

The image features the Norges Bank logo and the text "NORGES BANK" in white. The logo consists of a stylized "NB" with decorative flourishes. The background is a solid blue color with intricate, light-colored line art patterns that resemble stylized leaves or feathers. On the left side, there is a vertical green bar with a repeating geometric pattern of circles and lines.

 NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

2 | 12  
juni

Norges Banks rapportserie nr. 3-2012



Pengepolitisk rapport  
2/2012



Norges Bank

Oslo 2012

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

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

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

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Gruppen AS

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

ISSN 1504-8489 (trykk)

ISSN 1504-8500 (online)

## Pengepolitisk rapport

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

I møtet 26. april 2012 diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtene 5. og 6. juni 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 20. juni en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 31. oktober. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i avsnittet "Hovedstyrets vurdering". I perioden fram til neste rapport er det rentemøte i hovedstyret 29. august.

# Innhold

Hovedstyrets vurdering	7
1. Utsiktene for pengepolitikken	11
Den økonomiske situasjonen	11
Utsiktene fremover	14
Usikkerhet i anslagene	17
Nærmere om prognosen for renten	20
Kryssjekker av renteprognosen	21
Rammer:	
- Handlingsmønsteret i pengepolitikken og kriterier for en god rentebane	18
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/12	22
2. Nærmere om anslagene	25
Internasjonal økonomi	25
Norsk økonomi det neste året	29
Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2012 til 2015	35
Vedlegg	37
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	39
Tabeller og detaljerte anslag	40

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 15. juni 2012.

Den pengepolitiske strategien ble vedtatt av hovedstyret 20. juni 2012.

## Pengepolitikken i Norge

### Mål

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

### Gjennomføring

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

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

### Beslutningsprosess

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

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

### Formidling av rentebeslutningen

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

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

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

### Rapportering

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

## Hovedstyrets vurdering

Da Pengepolitisk rapport 1/12 ble lagt fram i mars 2012, vedtok hovedstyret at styringsrenten burde ligge i intervallet 1-2 prosent i neste tremånedersperiode, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. Inflasjonen var lav, og kronen hadde styrket seg mye. Det var utsikter til at svak vekst ute og den sterke kronen ville bidra til å dempe både inflasjonen og veksten i deler av norsk næringsliv fremover, selv om kapasitetsutnyttningen i økonomien ble vurdert som nær normal. Styringsrenten ble redusert med 0,25 prosentenheter til 1,5 prosent. Analysen i rapporten tilsa at styringsrenten ville bli liggende i ro i ett års tid og deretter stige gradvis til rundt 3½ prosent mot slutten av 2015.

Den økonomiske situasjonen og aktuelle temaer til Pengepolitisk rapport 2/12 ble diskutert i hovedstyrets møte 26. april, herunder pengemarkedets virkemåte, utviklingen i internasjonal økonomi og råvarepriser og hvordan usikkerhet påvirker den økonomiske utviklingen hjemme og ute.

I sin drøfting på møtet 10. mai 2012 pekte Norges Banks hovedstyre på at utviklingen hos våre handelspartnere hadde vært om lag som ventet, men at uroen i finansmarkedet hadde tiltatt. Renten på spanske og italienske statspapirer hadde økt og internasjonale aksjeindekser hadde falt, særlig i Europa. Hovedstyret merket seg at det var tegn til noe sterkere utvikling i norsk økonomi. Kronen svekket seg etter rentemøtet i mars og hadde siden holdt seg nokså stabil. Hovedstyret la samtidig vekt på den lave inflasjonen og de svake vekstutsiktene i Europa. Hovedstyret kom til at utviklingen samlet sett ikke endret utsiktene for styringsrenten vesentlig og besluttet å holde den uendret på 1,5 prosent.

I sine møter 5.- 6. juni og 20. juni drøftet hovedstyret hovedlinjene i pengepolitikken og utsiktene for styringsrenten.

Hovedstyret har nå festet seg ved følgende utviklings-trekk:

- Uroen i de internasjonale finansmarkedene har tiltatt videre. Oppmerksomheten er særlig knyttet til den økonomiske utviklingen i Spania, med svak realøkonomi, store budsjettunderskudd og problemer i banksektoren. Spanske myndigheter har bedt de øvrige eurolandene om finansiell assistanse for å kunne rekapitalisere bankene. En uklar politisk situasjon i Hellas har sådd tvil om landets evne og vilje til å stå bak sine gjeldsforpliktelse. Rentene på langsiktige lån til de gjeldstyngede landene i Europa har igjen økt, mens rentene på antatt sikre statsobligasjoner har falt til rekordlave nivåer.
- Usikkerheten om den videre utviklingen ute har økt. I euroområdet kan aktiviteten falle i år, og arbeidsledigheten er høy og økende i flere land. I USA fortsatte den moderate oppgangen i første kvartal, men arbeidsledigheten holder seg oppe. I flere fremvoksende økonomier i Asia er veksten avtakende. Internasjonale aksjekurser og oljeprisen har falt. Den økonomiske veksten ute ventes å bli enda litt lavere enn tidligere anslått. Risikoen for at gjeldskrisen vil forverres og få store og langsiktige virkninger på den økonomiske utviklingen ser samtidig ut til å ha økt.
- Styringsrentene er nær null i mange land, og vil trolig bli holdt svært lave lenger enn tidligere antatt. Pengemarkedsrentene har falt ytterligere fra allerede lave nivåer.
- Kronekursen svekket seg etter at styringsrenten her hjemme ble satt ned i mars og har siden holdt seg nokså stabil. Hittil i andre kvartal har kronekursen målt ved I-44 vært noe svakere enn anslått i forrige rapport. Kronekursen er likevel fortsatt sterk.

- Påslagene i pengemarkedet er høye og har økt litt den siste tiden. Kredittpremiene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og seniorobligasjoner utstedt av norske banker holder seg også høye, og den siste tiden har premiene i særlig seniormarkedet økt. Flere norske banker melder også om noe vanskeligere tilgang på langsiktig markedsfinansiering.
- Så langt i år har veksten i norsk økonomi vært litt sterkere enn ventet. Både sysselsettingen og arbeidstilbudet vokser raskt. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai om noe høyere produktjonsvekst og økt kapasitetsutnyttning. Veksten i oljerelaterte næringer er sterk, mens øvrige deler av eksportrettet industri rammes av lavere etterspørsel ute og en sterk krone. Arbeidsledigheten er lav og lønnsveksten ser ut til å kunne bli noe høyere enn tidligere anslått. Kapasitetsutnyttningen anslås nå å være i overkant av et normalt nivå.
- Inflasjonen holder seg lav. Den underliggende prisveksten har det siste året ligget mellom 1 og 1½ prosent. Noe høyere kapasitetsutnyttning og litt høyere kostnadsvekst innebærer at inflasjonen etter hvert kan ta seg opp.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. I rentesettingen avveies hensynet til å stabilisere inflasjonen mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å hensynta risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Hovedstyret har merket seg at analysene i denne rapporten tilsier en styringsrente på dagens nivå fram mot årsskiftet. Neste år ligger prognosen for styringsrenten litt høyere enn prognosen fra mars.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at utviklingen her hjemme står i kontrast til utviklingen ute. Veksten i norsk økonomi er litt sterkere enn ventet og husholdningenes inntektsvekst er høy. Til tross for lav styringsrente har husholdningenes sparing økt. Skulle forbruksveksten bli

mer på linje med inntektsveksten, kan det private konsumet øke mer enn anslått i rapporten. Hovedstyret trakk også fram at bedriftene i Norges Banks regionale nettverk i månedsskiftet april/mai rapporterte om noe bedre markedsutsikter, men viste samtidig til at uroen ute hadde tiltatt de siste ukene. Erfaringene viser at både husholdningene og bedriftene her hjemme påvirkes av sviktende tillit ute. Samtidig har oljeprisen falt, men det legges fortsatt til grunn sterk vekst i petroleumsinvesteringene. Hovedstyret pekte på at det er økt usikkerhet rundt hvilke konsekvenser uroen i finansmarkedene og den svake veksten ute vil ha for utviklingen i norsk økonomi.

I sine drøftinger var hovedstyret opptatt av hvilke konsekvenser det fleksible arbeidstilbudet har for kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi. Sysselsettingen øker mye, delvis som følge av høy arbeidsinnvandring. Hovedstyret pekte på at den høye veksten i arbeidstilbudet bidrar til høyere etterspørsel, men også til at produktionspotensialet øker.

Hovedstyret drøftet også utviklingen i påslagene i pengemarkedet. Påslagene i norske pengemarkedsrenter påvirkes blant annet av risikoen knyttet til europeiske banker, likviditeten i interbankmarkedene og terminmarkedene for valuta. Uroen i Europa har ført til at påslagene har holdt seg på et høyt nivå lenger enn tidligere lagt til grunn.

I sin drøfting av den pengepolitiske situasjonen la hovedstyret vekt på at den lave prisveksten tilsier en lav styringsrente for å bringe prisveksten opp mot inflasjonsmålet. De høye påslagene i pengemarkedet og høye kredittpremier gjør samtidig at publikum står overfor vesentlig høyere renter enn styringsrenten.

Hovedstyret pekte på at utviklingen i norsk økonomi gir holdepunkter for at inflasjonen etter hvert vil ta seg opp. Det tilsier at styringsrenten etter hvert kan heves. Hensynet til å motvirke at finansielle ubalanser bygger seg opp trekker i samme retning. Svake vekstutsikter ute, uroen i finansmarkedene og forventninger om langvarig lave styringsrenter internasjonalt legger likevel klare begrensninger på hvor raskt og hvor mye renten her



hjemme bør settes opp. Nedgangen i styringsrenten i mars bidro til å motvirke en utvikling der kronkursen hadde styrket seg, men kronen er fortsatt sterk. Sammen med svak vekst ute bidrar det til å holde inflasjonen lav. Settes renten opp for raskt, øker risikoen for at kronen styrker seg ytterligere slik at inflasjonen blir liggende lavt lenge. Usikkerheten om utviklingen i Europa er større enn på lenge. Det trekkes i retning av å holde styringsrenten i ro.

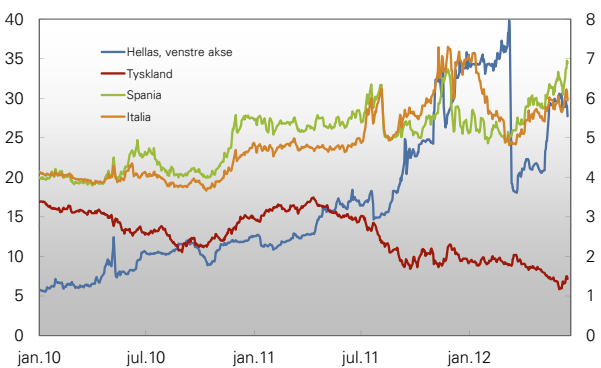
Hovedstyret vedtok på sitt møte 20. juni å holde styringsrenten uendret på 1,5 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 31. oktober, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser. Skulle usikkerheten avta og utsiktene for vekst og inflasjon i norsk økonomi ta seg opp, kan renten bli satt opp. Hvis uroen internasjonalt tiltar og utsiktene for vekst og inflasjon i norsk økonomi svekkes, kan styringsrenten bli satt ned.

Øystein Olsen

20. juni 2012



Figur 1.1 Renter på 10-års statsobligasjoner.  
Prosent. 1. januar 2010 – 15. juni 2012



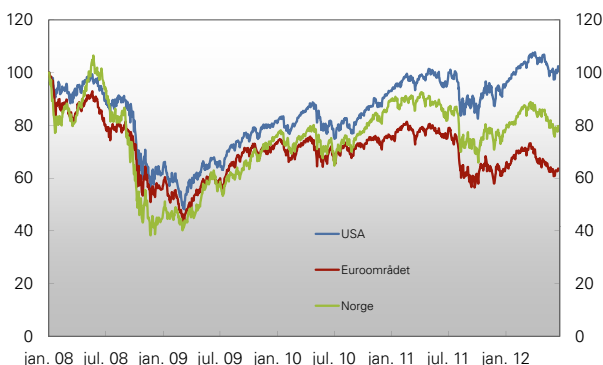
Kilde: Thomson Reuters

# 1 Utsiktene for pengepolitikken

## Den økonomiske situasjonen

Uroen i de internasjonale finansmarkedene har igjen tiltatt. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen i Europa har økt. I Spania er det økonomisk tilbakegang, store budsjettunderskudd og problemer i banksektoren. Spanske myndigheter har bedt de øvrige eurolandene om finansiell assistanse for å kunne rekapitalisere bankene. En uklar politisk situasjon i Hellas har sådd ny tvil om landets evne og vilje til å stå bak sine gjeldsforpliktelser. Rentene på spanske, greske og italienske statspapirer har igjen økt, mens renten på antatt sikre statsobligasjoner har falt til historiske lave nivåer, se figur 1.1. Internasjonale aksjekurser har falt, se figur 1.2. Prisen på å forsikre seg mot mislighold av gjeld i ulike sektorer har økt mye den siste tiden, se figur 1.3.

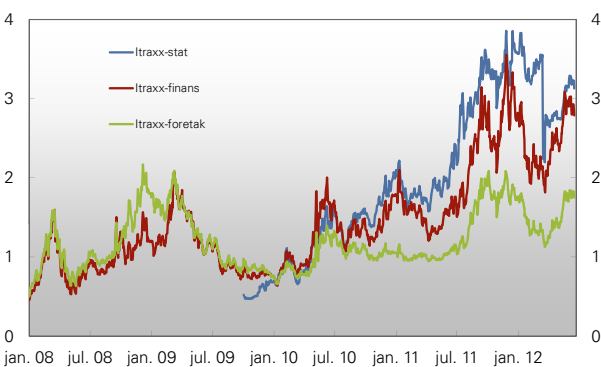
Figur 1.2 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks.  
1. januar 2008 = 100. 1. januar 2008 – 15. juni 2012



Kilde: Thomson Reuters

Den økonomiske utviklingen er svak i de fleste industri-land, se figur 1.4. I Europa opplever flere land stagnasjon eller fall i aktiviteten. Veksten dempes av omfattende finanspolitiske innstramminger, nedbelåning i privat sektor og stramme kredittforhold. Arbeidsledigheten er høy, og husholdningenes tillit til den økonomiske utviklingen er svekket. I USA fortsatte den moderate oppgangen i første kvartal, men arbeidsledigheten holder seg oppe. I flere fremvoksende økonomier i Asia er veksten avtakende. Prisveksten hos våre handelspartnere har vært høyere enn anslått. Fremover ventes den å avta. Oljeprisen har falt med om lag 20 prosent siden forrige rapport, men er fortsatt høy og nær 100 dollar per fat.

