 2 prosent. Arbeidsledighetsraten har falt videre til det laveste nivået på tre år og fall i konsumprisveksten har bedret husholdningenes kjøpekraft. Veksten i det private konsumet anslås imidlertid å avta noe fra 2011 til 2012. Inntektsveksten ventes å forbli svak, og sparingen vil neppe fortsette å falle slik den gjorde i 2011. Foretaksinvesteringer ventes å øke videre, men begrenses trolig av stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen fremover. For finanspolitikken legger vi til grunn at videreføring av midlertidige veksttiltak begrenser tilstramningen inneværende år, men at innstramningen blir større neste år.

Figur 2.3 Ikke-finansiell privat sektors bruttogjeld¹. I prosent av BNP. 1. kvartal 1980 – 3. kvartal 2011²



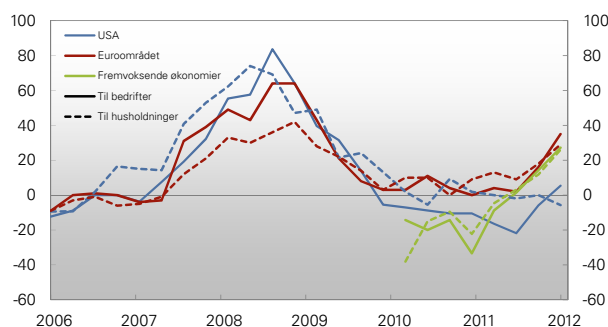
1) Inklusive gjeld i offentlig eide ikke-finansielle foretak for Irland, Portugal og Spania.
2) USA til 4. kvartal 2011
Kilder: ESB, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.4 Finanspolitisk tilstramming. Endring i strukturell budsjettbalanse (i prosent av BNP) fra året før. Endring i prosentenheter



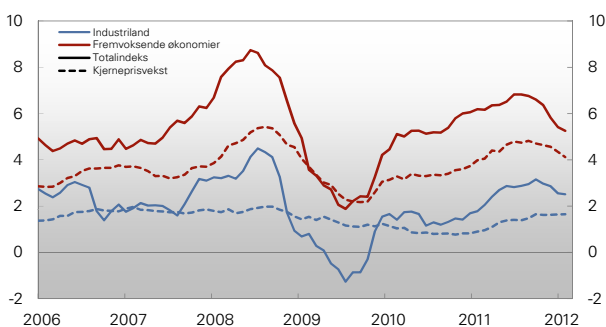
Kilde: IMF

Figur 2.5 Bankenes utlånsvilkår. Netttotal¹. 1. kvartal 2006 – 4. kvartal 2011



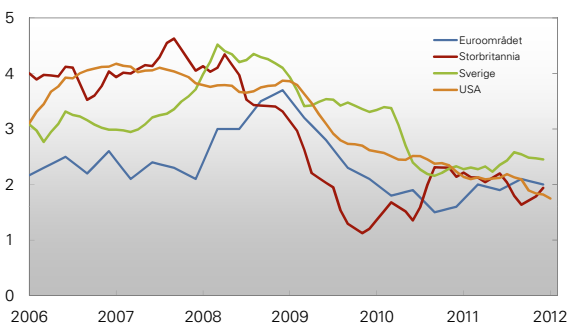
1) Verdier over 0 indikerer tilstramming i utlånsvilkårene
Kilder: Thomson Reuters, Institute of International Finance og Norges Bank

Figur 2.6 Konsumpriser i industriland og fremvoksende økonomier.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 – januar 2012



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

Figur 2.7 Lønninger.¹⁾ Tolv månedersvekst, tre måneders gjennomsnitt. Prosent. Januar 2006 – januar 2012



1) For hele økonomien. Til januar 2012 for USA, desember 2011 for Storbritannia og Sverige. Kvartalstall til og med 4. kvartal 2011 for euroområdet. Kilde: Thomson Reuters

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 3/11 parentes.

	2012	2013	2014–15 ¹⁾
USA	2 (¼)	1¾ (¼)	2
Euroområdet ²⁾	1¾ (¼)	1½ (0)	1¾
Storbritannia	2½ (0)	1¾ (0)	2
Sverige	1½ (-½)	1¾ (-½)	2¼
Kina	3½ (-¼)	3 (½)	2½
Norges handelspartnere ³⁾	1¾ (-¼)	1¾ (0)	2
Oljepris Brent Blend ⁴⁾	121	115	103

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

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

De fremvoksende økonomiene i Asia påvirkes av krisen i Europa gjennom nedgang i vareeksporten. I tillegg melder bankene om tilstramming i utlånsvilkårene, delvis som følge av en vanskeligere internasjonal finansieringssituasjon, se figur 2.5. Samlet sett bidro nettoeksporten negativt til veksten i 2011, mens veksten i privat konsum tiltok fra året før. Fortsatt god vekst i detaljomsetningen indikerer at veksten i privat forbruk holder seg oppe. Vekstanslaget er noe nedjustert, men veksten er fortsatt betydelig høyere enn i industrilandene. Skulle veksten i industrilandene bli vesentlig lavere enn ventet, vil små, åpne økonomier bli påvirket ytterligere. Store land som Kina og India blir mindre berørt av variasjon i varehandelen med utlandet, men også der har veksten bremsset.

Samlet sett venter vi at veksten hos Norges viktigste handelspartnere tar seg gradvis opp fra om lag nullvekst rundt årsskiftet. Oppgangen starter imidlertid fra et lavere nivå og blir noe langsommere enn lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport. BNP-veksten for handelspartnerne samlet er nedjustert til 1 prosent for inneværende år og 2 prosent neste år. Det er særlig lavere vekst i Europa som trekker ned anslagene. Anslagene på global BNP-vekst er nedjustert til 3¼ prosent i år og 4 prosent neste år.

Prisveksten hos Norges handelspartnere har samlet sett avtatt noe siden forrige rapport ble lagt fram i oktober. Lavere prisvekst på mat- og energivarer har bidratt. I mange industriland har derimot prisveksten utenom mat- og energivarer holdt seg oppe, se figur 2.6. Hos våre største handelspartnere er lønnsveksten moderat, se figur 2.7. Fremover venter vi at prisveksten avtar videre. I industrilandene vil mye ledige ressurser fortsette å dempe kostnadsveksten. For handelspartnerne samlet er anslaget på konsumprisvekst i 2012 nedjustert med ¼ prosentenheter til 1¾ prosent, se tabell 2.2.

Råvaremarkedene

Oljeprisen er i overkant av 125 dollar per fat, mer enn 10 prosent høyere enn ved siste rapport. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.8. De antyder nå en pris over 100 dollar per fat i 2014-15. Oljemarkedet er

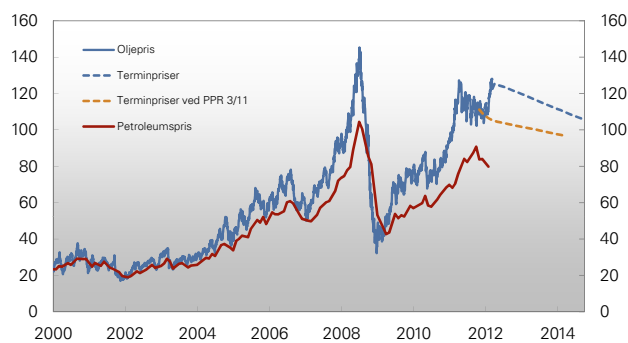
fremdeles nokså stramt. Ifølge det internasjonale energi-
byrået IEA var oljelagrene i OECD-landene i desember
lavere enn siste fem års gjennomsnitt for sjetten måned
på rad, til tross for høy produksjon i OPEC og om lag
uendret global oljeetterspørsel fra fjerde kvartal 2010 til
fjerde kvartal 2011. Det har blant annet sammenheng
med at oljeproduksjonen i land utenfor OPEC ble vesentlig
lavere enn ventet i 2011. I 2011 var det dessuten bortfall
av oljeproduksjon i enkelte OPEC-land, spesielt Libya.
Selv om libysk oljeproduksjon har kommet raskere tilbake
enn ventet, er det nå knyttet særlig usikkerhet til iransk
oljeeksport som følge av innføring av strengere sanksjoner
fra USA og EU. Samtidig er det fare for, eller faktisk
bortfall av oljeeksport også i en del andre land, blant
annet Sudan, Syria, og Jemen. Samlet bidrar dette til å
holde oljeprisen oppe. På den annen side kan oljeprisen
fremover bli vesentlig lavere enn terminprisene nå tilsier,
hvis den økonomiske situasjonen i Europa forverres ytter-
ligere, og dette smitter til resten av verden.

Prisen på eksport av norsk gass holder seg høy, se figur
2.9. Det skyldes dels oppgangen i oljeprisen og dels opp-
gangen i spotpriser for gass i Europa gjennom 2011. En
stor del av norsk gass selges fremdeles på langsiktige
kontrakter der prisen er knyttet til oljeprisen med et visst
tidsetterslep. Deler av norsk gass selges også til spotpriser,
særlig i Storbritannia.¹ Oljeprisen har fortsatt å stige så
langt i 2012. Med fortsatt relativt høye terminpriser for
olje og britisk gass, vil trolig den norske gassprisen holde
seg godt oppe fremover. Hvis oljeprisen skulle falle mye,
vil etter hvert gassprisene påvirkes.

The Economists råvareindeks har økt noe siden forrige
rapport. Særlig metallpriser har steget en del den siste
tiden som følge av tegn til bedre utsikter for den økono-
miske utviklingen i blant annet USA og Kina. Prisene
på jordbruksvarer har stabilisert seg. Terminprisene for
ulike råvarer antyder at prisene kan holde seg om lag på
dagens nivå fremover, se figur 2.10. Men også metall-
prisene kan falle markert hvis utsiktene for verdensøko-
nomien igjen skulle forverres.

