



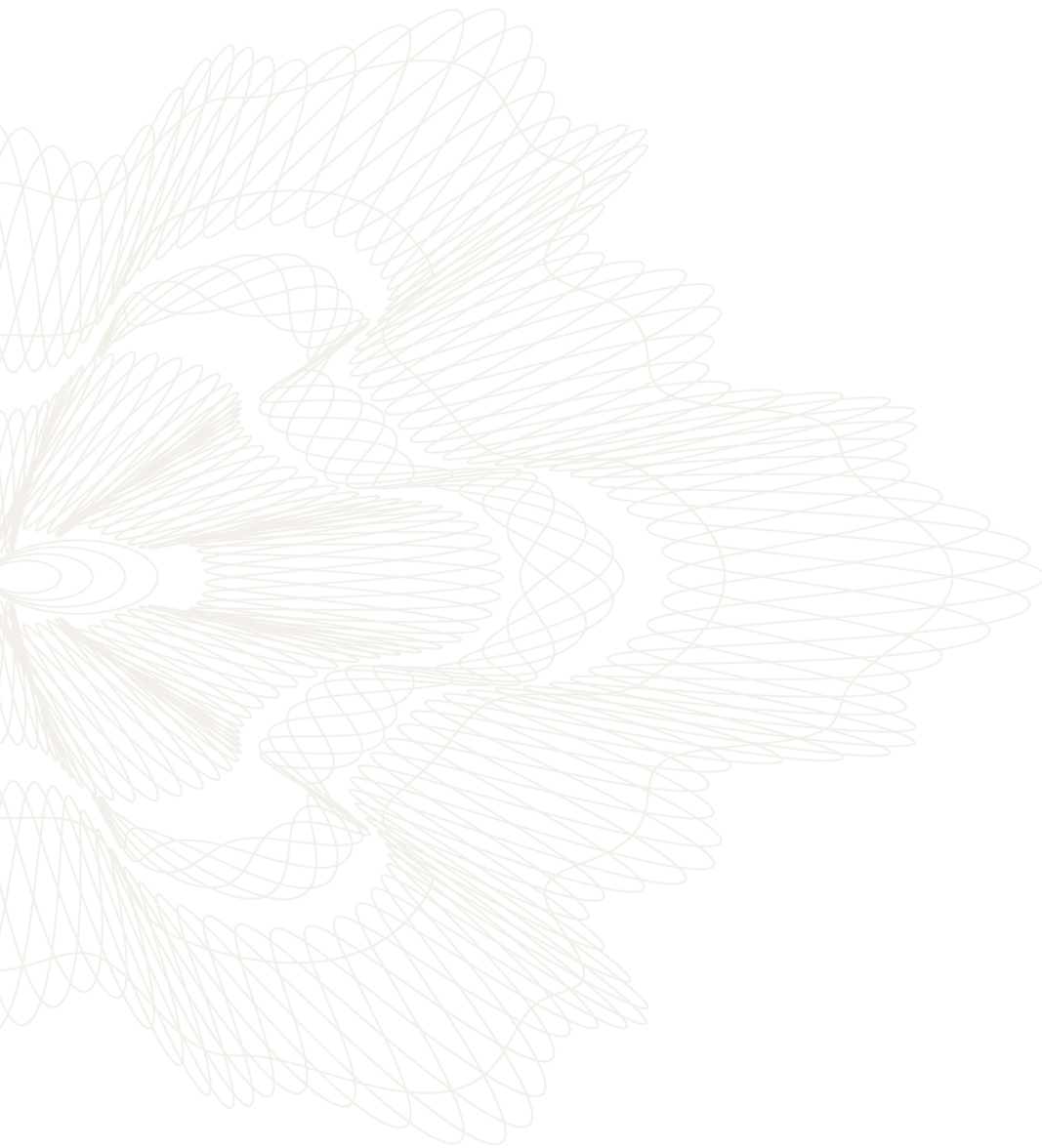
NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

3 | 09
oktober

Norges Banks rapportserie nr. 4-2009

Pengepolitisk rapport
3/2009



Norges Bank

Oslo 2009

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

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

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

Sentralbanksjef: Svein Gjedrem

Visesentralbanksjef: Jan F. Qvigstad

Ansvarlig redaktør: Svein Gjedrem

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Lobo Media AS

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

ISSN 1504-8489 (trykk)

ISSN 1504-8500 (online)

Pengepolitisk rapport

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

I møtet 12. august diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 14. oktober drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 28. oktober en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 24. mars 2010. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i kapittel 1. I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 16. desember, 3. februar og 24. mars.

Innhold

Leder	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	9
Den økonomiske situasjonen	9
Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger	12
Usikkerhet i anslagene	17
Oppsummering	22
Hovedstyrets strategi	23
Rammer:	
- Avviklingen av ekstraordinære tiltak	19
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/09	20
2. Nærmere om anslagene	24
Internasjonal økonomi	24
Norsk økonomi det neste året	26
Forutsetninger om finanspolitikken og oljeinvesteringene fra 2009 til 2012	35
Ramme:	
- KPI justert for frekvens av prisendringer	27
Vedlegg	37
Oversikt over utdypinger 2005 – 2009	39
Oversikt over publikasjoner i 2008 og 2009 på Norges Banks nettsider	40
Oversikt over bedrifter og virksomheter i regionalt nettverk	42
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	45
Tabeller og detaljerte anslag	46

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 22. oktober 2009.

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 28. oktober 2009.

Pengepolitikken i Norge

Mål

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med 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 nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Beslutningsprosess

Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i Pengepolitisk rapport i et møte om lag to uker før rapporten publiseres. Aktuelle temaer til rapporten har vært diskutert i et tidligere møte. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen, herunder alternative strategier. Endelig vedtak om en pengepolitisk strategi fattes samme dag som rapporten offentliggjøres. Strategien gjelder for perioden fram til neste rapport og er gjengitt bakerst i kapittel 1 i rapporten.

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

Formidling av rentebeslutningen

Utfallet av rentemøtet blir offentliggjort i en pressemelding kl 14.00. Samtidig offentliggjøres notatet "Hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen", der det gjøres rede for både de vesentlige trekk ved utviklingen i økonomien som har fått betydning for beslutningen om renten og for hovedstyrets avveininger. Banken holder pressekonferanse kl 14.45 samme dag. Pressemeldingen, hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen og pressekonferansen er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Rapportering

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

Leder

På vei ut av den økonomiske krisen

Krisen i finansmarkedene sist høst førte verdensøkonomien inn i den kraftigste nedgangen på flere tiår. Også norsk økonomi ble rammet. Våre banker kom i en likviditetsklemme, og de strammet kraftig inn på sine utlån. Eksportbedriftene fikk lavere priser og salg, og virksomheter ble usikre på framtiden og reduserte sine investeringer.

For å hindre en dyp lavkonjunktur satte vi styringsrenten mye ned, og vi tok i bruk uvanlige virkemidler for å lette bankenes finansiering. Statens utgifter ble økt kraftig.

Til alt hell for vår økonomi har oljeprisen holdt seg godt oppe. Samtidig har trolig tiltakene virket godt. Den norske lavkonjunktoren ser derfor ut til å bli nokså mild. Husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester og betalingsviljen for boliger stiger igjen. Det er også tegn til at veksten i andre land tar seg opp. Likviditetskrisen i bankene er over, og det er riktig å fase ut de særskilte tiltakene. Nå setter vi også opp styringsrenten.

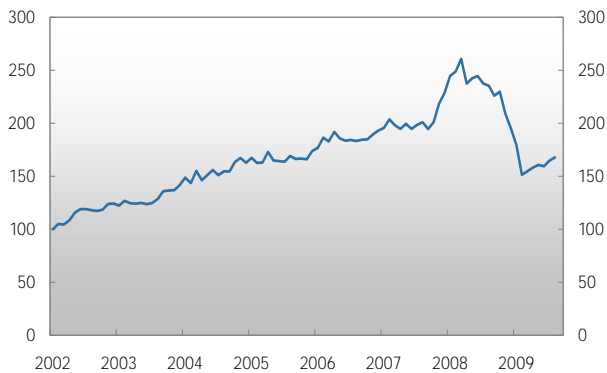
Selv om utsiktene for norsk økonomi er bedret, må vi regne med at verdensøkonomien vil gi bare beskjeden drahjelp framover. Rentene ute vil trolig holde seg nær null en tid. Også i Norge er renten lav.

Renten settes med sikte på at inflasjonen over tid skal være nær 2,5 prosent. Øker vi renten for mye for tidlig, kan lavkonjunktoren forlenges, en sterk krone styrke seg enda mer og inflasjonen bli for lav. Går vi for sakte fram, kan husholdningenes etterspørsel ta av for raskt og inflasjonen etter hvert bli for høy.

Hovedstyrets strategi er at styringsrenten bør ligge i intervallet 1¼ - 2¼ prosent fram til neste rapport legges fram 24. mars 2010 med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Svein Gjedrem,
28. oktober 2009

Figur 1.1 Indikator for verdenshandelen.¹⁾ Indeks, januar 2002 = 100. Januar 2002 – august 2009



1) Indeksen er laget på grunnlag av summen av eksport og import for USA, Japan, Tyskland og Kina. Tallene er regnet om til USD

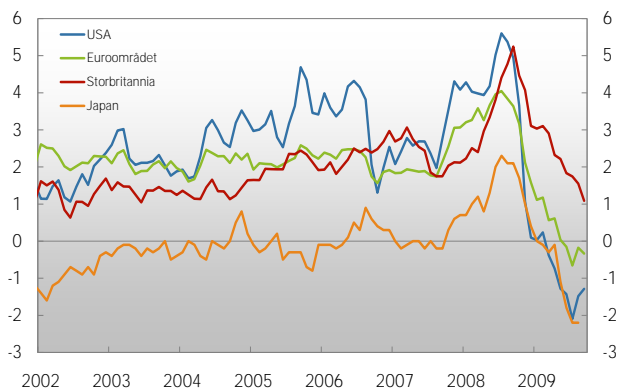
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

Det har gått ett år siden finanskrisen traff for alvor og førte til det sterkeste tilbakeslaget i verdensøkonomien siden annen verdenskrig. Arbeidsledigheten er høy i mange land, men forholdene i finansmarkedene har bedret seg. Aktiviteten i verdensøkonomien er i ferd med å ta seg opp, men bare gradvis og fra et lavt nivå.