Figur 1.3 Prisen på kredittforsikring (CDS) i Europa.  
Prosent. 1. januar 2008 – 15. juni 2012



Kilde: Bloomberg

Styringsrentene ute er fortsatt nær null i mange land, og den forventede renteoppgangen er skjøvet ytterligere ut i tid, se figur 1.5. I USA har den amerikanske sentralbanken fastholdt formuleringen om lav styringsrente fram til slutten av 2014, og i euroområdet indikerer markedsprisene at den kortsiktige pengemarkedsrenten (EONIA) vil være nær null til utgangen av 2013.

Kronekursen svekket seg etter at styringsrenten her hjemme ble satt ned i mars og har siden holdt seg nokså stabil. Hittil i andre kvartal har kronekursen målt ved I-44 i gjennomsnitt vært noe svakere enn anslått i forrige rapport. Kronekursen er likevel fortsatt sterk.

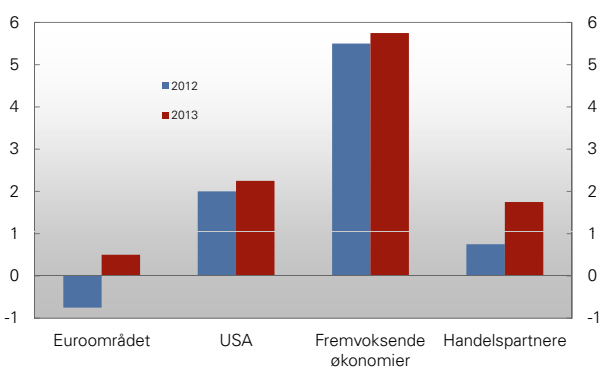
Nedgangen i styringsrenten har fått gjennomslag i penge- markedsrentene. Det har gitt bankene rom til å øke sine utlånsmarginer. Samtidig har bankene meldt at de har strammet inn kredittpraksisen overfor husholdninger og bedrifter siden i fjor høst.

Påslagene i pengemarkedet er fortsatt høye, se figur 1.6. Det innebærer at markedsrentene har holdt seg markert

over den forventede styringsrenten. Kredittpremiene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og seniorobligasjoner utstedt av norske banker holder seg også høye, og den siste tiden har premiene særlig i seniormarkedet økt, se figur 1.7 og 1.8. Flere norske banker melder også om noe vanskeligere tilgang på langsiktig markedsfinansiering.

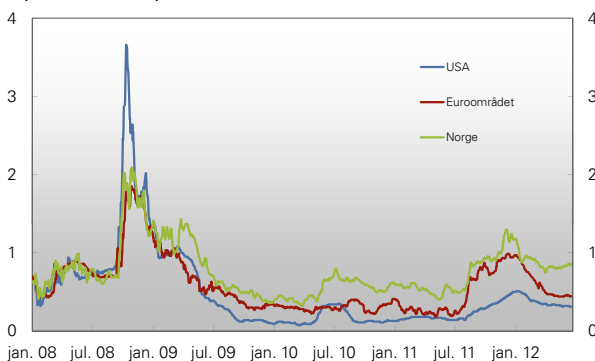
Den siste tiden har det vært god oppgang i norsk økonomi samtidig som det er svak utvikling i mange industriland, se figur 1.9. Veksten i norsk økonomi har vært litt høyere enn ventet. BNP for Fastlands-Norge økte ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall med 1,1 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Bedriftene i regionalt

Figur 1.4 Anslag på BNP-vekst 2012 og 2013. Årsvekst. Prosent



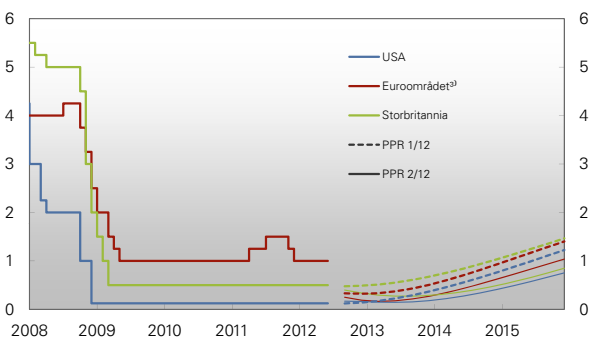
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.6 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente<sup>1)</sup>. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2008 – 15. juni 2012



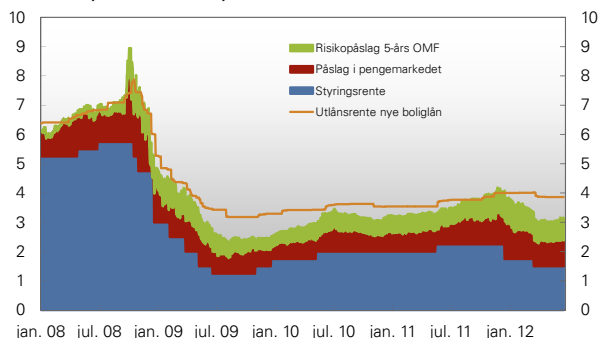
1) Forventet styringsrente er avledet fra Overnight Index Swap (OIS) renter. For Norge er Norges Banks anslag på markedets forventede styringsrente brukt  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.5 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 9. mars 2012 og 15. juni 2012.<sup>1)</sup> Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2015<sup>2)</sup>



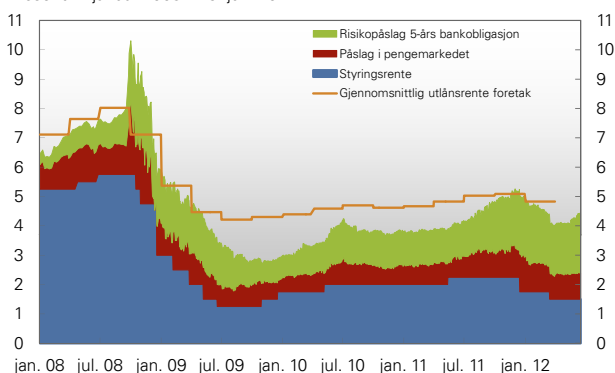
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 9. mars 2012. Tynne linjer viser terminrenter per 15. juni 2012. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter  
2) Dagstall fra 1. januar 2008 og kvartalstall fra 3. kvartal 2012  
3) EONIA for euroområdet fra 3. kvartal 2012  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.7 Styringsrente, påslag i pengemarkedet<sup>1)</sup>, risikopåslag 5-års obligasjon med fortrinnsrett (OMF)<sup>2)</sup> og vektet utlånsrente fra bankene på nye boliglån<sup>3)</sup>. Prosent. 1. januar 2008 – 15. juni 2012



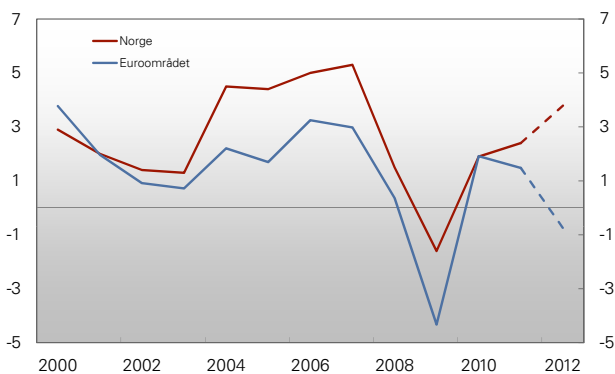
1) Tremåneders NIBOR (effektiv)  
2) Indikative risikopåslag for OMF med 5-års løpetid  
3) Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60 prosent av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler  
Kilder: Norsk familieøkonomi AS, DNB Markets, Statistisk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

Figur 1.8 Styringsrente, påslag i pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, risikopåslag på 5-års bankobligasjoner<sup>2)</sup> og gjennomsnittlig utlånsrente foretak. Prosent. 1. januar 2008 – 15. juni 2012



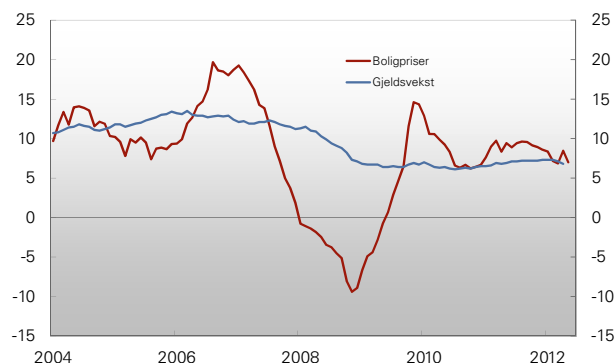
1) Tremåneders NIBOR (effektiv)  
2) Indikative risikopåslag for bankobligasjoner med 5-års løpetid  
Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 BNP-vekst i Norge og euroområdet. Årsvekst. Prosent. 2000 - 2012<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2012.  
Kilder: EU-kommisjonen, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10 Gjeldsvekst<sup>1)</sup> og boligpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2004 - mai 2012<sup>2)</sup>



1) Fra 1. januar 2012 ble den norske standarden for institusjonell sektorgruppering endret. For gjeldsveksten innebærer det brudd i statistikken fra og med mars 2012  
2) Boligpriser til mai, gjeldsvekst til april. Kilder: Statistisk sentralbyrå, Eiendomsmedglørbransjen (NEF, EFF, FINN.no og ECON Pöyry) og Norges Bank

nettverk<sup>1</sup> har også meldt om noe høyere produksjonsvekst. Sysselsettingen vokser mye og arbeidsledigheten har vært lav og stabil. Lønnsveksten ser ut til å bli litt høyere enn tidligere lagt til grunn. Samlet sett anslår vi at kapasitetsutnyttingen nå er i overkant av et normalnivå og noe høyere enn det vi så for oss i forrige rapport, se nærmere omtale i kapittel 2.

Høy aktivitet i petroleumssektoren og byggenæringen bidrar til å holde veksten i norsk økonomi oppe. På den annen side er deler av eksportrettet industri påvirket av den lave etterspørselen ute. Utviklingen i eksporten fra Fastlands-Norge har vært svak det siste året, og veksten i fastlandsbedriftenes investeringer moderat. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen ute kan ha bidratt til at både husholdninger og bedrifter her hjemme har vært forsiktige når de har tatt beslutninger om forbruk og investeringer. Til tross for lav rente har sparingen økt blant norske husholdninger. Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskere enn inntekten, og boligprisene øker, se figur 1.10.

Prisveksten her hjemme holder seg lav. Utviklingen har vært om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 1/12. Den underliggende inflasjonen anslås å ligge mellom 1 og 1½ prosent. Tolvmånedersveksten i konsumprisene (KPI) var 0,5 prosent i mai. I samme periode økte konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) og konsumprisene korrigert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) med henholdsvis 1,4 og 1,1 prosent, se figur 1.11.

1 For mer informasjon om Regionalt nettverk 2-2012 og hvilke bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet, se: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/regionalt-nettverk/runde-2/>

## Utsiktene fremover

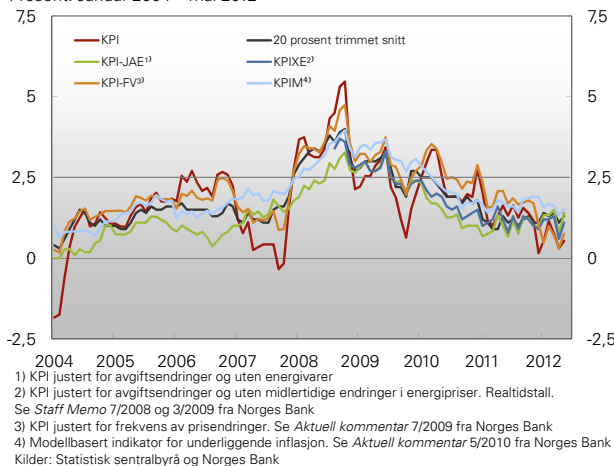
Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 1.12. Både langsiktige og kortsiktige inflasjonsforventninger holder seg nær inflasjonsmålet, se figur 1.13.

Gjennom sommeren og høsten i fjor var veksten hos våre viktigste handelspartnere betydelig svakere enn ventet. Usikkerhet rundt utviklingen tiltok gjennom høsten. Risikoen for at gjeldskrisen i euroområdet ville forverres og få store langvarige konsekvenser hadde økt. Gjeldskrisen førte til at det var vanskeligere og dyrere for europeiske banker å hente finansiering i markedet. Også norske banker ble påvirket av denne situasjonen, og pengemarkedsrentene var høyere enn ventet. Svakere vekst ute og økt uro påvirket utsiktene for norsk økonomi. I desember ble derfor renten redusert med 0,5 prosentenheter til 1,75 prosent. Da vi la fram Pengepolitisk rapport 1/12 i mars, hadde kronen styrket seg mye. Det var utsikter til at svak vekst ute og den sterke kronen ville bidra til å holde inflasjonen lav og dempe veksten i norsk økonomi. Renten ble redusert med 0,25 prosentenheter til 1,5 prosent. Våre analyser tilsa da at styringsrenten ville være på dagens nivå fram til neste vår, og deretter gradvis ta seg opp mot et mer normalt nivå.

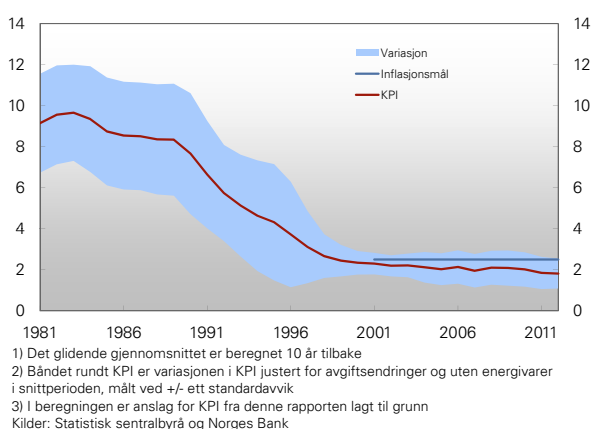
Den økonomiske veksten hos våre viktigste handelspartnere har vært om lag som ventet. Fremover ventes det noe svakere utvikling enn lagt til grunn i mars, se nærmere omtale i kapittel 2. Vi anslår at BNP i euroområdet faller med  $\frac{3}{4}$  prosent i 2012 og at BNP-veksten for handelspartnerne samlet blir  $\frac{3}{4}$  prosent. I 2013 kan veksten ute komme til å ta seg noe opp.