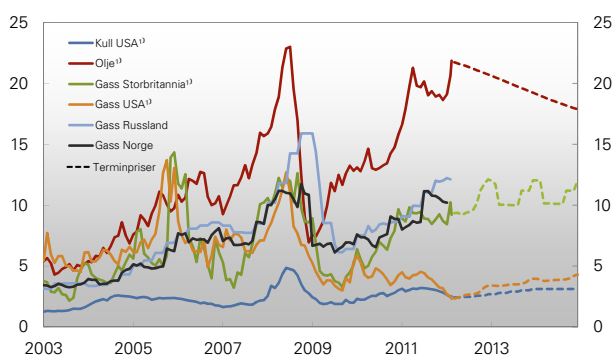
1) Se Aktuell kommentar 4/2011: Økt gassseksport, men hva med prisen? Pål Winje, Bjørn E. Naug og Astrid Stavseng, Norges Bank Pengepolitikk

Figur 2.8 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumseksport¹⁾. USD/fat. Januar 2000 – desember 2015



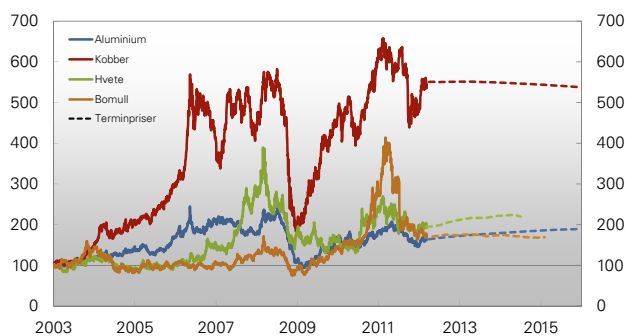
1) Vektet gjennomsnitt av norsk råolje- og gassseksport
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.9 Priser på kull, råolje og naturgass. USD per MMBTU. Januar 2003 – januar 2015



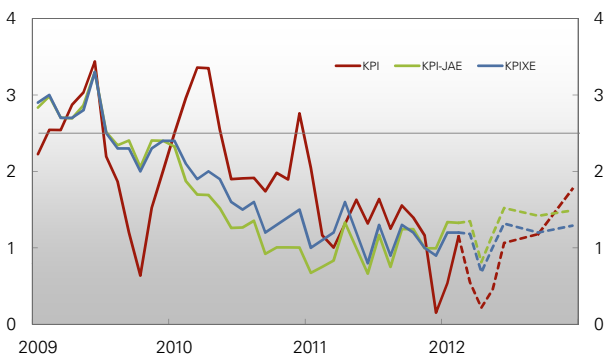
1) For mars 2012 er gjennomsnitt av dagstall brukt
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Råvarepriser. USD. Indeks, januar 2003 = 100. Januar 2003 – desember 2015



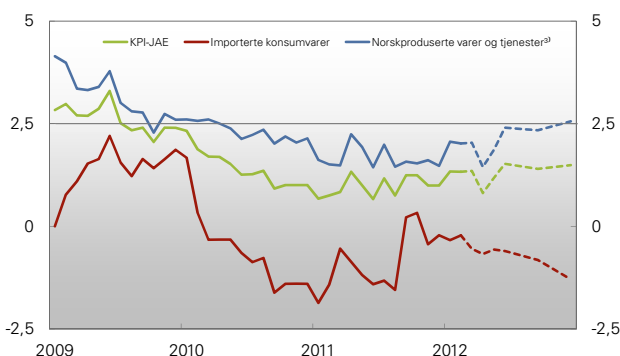
Kilder: CME Group og Thomson Reuters

Figur 2.11 KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2009 – desember 2012³⁾



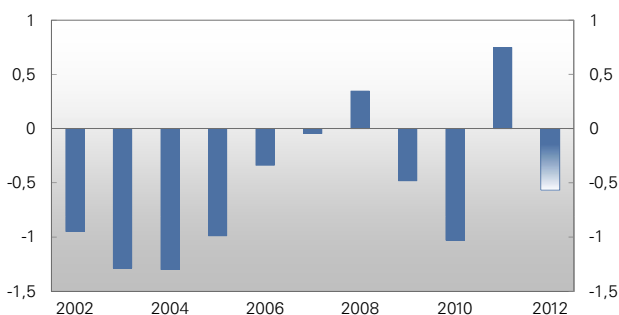
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
 3) Anslag for mars 2012 – desember 2012 (stiplet). Månedstall fram til juni 2012, deretter kvartalstall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

Figur 2.12 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2009 – desember 2012²⁾



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

Figur 2.13 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2002 – 2012¹⁾



1) Anslag for 2012
 Kilde: Norges Bank

Norsk økonomi det neste året

Priser

Prisveksten er lav. I februar var årsveksten i konsumprisene (KPI) 1,2 prosent, se figur 2.11. Det er 0,1 prosentenheter høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/11. Prisene på bensin har steget mer enn lagt til grunn, mens prisene på importerte konsumvarer har steget noe mindre enn ventet. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,3 prosent i februar, 0,1 prosentenheter lavere enn ventet. Justert for avgifts- endringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 1,2 prosent, 0,2 prosentenheter lavere enn anslått i forrige rapport.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har økt litt fra i fjor og er nå om lag 2 prosent, se figur 2.12. Oppgangen kan trolig forklares med høyere kapasitetsutnyttning og økende kostnadsvekst gjennom fjoråret. Utsikter til stabil kostnadsvekst tilsier isolert sett en utflating i prisveksten utover i året. Vi legger derimot til grunn en mer normal prisvekst på matvarer i år etter at prisene falt på disse varene i fjor. Det kan bidra til at den innenlandske prisveksten øker noe gjennom året. Samlet anslår vi at prisveksten for norskproduserte varer og tjenester tar seg opp til 2½ prosent i fjerde kvartal i år.

Prisene på importerte konsumvarer steg gjennom siste halvår i fjor. I februar var årsveksten i prisene på disse varene -0,2 prosent, opp med drøyt 1 prosentenheter fra februar i fjor, se figur 2.12. Utviklingen kan trolig i hovedsak forklares av økningen i de internasjonale råvareprisene. Fremover venter vi at prisveksten ute avtar, og at internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser faller, se figur 2.13. Med styrkingen av kronen vi har bak oss, venter vi et fall i prisene på importerte varer målt i norske kroner i år. Vi anslår at prisveksten på importerte konsumvarer, slik de måles i KPI-JAE, avtar til -1¼ prosent i fjerde kvartal i år.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE øker fra 1¼ prosent i første kvartal til 1½ prosent i fjerde

kvartal. Anslagene for prisveksten er noe lavere enn i Pengepolitisk rapport 3/11, særlig for andre halvår i år. Det følger i hovedsak av at kronen har styrket seg og at vi nå venter lavere vekst i etterspørsel og lønn enn i forrige rapport. Forventningsundersøkelser fra Opinion Perduco og Norges Banks regionale nettverk kan indikere at bedriftslederne venter nokså stabil prisvekst fremover, se figur 2.14.

Anslagene for KPI-JAE er på linje med fremskrivningene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.15.

Fremtidsprisene for elektrisitet har falt siden forrige rapport. Vi venter nå at årsveksten i KPIXE og KPI blir henholdsvis 1¼ og 1¾ prosent i fjerde kvartal i år.

Produksjon og etterspørsel

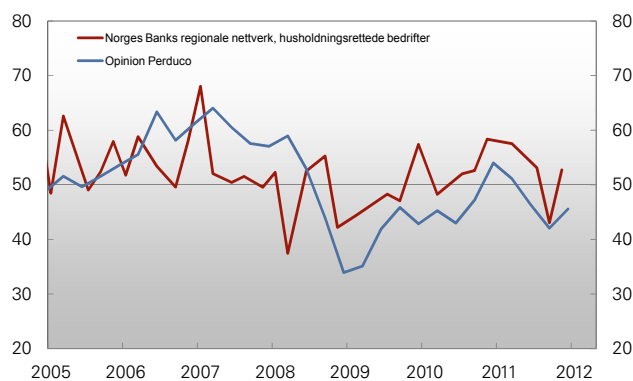
Ifølge nasjonalregnskapet økte BNP for Fastlands-Norge i gjennomsnitt med ¾ prosent per kvartal i 2011, se figur 2.16. Økt aktivitet i petroleumssektoren og byggenæringen, et godt bytteforhold (se figur 2.17) og høy befolkningsvekst bidrar til å holde veksten i norsk økonomi oppe. Svakere vekstutsikter i Europa peker i retning av at veksten i norsk økonomi ikke tiltar ytterligere de nærmeste kvartalene, slik vi ventet i forrige rapport. Nedjusteringen gjenspeiler både lavere vekst i husholdningenes etterspørsel og i eksporten fra Fastlands-Norge. Samlet anslås BNP for Fastlands-Norge nå å stige med 3¼ prosent i år.

Kontaktene i vårt regionale nettverk venter en vekst i produksjonen på om lag ¾ prosent de nærmeste kvartalene, se figur 2.16. Eksportindustrien og varehandelen har forventninger om avtakende produksjonsvekst, mens oljeleverandørnæringen venter økt vekst fremover.

Anslagene for BNP Fastlands-Norge er på linje med prognosene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.18.

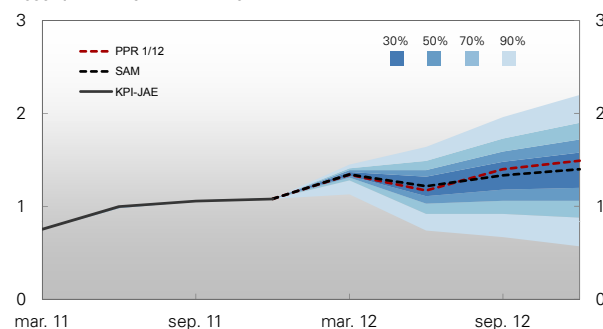
Lavkonjunktoren i etterkant av finanskrisen var moderat i Norge. Veksten kom forholdsvis raskt i gang, og kapasitetsutnyttningen begynte trolig å øke allerede mot slutten

Figur 2.14 Forventninger til endringer i veksten i bedriftens utsalgspriser neste tolv måneder. Diffusjonsindekser.¹⁾ 1. kv. 2005 – 1. kv. 2012



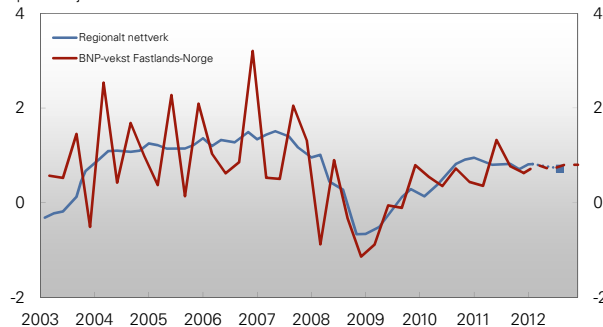
1) Andel som venter høyere prisvekst + (0,5*andel som venter uendret prisvekst)
Kilder: Opinion Perduco og Norges Bank