Figur 1.2 Konsumpriser i industriland. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2009

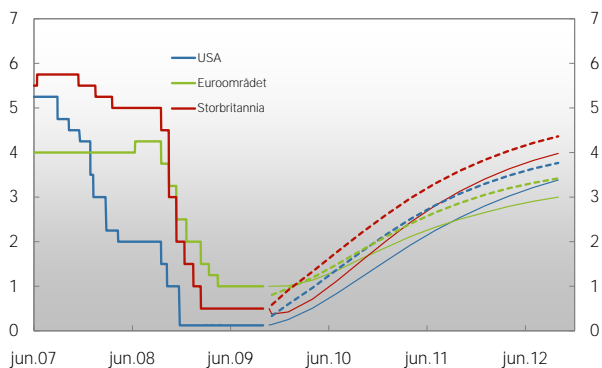


Kilde: Thomson Reuters

Finanskrisen ga svikt i tillit til banker, motparter og kontraktspartnere. Tilgangen på eksportkreditter stoppet opp, og internasjonal handel falt kraftig, se figur 1.1. Industrien fikk ikke avsetning på sine produkter.

Tiltakene fra sentralbanker og stater har gitt større stabilitet i finansmarkedene. Rentepåslagene i kreditt- og pengemarkedene har gått ned, og aktiviteten har tatt seg opp. De daglige svingningene er blitt mindre. Bedringen i finansmarkedene det siste halvåret og økt tilgang på kreditt har ført til at verdenshandelen nå tar seg litt opp. I det siste har industriproduksjonen økt i USA, Japan og mange fremvoksende økonomier, mens den fortsatt faller – om enn i lavere takt – i mange euroland. Industriproduksjonen i Japan og USA er fortsatt på et meget lavt nivå.

Figur 1.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 17. juni 2009 og 22. oktober 2009.¹⁾ Prosent. 1. juni 2007 – 31. desember 2012²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 17. juni 2009. Tynne linjer viser terminrenter per 22. oktober 2009. Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter

2) Dagstall fra 1. juni 2007 og kvartalstall per 22. oktober 2009

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Selv om veksten tar seg opp, vil kapasitetsutnyttningen i industrilandene fortsatt være svært lav de neste to-tre årene. Høy gjeld kombinert med fall i formuespriser har ført til behov for å redusere gjelden i husholdninger, foretak og finansinstitusjoner i mange land. Høy og fortsatt økende arbeidsledighet demper privat forbruk ytterligere. I mange land fører store underskudd til at statsgjelden øker raskt. De store underskuddene kan ikke vedvare.

Den kraftige konjunkturedgangen og fallet i råvareprisene har ført til svært lav konsumprisvekst i mange land, se figur 1.2. Tolv månedersveksten i konsumprisene er

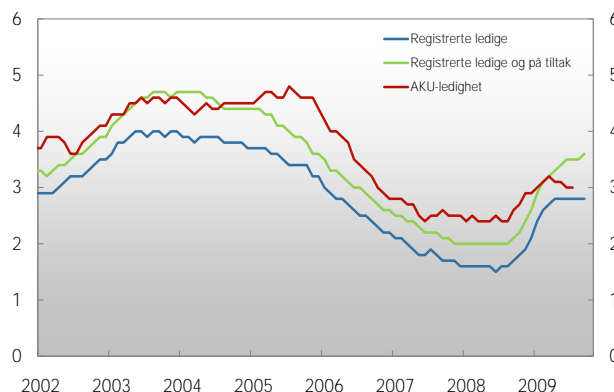
negativ i USA, euroområdet, Sverige, Japan og Kina. Kjerneinflasjonen er mer stabil, men også den har gått litt ned i det siste. Styringsrenten er nær null i mange land. Flere sentralbanker har signalisert at renten vil holdes lav lenge, og forventede styringsrenter ute har falt. Prisingen i markedet indikerer at det ventes en oppgang i styringsrentene i flere land etter årsskiftet, se figur 1.3.

Norske myndigheter satte i verk en rekke tiltak for å dempe utslagene av krisen på norsk økonomi. Norges Bank reduserte styringsrenten kraftig i fjor høst. I 2009 er styringsrenten satt videre ned til 1,25 prosent. Norges Bank trappet også opp sin tilførsel av likviditet til bankene i form av kortsiktige og langsiktige lån. Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) bidro til at bankene fikk langsiktig finansiering. Sterk vekst i offentlige utgifter bidro til å stimulere etterspørselen etter varer og tjenester.

Siden forrige rapport har utviklingen i norsk økonomi overrasket i positiv retning. Høy aktivitet i oljeindustrien har sammen med tiltakene i penge- og finanspolitikken bidratt til å holde etterspørselen etter varer og tjenester oppe. Sysselsettingen har så langt falt mindre enn ventet, og arbeidsledigheten har ikke steget så mye som vi anslo. Antall registrerte ledige var 2,8 prosent av arbeidsstyrken i september, se figur 1.4. Samtidig er produktiviteten lav. Det kan se ut til at bedriftene velger å holde på arbeidstakerne i påvente av at etterspørselen skal ta seg opp. Det kan dessuten se ut til at tilgangen på kreditt til næringslivet er i ferd med å bedre seg noe. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter moderat vekst i produksjonen fremover. Bedrifter som ved forrige konjunkturomslag hadde problemer ved nyrekruttering, kan nå velge å holde en viss arbeidskraftreserve.

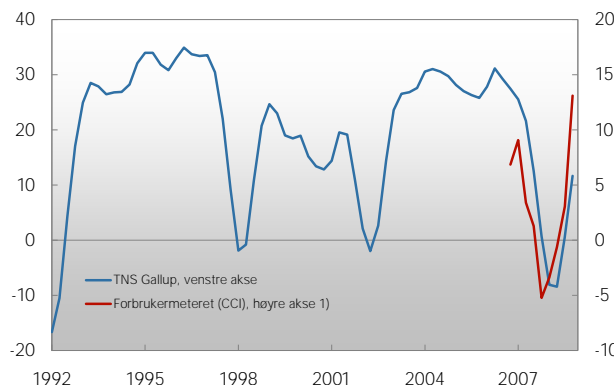
Husholdningenes forbruk har økt noe mer enn ventet, og deres vurderinger av utsiktene fremover er blitt stadig mer optimistiske, se figur 1.5. Boligprisene har økt mye, se figur 1.6. De er nå på samme nivå som sommeren 2007. Gjeldsveksten til husholdningene har vært stabil rundt 6-7 prosent de siste månedene. Husholdningene får nå lettere lån enn i fjor høst.

Figur 1.4 Arbeidsledige. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Januar 2002 – september 2009



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Arbeids- og velferdsetaten (NAV) og Norges Bank

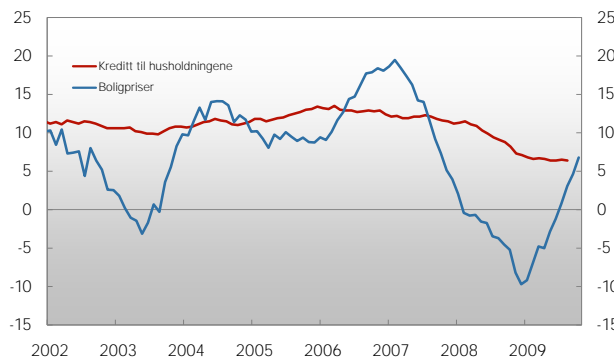
Figur 1.5 Husholdningenes forventninger. Nettotall. Kvartalstall. 4. kv. 1992 – 3. kv. 2009



1) Kvartalstall omgjort fra månedstall

Kilder: TNS Gallup, Opinion og Norges Bank

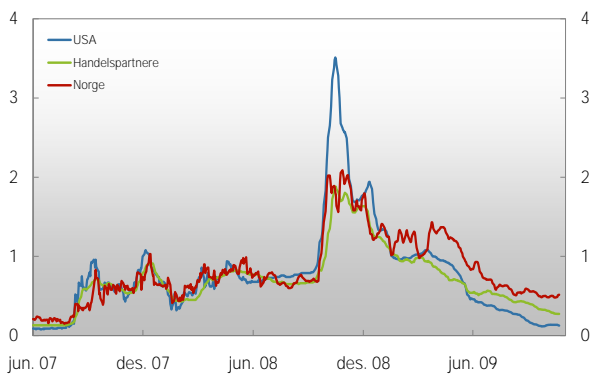
Figur 1.6 Innenlandsk kreditt til husholdningene¹⁾ og boligprisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2009



1) K2

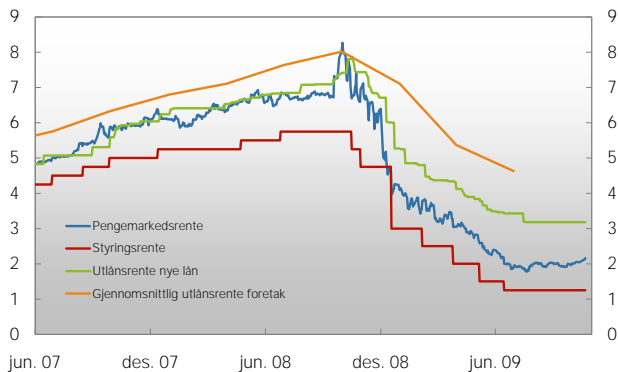
Kilder: Eiendomsmeidlerbransjen (NEF, EFF, FINN.no og ECON Pöyry) og Statistisk sentralbyrå

Figur 1.7 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventninger om styringsrenten i markedet. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. juni 2007 – 22. oktober 2009



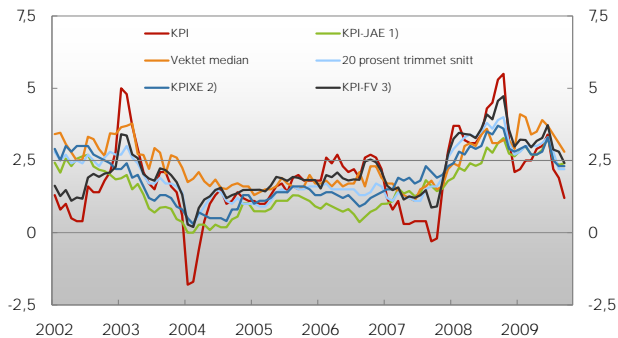
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.8 Styringsrente, pengemarkedsrente¹⁾, vektet utlånsrente fra bankene på nye lån²⁾ og gjennomsnittlig utlånsrente for foretak³⁾. Prosent. 1. juni 2007 – 22. oktober 2009



1) Tremåneders NIBOR (effektiv)
 2) Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60 prosent av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler
 3) Ikke-finansielle foretak. 2. kv. 2007 – 2. kv. 2009
 Kilder: Norsk familieøkonomi AS, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2009



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser
 Se *Staff Memo 2008/7* og *Staff Memo 2009/3* fra Norges Bank for omtale av KPIXE
 3) KPI justert for frekvens av prisendringer. Se egen ramme s. 27 og *Aktuell kommentar 7/2009* fra Norges Bank for omtale av KPI-FV
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Påslagene i det norske pengemarkedet har falt tilbake og avtatt noe raskere enn vi la til grunn i forrige pengepolitiske rapport, se figur 1.7. Vi venter at påslagene vil avta videre fremover. Tremåneders pengemarkedsrente, som i fjor høst var over 8 prosent, er nå om lag 2 prosent. Bankenes utlånsrenter har også gått mye ned, se figur 1.8.