Vi legger til grunn at forskjellen mellom pengemarkedsrenten og forventet styringsrente her hjemme gradvis avtar fra dagens nivå til et mer normalt nivå i løpet av 2015, se figur 1.14. Det anslåtte nivået mot slutten av prognoseperioden er på linje med det fremtidsprisene i markedet indikerer for påslagene i euro og dollar noen år fram i tid. Påslagene i norske pengemarkedsrenter påvirkes blant annet av risikoen knyttet til europeiske

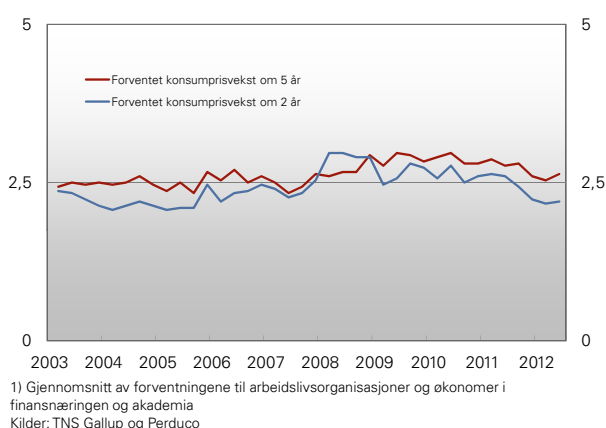
Figur 1.11 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2012



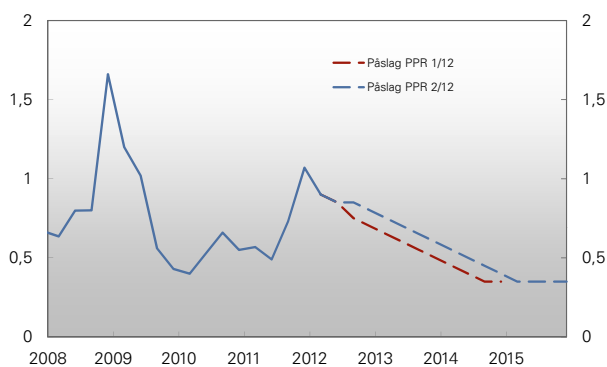
Figur 1.12 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI<sup>3)</sup>. Prosent. 1981 – 2012



Figur 1.13 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2012

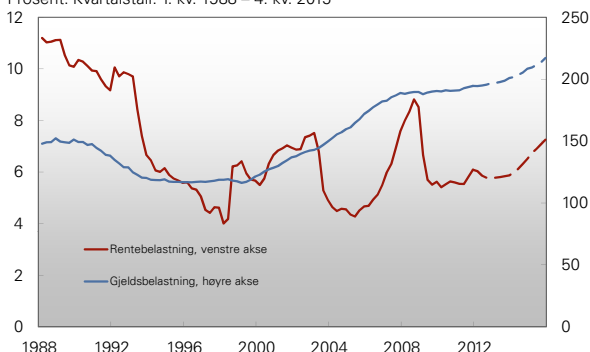


Figur 1.14 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.<sup>1)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



1) Norges Banks anslag fra 2. kvartal 2012  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.15 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> og rentebelastning<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 1988 – 4. kv. 2015



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

banker, likviditeten i interbankmarkedene og terminmarkedene for valuta. I anslagene våre legger vi til grunn at uroen i finansmarkedene gradvis avtar, og at statsgjeldskrisen i Europa etter hvert fremstår som håndterbar. Risikoen for at gjeldskrisen vil forverres og få store og langsiktige virkninger på den økonomiske utviklingen ser likevel ut til å ha økt.

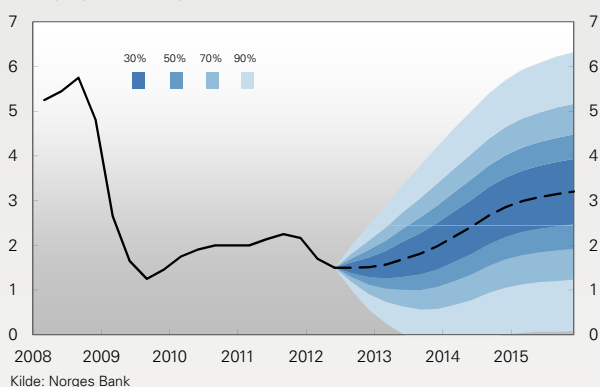
Veksten i norsk økonomi har så langt i år vært noe sterkere enn ventet. BNP for Fastlands-Norge anslås å øke med 3¼ prosent i 2012, ½ prosentenheter høyere enn tidligere anslått. Høyere inntektsvekst enn tidligere ventet gir utsikter til noe høyere vekst i det private forbruket. Aktiviteten i petroleumssektoren og byggenæringen er høy. På den annen side bidrar svak utvikling internasjonalt til å dempe veksten i den tradisjonelle eksporten.

Kapasitetsutnyttingen anslås litt høyere og ventes å ta seg noe raskere opp enn vi anslå i mars. Sammen med litt høyere lønnsvekst gir det grunnlag for at prisveksten kan stige noe raskere enn tidligere antatt. Sysselsettingsveksten er høy og ventes å øke litt mer enn arbeidstilbudet, slik at arbeidsledigheten kan bli noe lavere enn tidligere anslått.

Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, se figur 1.15. 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.

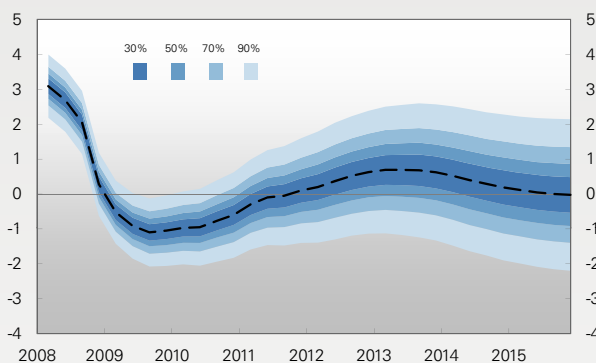
Den underliggende prisveksten har det siste året ligget mellom 1 og 1½ prosent. Den lave prisveksten tilsier en styringsrente som er lavere enn normalt for å bringe prisveksten opp mot inflasjonsmålet. Samtidig bidrar høye påslag i pengemarkedet og høye kredittpremier til at renten publikum står overfor, er vesentlig høyere enn den lave styringsrenten normalt skulle tilsi. Gjennomsnittlig utlånsrente på nye, antatt sikre boliglån ligger i underkant av 4 prosent, se figur 1.7. Mange bedrifter betaler rundt 5 prosent på sine banklån, se figur 1.8. I tillegg er rentene internasjonalt svært lave.

Figur 1.16a Anslag på styringsrenten i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



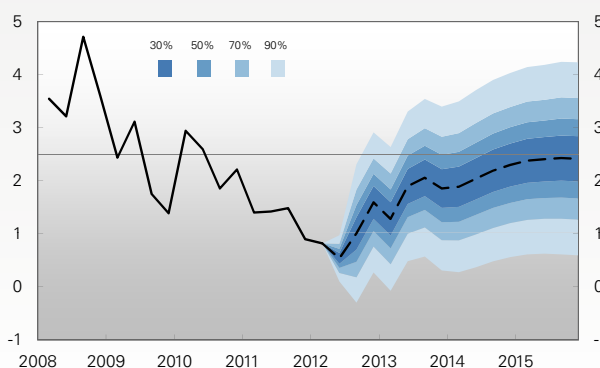
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



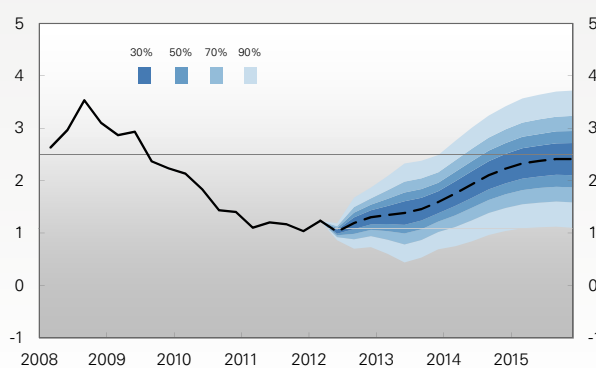
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16c Anslag på KPI i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.16d Anslag på KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen med sannsynlighetsfordeling. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015

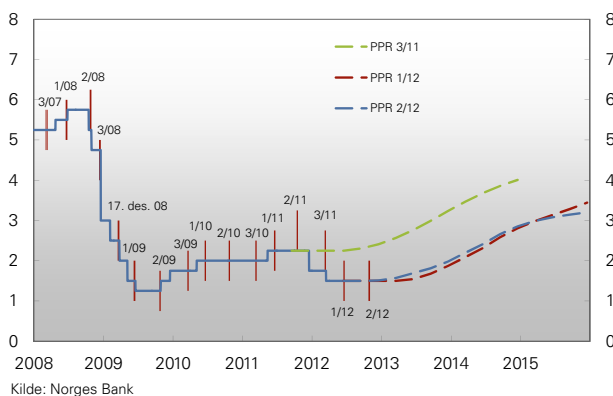


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank  
Kilde: Norges Bank

Utviklingen i produksjon og sysselsetting og hensynet til å dempe risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp, tilsier isolert sett at renten settes opp. Utviklingen ute og uroen som preger internasjonale finansmarkeder, bidrar derimot til å holde styringsrenten nede. Kronen er sterk, og inflasjonen er lav. Settes renten for høyt, øker risikoen for at kronen styrker seg slik at inflasjonen blir liggende lavt lenge. Analysen peker i retning av en styringsrente på dagens nivå fram mot årsskiftet, og deretter en gradvis økning av renten mot et mer normalt nivå, se figur 1.16 a-d.

Prognosen for styringsrenten tilsier at renteoppgangen vil kunne komme litt tidligere enn det vi så for oss i

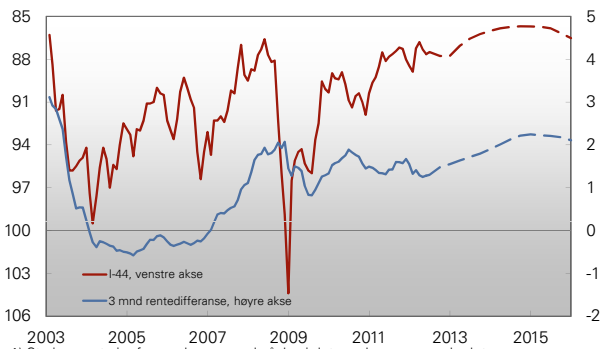
Figur 1.17 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2015



Kilde: Norges Bank

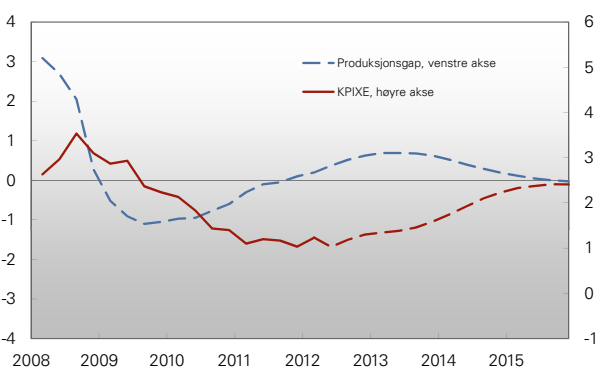


Figur 1.18 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnerne og importveid valutakurs (I-44)<sup>2)</sup>. Januar 2003 – desember 2015<sup>3)</sup>



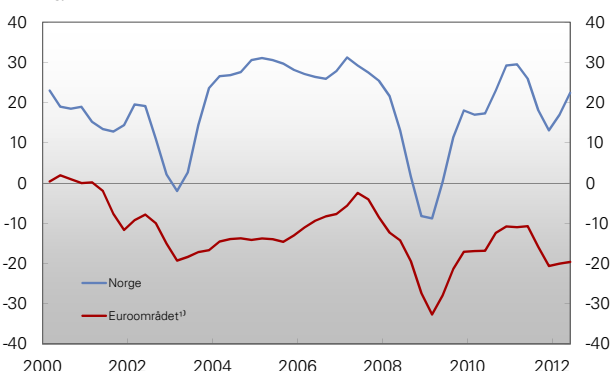
1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at varslede renteendringer prises inn i pengemarkedet  
 2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs  
 3) Månedstall fra januar 2003 og Norges Banks anslag fra 2. kvartal 2012  
 Kilder: Thomson Reuters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

Figur 1.19 Anslag på inflasjonen<sup>1)</sup> og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



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

Figur 1.20 Tillitsindikator for husholdningene. Sesongjusterte nettotall. 1. kv. 2000 - 2. kv. 2012



1) For euroområdet er tall for 2. kvartal 2012 snittet så langt i kvartalet.  
 Kilder: TNS Gallup og Thomson Reuters

Pengepolitisk rapport 1/12, se figur 1.17 og ramme side 22 og 23. Pengemarkedsrentene anslås å være stabile det neste året og deretter stige noe mindre enn styringsrenten. Rentedifferansen mot utlandet ventes etter hvert å øke noe. Kronen anslås å være stabil ut året, for så å styrke seg noe som følge av økt rentedifferanse se figur 1.18.

Vi anslår at inflasjonen vil ta seg opp mot 2½ prosent mot slutten av prognoseperioden, se figur 1.19. Kapasitetsutnyttningen anslås å stige noe den nærmeste tiden. Etter hvert som inflasjonen stiger og styringsrenten settes opp, vil kapasitetsutnyttningen kunne avta til et normalt nivå.