Figur 2.15 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 4. kv. 2012³⁾



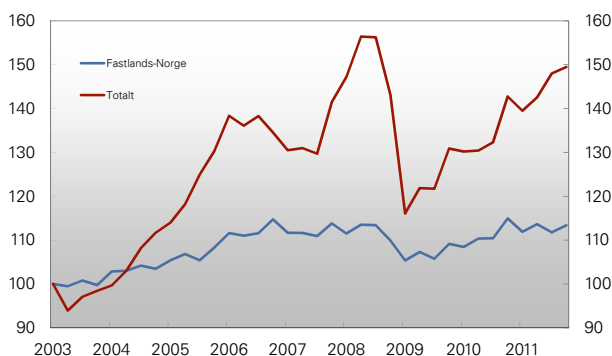
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) System for sammenveining av korttidsmodeller
3) Anslag for 1. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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. 2012²⁾



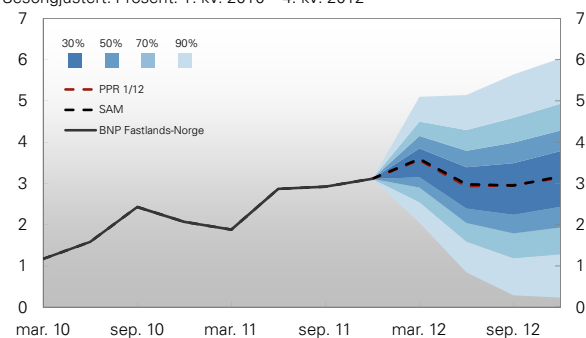
1) Sesongjustert kvartalsvekst. Volum
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er februar 2012. Siste observasjon for BNP-vekst er 4. kvartal 2011, anslag for 1. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 Bytteforhold, Indeks. 1. kvartal 2003 = 100.
1. kv. 2003 – 4. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

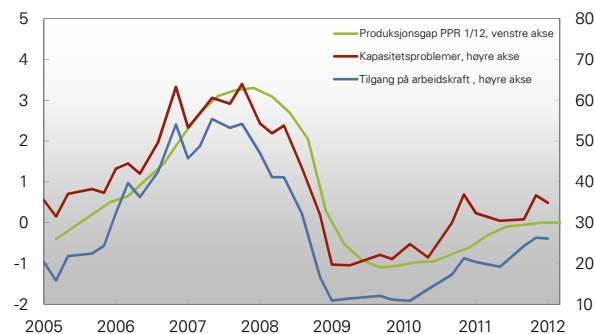
Figur 2.18 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2012²⁾



1) System for sammenveing av korttidsmodeller
2) Anslag for 1. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾ i Regionalt nettverk og anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2012



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

av 2009. Vi anslår at kapasitetsutnyttingen nå er om lag normal. Arbeidsledigheten er nær gjennomsnittet for de siste femten årene. Ifølge vårt regionale nettverk, har andelen av bedrifter med kapasitetsproblemer kommet opp på et nivå som ligger nær et historisk gjennomsnittsnivå, se figur 2.19. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer viser at kapasitetsutnyttingen i industrien er om lag på gjennomsnittet siden 1990.

Veksten i produktiviteten har vært svak de siste årene, se figur 2.20. Det kunne tilsi at bedriftene har rom for å benytte den eksisterende arbeidsstokken bedre. Den markerte veksten i sysselsettingen tyder likevel ikke på at det er mye ledige ressurser i bedriftene. Det ser derfor ut til at også den underliggende produktivitsveksten har vært lav siden finanskrisen. Det kan blant annet skyldes redusert risikovilje, lave investeringer og høy innvandring.

Gjennom 2012 venter vi at kapasitetsutnyttingen vil ta seg noe opp, men fortsatt være ganske nær et normalt nivå. Veksten i økonomien de neste kvartalene ventes å bli litt høyere enn veksten i produksjonspotensialet, som anslås til om lag 3 prosent i år. Befolkningsveksten ventes å heve produksjonspotensialet med i overkant av 1 prosent i 2012, mens den underliggende produktivitsveksten ventes å ta seg opp mot 1³/₄ prosent mot slutten av året.

Eksporten av tradisjonelle varer falt i andre halvdel av 2011. Utsiktene for verdensøkonomien tilsier at etterspørselen etter norske eksportprodukter vil utvikle seg svakt også fremover. I tillegg vil trolig norske eksportører tape markedsandeler som følge av høy kostnadsvekst. Eksporten fra oljeleverandørindustrien kan imidlertid øke videre som følge av sterk vekst i de globale petroleumsinvesteringene. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk venter svak vekst i produksjonen gjennom første del av 2012. Samlet anslår vi at eksportvolumet av tradisjonelle varer vil være om lag uendret fra 2011 til 2012, se figur 2.21.

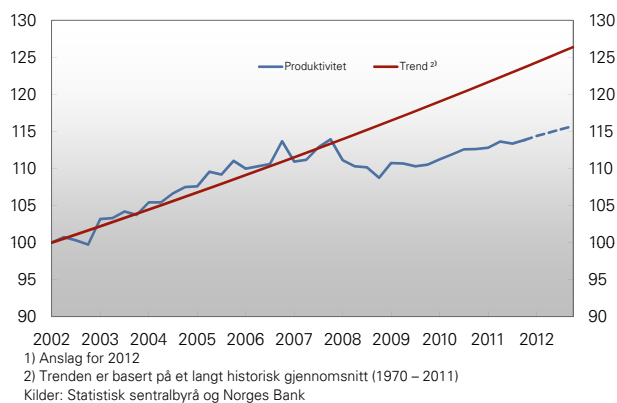
Privat konsum har økt mindre enn anslått i forrige rapport. Uroen i finansmarkedene mot slutten av fjoråret

bidro til at husholdningenes tillitsindikatorer falt til lave nivåer. Varekonsumet har vokst forholdsvis moderat etter finanskrisen, men utviklet seg særlig svakt mot slutten av fjoråret. Økt usikkerhet kan føre til at husholdningene blir mer forsiktige og utsetter kjøp av varige konsumgoder. En høy gjeldsbyrde forsterker trolig denne effekten. Tillitsindikatorene har bedret seg noe den siste tiden, men er fortsatt på et moderat nivå. Selv om varekonsumet tok seg opp igjen i januar, legger vi til grunn at usikkerheten rundt utviklingen ute fortsatt vil legge en demper på husholdningenes forbruk fremover, og venter lavere vekst i privat konsum enn anslått i forrige rapport. Den disponible realinntekten ser ut til å øke mindre i år enn i fjor som følge av lavere lønnsvekst. Veksten i privat konsum anslås å ta seg noe opp i andre halvår og samlet øke med 3 prosent i år, se figur 2.22. Spareraten ventes å stige videre i løpet av året, se figur 2.23.

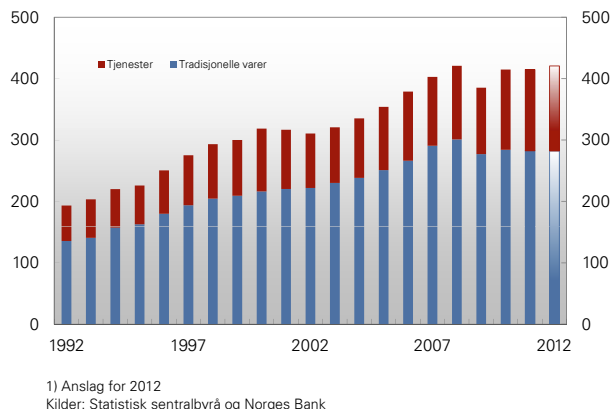
Boliginvesteringene økte sterkt i 2011, men igangsettingen av nye boliger er fortsatt lavere enn før finanskrisen. I 2011 ble det ifølge Statistisk sentralbyrås byggearealstatistikk fullført 20 000 boliger, som er lavere enn økningen i antall husholdninger i Norge, se figur 2.24. Innstramningen i bankenes utlånspraksis kan dempe etterspørselen i boligmarkedet noe, men sterk befolkningsvekst, lav rente og videre økning i boligprisene tilsier at boliginvesteringene vil ta seg ytterligere opp. Bedriftene i vårt regionale nettverk venter høy vekst i byggeaktiviteten de nærmeste seks månedene. Vi anslår at boliginvesteringene øker med 7½ prosent i 2012, se figur 2.26.

Investeringene i fastlandsbedriftene har tatt seg opp de to siste årene. Det gjenspeiler lav rente, bedre lønnsomhet og økt kapasitetsutnyttning. Bedriftene i vårt regionale nettverk planlegger å øke investeringene moderat det neste året, se figur 2.25. Svekkede utsikter, økt usikkerhet og innstramming i bankenes utlånspraksis bidrar til å begrense investeringene fremover. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil vokse med 3 prosent fra 2011 til 2012, se figur 2.26. Investeringene i tjenesteyting og kraftforsyning vil bidra mest til veksten, mens industriinvesteringene anslås å bli på om lag samme nivå som i 2011.

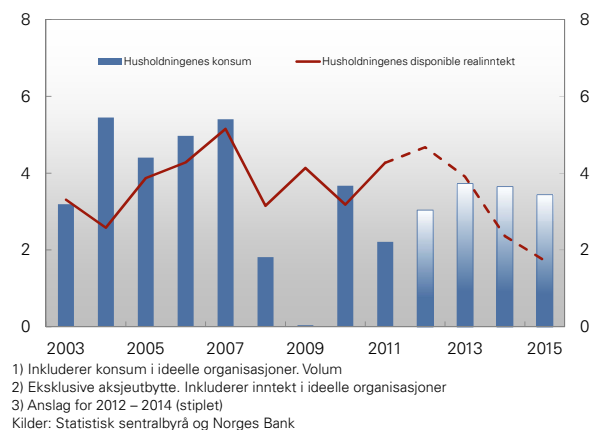
Figur 2.20 Produktiviteten i Fastlands-Norge. BNP per timeverk. Indeks. 1. kv. 2002 = 100. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2012¹⁾



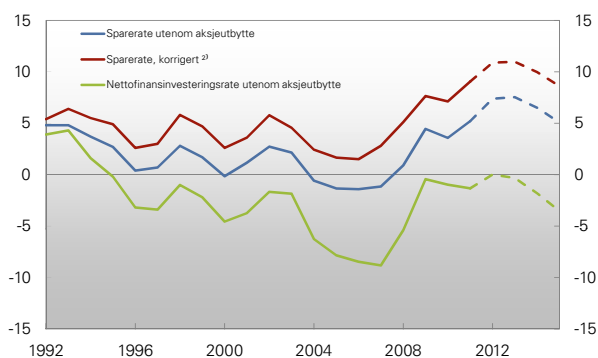
Figur 2.21 Eksport fra Fastlands-Norge. Faste 2009-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2012¹⁾