Rentedifferansen overfor våre handelspartnere har økt. Differansen for tremåneders pengemarkedsrente er 0,4 prosentenheter høyere enn ved forrige pengepolitiske rapport og er nå 1,5 prosentenheter. Markedets forventninger til fremtidige renter har falt ute og økt i Norge.

Kronen svekket seg betydelig i annet halvår i fjor, men senere har den styrket seg igjen. Den importveide kronkursen (I-44) har styrket seg med om lag 7 prosent siden forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram i juni. Økt risikovilje og forventninger i markedet om en noe tidligere renteoppgang i Norge har trolig bidratt til sterkere krone. Lavere kapitalutgang fra Statens pensjonsfond – Utland har trolig også bidratt. Omsetningen i norske kroner har tatt seg opp etter sommeren, og likviditeten i valutamarkedet har bedret seg.

Usikkerheten i aksjemarkedene har avtatt. Ledende amerikanske aksjeindekser har steget om lag 20 prosent siden forrige rapport i sommer. Siden bunnen i aksjemarkedene ble nådd i begynnelsen av mars i år, har de samme indeksene vokst over 55 prosent. Oslo Børs har økt med om lag 23 prosent fra midten av juni og 74 prosent siden begynnelsen av mars.

Oljeprisen har steget noe siden forrige rapport, og er dobbelt så høy som ved bunnen i desember i fjor. Det henger trolig sammen med at flere markedsaktører venter at høyere aktivitet i verdensøkonomien vil føre til at oljeetterspørselen fremover tar seg opp. På den annen side er lagrene av olje fremdeles høye, og OPEC-landene har mer ledig produksjonskapasitet enn i de foregående årene. Prisen på olje for øyeblikkelig levering lå i slutten av oktober rundt 75 dollar per fat, mens prisen for levering om ett år er om lag 85 dollar.

Terminprisene tyder på noe vekst også i andre råvarepriser fremover. Siden forrige rapport har metallprisene steget som følge av bedre utsikter for verdensøkonomien, men de er fortsatt en del lavere enn i fjor sommer.

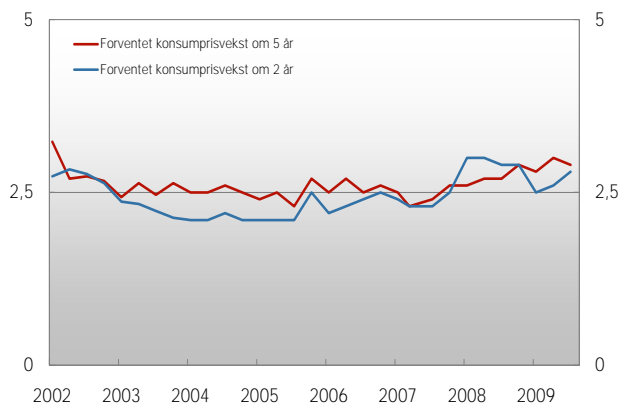
Den underliggende konsumprisveksten her hjemme har avtatt de siste månedene og anslås nå til i underkant av 2½ prosent, se figur 1.9. Det gjenspeiler virkningene av lavere lønnsvekst, redusert kapasitetsutnyttning i norsk økonomi og lav prisvekst ute. Kronesvekkelsen i fjor høst har bidratt til høyere importpriser, men virkningen av svekkelsen er trolig i ferd med å avta. Siden forrige rapport har prisstigningen vært noe høyere enn ventet.

Ifølge Perducos forventningsundersøkelse var de langsiktige inflasjonsforventningene om lag uendrede i tredje kvartal etter å ha steget noe siden i fjor høst. Partene i arbeidslivet og økonomer i finansnæringen og academia ventet at prisstigningen om fem år vil være rundt 3 prosent, se figur 1.10. En indikator for inflasjonsforventningene blant aktørene i finansmarkedene kan avledes fra forskjellen mellom Norge og euroområdet i forventede 5-års renter om 5 år. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge vil denne langsiktige rentedifferansen normalt ligge i området ½ – 1 prosentenheter, avhengig av risikopremiene i obligasjonsmarkedet. Differansen har de siste månedene ligget i den øvre delen av dette leiet, se figur 1.11.

Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger

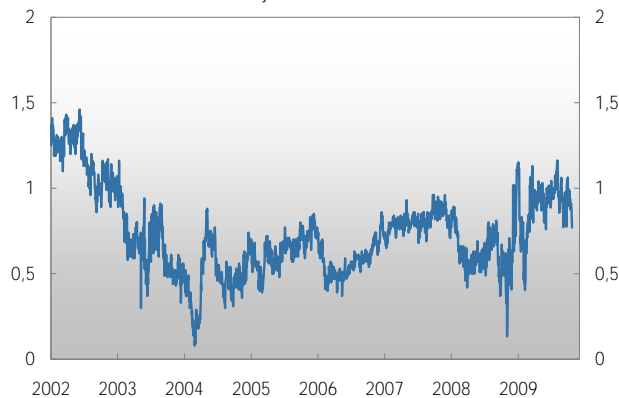
Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært nær, men noe under 2,5 prosent, se figur 1.12. Konsumprisveksten var gjennomgående noe lavere enn målet fra 2003, og pengepolitikken var da innrettet med sikte på å bringe inflasjonen opp. I 2007 og 2008 tiltok prisveksten og kom noe over målet, se figur 1.9. Inflasjonsforventningene var godt forankret, se figur 1.10, og renten ble gradvis satt opp til et mer normalt nivå. En inflasjon nær målet og godt forankrede inflasjonsforventninger var vesentlig for at pengepolitikken skulle virke effektivt da styringsrenten ble satt mye ned sist høst og vinter.

Figur 1.10 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2002 – 3. kv. 2009



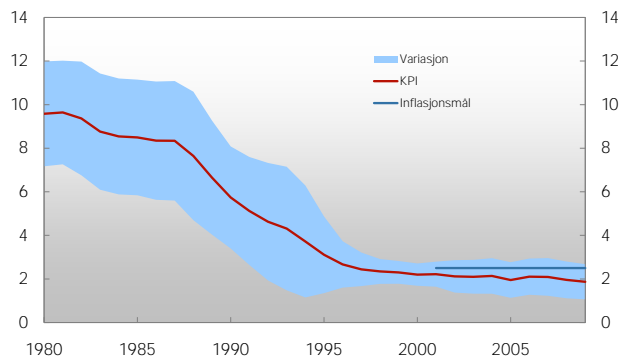
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og academia
Kilder: TNS Gallup og Perduco

Figur 1.11 Differansen mellom femårs terminrenter om fem år i Norge og euroområdet. Prosentenheter. 1. januar 2002 – 22. oktober 2009



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.12 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI³⁾. Prosent. 1980 – 2009



1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og to år fram
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
3) 1 beregningen er anslag for 2009 - 2011 fra PPR 3/09 lagt til grunn
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kriterier for en god rentebane

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

1) Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres nær 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.

2) Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen.

I avveilingen tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronekursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon. Under forutsetning av at kriteriene over er oppfylt, er følgende tilleggskriterier til nytte:

3) Utviklingen i renten bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men ikke urealistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens virkemåte.

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

5) Som en kryssjekk for rentesettingen bør eventuelle store og systematiske avvik fra enkle pengepolitiske regler kunne forklares.

Styringsrenten ble redusert for å motvirke at inflasjonen faller for langt under målet og for å dempe utslagene av den internasjonale lavkonjunkturen på norsk økonomi. Fram mot forrige pengepolitiske rapport i juni hadde utviklingen ute og utsiktene for norsk økonomi vært omtrent som ventet i mars, og vår prognose for renten var om lag som skissert i Pengepolitisk rapport 1/09. Våre analyser tilsa da at styringsrenten kunne bli liggende rundt dagens nivå fram til våren 2010.

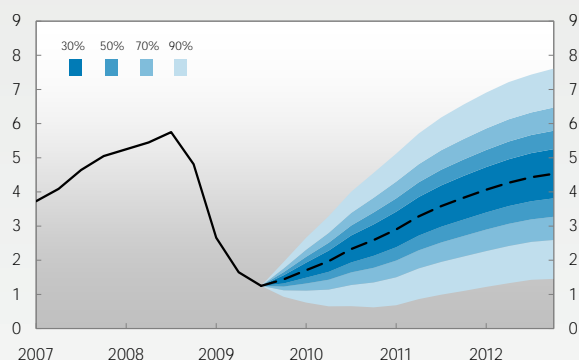
Analysen i denne rapporten viser at den økonomiske politikken har virket godt og at utsiktene for norsk økonomi har bedret seg. Veksten har tatt seg raskere opp enn ventet for noen måneder siden. Arbeidsledigheten ser ut til å bli vesentlig lavere enn tidligere anslått. Anslaget for den samlede kapasitetsutnyttningen – produksjonsgapet – er derfor blitt oppjustert sammenliknet med forrige pengepolitiske rapport. Lavkonjunkturen i Norge kan bli mildere enn vi så for oss tidligere i år.

Inflasjonsforventningene ligger i overkant av målet, se figur 1.10. De neste årene ser arbeidsledigheten ut til å holde seg lavere og lønnsveksten noe høyere enn vi tidligere har anslått. Lav produktivitet har trolig presset lønnsomheten i mange bedrifter. Samlet trekker dette i retning av høyere prisvekst. Det taler for at renten settes opp noe raskere enn det vi tidligere anslo.

Renten i Norge er lav. Det har gitt ny vekst i husholdningenes forbruk, og det er utsikter til at husholdningenes etterspørsel fortsetter å øke. Samtidig stiger boligprisene. Over tid kan husholdningenes låneopptak igjen øke mye og sparingen falle. Høy vekst i husholdningenes gjeld kan være en kilde til svingninger i produksjon og sysselsetting på mellomlang sikt. Det styrker argumentene for at renten bør settes opp.

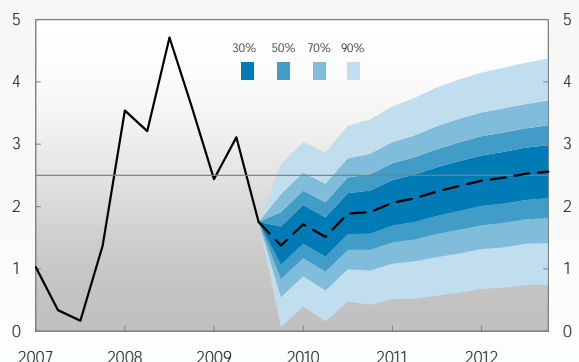
På den annen side kan en markert renteøkning i Norge og høyere rentedifferanse mot utlandet, samt lavere kapitalutgang gjennom Statens pensjonsfond – Utland, føre til at kronen blir vesentlig sterkere enn anslått slik at inflasjonen blir for lav. Det trekker i retning av at renten ikke bør settes opp for raskt.