Veksten i boligprisene anslås å avta gradvis til 4 prosent mot slutten av prognoseperioden. Det tar tid før lavere boligprisvekst demper kredittveksten. Husholdningenes gjeldsvekst ventes dermed å være rundt dagens nivå i årene fremover. Gjeldsbelastningen anslås å øke ytterligere noe. Utsikter til fortsatt lave renter en stund fremover gjør at rentebelastningen holder seg nokså stabil, se figur 1.15.

## 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 reagere på endringer i de økonomiske utsiktene, eller dersom endringer i rentenivået påvirker inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen på en annen måte enn vi har lagt til grunn.

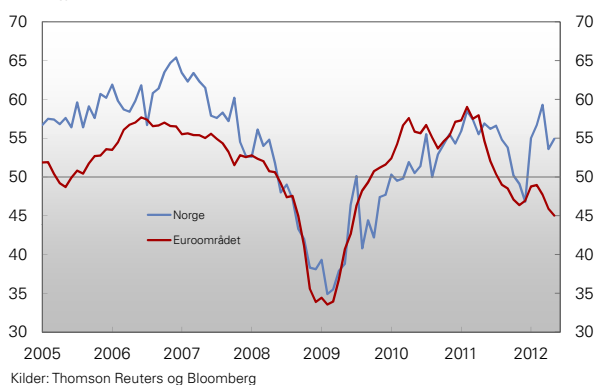
Utsiktene for vekst og inflasjon her hjemme kan bli svakere enn vi nå ser for oss og bidra til en lavere rentebane. De urolige forholdene ute kan dempe veksten i norsk økonomi mer enn vi nå legger til grunn. Så langt har norsk eksport holdt seg nokså godt oppe, til tross for et høyt kostnadsnivå og svak vekst i etterspørselen ute. Dersom oljeprisen faller ytterligere, kan det føre til lavere aktivitet i petroleumssektoren. I tillegg har vi erfaring med at uro internasjonalt påvirker adferd og investeringer her hjemme, se figur 1.20 og 1.21. Det er også en risiko

for at gjeldsproblemene i eurosonen forverres, uroen i finansmarkedene tiltar og veksten ute blir enda lavere enn vi nå anslår. Da kan norske bankers markedsfinansiering bli mindre tilgjengelig og dyrere.

På den annen side kan utsiktene for vekst og inflasjon her hjemme ta seg opp og bidra til en høyere rentebane. I anslagene i referansebanen legger vi til grunn at høy vekst i sysselsettingen og relativt god lønnsvekst innebærer at husholdningenes disponible realinntekt øker med om lag 5 prosent inneværende år. Med uendret sparing vil konsumet vokse i takt med inntekten, og mer enn det vi nå anslår. Usikkerheten om gjeldssituasjonen i Europa og uroen i finansmarkedene kan også avta raskere enn vi nå legger til grunn. Det kan redusere premiene i penge- og kredittmarkedene og bedre utsiktene for veksten internasjonalt.

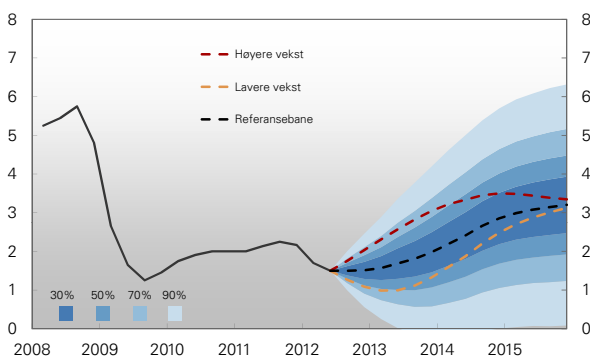
Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.16 a-d og 1.22. Bredden på viftene reflekterer den historiske usikkerheten. For å understreke usikkerheten og illustrere mulige konsekvenser for rentebanen har vi i i figur 1.22 skissert to alternative baner basert på henholdsvis sterkere og svakere utsikter for norsk økonomi.

Figur 1.21 Innkjøpssejfsindekser (PMI) for industrien . Diffusjonsindeks rundt 50. Sesongjusterte nettotall. Januar 2005 - mai 2012



Kilder: Thomson Reuters og Bloomberg

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



Kilde: Norges Bank

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

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

### 1. **Inflasjonsmålet nås:**

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

### 2. **Inflasjonsstyringen er fleksibel:**

*Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom*

*forløpet for inflasjonen og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien.*

### 3. **Pengepolitikken er robust:**

*Renten bør settes slik at pengepolitikken demper risikoen for at finansielle ubalanser 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  $\lambda$ ,  $\tau$  og  $\gamma$  uttrykker relative vekter<sup>2</sup>:

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

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

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

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

vurdere virkningene av renten og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

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

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

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

1 For nærmere omtale se ramme i PPR 1/12.

2 I beregningene til denne rapporten er  $\lambda = 0,75$ ,  $\gamma = 0,25$  og  $\tau = 0,05$ . Generelt vil parametrene avhenge av hvordan den økonomiske modellen er spesifisert og hvordan den løses, se nærmere beskrivelse i Alstadheim, Ragna, Ida Wolden Bache, Amund Holmsen, Junior Maih og Øistein Røisland (2010): "Monetary Policy Analysis in Practice", Staff Memo 11/2010, Norges Bank.

3 Se Staff Memo 11/2012 for en nærmere drøfting av tapsfunksjonen.

4 Med godt forankrede inflasjonsforventninger vil avviket i nominell rente fra et normalt nivå kunne tolkes som et avvik i realrenten. Utsikter til svært lave renter internasjonalt de kommende årene har trukket vårt anslag på en normal rente ned. Vi antar nå at det normale nivået på styringsrenten noen år fram i tid vil ligge rundt 4 prosent.

## Nærmere om prognosen for renten

Referansebanen i denne rapporten bygger på vårt samlede skjønn og vår vurdering basert på kriteriene for en god rentebane, se omtale i egen ramme om Norges Banks handlingsmønster på side 18 og 19. 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.

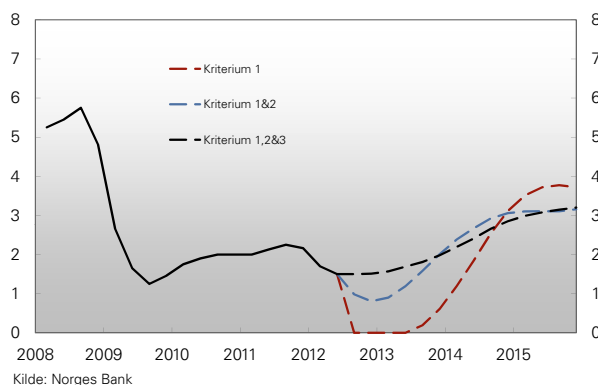
Figurene 1.23 a-c illustrerer prognosene for styringsrenten, produksjonsgapet og inflasjonen når det tas hensyn til de ulike kriteriene.<sup>2</sup>

Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til at inflasjonen nå er lav, ville styringsrenten bli satt raskt ned og blitt holdt nær null en god stund, som illustrert i figur 1.23a. 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.

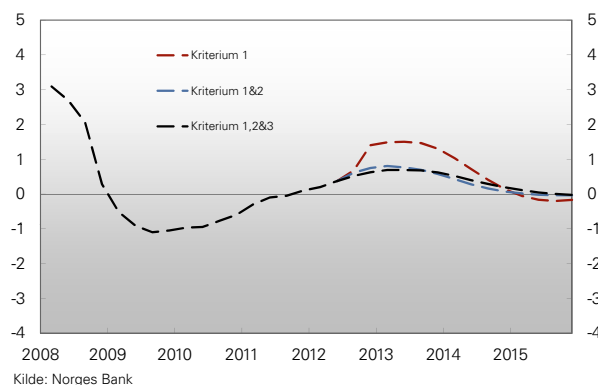
Når det i tillegg tas hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi for store utslag i produksjon og sysselsetting, vil styringsrenten ligge noe høyere på kort sikt. Da tar det noe lenger tid før inflasjonen kommer opp mot 2,5 prosent, men utviklingen i produksjonen og sysselsettingen blir mer stabil.

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.

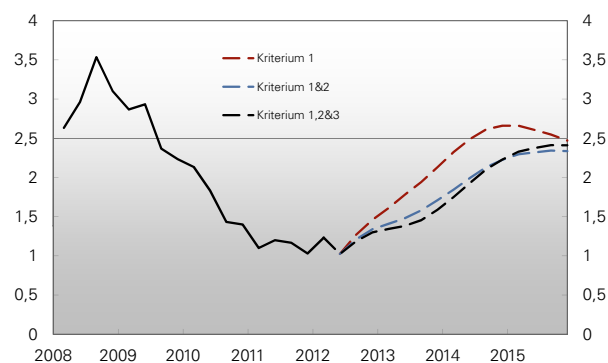
Figur 1.23a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



Figur 1.23b Produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015

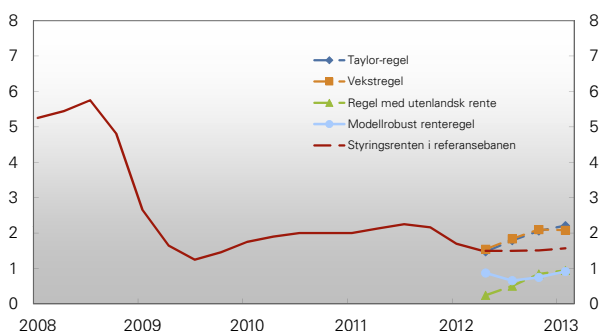


Figur 1.23c KPIXE<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



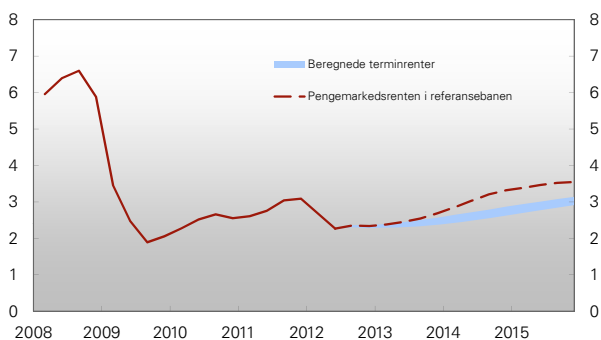
2 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO.

Figur 1.24 Styringsrente og beregnede enkle renteregler.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2013



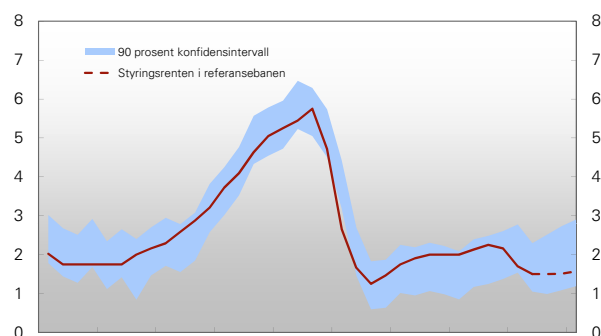
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgap, vekstgap, konsumpriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.25 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2015



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

Figur 1.26 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2013



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

## Kryssjekker av renteprognozen

Enkle pengepolitiske regler kan beskrive rentesetting som er robust overfor ulike antakelser om hvordan økonomien virker, og de er nyttige kryssjekker i analysen, se figur 1.24. Taylor-regelen tar utgangspunkt i anslag for inflasjonen, produksjonsgapet, påslaget i pengemarkedet og det normale nivået på renten. Taylor-regelen tilsier en styringsrente som nå er lik renten i referansebanen, men som er noe høyere fremover, se figur 1.24. Vekstregelen, der produksjonsgapet er erstattet med et vekstgap, gir en nesten tilsvarende prognose, se oransje linje i figuren. Den lyseblå linjen viser en modellrobust renteregul<sup>3</sup> basert på beregninger i ulike modeller for norsk økonomi. I forhold til Taylor-regelen legger denne regelen større vekt på både produksjonsgapet og inflasjonen og også renten i forrige periode. Den modellrobuste regelen tilsier en styringsrente som er lavere enn renten i referansebanen. En enkel pengepolitisk regel som legger stor vekt på endringer i rentedifferansen mot utlandet, tilsier også en lavere rente enn renten i referansebanen, se grønn linje i figuren.

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedet er en annen kryssjekk for renteprognozen. De beregnede terminrentene ligger noe lavere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten, se figur 1.25.

Hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten, kan også være en kryssjekk for renteprognozen. Figur 1.26 viser en estimert modell som på en enkel måte søker å forklare den historiske utviklingen i styringsrenten med utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Usikkerheten i modellen kommer til uttrykk gjennom det blå arealet. I fremskrivningen er anslagene for de underliggende størrelsene fra denne rapporten benyttet. Figuren viser at renteprognozen i referansebanen samsvarer rimelig godt med anslaget fra den estimerte renteregelen, se figur 1.26.

3 For nærmere analyse av denne og andre enkle renteregler se Staff Memo 16/2012 og 17/2012.

## Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/12

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er litt oppjustert fra Pengepolitisk rapport 1/12, se figur 1. Anslagene er basert på kriteriene for en god rentebane (se egen ramme side 18 og 19), 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 renteprognoisen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.<sup>1</sup> De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene i figuren. Den samlede endringen i renteprogno-

sen fra forrige rapport er vist i den svarte linjen.

Styringsrentene er nær null hos mange av våre handelspartnere, og markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover har falt siden mars. 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 slik at ikke inflasjonen blir for lav, se mørkeblå søyler.

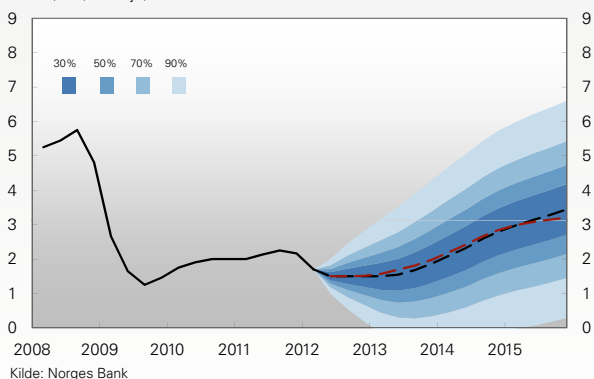
Kronen svekket seg etter rentemøtet i mars og har siden vært stabil. Kronkursen har vært noe svakere enn lagt til grunn i forrige

rapport. Det bidrar isolert sett til noe høyere prisvekst. Det trekker i retning av en noe høyere styringsrente, se lyseblå søyler.