Figur 2.22 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2015³⁾



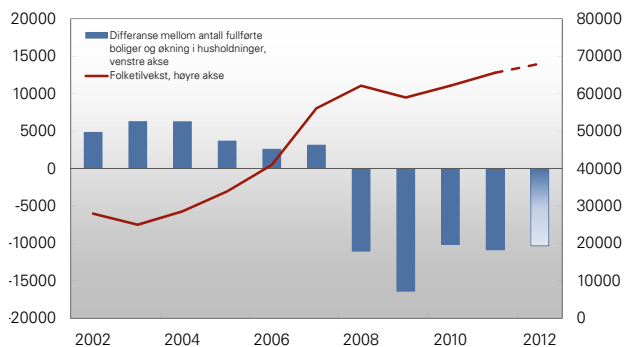
Figur 2.23 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1992 – 2015¹⁾



1) Anslag for 2012 – 2015 (stiplet)
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2015

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

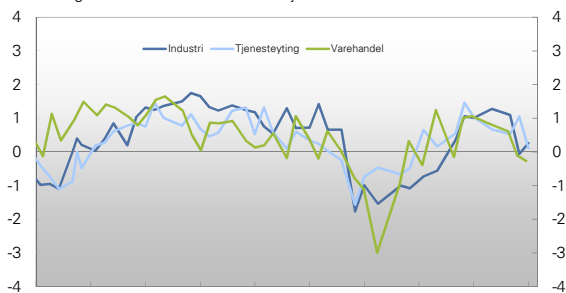
Figur 2.24 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger, samt folketilvekst. Årstall. 2002 – 2012¹⁾



1) Anslag for 2012

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.25 Planlagt vekst i investeringer neste 12 måneder sammenliknet med foregående 12 måneder. Indeks.¹⁾ januar 2003 – februar 2012



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

Arbeidsmarkedet

Både tilbudet og etterspørselen etter arbeidskraft har økt mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Det har ført til at arbeidsledigheten har vært nokså stabil og om lag som ventet. Den registrerte ledigheten, justert for sesongvariasjoner, var i februar 2,5 prosent av arbeidsstyrken. Ifølge AKU var den sesongjusterte ledighetsraten i desember på 3,3 prosent.

Vi legger til grunn fortsatt god vekst i sysselsettingen fremover. Anslaget er på linje med forventningene til kontaktene i vårt regionale nettverk, se figur 2.27. Undersøkelser fra Næringslivets Hovedorganisasjon og Opinion Perduco peker i retning av fortsatt vekst i sysselsettingen. Samtidig har tilgangen på ledige stillinger hos NAV økt noe de siste månedene. Etterspørselen etter arbeidskraft holdes oppe av utsikter til fortsatt moderat produktivtetsvekst. Sysselsettingen ventes å stige med 1½ prosent i 2012.

Mye av veksten i arbeidsstyrken den siste tiden forklares av den høye arbeidsinnvandringen. I fjor var nettoinnflyttingen til Norge på 47 000 personer ifølge Statistisk sentralbyrås befolkningsstatistikk, se figur 2.28. Nettoinnflyttingen har vært størst fra Polen og Baltikum. Lav arbeidsledighet og høyt lønnsnivå gjør Norge til et attraktivt land for utenlandske jobbsøkere. Vi legger til grunn at den høye innvandringen vil fortsette i årene fremover.

De store etterkrigskullene, som nå nærmer seg pensjonsalder, trekker isolert sett i retning av at yrkesdeltakelsen vil gå noe ned fremover. Den høye arbeidsinnvandringen gir likevel grunnlag for fortsatt god vekst i arbeidstilbudet. Vi anslår at arbeidsstyrken i år vokser om lag i takt med befolkningen i arbeidsfør alder, se tabell 2.3. Arbeidstilbudet økte mye mot slutten av fjoråret, og utsikter til at konjunktursituasjonen vil bedre seg noe gjennom året kan bidra til at veksten i arbeidsstyrken holder seg oppe. Sysselsettingen ventes å øke i takt med arbeidsstyrken gjennom resten av året, slik at arbeidsledigheten blir liggende om lag på dagens nivå, se figur 2.29.

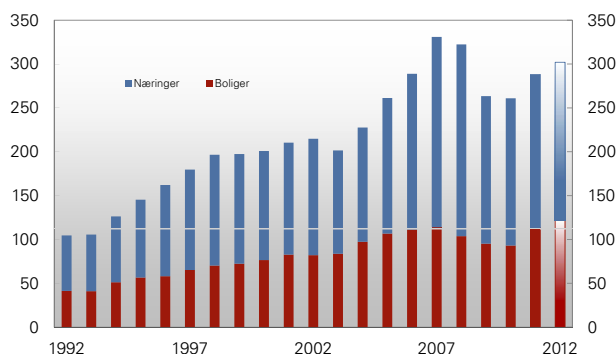
Lønn

Årslønnsveksten i 2011 var 4,3 prosent. TBU anslår lønnsoverhenget til 2012 for ansatte i de største forhandlingsområdene til 1¼ prosent. Det er lavere enn i fjor, men om lag det samme som før hovedoppgjøret for to år siden da den samlede årslønnsveksten ble 3,7 prosent.

Ifølge Opinion Perducos forventningsundersøkelse, venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst på 3,7 prosent i 2012. I januarunden i Regionalt nettverk ventet bedriftene en lønnsvekst noe under 4 prosent. Lønnsforventningene er høyest innen tjenesteyting og lavest i varehandelen.

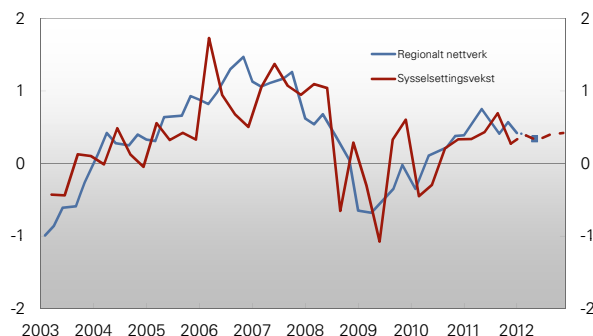
Svakere utvikling ute og en sterk krone vil trolig dempe lønnsveksten. Samtidig er det stor etterspørsel etter enkelte typer arbeidskraft, og arbeidsledigheten er på et relativt lavt nivå. Samlet anslår vi årslønnsveksten i 2012 til 3¾ prosent. Anslagene innebærer en reallønnsvekst i 2012 på om lag 2¾ prosent.

Figur 2.26 Investeringer i Fastlands-Norge utenom offentlig forvaltning. Faste 2009-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2012¹⁾



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

Figur 2.27 Sysselsetting¹⁾ og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012²⁾



1) Sesongjustert kvartalsvekst i kvartalsvis nasjonalregnskap
2) Siste observasjon for Regionalt nettverk er februar 2012. Siste sysselsettingsobservasjon i kvartalsvis nasjonalregnskap er 4. kvartal 2011, anslag for 1. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet linje)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

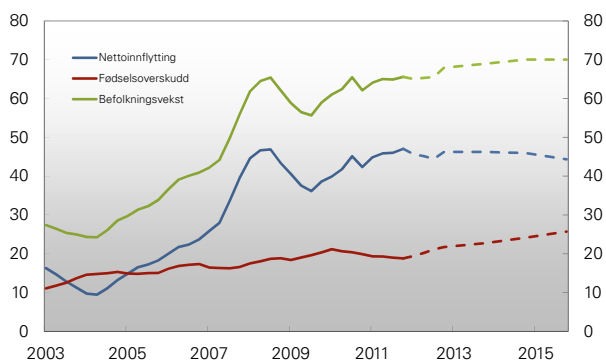
Tabell 2.3. Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	2011	2012
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1,7	1¾
Vekst i arbeidsstyrken med uendret yrkesdeltakelse*	1,3	1¼
Vekst i arbeidsstyrken	1,0	1¾

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

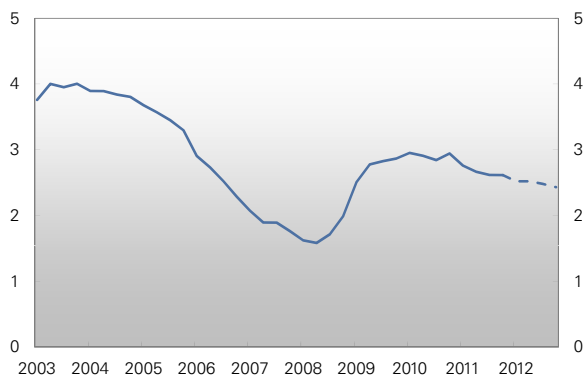
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.28 Befolkningsvekst, nettoinnflytting og fødselsoverskudd. Sum siste fire kvartaler. 1000 personer. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2015¹⁾



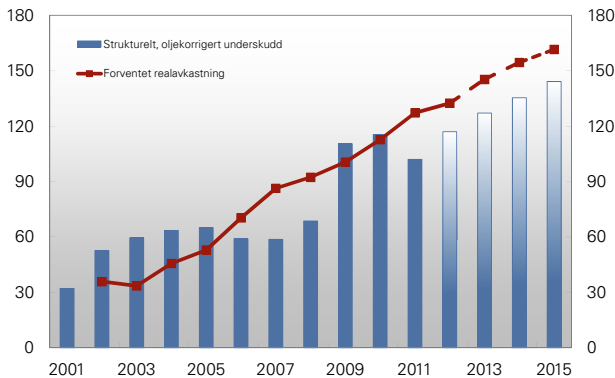
1) Anslag for 1. kv. 2012 - 4. kv. 2015
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.29 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012¹⁾



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

Figur 2.30 Det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2012-priser. Milliarder kroner. 2001 – 2015¹⁾



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

Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2012 til 2015

Finanspolitikken

De siste årene har skatteinntekter fra fastlandsøkonomien vært uventet høye. Det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet – som er et mål på den underliggende bruken av oljepenger – er foreløpig blitt nedjustert med 29 milliarder kroner i 2011. Vi anslår et strukturelt underskudd på 117 milliarder kroner i inneværende år, om lag fem milliarder lavere enn forutsatt i Nasjonalbudsjettet 2012.

Bedringen i de internasjonale markedene mot slutten av fjoråret førte til at verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til 2012 var høyere enn lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2012. Fremover antar vi at bruken av oljepenger vokser om lag i takt med utviklingen i fondet. Vi antar at fondet vil stige i verdi som forutsatt i budsjettet. Det strukturelle underskuddet blir da liggende noe under fire prosent av fondet, se figur 2.30. Bruken av oljeinntekter vil tilta raskere enn den økonomiske aktiviteten for øvrig, men det er likevel utsikter til forholdsvis moderat vekst i offentlig konsum og investeringer. Det har sammenheng med at overføringene ventes å stige mye, i hovedsak som en følge av økte utgifter til alderspensjon.