Figur 1.13a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



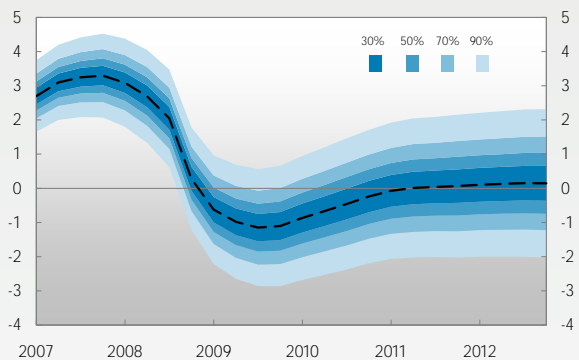
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



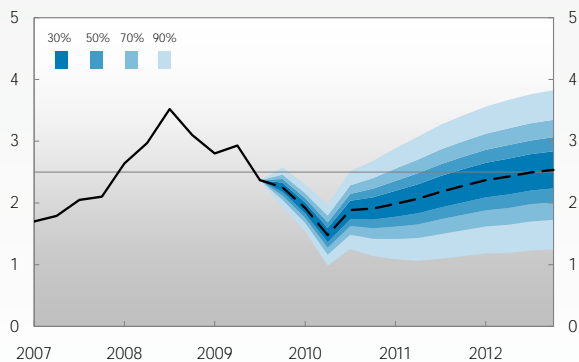
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



1) Prosentvis avvik mellom faktisk nivå og beregnet normalnivå for BNP Fastlands-Norge
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



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

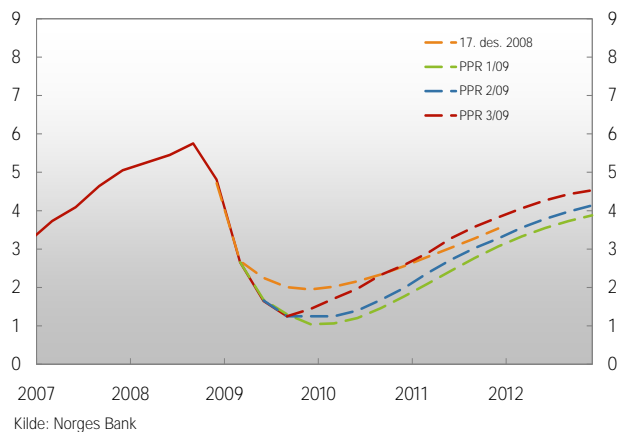
Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten kan økes gradvis til rundt 2 prosent i første halvdel av 2010, se figur 1.13 a-d. Det er en noe raskere oppgang i styringsrenten enn skissert i forrige pengepolitiske rapport, se figur 1.14 og egen ramme på side 20. En del av økningen har sitt motstykke i lavere påslag i pengemarkedet og er dermed nødvendig for å holde pengemarkedsrentene oppe. Vi legger til grunn at påslagene vender tilbake til det tidligere normalnivået på om lag 0,25 prosentenheter i tredje kvartal i 2010, se figur 1.15.

I anslagene er det lagt til grunn at kronen vil svekke seg noe fra dagens nivå, se figur 1.16. Vi bygger dette blant annet på at realkursen på kroner etter hvert vender tilbake til det historiske gjennomsnittet, se figur 1.17. Dessuten ligger renteprognosen i denne rapporten noe lavere

enn fremtidsrentene i markedet. Skulle kronen bli vesentlig sterkere enn anslått, kan oppgangen i renten komme senere eller bli mindre enn vi nå ser for oss.

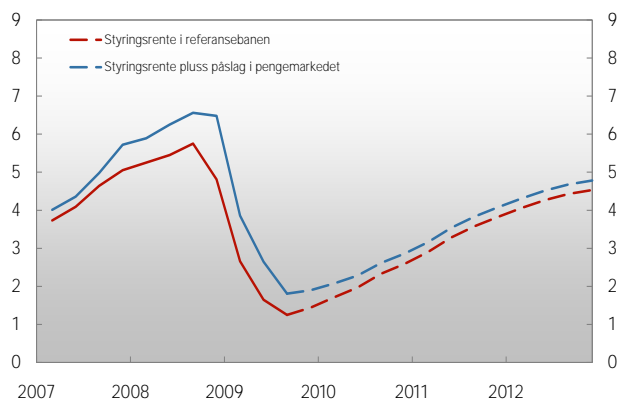
Renten blir satt slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent over tid, og slik at kapasitetsutnyttningen kommer tilbake til et normalt nivå, se figur 1.18. Veksten i norsk økonomi ventes å ta seg opp drevet av høy offentlig etterspørsel og oppgang i privat forbruk. Etter hvert som veksten ute tar seg opp, ventes veksten i investeringene å tilta. Eksporten ventes også å ta seg opp fremover. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil nå et normalt nivå i første halvdel av 2011.

Figur 1.14 Styringsrenten i referansebanen 17. desember 2008, PPR 1/09, PPR 2/09 og PPR 3/09. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



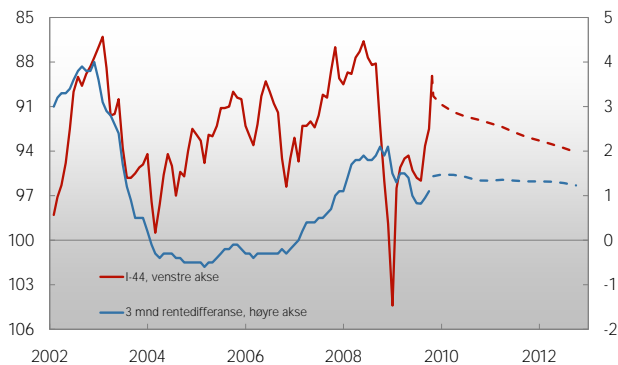
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Styringsrenten i referansebanen og styringsrenten med påslag i det norske pengemarkedet.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



¹⁾ Norges Banks anslag fra 4. kvartal 2009
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge og hos handelspartnere, og importveid valutakurs (I-44)¹⁾. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2002 – desember 2012



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

Lønnsveksten ser ut til å komme ned mot 4 prosent i år. Ledigheten øker mindre enn ventet. Det vil trolig bidra til at lønnsveksten de neste årene blir litt høyere enn vi tidligere la til grunn. Mot slutten av prognoseperioden ventes lønnsveksten å ta seg opp til 4¾ prosent. Vi anslår at den registrerte arbeidsledigheten vil nå en topp på 3 prosent, eller om lag 80 000 personer, vinteren 2010. Konsumprisveksten ventes å falle til noe under 2 prosent i løpet av 2010, før den gradvis tar seg opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Den lave aktiviteten ute har ført til fall i norsk eksport. Det har gitt ringvirkninger til andre deler av norsk næringsliv. Selv om ordrebeholdningen i industrien fortsatt er relativt høy, vil trolig eksporten vokse moderat fremover.

Investeringene ventes å falle det nærmeste året. Boliginvesteringene og investeringer i næringsbygg vil trolig holde seg lave fram til utgangen av 2010. Vi venter et fall i investeringene i Fastlands-Norge på 2½ prosent fra 2009 til 2010.

Veksten i produksjonskapasiteten er trolig blitt dempet de siste kvartalene. Strukturendringer vil føre til at etablert produksjonskapasitet varig faller bort. Mindre tilgang på kreditt i forbindelse med finanskrisen har forsterket den konjunkturelle nedgangen i investeringene. Det kan sammen med det høye norske kostnadsnivået gjøre det vanskelig å sette i gang nye virksomheter til erstatning for virksomheter som legges ned. Bedriftenes mulighet til å øke produksjonen på kort og mellomlang sikt er derfor trolig redusert.

Kostnadsnivået i norsk næringsliv er nå om lag 15 prosent høyere enn gjennomsnittet for hele perioden siden 1970, målt ved relative lønninger i felles valuta, se figur 1.17. Siden lønnsveksten er høyere her hjemme enn ute, vil relative kostnader stige fremover, selv om den nominelle kronkursen skulle holde seg uendret. Det gir et krevende utgangspunkt for mange norske bedrifter i internasjonal konkurranse og kan påvirke valget av lokalisering av virksomhet fremover.

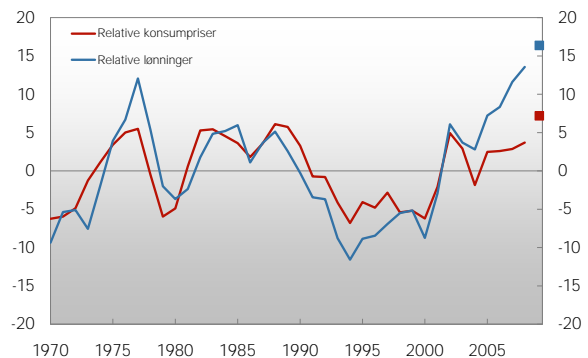
Utsiktene for norsk økonomi er likevel bedre enn for de fleste andre industrilandene. Pengepolitikken har virket effektivt gjennom finanskrisen. Inflasjonsforventningene har vært vel forankret, og realrenten har vært lav. Finanspolitikken bidrar til å holde etterspørselen etter varer og tjenester oppe. I tillegg bidrar oljeinvesteringene positivt i norsk økonomi. Aktiviteten vil trolig ta seg raskere opp igjen, og inflasjonen vil kunne holde seg noe høyere enn i mange andre land, se figur 1.19.

Anslagene er usikre. Prognosen for renten vurderes derfor i lys av enkle renteregler som kan være robuste overfor ulike antakelser om økonomiens virkemåte. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen bygger på veksten i BNP og inflasjonen. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til eventuelle endringer i rentenivået til våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene.

De enkle reglene indikerer gjennomgående en styringsrente som ligger noe over vår prognose for renten i første halvår 2010, se figur 1.20. Med mindre det er utsikter til brå skift i den økonomiske utviklingen, vil pengepolitikken kunne være mer robust hvis rentenivået ikke avviker for mye fra det de enkle reglene tilsier. Dette hensynet er tillagt en viss vekt.