Påslagene i pengemarkedet har holdt seg høye, og har vært om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 1/12. Vi anslår at påslagene vil være litt høyere enn sist. Det trekker isolert sett styringsrenten noe ned fordi høyere påslag, alt annet likt, betyr en høyere pengemarkedsrente, se oransje søyler.

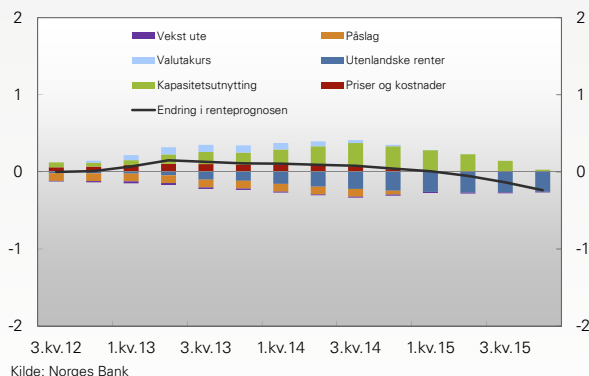
Utviklingen i norsk økonomi har vært litt sterkere enn ventet. Anslaget for kapasitetsutnyttningen er oppjustert sammenliknet med anslaget i forrige rapport. Høyere

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



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognoisen fra PPR 1/12. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2012 – 4. kv. 2015



Kilde: Norges Bank

kapasitetsutnyttning her hjemme trekker i retning av høyere styringsrente, se grønne søyler. Samtidig er anslagene for veksten ute litt nedjustert. Svakere utvikling internasjonalt bidrar til å dempe veksten i den tradisjonelle eksportsektoren, og trekker i retning av lavere styringsrente, se lilla søyler.

Den underliggende prisveksten har utviklet seg om lag som ventet siden Pengepolitisk rapport 1/12. Lønnsveksten ser ut til å bli litt høyere enn tidligere anslått. Det vil isolert sett bidra til høyere prisvekst fremover. Det trekker rentebanen opp, se røde søyler.

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

1 Illustrert ved hjelp av den makroøkonomiske modellen NEMO. Beregningene er basert på den operasjonelle tapsfunksjonen som er beskrevet i rammen på side 18 og 19.

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

	2012	2013	2014	2015
KPI	1 (0)	1¾ (0)	2 (0)	2½ (¼)
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1½ (¼)	1¾ (¼)	2 (0)	2½ (¼)
KPIXE <sup>2)</sup>	1¼ (0)	1½ (0)	2 (0)	2½ (¼)
Årslønn <sup>3)</sup>	4 (¼)	4¼ (¼)	4½ (½)	4½ (¼)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4)5)</sup>	2¾ (-¼)	4 (½)	3¾ (¼)	3½ (¼)
BNP Fastlands-Norge	3¾ (½)	3¼ (¼)	2¾ (-¼)	2¾ (-¼)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>6)</sup>	½ (¼)	¾ (¾)	¼ (¼)	0 (0)
Sysselsetting, personer (KNR)	2 (½)	1½ (¼)	1 (-¼)	1 (-¼)
Registrert ledighet (rate, nivå)	2½ (0)	2½ (0)	2½ (-¼)	2¾ (0)
<b>Nivå</b>				
Styringsrente <sup>7)</sup>	1½ (0)	1¾ (0)	2½ (0)	3 (-¼)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>8)</sup>	87¾ (½)	86½ (-¾)	85¾ (-1½)	86 (-1½)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>9)</sup>	1 (0)	¾ (-¼)	1 (-¼)	1¼ (-½)

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) Tallene for etterspørselen fra Fastlands-Norge som ble publisert i PPR 1/12 var feil

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

7) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

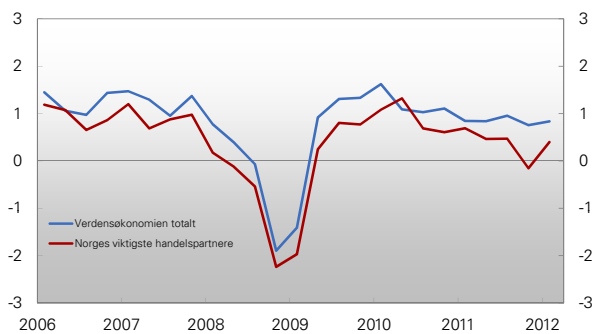
9) Markedsrenten er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilde: Norges Bank



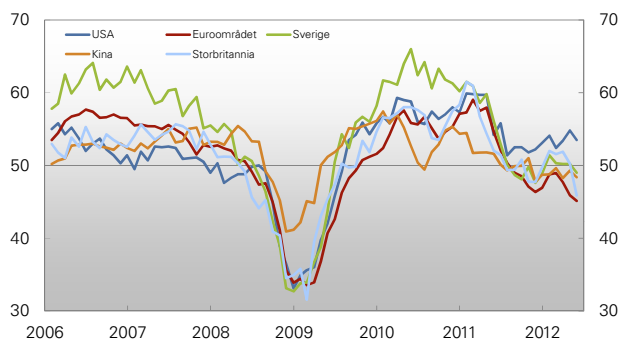


Figur 2.1 Kvartalsvis BNP-vekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 1. kv. 2012



Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Innkjøpsjefsindekser for industrien. Diffusjonsindeks rundt 50. Januar 2006 – mai 2012



Kilde: Thomson Reuters

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag fra PPR 1/12 parentes

	Andel av verdens BNP <sup>1)</sup> (prosent)	2012	2013	2014 – 2015 <sup>2)</sup>
USA	20	2 (0)	2¼ (-¼)	2¾ (0)
Euroområdet	15	-¾ (-¼)	½ (-¼)	2 (0)
Storbritannia	3	¼ (-½)	1¾ (0)	2½ (0)
Sverige	0,5	½ (-¼)	1½ (0)	2½ (-¼)
Kina	13	7½ (-½)	8 (0)	8 (-½)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	65	¾ (-¼)	1¾ (-¼)	2½ (-¼)
Verden (PPP) <sup>4)</sup>	100	3¼ (0)	3¾ (-¼)	4½ (0)
Verden (markedsкурser) <sup>4)</sup>	100	2½ (0)	3 (-¼)	3¾ (0)

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

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

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

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

Kilder: IMF, Eurostat og Norges Bank

## 2 Nærmere om anslagene.

### Internasjonal økonomi

Veksten i verdensøkonomien steg noe fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, se figur 2.1. Utviklingen var om lag som lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Siden da har imidlertid usikkerheten rundt statsgjeldskrisen i Europa tiltatt, og de økonomiske utsiktene preges i økende grad av politisk uro og en skjør banksektor i euroområdet. Også i fremvoksende økonomier i Asia ser risikoen for en markert svakere økonomisk utvikling ut til å ha økt. Korttidsindikatorer for en rekke land peker nå mot en avmatning i veksten fra første til andre kvartal i år, se figur 2.2.

Styrringsrentene hos våre viktigste handelspartnere er lave, og i en rekke land er normaliseringen av rentenivåene skjøvet ytterligere ut i tid. En rekke fremvoksende økonomier har gjennomført nye lettelsers i pengepolitikken.

I euroområdet var BNP-veksten noe høyere enn ventet i første kvartal. Svak utvikling i korttidsindikatorer og økende usikkerhet rundt utfallet av statsgjeldskrisen i området gjør likevel at vi har justert ned anslagene for både 2012 og 2013, se tabell 2.1. Kortsiktige finansieringskostnader for Italia og Spania falt betydelig i etterkant av likviditetstiltakene fra Den europeiske sentralbanken (ESB) i desember og februar. Senere har statsrentene igjen økt, se figur 2.3. Det reflekterer bekymringer knyttet til lav konkurransevne og høye gjeldsnivåer i flere av landene i euroområdet. Bekymringene er særlig knyttet til utviklingen i det spanske banksystemet, og spanske myndigheter har bedt de øvrige eurolandene om finansiell assistanse for kapitaltilførsel til bankene. Eurolandene har sagt seg villige til å yte inntil 100 milliarder Euro i lån. Den politiske og økonomiske situasjonen i Hellas har også bidratt til den tiltakende uroen. I anslagene våre legger vi til grunn at uroen i finansmarkedene gradvis avtar, og at statsgjeldskrisen i Europa etter hvert fremstår som håndterbar. Risikoen for at gjeldskrisen vil forverres og få store og langsiktige virkninger på den økonomiske utviklingen ser likevel ut til å ha økt. Finansmarkedenes bekymring for soliditeten i europeisk bank-

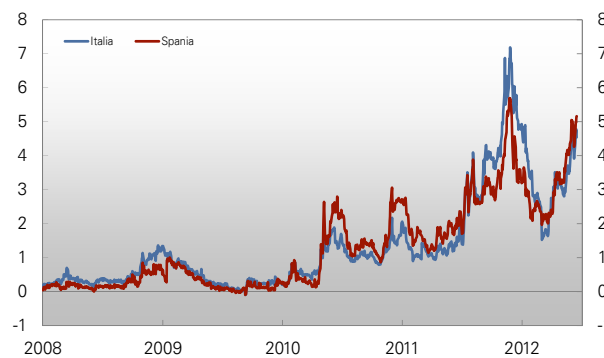
sektor og usikkerheten om hvilke løsninger eurolandene vil velge, vil trolig vare ved en stund. Usikkerheten ventes å dempe veksten i realøkonomien ved at husholdninger og bedrifter utsetter beslutninger om forbruk og investeringer, og gjennom bankenes evne og vilje til å yte kreditt, se figur 2.4.

Også i Sverige var BNP-veksten høyere enn ventet i første kvartal. Fremover venter vi at den svake utviklingen i euroområdet igjen vil tyngre svensk økonomi. Vekstanslaget for inneværende år er derfor justert ned sammenlignet med Pengepolitiske rapport 1/12. I Storbritannia har utviklingen vært svakere enn ventet, og anslag på BNP-vekst i år er justert ned med ½ prosentenheter til ¼ prosent.

I USA har utviklingen vært som lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Både i fjerde kvartal i fjor og første kvartal i år var det først og fremst privat forbruk som bidro til veksten. Forbruksveksten skyldes til dels lavere sparing, men også bedre forhold i arbeidsmarkedet og fallende prisvekst bidro. Arbeidsledighetsraten i USA har falt fra en topp på 10 prosent i oktober 2009 til nærmere 8 prosent i mai i år, se figur 2.5. Fram til midten av 2011 bidro fall i arbeidsstyrken til reduksjonen, men etter det førte god vekst i sysselsettingen til at ledighetsraten falt til tross for øking i arbeidsstyrken. De siste månedene har det vært noe svakere utvikling i arbeidsmarkedet. Nivået på ledigheten er fremdeles høyt, og vil sammen med vedvarende problemer i boligmarkedet, svake vekstutsikter i Europa og usikkerhet rundt finanspolitikken bidra til å dempe veksten i USA også fremover. Vekstanslagene for USA i 2013 er justert ned med ¼ prosentenheter fra forrige rapport, se tabell 2.1.

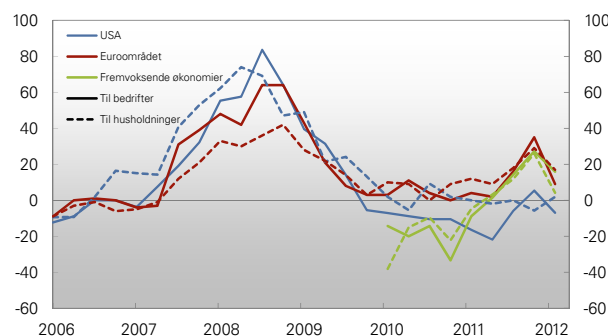
I de fremvoksende økonomiene i Asia var det relativt god vekst i industriproduksjon og eksport tidlig på året. Noe av veksten skyldes trolig et midlertidig løft fra gjenopprettelse av produksjonskjedene som ble satt ut av funksjon av oversvømmelsene i Thailand i fjor høst. Økonomiske indikatorer peker mot en noe svakere underliggende vekst i industriproduksjon og internasjonal varehandel enn vi har sett så langt i år. I Kina har myndighetene satt i verk tiltak for å støtte opp under økonomien, etter svak utvikling i boliginvesteringer og eksport inn i andre kvartal. Sentralbanken har redusert bankenes innskudds- og

Figur 2.3 Rente på statsobligasjoner med 2 års løpetid. Prosentenheter differanse mot Tyskland. 1. januar 2008 – 15. juni 2012



Kilde: Thomson Reuters

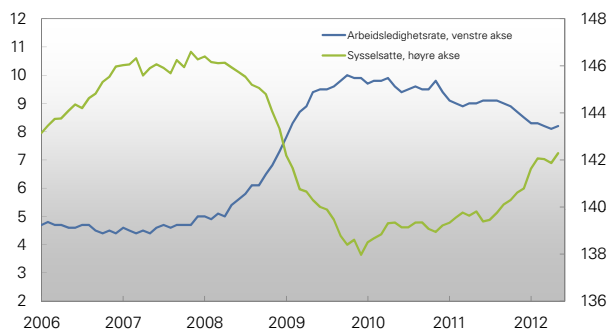
Figur 2.4 Bankenes utlånsvilkår. Nettotall<sup>1)</sup>. 1. kv. 2006 – 1. kv. 2012



1) Verdier over 0 indikerer tilstrømming i utlånsvilkårene

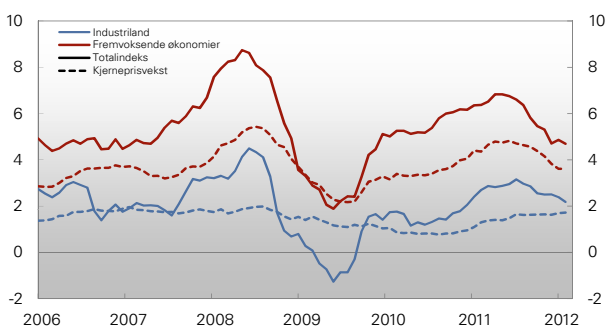
Kilder: Thomson Reuters, Institute of International Finance og Norges Bank

Figur 2.5 Arbeidsmarkedet i USA. Arbeidsledighet i prosent av areidsstyrken og sysselsetting i millioner. Sesongjustert. Januar 2006 – mai 2012



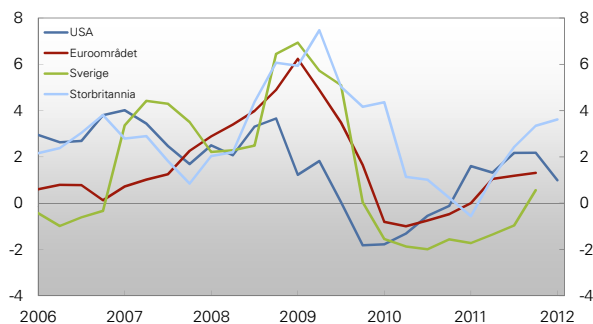
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.6 Konsumpriser i industriland og fremvoksende økonomier.<sup>1)</sup>  
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 – april 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 Lønnskostnader per produsert enhet. Hele økonomien.  
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 1. kv. 2012



Kilde: OECD

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 1/12 parentes.