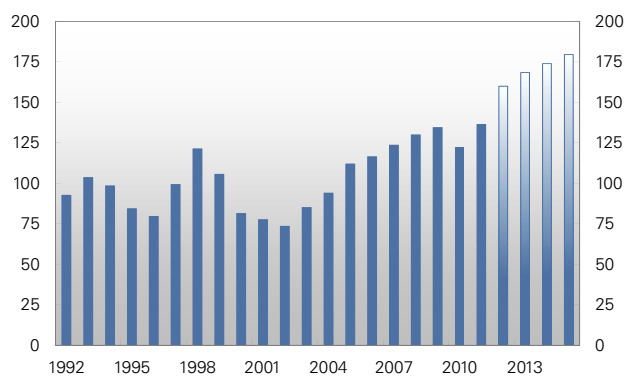
Den faktiske avstanden til fire-prosentbanen kan bli større enn figur 2.30 indikerer. Budsjettsfremskrivningen av fondet bygger blant annet på en oljeprisforutsetning som er lavere enn dagens terminpriser.

Petroleumsinvesteringene

Investeringene i petroleumsvirksomheten falt i 2010, men økte markert gjennom fjoråret. Nedgangen i 2010 hadde sammenheng med at flere prosjekter ble utsatt som følge av finanskrisen og det påfølgende fallet i prisene på olje og gass. Eksportprisene for norsk olje og gass har økt markert siden sommeren 2009 og forventes å være høye fremover. Det har bidratt til at aktiviteten på norsk sokkel har tatt seg opp igjen. En rekke utbygginger på nye og eldre felt vil bidra til at investeringene fortsetter å vokse markert de nærmeste årene. Veksten kan bli begrenset

av tilgangen på bore-rigger og kvalifisert arbeidskraft. Anslagene innebærer at petroleumsinvesteringene er nesten 50 prosent høyere i 2015 enn i 2010, se figur 2.31.

Figur 2.31 Petroleumsinvesteringer. Faste 2009-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2015¹⁾



1) Anslag for 2012 – 2015

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utdyping

Etterprøving av anslagene for 2011

Etterprøving av anslagene for 2011

Utøvelsen av pengepolitikken er basert på anslag for den økonomiske utviklingen. Det er derfor viktig å etterprøve anslagene.

Etterprøvingen kan gi oss bedre innsikt i økonomiens virkemåte og bidra til å forbedre anslagene og prognoseverktøyet. I denne utdypingen ser vi på Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i 2011 gitt fra og med Pengepolitisk rapport 3/10.¹

Anslagene i rapporten fra oktober 2010 tok utgangspunkt i at verdensøkonomien hadde vokst noe raskere enn ventet, men at det var stor usikkerhet om utviklingen ute. Veksten i norsk økonomi var fortsatt moderat, men syntes å ha fått godt feste. Inflasjonen var imidlertid fortsatt lav. Det var utsikter til at renten ville bli holdt på et lavt nivå de nærmeste kvartalene, men at den ville bli satt opp i

løpet av sommeren 2011 og deretter økes mot et mer normalt nivå.

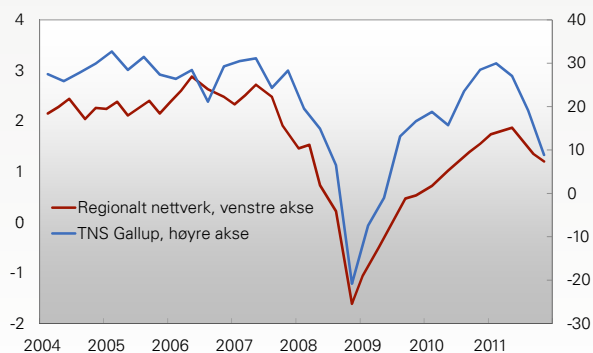
I oktober 2010 anslo vi en vekst i BNP Fastlands-Norge på 3 prosent i 2011. Vekstanslaget ble oppjustert litt i rapporten i mars, men så ble anslaget nedjustert noe i juni og ytterligere til 2¾ prosent i oktober 2011, se tabell 1. De foreløpige nasjonalregnskapstallene viser en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 2,6 prosent i 2011.

BNP-anslaget var blant annet basert på utsikter til høy befolkningsvekst og sterk vekst i olje- og boliginvesteringene. På disse områdene ble utviklingen i 2011 om lag som lagt til grunn. Utviklingen gjennom vinteren og våren pekte også mot god vekst i de andre etterspørselskomponentene. Arbeidsledigheten falt, og

tillitsindikatorer for både husholdninger og bedrifter var stigende, se figur 1.

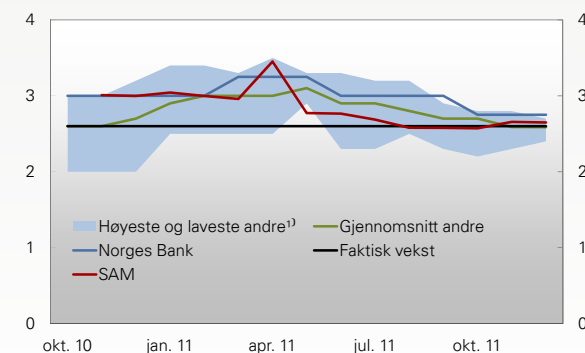
Veksten i konsumet ble imidlertid lavere enn ventet til tross for god inntektsvekst og lav rente. Dette må trolig sees i sammenheng med husholdningenes høye gjeld. Den økende usikkerheten om den internasjonale økonomiske utviklingen førte samtidig til et markert stemningsskifte fra sommeren av og både husholdninger og bedrifter ble mer pessimistiske, se figur 1. Ikke minst er det grunn til å tro at husholdninger med høy gjeldsbyrde ble mer forsiktige. Utviklingen i eksporten av varer og tjenester fra fastlandsøkonomien ble også svakere enn anslått. Ifølge de foreløpige nasjonalregnskapstallene økte ikke eksporten fra 2010 til 2011.

Figur 1 Produksjonsutsiktene i Regionalt nettverk og TNS Gallups samleindikator for husholdningene. Januar 2004 - desember 2011



Kilder: TNS Gallup og Norges Bank

Figur 2 Anslag for BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Volum. Prosent. Oktober 2010 - desember 2011



1) Institusjonene som gir anslag i Consensus Forecasts
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Consensus Forecasts og Norges Bank

Norges Banks anslag for veksten i fastlandsøkonomien i 2011 var høye sammenliknet med anslagene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM) og sammenliknet med andre institusjoner, se figur 2.

Til tross for at aktiviteten i fastlandsøkonomien ikke tiltok like raskt som anslått i 2011, økte sysselsettingen markert. Det var også god vekst i arbeidstilbudet, mye på grunn av rekordhøy innvandring. Sysselsettingen steg noe mer enn arbeidstilbudet, slik at arbeidsledigheten falt fra 2010 til 2011. Nivået på ledigheten i 2011 var om lag som anslått i de ulike rapportene. Kapasitetsutnyttningen var trolig nær et normalt nivå og endret seg ikke vesentlig gjennom 2011.

Prisveksten var lav i 2011. Konsumprisindeksen steg med 1,2 prosent

fra året før. Justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 0,9 prosent. Veksten i KPI-JAE i 2011 ble lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/10, men anslagene for årsveksten gitt gjennom fjoråret traff nokså godt. Norges Banks anslag var også mer i tråd med den faktiske utviklingen enn et gjennomsnitt av anslag fra andre institusjoner, se figur 3.

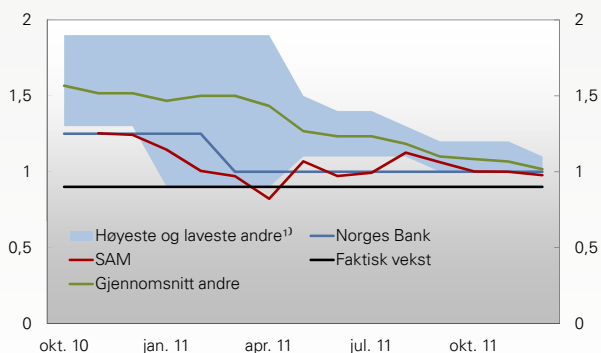
Prisveksten ved utgangen av 2011 var likevel en del lavere enn ventet. I de ulike rapportene antok vi at veksten i KPI-JAE ville tilta gjennom året som en følge av økende prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester holdt seg imidlertid på et lavt nivå til tross for at lønnsveksten økte fra 2010. Prisveksten i 2011 fremstår som lav i lys av kostnadsveksten, men det gjen-

speiler trolig i noen grad at etterspørselen ikke tok seg opp som anslått.

Norges Banks styringsrente forble på et lavt nivå gjennom hele 2011. Renten ble økt fra 2,00 prosent til 2,25 prosent i mai i lys av de mange positive signalene om den økonomiske utviklingen som kom gjennom vinteren og våren. Gjennom sommeren og høsten økte imidlertid uroen i finansmarkedene igjen. Påslagene i det norske pengemarkedet steg betydelig, og utsiktene for norsk økonomi ble svekket. I desember ble styringsrenten redusert til 1,75 prosent.

1 For en grundigere gjennomgang av Norges Banks anslag for 2011 og den faktiske økonomiske utviklingen, se kommende Staff Memo av Nordbø (2012): Etterprøving av Norges Banks anslag for 2011

Figur 3 Anslag for KPI-JAE. Årsvekst. Prosent. Oktober 2010 – desember 2011



1) Anslag fra DnB, Finansdepartementet, Handelsbanken, Nordea, SEB og Statistisk sentralbyrå
Kilder: Statistisk sentralbyrå, rapporter fra de ulike prognosemakerne og Norges Bank

Tabell 1. Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser for 2011. Prosentvis endring fra 2010 der annet ikke fremgår.