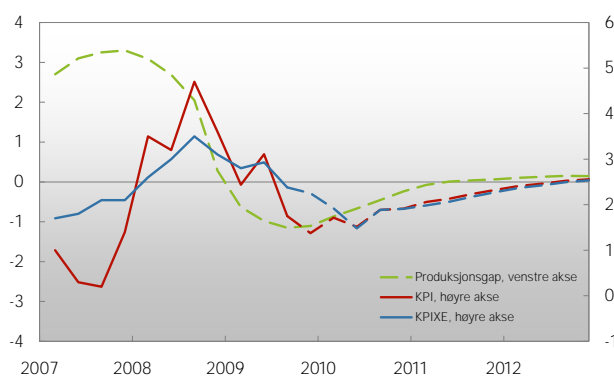
Norges Bank har beregnet en renteregulering som søker å grovt forklare bankens tidligere rentesetting basert på noen få observerbare størrelser. I regelen inngår utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Fra høsten 2008 og fram til i sommer reduserte Norges Bank styringsrenten raskere enn det historiske reaksjonsmønsteret tilsa, se figur 1.21. Fremover viser renteregelen en økning i styringsrenten, men mindre enn vår prognose for renten. Utviklingen i finansmarkedene og bedre utsikter for norsk økonomi kan tilsa at vi skal øke renten noe raskere enn denne enkle regelen sier, på samme måte som finanskrisen i fjor høst tilsa en fremskynding av rentenedgangen.

Figur 1.17 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970 – 2008. Prosent. 1970 – 2009¹⁾



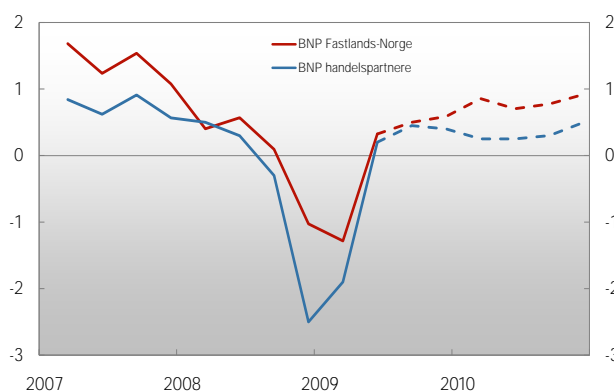
1) Punktene viser gjennomsnittet for 16. – 22. oktober 2009. Stigende kurve indikerer svakere konkurranseevne
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.18 Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



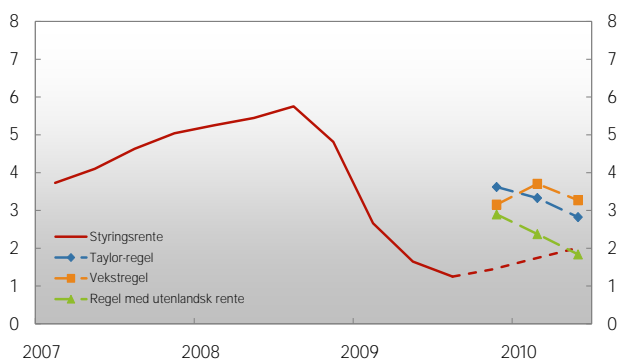
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.19 BNP-vekst fra forrige kvartal. Norge og handelspartnere. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2010¹⁾



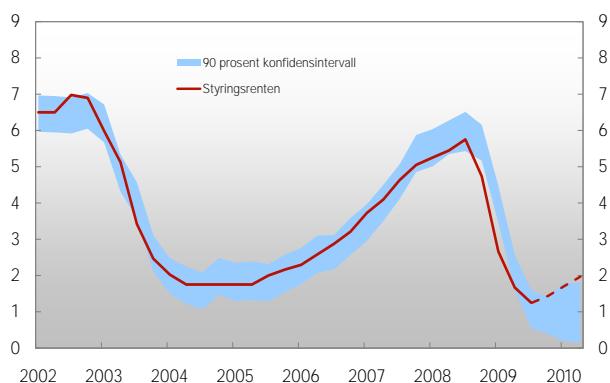
1) Anslag fra 2. kv. 2009
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.20 Styringsrente og beregnede enkle renteregler.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2007 – 2. kv. 2010



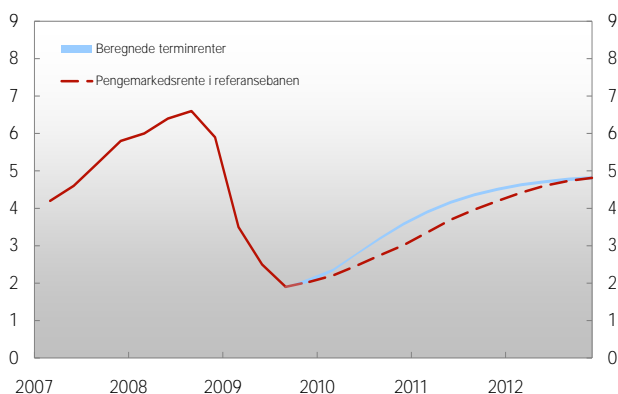
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgapet, konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente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

Figur 1.21 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2010



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og styringsrente hos handelspartnerne. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo* 2008/3
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen og beregnede terminrenter¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



1) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 9. – 22. oktober 2009
Kilde: Norges Bank

Terminrentene i pengemarkedet er en annen kryssjekk for renteprognozen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter en noe raskere oppgang i rentene i pengemarkedet enn vi nå anslår, se figur 1.22.

Usikkerhet i anslagene

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

Anslagene i denne rapporten tyder på at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi kan komme opp til et normalt nivå i løpet av et par år. Handlingsregelen for finanspolitikken tilsier at underskuddet i statsbudsjettet reduseres ned mot 4 prosent av fondskapitalen i Statens pensjonsfond – Utland når aktivitetsnivået i økonomien er normalt. Norges Banks anslag bygger på en beregningsteknisk forutsetning om at det strukturelle oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet i 2010 videreføres i 2011 og 2012. Med lavere vekst i Statens pensjonsfond – Utland enn tidligere år, vil det bety at underskuddet likevel vil være større enn 4 prosent av fondskapitalen, selv etter at kapasitetsutnyttningen er kommet opp på et normalt nivå. Hvis økonomien utvikler seg om lag som ventet, vil en finanspolitikk i tråd med handlingsregelen kunne gi en lavere rente og svakere krone enn anslått.

Oljesektoren bidrar til å stabilisere samlet etterspørsel. Så lenge oljeprisen holder seg rundt høstens nivå, vil oljeselskapene trolig i stor grad opprettholde sin aktivitet og etterspørsel rettet mot norske bedrifter. Som grunnlag for våre anslag har vi antatt at situasjonen ute fortsetter å bedre seg og at veksten hos våre handelspartnere tar seg opp i 2010. Skulle vekstutsiktene ute igjen forverre seg, vil det kunne gi et markert fall i oljeprisen. Det vil kunne føre til et fall i oljeinvesteringene og få konsekvenser for

øvrige deler av norsk økonomi. På den annen side bidrar fall i oljeprisen normalt til at kronen svekker seg. Skulle kronen svekke seg over lengre tid, kan det føre til at inflasjonen blir for høy. Lavere oljepris vil svekke vekstutsiktene, men den samlede virkningen på inflasjonen av et markert fall i oljeprisen og en svakere krone er ikke entydig.

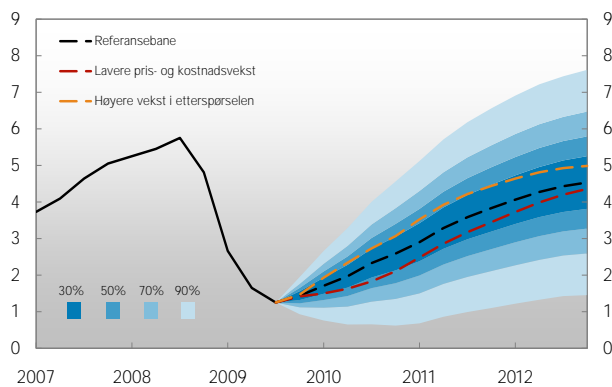
Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.13a-d. Bredden på viftene er basert på forstyrrelser som har funnet sted tidligere, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.¹

Vi venter at husholdningenes konsum fortsetter å ta seg opp. Nedgangen i kredittveksten til husholdningene har stoppet opp, og boligprisene har økt mye så langt i år. Det kan tyde på økt optimisme blant husholdningene. Vi har lite erfaring med hvordan et så lavt rentenivå som vi har nå, vil påvirke utviklingen i produksjon og priser over tid.

I figurene 1.23a-c (gule linjer) illustreres virkningene av at veksten i husholdningens etterspørsel blir sterkere enn ventet. Renten vil i så fall bli satt opp mer og tidligere enn vi nå ser for oss. Kronekursen styrkes i beregningen. Det vil isolert sett bidra til lavere importert prisvekst og noe lavere eksport. Renten får et forløp som stabiliserer inflasjonen nær 2,5 prosent.

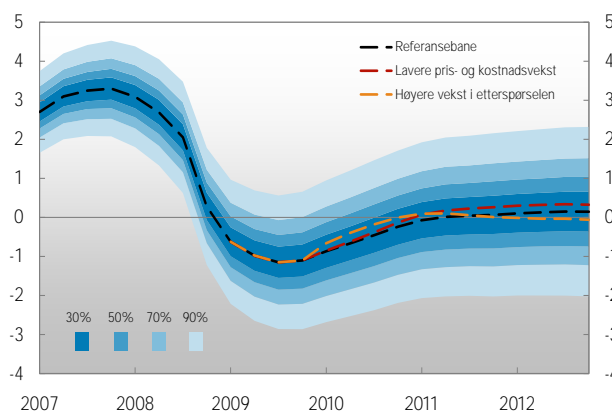
I anslagene har vi lagt til grunn at produktiviteten bedres gradvis. Bedringen i produktiviteten reduserer kostnadspresset i bedriftene noe. Anslagene er i tillegg basert på at bedriftene kan styrke lønnsomheten ved å sette opp prisene. Dersom bedriftene i stedet reduserer sysselsettingen raskere og mer markert for å bedre produktiviteten, vil det føre til økt arbeidsledighet og lavere lønns- og prisvekst enn lagt til grunn. I figurene 1.23a-c (røde linjer) illustreres en slik utvikling. Renten holdes lavere lenger for å sikre at inflasjonen kommer tilbake til inflasjonsmålet. Lavere rente bidrar også til å holde kapasitetsutnyttningen oppe.