	2012	2013	2014–15 <sup>1)</sup>
USA	2 (0)	1¾ (0)	2 (0)
Euroområdet <sup>2)</sup>	2 (¼)	1½ (0)	1¾ (0)
Storbritannia	2¾ (¼)	1¾ (0)	2 (0)
Sverige	1¼ (-¼)	2 (¼)	2½ (¼)
Kina	3¼ (-¼)	3¼ (¼)	3 (½)
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	2 (¼)	2 (¼)	2 (0)
Oljepris Brent Blend <sup>4)</sup>	106	96	93

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

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

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

<sup>4)</sup> USD per fat. Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. For 2012 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

utlånsrenter for første gang siden 2008, og investeringene i infrastruktur øker. Myndighetenes tiltak reflekterer økt usikkerhet om både vekstutsiktene innenlands og utfallet av statsgjeldskrisen i Europa. Også i India har veksten vært svakere enn ventet. Banker i fremvoksende økonomier har meldt at likviditetstiltakene fra ESB bidrog til å lette deres internasjonale finansieringssituasjon og at det virket positivt på utlånsvilkårene, se figur 2.4. De siste måneders uro i Europa har imidlertid ført til økt varsomhet blant aktørene i internasjonale finansmarkeder, og trolig virket negativt på kreditttilgangen også utenfor Europa. Vi anslår veksten i Kina i år til 7½ prosent, ½ prosentenheter lavere enn i Pengepolitisk rapport 1/12.

Samlet sett venter vi at veksttaktene hos Norges viktigste handelspartnere gjennom sommeren og høsten blir lavere enn i første kvartal, før den tar seg gradvis opp fra slutten av året. Anslagene på BNP-vekst for handelspartnerne samlet er justert ned med ¼ prosentenheter både i år og neste år til henholdsvis ¾ og 1¾ prosent. Anslagene på global BNP-vekst er uendret på 3¼ prosent i år og justert ned med ¼ prosentenheter til 3¾ prosent neste år.

Prisveksten hos Norges viktigste handelspartnere har falt videre, men samlet sett vært noe høyere enn lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Mens lavere prisvekst på mat- og energivarer har bidratt negativt til samlet prisvekst, har prisveksten på andre varer holdt seg oppe i mange industriland, se figur 2.6. Hos våre største handelspartnere er lønnsveksten moderat, men lav produktivitetsvekst har bidratt til høyere vekst i lønnskostnader per produsert enhet, se figur 2.7. Det er svært usikkert hvordan finanskrisen har påvirket produksjonskapasiteten hos våre handelspartnere. Siden finanskrisen brøt ut i 2008 har vi gjentatte ganger blitt overrasket over høyere prisvekst enn ventet. Dels har det sammenheng med høy prisvekst på råvarer, særlig olje, men det kan også være et tegn på at kapasitetsutnyttningen er høyere enn vi har lagt til grunn. Prisveksten fremover anslås å bli liggende noe høyere enn tidligere ventet. For handelspartnerne samlet er anslaget på konsumprisvekst i år og neste år justert opp med ¼ prosentenheter til 2 prosent per år, se tabell 2.2

### Råvaremarkedene

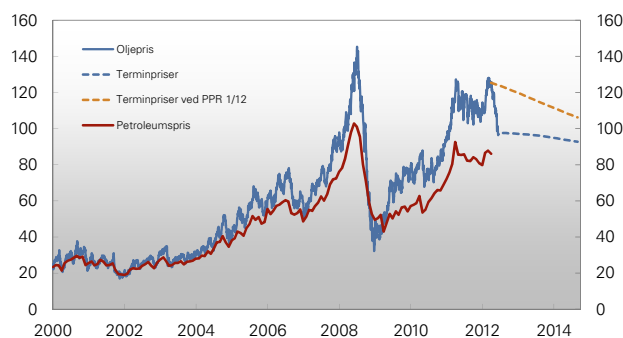
Oljeprisen er under 100 dollar per fat, mer enn 20 prosent lavere enn ved forrige rapport. Anslagene i denne rappor-

ten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.8. De antyder nå et videre fall til i underkant av 95 dollar per fat i 2014–15. Fallet i oljeprisen må ses i sammenheng med flere forhold. Global oljeetterspørsel har vært svak. Samtidig har OPEC økt produksjonen markert siden i fjor sommer. Produksjonen er nå den høyeste siden sommeren 2008, da oljeprisen var nesten 150 dollar per fat. Oljelagrene i OECD-landene er derfor igjen over siste fem års gjennomsnitt. Bekymringen for lavere iransk oljeeksport når USA og EUs sanksjoner innføres fra 1. juli har i tillegg blitt mindre, fordi strategiske oljelagre ventelig vil brukes for å motvirke en eventuelle ny oppgang i oljeprisen. Saudi-Arabia, OPEC-landet med mest ledig produksjonskapasitet, har dessuten uttalt at det sikter mot en oljepris rundt 100 dollar per fat. Skulle verdensøkonomien svekke seg videre, kan oljeprisen falle mer enn terminprisene antyder. På den annen side er OPECs ledige produksjonskapasitet nå mindre enn 3 prosent av global oljeetterspørsel, det laveste siden 2008. Hvis situasjonen i Iran tilspisses eller tilbudet av olje ellers i verden skulle falle, kan oljeprisen derfor øke igjen.

Prisen på eksport av norsk gass holder seg høy, se figur 2.9. Det skyldes den høye oljeprisen i vinter; en betydelig del av norsk gass selges fremdeles på langsiktige kontrakter der prisen er knyttet til oljeprisen med et visst tidsetterslep. Siden deler av norsk gass selges til spotpriser, har også de relativt høye spotprisene for gass i Europa bidratt. Disse prisene gjenspeiler blant annet rekordhøy gasspris i Asia. Med fortsatt relativt høye terminpriser for olje og britisk gass vil trolig den norske gassprisen holde seg godt oppe. Hvis oljeprisen skulle falle mye, vil etter hvert gassprisene påvirkes. Prisen på eksport av norsk gass kan også påvirkes mye over tid hvis tilknytningen til oljeprisen svekkes og hvis spotprisene for gass faller. I USA er nå gassprisene rekordlave, og økt gasseksport fra Nord-Amerika kan på lengre sikt presse ned prisene i Asia og Europa.

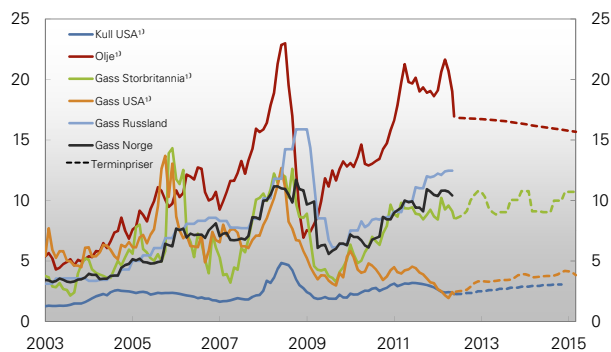
The Economists råvareindeks har falt noe siden forrige rapport. Det må ses i sammenheng med økt usikkerhet i verdensøkonomien, særlig faren for at også fremvoksende økonomier i større grad påvirkes. Terminprisene for ulike råvarer antyder likevel at prisene kan holde seg om lag på dagens nivå fremover, se figur 2.10.

Figur 2.8 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumseksport<sup>1)</sup>. USD/fat. Januar 2000 – desember 2015



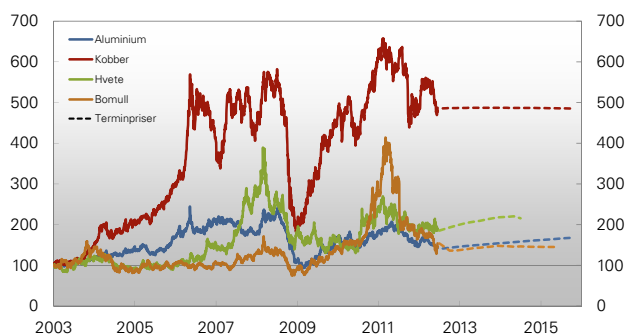
1) Vektet gjennomsnitt av norsk råolje- og gasseksport  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

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



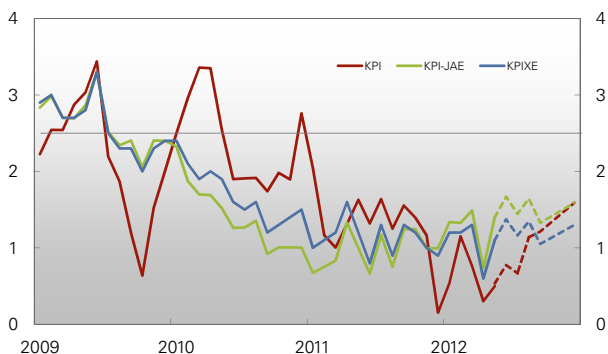
1) For juni 2012 er gjennomsnitt av dagstall brukt  
Kilder: IMF, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



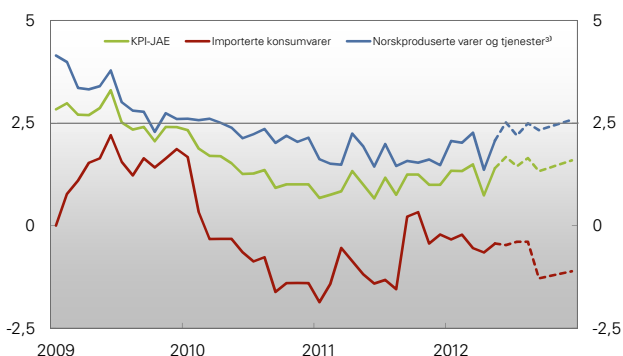
Kilder: CME Group og Thomson Reuters

Figur 2.11 KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – desember 2012<sup>3)</sup>



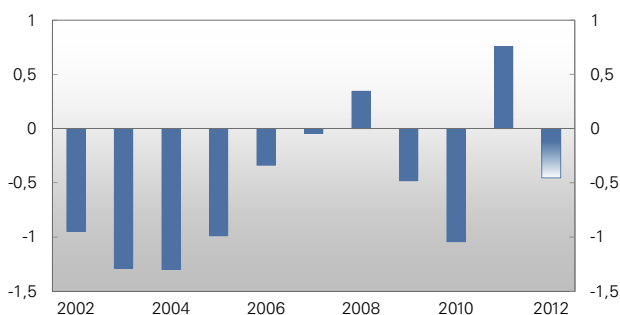
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank  
 3) Anslag for juni 2012 – desember 2012 (stiplet). Månedstall fram til september 2012, deretter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

Figur 2.12 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2009 – desember 2012<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) Anslag for juni 2012 – desember 2012 (stiplet). Månedstall fram til september 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 – 2012<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2012  
 Kilde: Norges Bank

## Norsk økonomi det neste året

### Priser

Prisveksten er lav, men har vært om lag som ventet siden forrige rapport. Den underliggende prisveksten anslås til 1-1½ prosent. I mai var årsveksten i konsumprisene (KPI) 0,5 prosent, se figur 2.11. Prisveksten justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,4 prosent. Korrigert for avgifts- endringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 1,1 prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har økt litt fra i fjor, se figur 2.12. Oppgangen har sammenheng med høyere kapasitetsutnyttning og økt kostnadsvekst gjennom fjoråret. Kostnadsveksten ser ut til å holde seg nokså stabil i inneværende år, men det er likevel utsikter til at prisveksten kan øke litt gjennom året. Vi legger til grunn en mer normal prisvekst på matvarer i år etter at prisene på disse varene falt i fjor. Økt vekst i etterspørselen etter varer og tjenester kan også gjøre det lettere for bedriftene å øke marginene. Samlet anslår vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester tar seg videre opp til 2½ prosent i fjerde kvartal i år.

Prisveksten på importerte konsumvarer har falt gradvis gjennom det siste halve året, og i mai var årsveksten -0,4 prosent, se figur 2.12. Det er utsikter til at prisveksten på disse varene vil fortsette å falle. Vi venter at de internasjonale prisimpulsene til norske konsumpriser blir svakere enn i fjor, se figur 2.13. Samtidig vil trolig styrkingen av kronen vi har bak oss fortsette å dempe prisene på importerte konsumvarer målt i norske kroner. Vi anslår at prisveksten på importerte konsumvarer, slik de måles i KPI-JAE, avtar til -1¼ prosent ved utgangen av året.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE øker moderat fra 1¼ prosent i andre kvartal til 1½ prosent i fjerde kvartal i år. Anslagene for prisveksten er litt høyere enn i Pengepolitisk rapport 1/12 mot slutten av inneværende år. Det gjenspeiler at vi nå venter noe høyere vekst i lønnskostnader og etterspørsel etter varer og tjenester enn i forrige rapport.

Anslagene for KPI-JAE er på linje med fremskrivningene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.14.

Fremtidsprisene for energi har falt mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Årsveksten i KPIXE ventes å øke noe mindre enn KPI-JAE, til 1¼ prosent i fjerde kvartal i år. Veksten i KPI for 2012 anslås til 1 prosent.