	PPR 3/10	PPR 1/11	PPR 2/11	PPR 3/11	Foreløpig regnskap
Priser og lønninger					
KPI	1¼	1½	1¾	1½	1,2
KPI-JAE	1¼	1	1	1	0,9
KPIXE	1½	1¼	1¼	1¼	1,1
Årslønn ¹⁾	3¾	4	4¼	4¼	4,3
Realøkonomi					
BNP for Fastlands-Norge	3	3¼	3	2¾	2,6
Produksjonsgap for Fastlands-Norge) (nivå)	-¼	0	0	0	-0,1 ³⁾
Sysselsetting, personer (KNR)	1	1¼	1¼	1	1,4
Arbeidsstyrke, AKU	1	1¼	1	¾	1
Registrert ledighet (rate)	2¾	2¾	2½	2¾	2,7
Etterspørsel					
Etterspørsel fra Fastlands-Norge)	4	4¼	3¾	3½	3,1
- Privat konsum	3¼	3½	3½	2¾	2,2
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	10	9¾	8¼	8	8,2
Petroleumsinvesteringer	7	12½	15	12¾	11,4
Eksport fra Fastlands-Norge)	2¾	6¼	2¼	1½	-0,1
Rente og valutakurs					
Styringsrente (nivå)	2¼	2¼	2¼	2¼	2,1
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)	90¾	88¾	88	88	88,1
Internasjonal økonomi og oljepris					
BNP for handelspartnere	2½	2½	3	2½	2,3 ³⁾
Internasjonale prisimpulser ²⁾	0	-¼	¼	½	0,7 ³⁾

1) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner

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

3) Norges Banks anslag

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

Vedlegg

Oversikt over utdypinger 2006–2012

Publikasjoner i 2009–2012 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 2006–2012

1/2012:

Etterprøving av anslagene for 2011

3/2011:

Systemet for styring av bankenes reserver

1/2011:

Befolkningsvekst og arbeidsinnvandring

Etterprøving av anslagene for 2010

3/2010:

Hvorfor er lange renter så lave?

KPIM: en modellbasert indikator for underliggende inflasjon

2/2010:

Kriterier for en god rentebane

1/2010:

Nivået på den normale renten

Etterprøving av anslagene for 2009

3/2009:

Avviklingen av ekstraordinære tiltak

KPI justert for frekvens av prisendringer (KPI-FV)

2/2009:

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 kronkursen

Etterprøving av anslagene for 2007

3/2007:

Likviditetsstyringen i Norges Bank

Tiltak fra sentralbankene i forbindelse med uroen i finansmarkedene

Husholdningenes sparing

Finanspolitikken og kommuneøkonomien

Høye petroleumsinvesteringer

NEMO – en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse

2/2007:

Er inflasjonen internasjonalt på vei opp?

Hva skjer med produktivitsveksten?

Hvor ofte endrer bedriftene sine priser?

1/2007:

Rammes verdensøkonomien av en konjunkturedgang i USA?

Usikkerhet om lønnsveksten fremover

Konkurransen og priser

Etterprøving av anslagene for 2006

3/2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

2/2006:

Penger, kreditt og priser – en monetær kryssjekk

Utenlandsk arbeidskraft i Norge

Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i Fastlands-Norge

1/2006:

Valg av rentebane i prognosearbeidet

Produktiviteten i Fastlands-Norge

Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA

Etterprøving av anslagene for 2005

Publikasjoner 2009–2012 på Norges Banks nettsider

Aktuell kommentar

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

- 4/2012 *The G20 and international economic cooperation.* Ingimundur Fridriksson
- 3/2012 *Petroleumsfondsmekanismen og Norges Banks valutakjøp til SPU.* Ellen Aamodt
- 2/2012 *Sammenhengen mellom styringsrenten og pengemarkedsrentene: 2007–2012.* Tom Bernhardsen
- 1/2012 *Misforståtte sentralbankreserver.* Tom Bernhardsen og Arne Kloster
- 6/2011 *Beregninger av boligbehov i Norge.* Birgitte Hovdan Molden
- 5/2011 *Hvordan er norske bankers finansiering satt sammen, og hvordan virker risikopåslagene på bankenes utlånsrenter?* Erna Hoff
- 4/2011 *Økt gasssekspert, men hva med prisen?* Pål Winje, Bjørn E. Naug og Astrid Stavseng
- 3/2011 *Liquidity in the foreign exchange market for EUR/NOK.* Kathrine Lund
- 2/2011 *Husholdningens gjeldsbelastning fordelt over aldersgrupper.* Haakon Solheim og Bjørn Helge Vatne
- 1/2011 *Om nye virkemidler i pengepolitikken. Avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken.* Ragna Alstadheim
- 7/2010 *Det norske markedet for statspapirer og obligasjoner med fortrinnsrett i lys av nye krav til bankenes likviditetsbuffer.* Haseeb Syed
- 6/2010 Ikke utgitt
- 5/2010 *KPIM: en modellbasert indikator for underliggende inflasjon.* Marius Nyborg Hov
- 4/2010 *Formuespriser, investeringer, kreditt og finansiell utsatthet.* Magdalena D. Riiser
- 3/2010 *Hva bestemmer utviklingen i langsiktige amerikanske statsrenter over tid?* Erlend Hellum
- 2/2010 *Offentlige finanser – den krevende veien tilbake til en bærekraftig situasjon.* Unni Larsen og Bente Støholen
- 1/2010 *Hva er nivået på den normale renten?* Tom Bernhardsen og Arne Kloster
- 9/2009 *Bolig og gjeld.* Bjørn Helge Vatne
- 8/2009 *Fremvoksende økonomier – en stadig større drivkraft for verdensøkonomien.* Sofie Jebsen, Unni Larsen og Bente Støholen
- 7/2009 *KPI-FV: En frekvensvektet indikator for underliggende prisvekst.* Agnes Marie Simensen og Fredrik Wulfsberg
- 6/2009 *En foreløpig stopp i arbeidsinnvandringen?* Kaj W. Halvorsen, Marie Norum Lerbak og Haakon Solheim

Staff Memo

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

- 9/2012 *Da Norge forlot gullet: Norges Bank og kurspolitikken 1931–1933.* Tine Petersen
- 8/2012 *Norges Bank's output gap estimates.* Marianne Sturød and Kåre Hagelund
- 7/2012 *Nærmere om Norges Banks anslag på produksjonsgapet.* Marianne Sturød og Kåre Hagelund
- 6/2012 *Background information, annual address 2012.* Norges Bank Monetary Policy
- 5/2012 *Dokumentasjon av enkelte beregninger til årstalen 2012.* Norges Bank Pengepolitikk

- 4/2012 *Kan finansiell stabilitet måles? En stressindeks for den norske banksektoren.* Hanna Winje
- 3/2012 *“til Christiania for at søge Forlindring i de store Tyngsler”:* Bondetogene på Østlandet og bøndernes motstand mot skattepolitikken i 1818. Sonja Serina Finstad Johansson
- 2/2012 *The financial accelerator and the real economy: A small macroeconomic model for Norway with financial frictions.* Roger Hammersland and Cathrine Bolstad Træe,
- 1/2012 *Rettslige sider ved utlåns- og diskonteringsvirksomheten til Norges Bank 1816–1824.* Eugenia Blücher
- 22/2011 *Norges Banks uavhengighet i etterkrigstida En analyse av sentralbankens uavhengighet fra 1945 til 1970 i et komparativt perspektiv.* Ragnar Trøite
- 21/2011 *Inflasjon og akkomodasjon: Norsk valutakurspolitikk fra 1971 til 1986.* Christoffer Kleivset
- 20/2011 *Fra reell til nominell: En analyse av pengepolitikken i Norge fra devalueringen i 1986, til innføringen av inflasjonsmålet i 2001.* Bastian Engelsen Klunde
- 19/2011 *Mellom politikk og marked? En studie av Pengepolitisk avdeling i Norges Bank, IMF og spørsmålet om den norske penge- og kredittpolitikken ca. 1965–1980.* Thomas Nordbø Berg
- 18/2011 *Når staten tar kontroll: Bankkrisen fra 1991–1993.* Trond Gram
- 17/2011 *Kredittpolitikken som redskap i den samfunnsøkonomiske styringen fra 1965 til 1980.* Gunnhild J. Ecklund
- 16/2011 *Likviditetskrisen høsten 2008.* Nora Kirsten Sundvall
- 15/2011 *A cobweb model of financial stability in Norway.* Geir Arne Dahl, Thea Birkeland Kloster, Unni Larsen, Ketil Johan Rakkestad, Rebekka Reisvaag, Bjørne Dyrre Syversten and Cathrine Bolstad Træe. Edited by Magdalena D. Riiser
- 14/2011 *Makroøkonomiske virkninger av høyere kapitalkrav for bankene.* Dag Henning Jacobsen, Thea Birkeland Kloster, Aslak Bakke Kvinlog og Unni Larsen
- 13/2011 *Credit, house prices, and risk taking by banks in Norway.* Artashes Karapetyan
- 12/2011 *Effekter av arbeidsinnvandring.* Kåre Hagelund, Einar W. Nordbø og Fredrik Wulfsberg
- 11/2011 *Om interaksjon mellom pengepolitikk og tidsvarierende makroregulering av finanssektoren.* Gisle James Natvik
- 10/2011 *Effects of a higher equity ratio on a bank's total funding costs and lending.* Bent Vale
- 9/2011 *Short-term forecasting of GDP and inflation in real-time: Norges Bank's system for averaging models.* Knut Are Aastveit, Karsten R. Gerdrup and Anne Sofie Jore
- 8/2011 *Sikkerhet for lån i Norges Bank – Virkningen av endringer i Norges Banks regelverk på bankenes verdipapirporteføljer og utstedelser.* Sigrid Igland og Johannes A. Skjeltorp
- 7/2011 *A financial conditions index for Norway.* Nikka Husom Vonen
- 6/2011 *On the purpose of models – The Norges Bank experience.* Karsten G. Gjerdrup and Jon Nicolaisen
- 5/2011 *Systemer for likviditetsstyring: Oppbygging og egenskaper.* Olav Syrstad
- 4/2011 *Renteanalysen.* Tom Bernhardsen,
- 3/2011 *Countercyclical capital buffer proposal: an analysis for Norway.* VO Thi Quynh Anh
- 2/2011 *Two essays on the magic number 4.* Sigbjørn Atle Berg, Jan F. Qvigstad and Nikka Husom Vonen
- 1/2011 *Norwegian overnight interbank interest rates.* Q. Farooq Akram and Casper Christophersen
- 13/2010 *Credit, asset prices and monetary policy.* Leif Brubakk and Gisle Natvik
- 12/2010 *Systemic surcharges and measures of systemic importance.* Sigbjørn Atle Berg
- 11/2010 *Monetary policy analysis in practice.* Ragna Alstadheim, Ida Wolden Bache, Amund Holmsen, Junior Møih and Øistein Røisland
- 10/2010 *Likviditetsstyringen i Norge og utviklingen i bankenes likviditet.* Erna Hoff

Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 1/12

07 Gruppen AS	Arki arkitektur AS	Bjørn bygg AS
3B-fiberglass Norway AS	Arntzen de Besche advokat- firma AS	Block Berge bygg AS
7. himmel AS	Asker kommune	BN entreprenør AS
ABB AS	Asko Hedmark AS	Bohus Bomøbler AS
ABCcenter eiendom AS	Asko Norge AS	Bohus Møbelhuset AS
Accenture AS	Askøy kommune	Br. Reme AS
Account-IT AS	Asplan Viak AS, Stavanger	Bravida AS
Adecco Norge AS, Trondheim	AT Group AS	Bravida AS, Sørvest
Aditro HRM	Atelier Ekren AS	Brude Safety AS
Adresseavisen AS	Aurora Group Norge AS	Brunvoll AS
Advokat Ole Morten Husmo AS	Austevoll Seafood ASA	Brødrene Dahl AS
Advokatfirmaet Schjødt AS	Avantor AS	Brødrene Pedersen AS
Ahead frisør	Avinor AS	Brødrene Ulveseth AS
Ahlsell Norge AS, Trondheim	Avinor AS, Bergen lufthavn	Bunnpriskjeden AS
Aibel AS	Avinor AS, Kristiansund lufthavn	Byggma ASA
Air Products AS	Avinor AS, Trondheim lufthavn	Byggmakker Norge AS
Aker Midsund AS	Bates United AS	Bø kommune
Aker Offshore Partner AS, Kristiansund	BearingPoint Norway AS	Bølgen og Moi AS
Aker Pusnes AS	Beitostølen Resort AS	Børstad transport AS
Akershus universitetssykehus HF	Bennet Nord-Norge AS avd. Bodø	Båtsfjordbruket AS
Aktietrykkeriet AS	Berg Jacobsen gruppen	Capgemini Norge AS, Trondheim
Aktiv365	Bergans fritid AS	Carshine AS
AKVA Group ASA	Berge & Co AS	CC Mart'n Gjøvik drift AS
Alcoa Norway ANS, Lista	Bergen Group ASA	Cegal AS
Alfr. Nettet AS	Bergen kino AS	Celsa Steel Service AS
Alfsen og Gunderson AS	Bergen kommune	Cermaq ASA
Alleen auto AS	Bergene Holm AS	Chiron AS
Alliero AS	Bergens tidende AS	Clarkes AS
Alta kommune	Berg-Hansen reisebureau Vestfold AS	Clas Ohlson AS
American Express Business Travel AS	Bernhard Olsen AS	Clas Ohlson AS, region Nord
A-møbler AS	Bertel O. Steen Rogaland AS	Clas Ohlson AS, region Sør
Anleggsgartnerfirma Strandman AS	Betong Øst AS	Clas Ohlson AS, region Sør
Apollo reiser	Biltema Sørlandsparken	Coop Hordaland BA
Apply TB AS	Biobag International AS	Coop NKL SA
Apropos internett AS	BioMar AS	Coop Nord SA
APS Norway AS	Biotec Pharmacon ASA	Coop Nordland SA
Arendal auto AS	Birkenes byggsenter AS	Coop Steinkjer SA
Arendal kommune	Birkenes kommune	Coop Vest SA
Arendal kulturhus AS	Bjerkreim kommune	Cowi AS, Trondheim
		Cramo AS
		CrediCare AS, Førde

CSC Norge AS	Fabelaktiv AS	Grenland Group ASA
Dark AS	Farstad Shipping AS	Gresvig ASA, Sport
Deloitte AS, Sogn og Fjordane	Farsund bygg AS	Grilstad AS, Brumunddal
Devold of Norway AS	Finn.no AS	Grunnarbeid AS
Din Tur AS	Finneid sveiseverksted AS	G-Sport Nord AS
DnB eiendom AS	Finsbråten AS	Gudbrandsdalens uldvarefabrik AS
DnB næringsmegling AS, Trondheim	Firda media AS	Gunnar Hippe AS
DNH Den norske høyttaler- fabrikk AS	Fjord Line AS	Gunnar Klo AS
Dokka Fasteners AS	Fjord1 Nordvestlandske AS	H. & O. Bernhardsen AS
Dokken og Moen murmesterforretning AS	FK Butikken Felleskjøpet Rogaland	H. Mydland AS
Drammen kommune	Flekkefjord kommune	Hafjell alpintenter AS
EDB ErgoGroup ASA	FM Gruppen AS	Halliburton Norge Holding AS
EDB Ergogroup ASA, region Innland	Fokus bank	Hamar kommune
EDB ErgoGroup ASA, Trondheim	Fokus bank, Bodø	Hammerfest kommune
EFD Induction AS	Fokus Krogsveen AS	Hammerø & Storvik Molde AS
Eidskog kommune	Fokus Krogsveen AS, Trondheim	Hamworthy AS
Eidsvoll kommune	Folk i husan eiendomsmegling AS	Handelsbanken, Trondheim
Eiendomsmegler 1 Nord Norge AS	Follestad Oslo AS	Hapro
Eiendomsmegler 1 SR-eiendom AS	Forus næringspark AS	Haram kommune
Eiendomsør og bygg AS	Fossberg hotell AS	Hauans AS
Eigedomsmeikling Sogn og Fjordane AS	FotoKnudsen AS	Hedalm Anebyhus AS
Ekornes ASA	Frank Mohn AS	Hedalm Anebyhus AS, Nord-Vest
Elektro AS	Franzefoss pukk AS	Hedmark eiendom AS
Elkem ASA, Salten Verk	Fresenius Kabi Norge AS	Hedmark fylkeskommune
Elkem Thamshavn AS	Fretex butikkutsalg, Kristiansand	Helgelandssykehuset HF
Elkjøp Finnsnes AS	Friskhuset Holding AS	Helse Bergen HF
Elkjøp giganten Forus	Fugro Oceanor AS	Helse Førde
Elkjøp giganten Åsane	Fædrelandsvennen AS	Helse Midt-Norge RHF
Elkjøp Norge AS	Førde kommune	Helse Stavanger HF
Elkjøp stormarked Bodø	Gausdal Bruvoll BA	Herregalleriet AS
Elmo AS	GE Healthcare AS	Hi-Fi klubben AS, Grimstad
Eramet Norway AS, Sauda	Geomatikk IKT AS	Hogg Robinson Nordic AS
Eramet Norway Kvinesdal AS	GERA Technology AS	Holm grafisk AS
Ernst & Young AS, Stavanger	Gilstad trelast AS	Holmen fjordhotell
Esko-Graphics Kongsberg AS	Gipling AS	Hordaland fylkeskommune
Euronics Norge AS	Gjøvik kommune	House of Beauty AS
Evensen & Evensen AS	Glamox ASA	Hunton fiber AS
Ewos AS	Glava AS	Hydraulikk Finnmark AS
Exbo Sørlandet AS	Glåmdalen AS	Hydro Aluminium AS, Årdal
Expert Molde	Goman bakeriet AS, Trondheim	Hydro Aluminium Profiler AS
	Gran kommune	IBM Norge
	Gran Taralrud AS	ICA Norge Rimi Vest
	Grande entreprenør AS	Idé møbler Bodø AS
	Granit kleber AS	IKEA AS
	Gravdahl AS	IKEA AS, Forus

IKM gruppen AS	Kristiseter M Entreprenør AS	Modern Design AS
Indre Sogn sparebank	Kruse Smith AS	Moderne Byggfornyelse AS
Innoventi AS	Kvalitet & Ledelse AS	Moelven Nordia AS
Innvik Sellgren industrier AS	Kverneland Group ASA	Moi rør AS
Interfil AS	Kværner Verdal AS	Molab AS
Intra AS	Landteknikk fabrikk AS	Molde kommune
Itab industrier AS	Lantmannen Cerealia AS	Moldjord Bygg og Anlegg AS
ITet AS	Larvik kommune	Moss kommune
Ivar Mjåland AS	Leiv Eiriksson nyskapning AS	Multiconsult AS
Jak Restaurantdrift A/S	Lena maskin AS	Multiconsult AS, Stavanger
JC Decaux Norge AS	Lenvik kommune	MX Sport
Jemar Norpower AS	Lerum AS	Møbelringen AS
Jensen møbler AS	Lerøy Midnor AS	MøllerGruppen AS
Jernbaneverket	Lilleborg AS, profesjonell	Møre båtservice AS
Jernia AS	Lindex AS	Møre eiendomsmegling AS
Jiffy Products International AS	Link signatur AS	Møre Trafo AS
JM Norge AS	Lom kommune	Mørenot AS
JMS Mediasystems AS	Lom og Skjåk sparebank	Møretre AS
Jobzone AS	Lundegården Bar & Brasserie AS	Nammo AS
Johansen Th & Sønner AS	Lunner kommune	NAV Aust-Agder
John Galten AS	Løype Anleggsdrift AS	NAV Oppland
Jotun AS	Madsen bil AS	NAV Rogaland
Jotunheimen og Valdresruten bilselskap AS	Madshus AS	NAV Sogn og Fjordane
Julius Jakhelln AS	Magnetten kjøpesenter	NAV Sør-Trøndelag
Kappahl AS	Mainstream Norway AS	NAV Vest-Agder
Karmøy kommune	Malvik kommune	Nexans Norway AS
Kirkestuen transport AS	Manpower AS	Nexans Norway AS, Rognan
Kjøpmannshuset Norge AS	Manpower AS, Bodø	Nikkers AS
Kleive betongbygg AS	Manpower AS, Hedmark og Oppland	Nils Williksen AS
Klæbu kommune	Manpower AS, Nordmøre og Romsdal	Nobia AS
Knutsen Jørgensen & Skjelbred Servering AS	Manpower AS, Trondheim	Nofi Tromsø AS
Kongsberg Automotive AS	Mapei AS	Nor tekstil AS
Kongsberg Automotive AS, Raufoss	Marine Cybernetics AS	Norconsult AS, Bodø
Kongsberg kommune	Marine installasjoner AS	Norconsult AS, Trondheim
Kontali analyse AS	Mascot Electronics AS	Nord Norsk dekkimport AS
Kosbergs arkitektkontor AS	MaxMat AS	NorDan AS
KPMG AS	Melhus kommune	NorDan AS, Hedmark/Oppland
KPMG AS, Trondheim	Meny Krøgenes	Nord-Aurdal kommune
Kraft Foods Norge AS	Meyergården Turisthotell AS	Nordea bank Norge ASA
Kristiansand Cementstøperi	Meyership AS	Nordea bank Norge ASA, Kristiansand
Kristiansand kommune	Mezina AS	Nordek AS
Kristiansund kommune	Miljøbygg AS	Nordic Paper AS
	Miras multimaskin AS	Nordlaks AS
		Nordland betong AS