Figur 1.23a Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



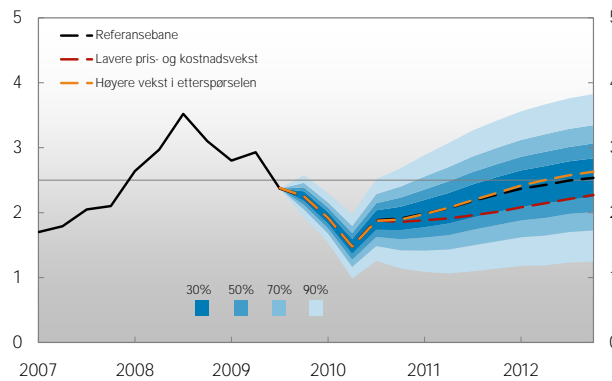
Kilde: Norges Bank

Figur 1.23b Produksjonsgapet i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

Figur 1.23c KPIXE i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

¹ En nærmere gjennomgang av usikkerhetsviftene er gitt i Inflasjonsrapport 3/05.

Avviklingen av ekstraordinære tiltak

Under finanskrisen satte Norges Bank i verk en rekke ekstraordinære tiltak i penge- og likviditetspolitikken. I Norge har det vært riktig å starte avviklingen tidligere enn i andre land:

- De siste månedene har Norges Bank ikke tilført kronelikviditet gjennom valutabytteavtaler og heller ikke likviditet i utenlandsk valuta.
- Norges Bank har ikke tilbudt lån i kroner med lang løpetid siden februar.
- Overskuddslikviditeten i bank-systemet ble økt til over 100 milliarder kroner, men er nå nær et mer normalt nivå. Det motiverer bankene til å bruke pengemarkedet igjen.
- Ordningen med bytte av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) mot statspapirer har i vesentlig grad bidratt til å sikre bankene langsiktig finansiering. I vår så vi de første tegn til at markedet for obligasjoner med fortrinnsrett begynte å fungere. Minsteprisen i bytteordningen er blitt økt med 0,9 prosentenheter, fra NIBOR-0,2 prosentenheter til NIBOR+0,7 prosentenheter. Bruken av ordningen fases nå ut.
- For å legge til rette for at bankene kunne låne mer i Norges Bank, ble det lempet på kravene til sikkerhet. Dette reverseres.
- Norges Bank har også varslet at andelen av bankenes låneadgang i Norges Bank som kan sikres med vanlige bankobligasjoner, etter

hvert vil bli redusert. Adgangen til å låne med sikkerhet i obligasjoner med fortrinnsrett vil bli opprettholdt.

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 2/09

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er oppjustert fra Pengepolitisk rapport 2/09, se figur 1. Anslagene er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og vår oppfatning om økonomiens virkemåte. Renten settes slik at inflasjonen over tid ligger nær 2,5 prosent. I figur 2 har vi beregningsteknisk forsøkt å illustrere hvordan ulike nyheter og nye vurderinger isolert sett har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjon og sysselsetting. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Veksten i norsk økonomi har tatt seg raskere opp enn ventet for noen måneder siden. Husholdningenes forbruk har økt mer og private investeringer falt mindre enn ventet. Anslagene på veksten i BNP hos handelspartnerne for i år og neste år er noe oppjustert, og

oljeinvesteringene de neste årene ser ut til å bli noe høyere enn tidligere lagt til grunn. Samlet er anslaget for kapasitetsutnyttningen blitt betydelig oppjustert sammenlignet med forrige pengepolitiske rapport. Det trekkes i retning av en høyere styringsrente, se blå søyler.

Produktiviteten i bedriftene har vært lavere enn anslått. Det gir høyere kostnader i bedriftene. Vi legger til grunn at lønnsomheten i bedriftene bedres fremover både som følge av høyere produktivitet og som følge av at bedriftene øker sine marginer. Arbeidsledigheten har samtidig økt mindre enn ventet. Det vil trolig bidra til at lønnsveksten de neste årene blir noe høyere enn vi tidligere anslo. Samlet bidrar disse faktorene isolert sett til noe høyere inflasjon. Det trekkes også i retning av en noe høyere styringsrente, se gule søyler.

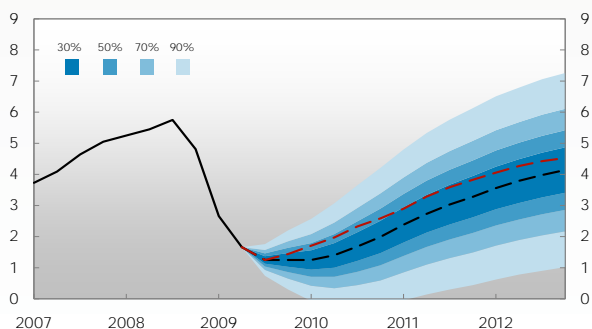
Påslagene i det norske penge- markedet har falt tilbake og avtatt

noe raskere enn vi la til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Vi venter at påslagene vil avta videre fremover. Det trekkes i retning av en noe høyere styringsrente, se grønne søyler.

Rentedifferansen overfor våre handelspartnere har økt. Differansen for tremåneders pengemarkedsrente er 0,4 prosentenheter høyere enn ved forrige pengepolitiske rapport og er nå 1,5 prosentenheter. Markedsaktørene er mer villige til å ta risiko. Den importveide kronkursen (I-44) har styrket seg med om lag 7 prosent siden forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram i juni. Dette trekkes i retning av en lavere styringsrente, se røde søyler.

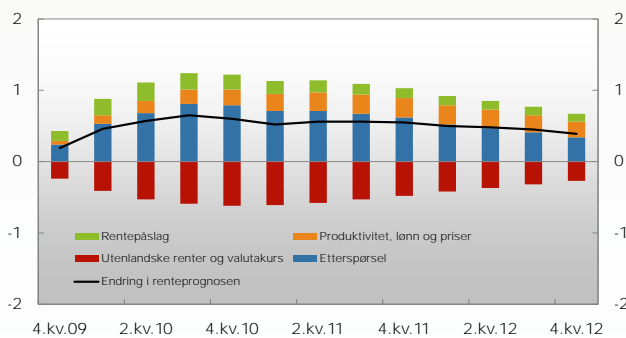
Endringene i anslagene på andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1. Endringene i anslagene gjenspeiler endringen i renteprognosen slik den fremkommer i figur 2.

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/09 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/09 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 2/09. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2009 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/09. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/09 i parentes.

	2009	2010	2011	2012
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	0 (1¼)	3¼ (½)	4¼ (-¼)	2¾ (-½)
BNP Fastlands-Norge	-1¼ (¼)	2¾ (¼)	3¼ (-¼)	2¾ (-¼)
Sysselsetting, personer	-¼ (¼)	-¼ (¼)	1 (¼)	¾ (-¼)
AKU-ledighet (rate)	3¼ (-¼)	3¾ (-¾)	3½ (-½)	3½ (-¼)
KPI	2¼ (0)	1¾ (0)	2¼ (0)	2½ (0)
KPI-JAE	2¾ (¼)	1¾ (0)	2¼ (0)	2½ (0)
KPIXE ¹⁾	2½ (0)	1¾ (0)	2¼ (0)	2½ (0)
Årslønn	4 (0)	4¼ (½)	4½ (¼)	4¾ (0)

1) 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 omtale av KPIXE

Kilde: Norges Bank

Oppsummering

Verdensøkonomien er i en dyp lavkonjunktur, men det er tegn til ny vekst. Aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg raskere opp enn ventet. Tiltakene i pengepolitikken har sammen med oljeinvesteringene og veksten i offentlige utgifter bidratt til å holde aktiviteten oppe. Lavkonjunktoren i norsk økonomi kan bli forholdsvis mild.

Styrringsrenten ble satt ned for å motvirke at inflasjonen faller for langt under målet og for å dempe utslagene av det internasjonale tilbakeslaget på norsk økonomi. Den underliggende prisveksten er nå nær 2,5 prosent. De neste årene ser arbeidsledigheten ut til å bli noe mindre og lønnsveksten noe høyere enn vi tidligere har anslått. Lav produktivitet har trolig presset lønnsomheten i mange bedrifter.

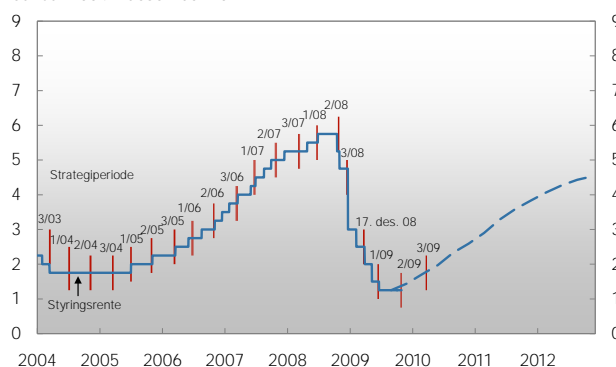
Renten er lav. Det har gitt ny vekst i husholdningenes forbruk. Samtidig stiger boligprisene. Over tid kan husholdningenes låneopptak igjen øke mye og sparingen falle. Lav produktivitet, økte kostnader for næringslivet, vekst i husholdningenes etterspørsel og høyere kapasitetsutnyttning kan føre til at inflasjonen etter hvert blir for høy. Det trekker i retning av at renten bør settes opp.

På den annen side kan en markert renteøkning i Norge og høyere rentedifferanse mot utlandet gi risiko for at kronen blir sterkere enn anslått slik at inflasjonen blir for lav. Det trekker i retning av at renten ikke bør settes opp for raskt.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men dempe de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten økes gradvis i tiden fremover, se figur 1.24.

Anslagene er usikre. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Høyere kapasitetsutnyttning eller en svakere krone kan på den ene siden gi høyere inflasjon enn anslått. På den annen side kan inflasjonen bli lavere hvis kronen holder seg sterk eller produktiviteten tar seg raskere opp. Skulle kro-

Figur 1.24 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling¹⁾ og anslag. Prosent. Januar 2004 – desember 2012



1) Hovedstyrets rentebeslutning 28. oktober 2009 er ikke innarbeidet
Kilde: Norges Bank

nen bli vesentlig sterkere enn anslått, kan oppgangen i renten bli mindre eller komme senere enn vi nå ser for oss.

Hovedstyrets strategi

Styrringsrenten bør ligge i intervallet $1\frac{1}{4}$ - $2\frac{1}{4}$ prosent fram til neste rapport legges fram 24. mars 2010 med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

2 Nærmere om anslagene

Internasjonal økonomi

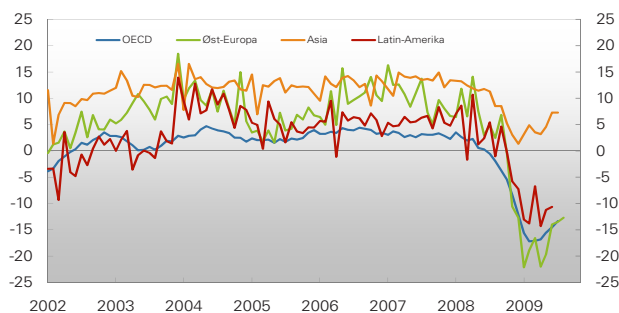
Verdensøkonomien er inne i den dypeste lavkonjunktoren på flere tiår, men i de fleste land er det nå klare tegn til at aktiviteten ikke lenger faller.