### Produksjon og etterspørsel

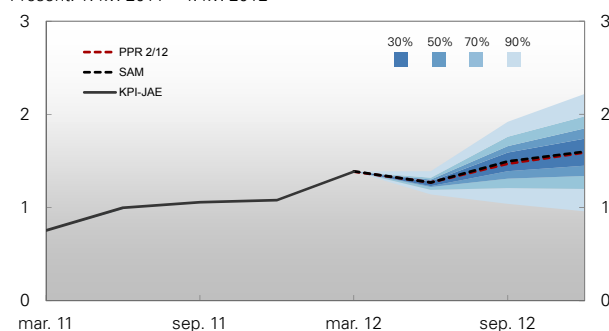
Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp, se figur 2.15. Ifølge nasjonalregnskapet økte BNP for Fastlands-Norge med 1,1 prosent i første kvartal i år. Det var noe høyere enn anslått i forrige rapport. I de siste fire kvartalene har veksten i gjennomsnitt vært 1,0 prosent per kvartal. Økt aktivitet i petroleumssektoren, sterk befolkningsvekst, et godt bytteforhold overfor utlandet (se figur 2.16) og lav rente bidrar til veksten. Svak utvikling ute kan dempe veksten fremover. Gjennom resten av året anslår vi at veksten vil være om lag ¾ prosent per kvartal. Samlet anslås BNP for Fastlands-Norge å stige med 3¾ prosent i år, om lag ½ prosent høyere enn anslått i forrige rapport. Oppjusteringen gjenspeiler i hovedsak at vi nå ser for oss noe høyere årsvekst i privat konsum.

Kontaktene i vårt regionale nettverk venter en vekst i produksjonen på linje med det vi ser for oss, se figur 2.15. Det ventes høy vekst i oljeleverandørnæringen og i bygg og anlegg, og lav vekst i de tradisjonelle eksport- og hjemmemarkedsindustriene.

Anslagene for BNP for Fastlands-Norge er på linje med prognosene for vårt system fra sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.17.

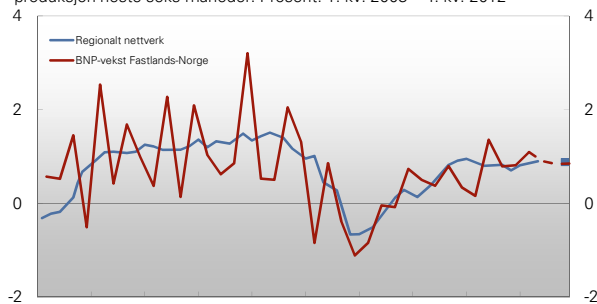
Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har økt, og anslås nå å være i overkant av et normalnivå. Både arbeidsmarkedet og kapasitetsbegrensninger i bedriftene tyder nå på at utnyttningen av ressursene er noe over normal. Den registrerte arbeidsledigheten er noe lavere enn gjennomsnittet for de siste femten årene. Samtidig øker arbeidsstyrken mer enn det befolkningsveksten skulle tilsi, se figur 2.18. Ifølge vårt regionale nettverk har andelen av bedrifter med kapasitetsproblemer økt fra januar til mai,

Figur 2.14 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2011 – 4. kv. 2012<sup>3)</sup>



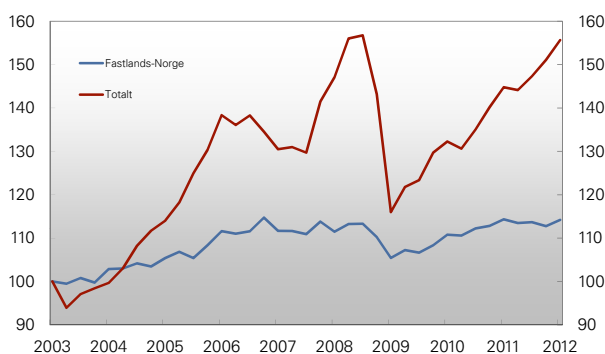
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) System for sammenveining av korttidsmodeller  
3) Anslag for 2. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012<sup>2)</sup>



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

Figur 2.16 Bytteforhold. Indeks. 1. kvartal 2003 = 100. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2012



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2012<sup>2)</sup>



1) System for sammenveiling av korttidsmodeller

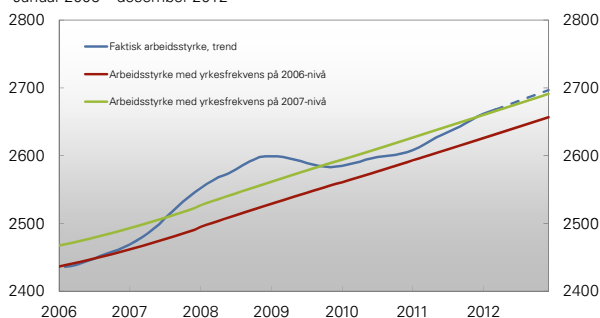
2) Anslag for 2. kv. 2012 – 4. kv. 2012 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

og er trolig noe høyere enn et normalt nivå, se figur 2.19. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer indikerer at kapasitetsutnyttningen i industrien er nær det historiske gjennomsnittet.

Siden finanskrisen har veksten i produktiviteten vært lav. Lav produktivitet kan tyde på at ressursene i bedriftene ikke utnyttes fullt ut. Bedriftene kan ha holdt på arbeidskraft i påvente av at etterspørselen skulle ta seg mer markert opp. Høyere produksjonsvekst det siste året har imidlertid ført til økt sysselsetting og tyder således ikke på at det har vært mye ledig kapasitet i bedriftene. Den lave veksten i den faktiske produktiviteten kan dermed tyde på at også den underliggende veksten i produktiviteten er lav.

Figur 2.18 Faktisk trend i arbeidsstyrken og arbeidsstyrke som følge av den demografiske utviklingen<sup>1)</sup>. Sesongjustert. 1000 personer. Januar 2006 – desember 2012<sup>2)</sup>



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

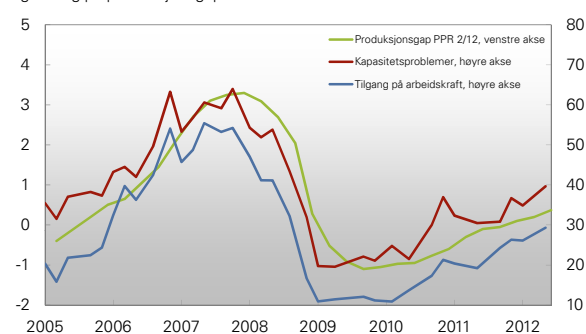
2) Siste observasjon er mars 2012, anslag for april 2012 – desember 2012 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Gjennom 2012 venter vi at kapasitetsutnyttningen vil ta seg enda noe opp. Veksten i økonomien de neste kvartalene ventes å være noe høyere enn den anslåtte veksten i produksjonspotensialet. Den underliggende produktivitetsveksten anslås til om lag 1¼ prosent, mens befolkningsveksten ventes å heve produksjonspotensialet med om lag 1¼ prosent. I tråd med høyere kapasitetsutnyttning venter vi en svak nedgang i ledigheten.

Eksporsten av tradisjonelle varer falt mot slutten av 2011, men har tatt seg noe opp igjen i de siste månedene. Vi venter at eksporten av fisk, kraft og produkter fra oljeleverandørindustrien vil vokse betydelig fra 2011 til 2012. Den øvrige eksporten fra Fastlands-Norge anslås derimot å falle som følge av moderat vekst i verdensøkonomien, den relativt høye kostnadsveksten i Norge og nedlegelser innen deler av industrien. Bedriftene i vårt regionale nettverk venter at produksjonen for eksportmarkedet vil vokse moderat det neste halvåret, se figur 2.20. Samlet anslår vi at eksportvolumet av tradisjonelle varer vil øke med 1¼ prosent fra 2011 til 2012.

Figur 2.19 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft<sup>1)</sup> i Regionalt nettverk og anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. 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 på tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen

Kilde: Norges Bank

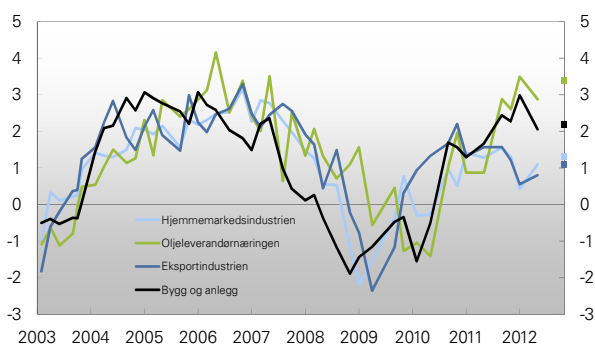
Bidraget fra privat konsum til veksten i BNP har vært lavt sammenliknet med forrige oppgangskonjunktur. Det kan sees i sammenheng med høy gjeld i husholdningene og usikkerhet om hvordan den svake utviklingen ute ville påvirke aktiviteten i Norge. Veksten i varekonsumet har tatt seg opp i år, se figur 2.21. Veksten den siste måneden

skyldtes imidlertid elektrisitetsforbruk, som svinger mye. Inntektsveksten har økt som følge av høy sysselsettingsvekst. Fremover venter vi at høy inntektsvekst, lav arbeidsledighet og lav rente vil bidra til fortsatt god vekst i konsumet. Anslagene innebærer at spareraten likevel øker videre til om lag 7 prosent i 2012. Oppgangen i spareraten gjenspeiler at boliginvesteringene ventes å fortsette å stige. Samtidig tror vi at usikkerheten om utviklingen ute fortsatt vil dempe konsumet i noe tid fremover. Sammen med husholdningenes høye gjeld kan det føre til at den finansielle sparingen holder seg oppe til tross for at renten er lav, se figur 2.22. Den disponible realinntekten ser ut til å øke mer i år enn i fjor som følge av høyere vekst i sysselsetting og lønninger. Privat konsum anslås å øke med 3½ prosent i år, se figur 2.23.

Etter sterk vekst gjennom 2011, falt boliginvesteringene i første kvartal i år. Vi venter at boliginvesteringene vil ta seg opp gjennom året. Siden finanskrisen har det i gjennomsnitt blitt fullført rundt 20 000 boliger i året, noe som er lavere enn økningen i antall husholdninger, se figur 2.24. Bedriftene i vårt regionale nettverk venter markert vekst i byggeaktiviteten fremover. Samtidig kan ytterligere innstramming i bankenes utlånspraksis bidra til å dempe etterspørselen i boligmarkedet noe. Vi anslår at boliginvesteringene øker med 5¾ prosent i 2012, se figur 2.25.

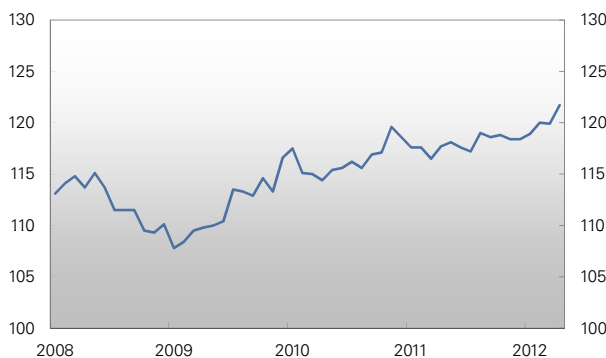
Investeringene i fastlandsbedriftene har økt moderat det siste året. Vi venter at investeringene vil ta seg noe opp fremover som følge av økt kapasitetsutnyttning og bedrede utsikter for deler av næringslivet. Oppgangen dempes av at utsiktene for internasjonal økonomi er relativt svake og usikre, samt at det er knapphet på kvalifisert arbeidskraft i enkelte sektorer. Bedriftene i vårt regionale nettverk planlegger samlet sett å øke investeringene noe det neste året. Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene vil vokse med 2 prosent fra 2011 til 2012, se figur 2.25. Investeringene i kraftforsyning og tjenesteyting utenom varehandel vil bidra mest til veksten.

Figur 2.20 Vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Indeks<sup>1)</sup>, Februar 2003 – november 2012<sup>2)</sup>



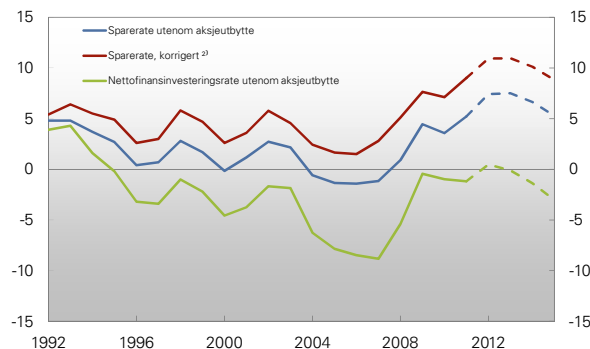
1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Regionalt Nettverk: Fersk og nyttig informasjon" i *Penger og Kreditt* 2/2009 for nærmere omtale  
2) Siste observasjon i Regionalt nettverk er mai 2012  
Kilde: Norges Bank

Figur 2.21 Varekonsumindeksen. Sesongjustert volumindeks. 2005 = 100. Januar 2008 – april 2012



Kilde: Statistisk sentralbyrå

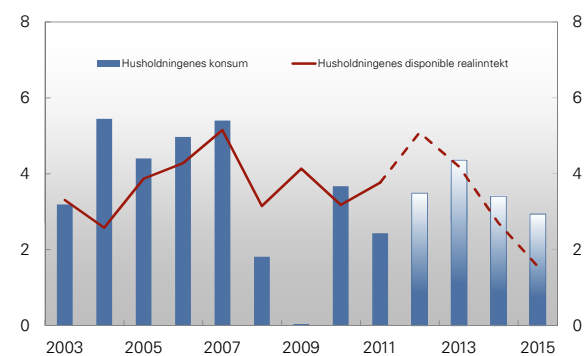
Figur 2.22 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1992 – 2015<sup>1)</sup>



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



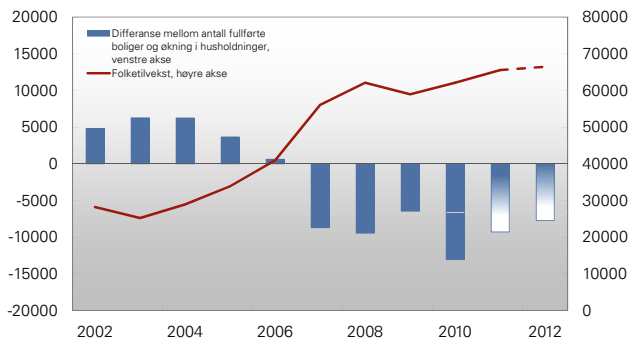
Figur 2.23 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2015<sup>3)</sup>



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
 2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner  
 3) Anslag for 2012 – 2015 (stiplet)

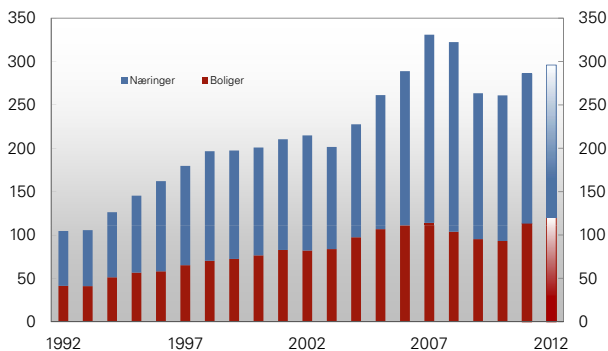
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.24 Differanse mellom antall fullførte boliger og økning i husholdninger, samt folketilvekst. 2002 – 2012<sup>1)</sup>



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

Figur 2.25 Investeringer i Fastlands-Norge utenom offentlig forvaltning. Faste 2009-priser. Milliarder kroner. 1992 – 2012<sup>1)</sup>



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

## Arbeidsmarkedet

Veksten i sysselsettingen og arbeidsstyrken har tiltatt markert i løpet av det siste året. I første kvartal var sysselsettingen ifølge nasjonalregnskapet 2,3 prosent høyere enn ett år tidligere. Ledigheten har vært stabil og lav. Den registrerte ledigheten, justert for sesongvariasjoner, var 2,5 prosent av arbeidsstyrken i mai. Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) var den sesongjusterte ledighetsraten 3,0 prosent i mars.