Nordox AS	PricewaterhouseCoopers AS, Stavanger	Rype AS
Nord-Tre entreprenør AS	PricewaterhouseCoopers AS	Røra fabrikker AS
Norengros Kjosavik AS	Proaktiv eiendomsmegling AS	Rørlegger D Åsheim AS
Norsk kulde AS	Proffice AS, Gjøvik	Rørleggeren AS
Norsk stål AS, Brumunddal	Proffice Nord-Norge AS	Røstad entreprenør AS
Norsk tipping AS	Prognosesenteret AS	S&B Stenersen AS
Norske Skog Skogn AS	Promens AS, Kristiansand	Sandnes sparebank
Norske Skogindustrier ASA	Pronova Biopharma Norge AS	Sarpsborg kommune
Norspace AS	PS Data	SB transport AS
Nortrans Touring AS	På håret frisør AS	Scandic Hotels AS
NOR-WAY bussekspress AS	Q-Free ASA	Scandinavian Business Seating AS
Norway Seafoods AS, Hammerfest	Qvam Eigedom AS/Handelshuset Førde	ScanPartner AS
Norwegian Air Shuttle ASA	Radisson Blu Caledonien Hotel, Kristiansand	Schenker AS
Notar AS, Nordmøre	Radisson Blu Hotel Norge, Bergen	Schenker AS, Trondheim
Nylander & Partners AS	Radisson Blu Lillehammer Hotel	Seald Air Norge AS
Nysted AS	Radisson Blu Scandinavia Hotel, Oslo	Sel kommune
Næringsråd i Arendal kommune	Rambøll Norge AS	Selvaag gruppen AS
Nøstet kjetting AS	Rambøll Norge AS, Lillehammer	Sentrum bygg AS
Ocean Supreme AS	Rambøll Unico AS	Servi Cylinderservice AS
Officelink AS	Ramirent AS, Trøndelag	SF kino Stavanger/Sandnes AS
Olav Thon eiendomsselskap ASA	Rana kommune	Ship Equip International AS
Oppegård kommune	Rapp Bomek AS	Sibelco Nordic AS
Optimera AS, region Sør	Reber Schindler heis AS	Siemens Oil & Gas Norway
Oras AS	Refa Frøystad Group AS	Sig. Halvorsen AS
Oras AS, Bodø	Relacom AS	SIVA selskapet for industrivekst SF
Oras AS, Trondheim	REMA 1000 Norge AS	Skagen AS
Orica Norway AS	REMA 1000 Norge AS, Nordre Vestland	Skandinavisk høyfjellsutstyr Trondheim AS
Oslo kommune	Renates hudpleie	Skanska Norge AS
Oslo sportslager AS	Renés barnevogner AS	Skanska Norge AS, Buskerud, Vestfold og Telemark
Oslo Universitetssykehus HF	Retura Sør AS	Skanska Norge AS, bygg region Sør
Oswo AS	Rica Hotels AS	Skanska Norge AS, Midt-Norge
Ottadalen mølle AL	Rica Nidelven Hotel	Skanska Norge AS, Møre og Romsdal
PA Consulting Group AS	Rica Park Hotel	Skeikampen Resort
Pallin AS	Rica Sunnfjord Hotel	Skibspil AS
Panalpina Grieg AS	Ringnes AS	Skien kommune
Pedagogisk vikarsentral AS	Rissa kommune	Sko Huuse AS
Per Knudsen arkitektkontor AS	Rofiskgruppen AS	Smurfit Kappa Norpapp AS
Per Aaland AS	Rogne bygg AS	Snadder og Snaskum AS
Petter Gagama AS	Rosenborg malerteam AS	Snap Drive AS
Pharmaq AS	RUUD AS	Solhaug bygg AS
Pitney Bowes Norge AS, Eidsiva Gjøvik		Solsiden spa og velværesenter AS
Polarbase AS, Hammerfest		Solstad Offshore ASA
Pon Power		

Sortland entreprenør AS	Synsam Norge AS	Union Hotel Geiranger AS
Sortland kommune	Södera Timber, Jessheim	Universitetssykehuset
Sortlandhotellene AS	Sølvtrans AS	Nord-Norge HF
Sparebank 1 Nord-Norge, Bodø	Sönnichsen AS	Valdres last AS
Sparebank 1 Vestfold	Sørbø gruppen AS	Valdres regnskap AS
Sparebanken Hedmark	T Kverneland & sønner AS	Valdresbygg AS
Sparebanken Møre	T. Stangeland maskin AS	Vale Manganese Norway AS
Sparebanken Nord-Norge	Taxi Sør AS	Valldal høvleri AS
Sparebanken Sogn og Fjordane	Teeness ASA	Varner-gruppen AS
Sparebanken Sør, Farsund	Tele-Connect Gjøvik AS	Veidekke ASA
Sparebanken Vest	Telemark sykehus	Verdal kommune
Sparebanken Øst	Teliasonera Norge AS	Vestbase AS
Spenncon AS	Tema eiendomsselskap AS	Vesteråls-revisjon AS
Spicheren Treningssenter	Terra forsikring AS	Veøy AS
Spor design AS	Thon Hotel Bergen brygge	Viju Norge AS
Sport & rekreasjon AS	Tilbords AS	Vikeså Glassindustri AS
Sportshuset AS, Tromsø	Time kommune	Vintervoll AS
Sportshuset AS, Øvre Årdal	Tine meieriet Vest BA	Vågå kommune
Stadion AS	Tine meieriet Øst BA	Westre bakeri AS
Stange kommune	Titania AS	Widerøe's flyveselskap AS
Stantek Kongsvinger AS	To rom og kjøkken	Wikborg, Rein & Co
Start Toppfotball	Tollpost Globe AS	Wikborg, Rein & Co, Bergen
Startour-stjernereiser AS	Toma gruppen	YC rør AS
Statens vegvesen	Tools Nord AS	YIT AS, Ålesund
Statens vegvesen, Region Vest	Torghatten trafikkelskap AS	YIT Building Systems AS
Statoil ASA	Toten bygg og anlegg AS	YIT Building Systems AS, Gjøvik
Stavanger aftenblad ASA	Toyota Førde AS	YIT Building Systems AS, Nordmøre og Romsdal
Steinkjer kommune	Toyota Nordvik AS	Ø M Fjeld AS
Stoltz entreprenør AS	Toyota Norge AS	Øglænd industrier AS
Stordal kommune	Toyota Sørvest AS	Økonor Flisa AS
Stor-Elvdal kommune	Trehuseksperten AS	Ørland transport AS
Storvik salong AS	Trelleborg Offshore Norway AS	Øster hus gruppen AS
Strand Sea Service AS	Tren	Østereng & Benestad AS
Strandtorget kjøpesenter	Treningssenteret Moldehallen	Øystre Slidre kommune
Stream AS	Trioving AS	Ålesund storsenter AS
Studentsamskipnaden i Agder	Triplex AS	Aas mek verksted AS
STX OSV AS	Tromsø kommune	Åsen & Øvreid AS
Sulland gruppen AS	Trondheim torg	Aasen bygg AS
Sundvolden Hotel	Tronrud Engineering AS	
Sunnmørsposten AS	Try reklamebyrå	
Svinøya Rorbuer AS	TT anlegg AS	
Sweco Norge AS	TTS Group ASA	
Sykehuset i Vestfold HF	Tysvær kommune	
Sylteosen Holding AS	Ulstein verft AS	
Synnøve Finden ASA	Umoe Restaurant Group AS	

Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

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

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
2007		2,7	5,3	5,4	2,7	13,3	6,1	6,3	10,0
2008		0,0	1,5	1,8	2,7	-1,3	5,2	4,5	3,9
2009		-1,7	-1,6	0,0	4,3	-13,2	3,4	-8,4	-12,5
2010		0,7	1,9	3,7	1,7	-2,5	-9,0	7,7	9,9
2011		1,6	2,6	2,2	1,5	8,2	11,4	-0,1	2,5
2011 ³⁾	1. kv	-0,3	0,4	0,2	-0,3	2,6	2,8	-1,9	7,7
	2. kv	0,5	1,3	0,5	1,6	-0,4	2,6	2,8	-7,1
	3. kv	1,1	0,8	0,3	0,7	0,1	7,7	1,7	1,6
	4. kv	0,5	0,6	0,6	0,5	4,4	-4,4	-2,1	-0,6
Nivå 2010, mrd. kroner		2 410	1 960	1 089	548	368	136	415	744

¹⁾ Utvinning og rørtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

³⁾ Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/ tolv måneders-vekst i prosent		KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPIXE ²⁾	KPI-JA ³⁾	KPI-JE ⁴⁾	HKPI ⁵⁾
2007		0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008		3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009		2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010		2,5	1,4	1,7	2,4	1,4	2,4
2011		1,2	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2
2012	jan	0,5	1,3	1,2	0,4	1,5	0,3
	feb	1,2	1,3	1,2	1,0	1,5	1,0

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)			
	2011	2011	Anslag			
			2012	2013	2014	2015
Priser og lønninger						
KPI		1,2	1	1¾	2	2¼
KPI-JAE ¹⁾		0,9	1¼	1½	2	2¼
KPIXE ²⁾		1,1	1¼	1½	2	2¼
Årslønn ³⁾		4,3	3¾	4	4	4¼
Realøkonomi						
BNP	2711	1,6	2¾	2¼	2¼	2¼
BNP for Fastlands-Norge	2088	2,6	3¼	3	3	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ⁴⁾		-0,1	¼	0	0	0
Sysselsetting, personer, KNR		1,4	1½	1¼	1¼	1¼
Arbeidsstyrke, AKU		1,0	1¾	1¼	1¼	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,3	3¼	3½	3½	3½
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,7	2½	2½	2¾	2¾
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	2102	3,1	3½	3	2¾	2¾
- Privat konsum	1127	2,2	3	3¾	3½	3¼
- Offentlig konsum	585	1,5	2¼	2¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	390	8,2	3¾	4	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁶⁾	142	11,4	17¼	5¼	3¼	3¼
Eksport fra Fastlands-Norge ⁷⁾	455	-0,1	1½	2¼	.	.
Import	764	2,5	3½	4½	.	.
Rente og valutakurs						
Styrringsrente (nivå) ⁸⁾		2,1	1½	1¾	2½	3¼
Importveid valutakurs (I-44) ⁹⁾		88,1	87¼	87¼	87¼	87½

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

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, reisetraffikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

⁸⁾ Styrringsrenten 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

2012