Global industriproduksjon øker igjen, se figur 2.1, og internasjonal handel er i ferd med å ta seg opp. God vekst i fremvoksende økonomier fører til at økt eksport vil bidra til aktivitetsvekst hos våre viktigste handelspartnere. Lagermedbyggingen, som fulgte av at industriproduksjonen falt betydelig mer enn etterspørselen, snur trolig i løpet av det neste halvåret. Effektene av den økonomiske politikken er trolig sterkere og kommer raskere enn vi antok i forrige rapport. På kort sikt vil det gi et markert bidrag til den økonomiske veksten. Vi har derfor oppjustert anslaget for veksten i BNP hos handelspartnerne for i år og neste år. Vi anslår et fall i aktiviteten på 3½ prosent i 2009, og en vekst på 1¼ prosent i 2010, se tabell 2.1.

Både lagerjusteringer og offentlige tiltak er av midlertidig karakter. Behovet for nedbelåning i finanssektoren og blant husholdningene er fremdeles stort i mange industriland. Kredittforholdene i USA og i store deler av Europa vil trolig fortsatt være unormalt stramme for bedrifter og husholdninger en god stund fremover. I de fleste industriland vil veksten i privat konsum dempes av høy og fortsatt økende arbeidsledighet. Lav kapasitetsutnyttning vil bidra til lave realinvesteringer i bedriftene selv om behovet for utskiftninger etter hvert tiltar. Store budsjettunderskudd må fases ut.

På den annen side venter vi at veksten i fremvoksende økonomier, særlig i Asia, men etter hvert også i andre deler av verden, raskt tar seg opp til nivåene fra før finanskrisen. En rekke fremvoksende økonomier hadde denne gangen et bedre utgangspunkt enn ved tidligere kriser. Landene i Asia har i de siste årene hatt økte overskudd på driftsbalansene, og de har bygd opp sine valu-

Figur 2.1 Industriproduksjon i OECD og fremvoksende regioner¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2002 – august 2009



¹⁾ Vektet med BNP-vekter (PPP). Se Aktuell kommentar 8/2009 for hvilke land som inngår i de ulike regionene
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år

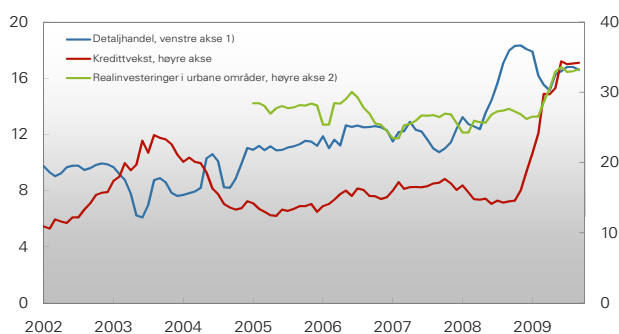
	2009	2010	2011-12 ¹⁾
USA	-2½	1½	2¾
Euroområdet	-4	½	2
Japan	-5½	1½	1¾
Storbritannia	-4½	¾	2½
Sverige	-4¾	1½	3
Kina	8½	9	9¾
Norges handelspartnere ²⁾	-3½	1¼	2¾

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

²⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilder: Eurostat og Norges Bank

Figur 2.2 Investeringer, kredittvekst og detaljhandel i Kina. Tolvmånedersvekst. Januar 2002 – september 2009



¹⁾ Deflatert med KPI, tre måneders glidende gjennomsnitt

²⁾ Vekst hittil i år sammenlignet med samme periode i fjor

Kilder: Thomson Reuters, CEIC og Norges Bank

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris

	2009	2010	2011-12 ¹⁾
USA	-½	1½	1½
Euroområdet ²⁾	¼	1¼	1¼
Japan	-1	-¾	¼
Storbritannia	2	1½	1¼
Sverige	-¼	1	2¼
Kina	-½	2½	2
Norges handelspartnere ³⁾	½	1½	1½
Oljepris Brent Blend ⁴⁾	61,6	82,1	86,9

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

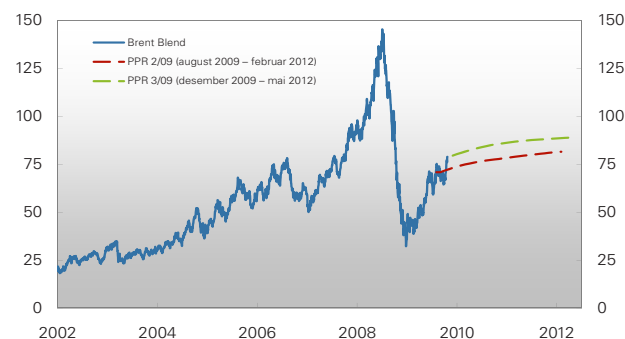
²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

³⁾ Importvekter, 26 viktige handelspartnere

⁴⁾ USD per fat. Gjennomsnittlig terminpris for siste fem handledager. For 2009 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

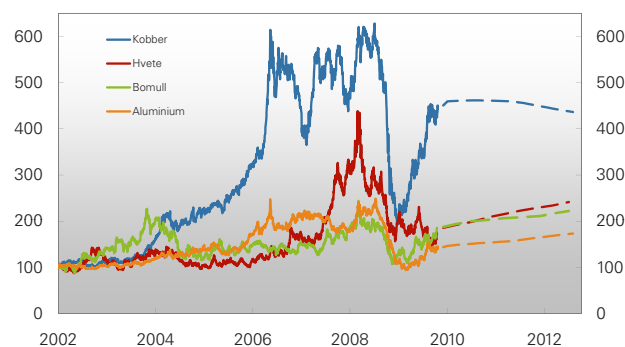
Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.3 Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. 1. januar 2002 – 22. oktober 2009. Terminpriser (stiplet) PPR 2/09 og PPR 3/09



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.4 Råvarepriser i dollar. Indeks. 2. januar 2002 = 100. 2. januar 2002 – 22. oktober 2009. Terminpriser fra 22. oktober 2009 (stiplet). Desember 2009 – august 2012



Kilder: Thomson Reuters, Chicago Board of Trade, ICE og Norges Bank

tareserver. De fremvoksende økonomiene i Asia var derfor mer robuste og de hadde større rom for å møte nedgangstidene med ekspansiv finans- og pengepolitikk. I Kina kom aktiviteten raskt i gang igjen. Selv om handelen ikke har tatt seg særlig opp siden det kraftige fallet ved årsskiftet, har innenlandsk etterspørsel vært høyere enn ventet. Store finanspolitiske tiltakspakker og lemping av bankenes utlånskrav har gitt tiltakende vekst i pengemengde, kreditt og investeringer. Veksten i detaljhandelen har også tiltatt de siste månedene, se figur 2.2. Sterk innenlandsk etterspørsel bidrar til oppjusteringen av vekstanslaget vårt for både Kina og andre fremvoksende økonomier i Asia for i år og neste år.

Moderate vekstutsikter og lavere kapasitetsutnyttning enn normalt i de fleste industrilandene vil føre til lav vekst i konsumpriser hos våre viktigste handelspartnere i hele fremskrivningsperioden, se tabell 2.2. For 2009 og 2010 er anslagene justert noe opp fra forrige rapport på bakgrunn av høyere prisvekst enn ventet hittil i år og høyere vekstanslag.

Oljeprisen er nå rundt 75 dollar per fat, opp vel 5 dollar siden i sommer. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.3. Disse prisene antyder en oljepris i 2010 og 2011 som er 5 til 10 dollar over dagens nivå. Oppgangen i oljeprisen må ses i sammenheng med lav vekst i oljeproduksjonen, mer positive forventninger til verdensøkonomien samt en svakere amerikansk dollar. Oljelagrene i OECD-landene er fremdeles høye, det er mer ledig produksjonskapasitet i OPEC enn i de foregående årene og etterspørselen etter olje er fortsatt svak.

The Economists råvareprisindeks er om lag uendret fra forrige rapport. Metallprisene har steget, hovedsaklig på grunn av bedre utsikter for verdensøkonomien. Matvareprisene har falt etter gode avlinger mange steder. Terminprisene for metaller tilsier priser fremover omtrent på dagens nivå, mens matvareprisene ventes å øke noe, se figur 2.4.

Norsk økonomi det neste året

Priser

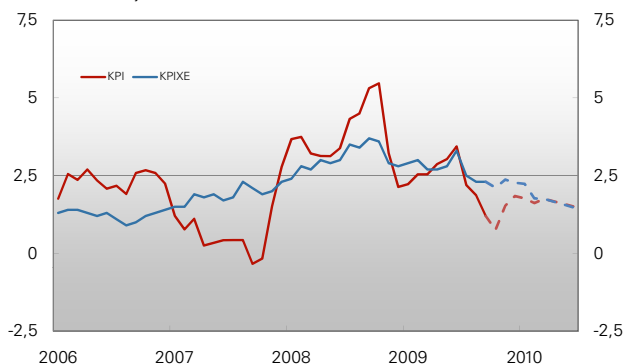
I september var konsumprisindeksen (KPI) 1,2 prosent høyere enn i samme måned i fjor, se figur 2.5. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 2,3 prosent. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,4 prosent. Prisveksten har vært noe høyere enn ventet i PPR 2/09, både for norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt gjennom 2009, se figur 2.6. Tolvmånedersveksten var i overkant av 4 prosent ved starten av året, men var kommet ned til 2,8 prosent i september. Lavere vekst i husleiene og i prisene på matvarer har bidratt til nedgangen. Etter en periode med fall i produktiviteten er bedriftenes kostnader per produsert enhet høye. I våre anslag legger vi til grunn at bedriftene kan øke marginene fremover ved å øke prisene noe. Prisveksten vil likevel dempes av nedgangen i lønnsveksten fra 2008 og av gradvis økt vekst i produktiviteten, se figur 2.7. Lave renter bidrar trolig fortsatt til å holde veksten i husleiene nede. Samlet ser vi for oss at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester kan komme ned mot 2½ prosent i andre kvartal neste år. Noe lenger fram vil høyere lønnsvekst bidra til å øke prisveksten på norskproduserte varer og tjenester.