Vi venter fortsatt forholdsvis høy vekst i sysselsettingen fremover. God vekst i produksjonen, sammen med utsikter til fortsatt moderat produktivitetsvekst, vil holde etterspørselen etter arbeidskraft oppe. Sysselsettingen ventes å stige med 2 prosent i 2012. Anslaget er i tråd med forventningene til kontaktene i vårt regionale nettverk, se figur 2.26. Det er særlig bedriftene i bygg og anlegg og innen tjenesteyting som rapporterer om stort behov for arbeidskraft.

Arbeidsinnvandringen har bidratt mye til veksten i arbeidsstyrken de siste årene. I de siste fire kvartalene fram til første kvartal i år var nettoinnvandringen til Norge på 47 000 personer, ifølge Statistisk sentralbyrås befolkningsstatistikk. Høy etterspørsel etter arbeidskraft og et relativt høyt lønnsnivå, gjør Norge til et attraktivt land for utenlandske jobbsøkere. Vi legger til grunn at den høye innvandringen vil vedvare i årene fremover.

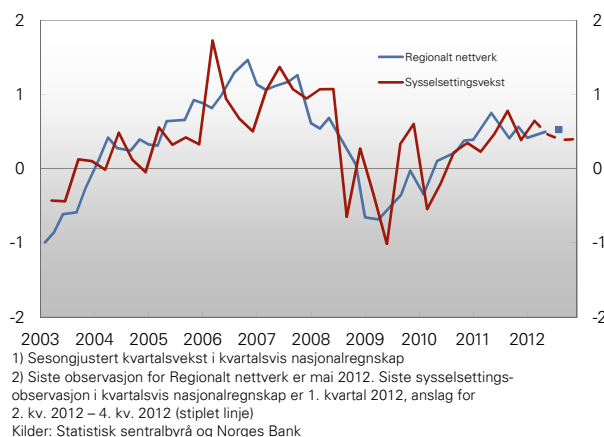
Økt etterspørsel etter arbeidskraft har bidratt til at flere trer inn i arbeidsstyrken, og yrkesdeltakelsen har tatt seg opp. De store etterkrigskullene, som nå nærmer seg pensjonsalder, trekker isolert sett i retning av at yrkesdeltakelsen avtar noe. Det ser nå ut til å bli motvirket av god vekst i norsk økonomi. Høy arbeidsinnvandring, høy etterspørsel etter arbeidskraft og god lønnsvekst tilsier at yrkesdeltakelsen vil holde seg oppe. Vi anslår at arbeidsstyrken øker om lag i takt med befolkningen i arbeidsfør alder gjennom 2012 og at yrkesdeltakelsen dermed endres lite, se tabell 2.3. Sysselsettingen ventes å øke litt mer enn arbeidsstyrken, slik at ledigheten vil falle litt fremover, se figur 2.27.

## Lønn

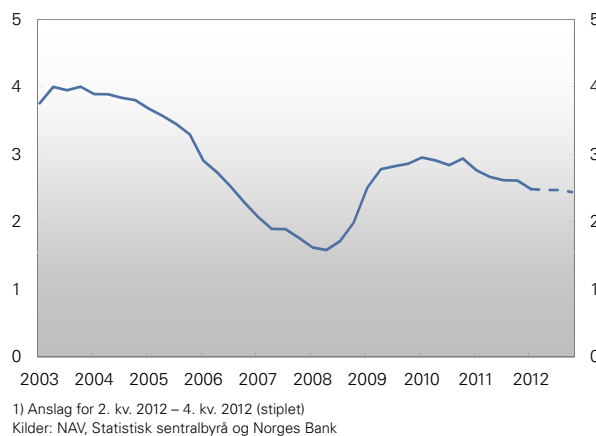
Lønnsveksten i år kan bli litt høyere enn anslått i forrige rapport. De sentrale tilleggene i årets lønnsoppgjør ble samlet litt høyere enn det som lå til grunn for vårt lønnsanslag i forrige rapport. Lavere ledighet, fortsatt god lønnsomhet i mange bedrifter og økende knapphet på enkelte typer arbeidskraft kan trekke i retning av at også lønnsglidningen i privat sektor blir noe høyere enn vi tidligere har sett for oss. Samtidig kan utviklingen ute bidra til at lønnsglidningen holdes nede i en del tradisjonelle eksportrettede næringer. I staten og kommunene ble det enighet om en ramme på om lag 4,1 prosent. Vi anslår en samlet årslønnsvekst i 2012 på 4 prosent. Anslagene innebærer en reallønnsvekst på 3 prosent.

Bedriftene i vårt regionale nettverk venter nå en lønnsvekst på 4,0 prosent i 2012, se figur 2.28. Det er noe høyere enn i foregående runde. Ifølge Opinion Perducos forventningsundersøkelse i andre kvartal, venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst på 4,3 prosent i 2012.

Figur 2.26 Sysselsetting<sup>1)</sup> og Norges Banks regionale nettverks indikator for vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012<sup>2)</sup>



Figur 2.27 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2012<sup>1)</sup>



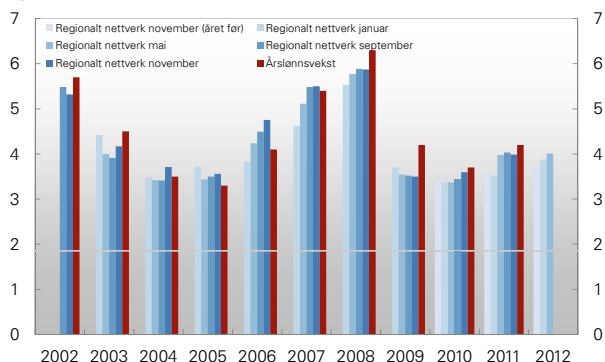
Tabell 2.3. Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	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	2

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

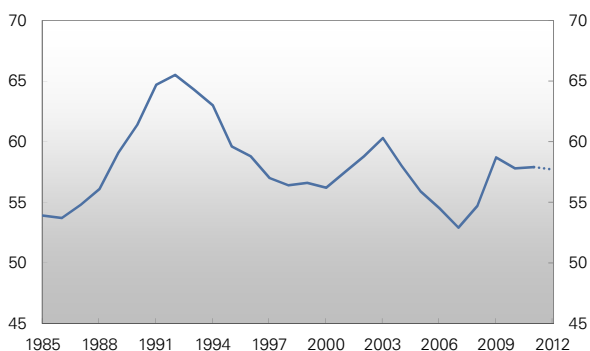
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.28 Årslønnsvekst og anslag for årslønnsvekst fra Norges Banks regionale nettverk. Prosent. 2002 – 2012



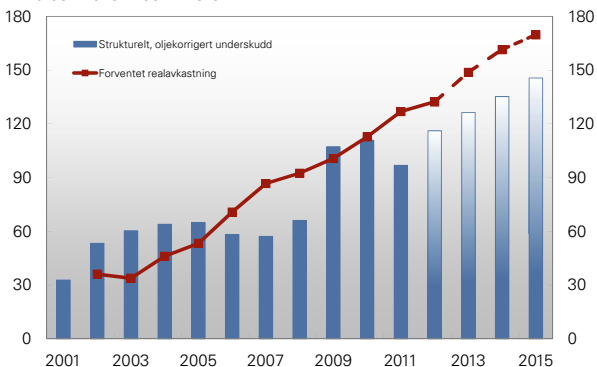
Kilder: Norges Bank og Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU)

Figur 2.29 Utgifter i offentlig forvaltning som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1985 – 2012<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2012  
Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.30 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Faste 2012-priser. Milliarder kroner. 2001 – 2015<sup>1)</sup>



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

## Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2012 til 2015

### Finanspolitikken

Forutsetningene om finanspolitikken i denne rapporten tar utgangspunkt i Revidert nasjonalbudsjett 2012. Der anslås bruken av oljepenger i 2012, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, til 116 milliarder kroner eller 3,5 prosent av markedsverdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

Det strukturelle underskuddet anslås å utgjøre 5,2 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2012. Det er en økning på 0,8 prosentenheter fra 2011. Den relativt sterke veksten i underskuddet må sees i sammenheng med at utgiftene i 2011 økte mindre enn antatt. Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge, har de samlede utgiftene i offentlig forvaltning vært nokså stabile de siste årene, etter at de økte mye fra 2007 til 2009, se figur 2.29.

Anslaget på det strukturelle underskuddet er 16 milliarder kroner under den forventede realavkastningen i 2012. Samtidig er det utsikter til god vekst i fondet i årene som kommer. Det er i tråd med retningslinjene at det holdes igjen i finanspolitikken i perioder med høy aktivitet i økonomien. Innsparinger de nærmeste årene kan dessuten lette tilpasningene etter hvert som kostnadene knyttet til en aldrende befolkning for alvor ventes å tilta. Vi legger derfor til grunn at underskuddet blir liggende under fire prosent av fondet gjennom prognoseperioden, se figur 2.30.

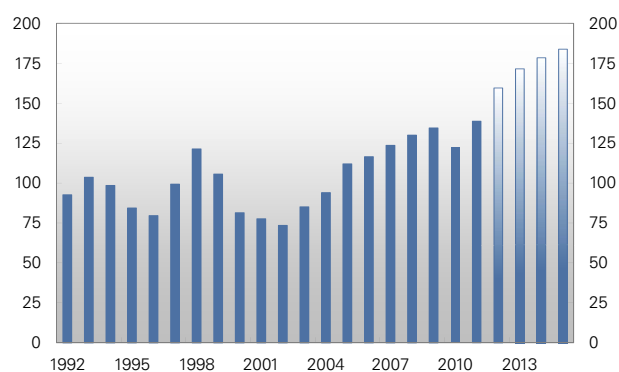
Anslagene innebærer at bruken av oljepenger tiltar raskere enn den økonomiske aktiviteten for øvrig. Likevel kan veksten i offentlig konsum og investeringer bli forholdsvis moderat. Det har sammenheng med at overføringene ventes å stige mye, i hovedsak som følge av økte utgifter til alderspensjon.

### Petroleumsinvesteringene

Prisene for norsk olje og gass har økt markert siden sommeren 2009 og forventes å holde seg oppe fremover. Det har bidratt til at aktiviteten på norsk sokkel har tatt seg

opp etter å ha falt betydelig i etterkant av finanskrisen. Investeringene i utvinning og rørtransport økte med 13,4 prosent fra 2010 til 2011. En rekke utbygginger på nye og eldre felt vil bidra til at investeringene fortsetter å vokse markert de nærmeste årene, men veksten vil trolig bli begrenset av tilgangen på borerigger og kvalifisert arbeidskraft. Vi anslår at investeringene vil vokse med 15 prosent i år, med ytterligere 7½ prosent i 2013 og med 3–4 prosent i de to påfølgende årene, se figur 2.31.

Figur 2.31 Petroleumsinvesteringer. Faste 2009-priser. Milliarder kroner, 1992 – 2015<sup>1)</sup>



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

## Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank  
Tabeller og detaljerte anslag



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

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

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

## Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

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

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

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

<sup>3)</sup> Sesongjusterte kvartalstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Tabell 2 Konsumpriser

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

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

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

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

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

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



## Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2011	2011	Anslag			
			2012	2013	2014	2015
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		1,2	1	1¾	2	2½
KPI-JAE <sup>1)</sup>		0,9	1½	1¾	2	2½
KPIXE <sup>2)</sup>		1,1	1¼	1½	2	2½
Årslønn <sup>3)</sup>		4,2	4	4¼	4½	4½
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	2 720	1,4	3½	2½	2¼	2¼
BNP for Fastlands-Norge	2 085	2,4	3¾	3¼	2¾	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>4)</sup>		-0,1	½	¾	¼	0
Sysselsetting, personer, KNR		1,4	2	1½	1	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,0	2	1½	1¼	1¼
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,3	3	3	3¼	3½
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,7	2½	2½	2½	2¾
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5)</sup>	2 105	3,2	2¾	4	3¾	3½
- Privat konsum	1 129	2,4	3½	4¼	3½	3
- Offentlig konsum	586	1,5	2	2½	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	391	8,0	2½	6	.	.
Petroleumsinvesteringer <sup>6)</sup>	145	13,4	15	7½	4	3
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>7)</sup>	457	0,3	¾	1¾	.	.
Import	770	3,5	3	5½	.	.
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>8)</sup>		2,1	1½	1¾	2½	3
Importveid valutakurs (I-44) <sup>9)</sup>		88,1	87¾	86½	85¾	86

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

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

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

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

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

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

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

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

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

· Anslag foreligger ikke

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







Pengepolitisk rapport nr. 2 – juni

**2012**