Prisveksten på importerte konsumvarer har avtatt etter høy vekst i første halvår. Økte priser på klær og sko førte til at prisveksten tok seg noe opp igjen i september. I september var prisene 1,6 prosent høyere enn i samme måned året før. Kronen ble kraftig svekket i fjor høst. Det har trukket opp prisveksten på importerte konsumvarer i år. Prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta var om lag uendrede i første halvår, og vi venter at de faller noe gjennom høsten og inn i neste år.¹ Vi anslår nå en nedgang i prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta på ½ prosent i år og ¾ prosent neste år, se figur 2.8. Kronkursen har steget fra svake

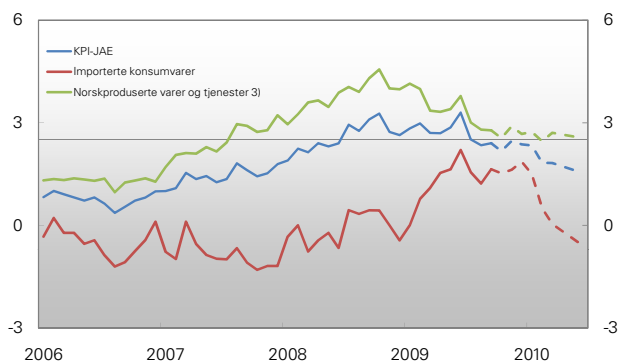
1 Som følge av endringer i datamateriale og metode viser indikatoren for prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta nå høyere vekst for innværende år enn lagt til grunn i tidligere pengepolitiske rapporter.

Figur 2.5 KPI og KPIXE¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2006 – juni 2010²⁾



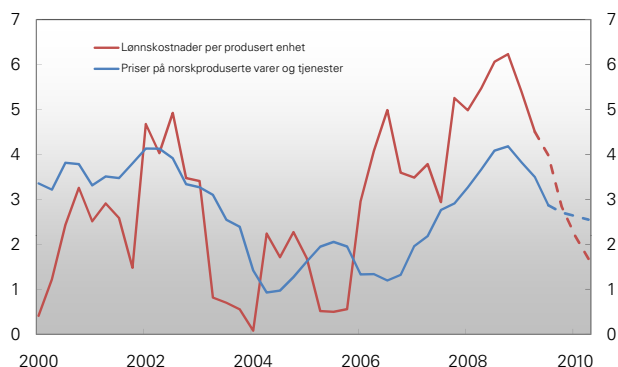
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se Staff Memo 2008/7 og Staff Memo 2009/3 fra Norges Bank for omtale av KPIXE
2) Anslag for oktober 2009 – juni 2010 (stiplet). Månedstall fram til mars 2010, deretter kvartalstall
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges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

Figur 2.6 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2006 – juni 2010²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for oktober 2009 – juni 2010 (stiplet). Månedstall fram til mars 2010, deretter kvartalstall
3) Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge¹⁾ og priser på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2010



1) Anslag fra og med 3. kv. 2009 (stiplet)
2) Norges Banks beregninger. Anslag fra og med 4. kv. 2009 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

KPI justert for frekvens av prisendringer

Forskjellige indikatorer for underliggende prisvekst korrigerer veksten i konsumprisindeksen (KPI) for midlertidige forstyrrelser. Indikatorene har forskjellige egenskaper og kan bygge på ulike forutsetninger om hvilke prisbevegelser som vil ha kortsiktige virkninger på KPI og hvilke prisbevegelser som vil vare ved. Konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene (KPIXE) og konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) er to av indikatorene for underliggende prisvekst som omtales i de pengepolitiske rapportene. En annen indikator er et trimmet gjennomsnitt av tolv måneders veksten i KPI justert for avgiftsendringer (KPI-JA), der underindeksene med 10 prosent høyest og lavest prisvekst fjernes hver måned. Indikatoren vektet median er et spesialtilfelle av trim-

met gjennomsnitt der en fjerner alle prisobservasjonene bortsett fra den midterste når det tas hensyn til varegruppenes vekt i KPI.

I litteraturen foreslås også å følge indikatorer hvor priser som justeres sakte eller sjelden, veier relativt tyngre enn priser som lar seg endre raskt.¹ Priser som bruker lang tid på å justere seg til et riktig nivå etter store endringer i økonomien, kan føre til feil allokering av ressurser i bedriftene. Samtidig kan priser som endres ofte, være påvirket av ulike forstyrrelser eller midlertidige endringer i bedriftenes kostnader og dermed bidra til kortsiktige variasjoner i KPI. Bedrifter som sjelden endrer prisene, kan tenkes å legge mer vekt på den langsiktige utviklingen i egne kostnader. Priser som endres sjelden kan derfor, i motsetning til priser som endres ofte, gi mer informasjon om bedriftenes

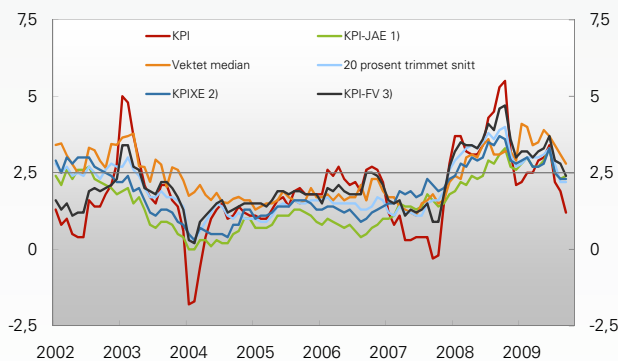
forventninger til fremtidig pris- og kostnadsvekst. KPI-FV (KPI justert for frekvens av prisendringer) er en ny slik indikator som beregnes i Norges Bank.²

KPI-FV beregnes med utgangspunkt i Statistisk sentralbyrås prisindekser for 40 varegrupper som inngår i KPI, men vekter opp priser som endres sjelden og ned priser som endres ofte. KPI-FV viser over tid det samme forløpet som KPI, men har mindre svingninger, se figur 1.

1 Se Goodfriend, M., K.A. Mork and U. Söderström: Norges Bank Watch 2007, An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway. Norges Bank Watch Report Series No. 8. BI Norwegian School of Management

2 Se Simensen, A. M. og F. Wulfsberg (2009): KPI-FV en frekvensvektet indikator for underliggende prisvekst. Aktuell kommentar 7/2009. Norges Bank

Figur 1. Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – september 2009



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se Staff Memo 2008/7 og Staff Memo 2009/3 fra Norges Bank for omtale av KPIXE
 3) KPI justert for frekvens av prisendringer
 Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

nivåer og vil sammen med fallet i prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta etter hvert dempe prisveksten på importerte konsumvarer. Vi anslår at prisveksten på importerte konsumvarer avtar fra 1,5 prosent i tredje kvartal i år til -½ prosent i andre kvartal neste år.

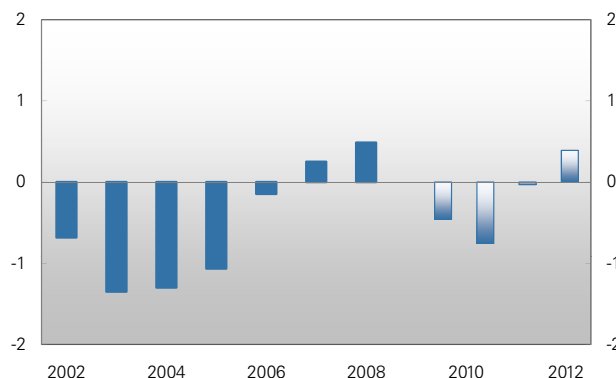
Samlet anslår vi at årsveksten i KPI-JAE faller gradvis fra 2,4 prosent i tredje kvartal i år til 1½ prosent i andre kvartal neste år. Til tross for at kvartalsveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester tar seg opp gjennom våren, fører forbigående høy vekst i KPI-JAE tidlig sist sommer til lav årsvekst i andre kvartal neste år. Målt som vekst fra foregående år vil prisveksten trolig ta seg opp utover høsten 2010. Anslagene for de nærmeste kvartalene er i samsvar med fremskrivninger fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.9.

Energiprisene i KPI har falt litt mer enn lagt til grunn i PPR 2/09, og fremtidsprisene for elektrisitet har falt. Det har redusert den beregnede energipristrenden som inngår i anslagene for KPIXE, se figur 2.10. Anslagene for KPIXE blir liggende litt under KPI-JAE de nærmeste kvartalene. Årsveksten i KPIXE anslås å falle fra 2,4 prosent i tredje kvartal i år til 1½ prosent i andre kvartal neste år. Lavere energipriser bidrar også til å dempe årsveksten i KPI fremover.

Produksjon og etterspørsel

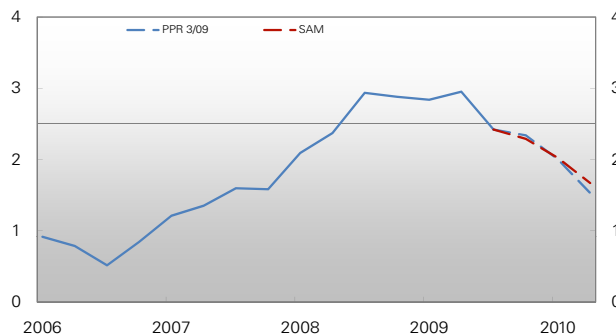
BNP for Fastlands-Norge steg i andre kvartal etter to kvartaler med markert nedgang. Veksten var noe høyere enn vi anslo i PPR 2/09 og hadde sitt motstykke i god vekst i offentlig etterspørsel og privat konsum. Våre kontakter i det regionale nettverket meldte i september at aktiviteten hadde økt noe i tredje kvartal, se figur 2.11. Det var særlig næringer som rettet seg mot husholdninger og offentlig sektor som bidro til økt aktivitet. Vi venter at offentlig etterspørsel fortsatt vil vokse sterkt i andre halvår i år. Veksten i privat konsum anslås å tilta, mens både foretaks- og boliginvesteringene etter hvert vil falle mindre. Eksporten ventes å ta seg litt opp. BNP for Fastlands-Norge anslås å stige sesongkorrigert med om lag ½ prosent i både tredje og fjerde kvartal i år og med noe under en prosent i hvert av de to første kvartalene i 2010.

Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2002 – 2012¹⁾



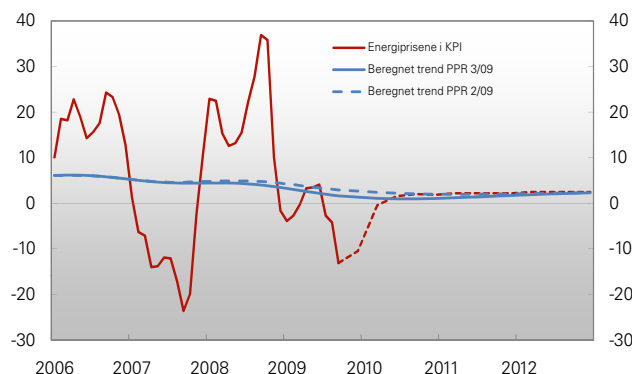
1) Anslag for 2009 – 2012
Kilde: Norges Bank

Figur 2.9 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 2. kv. 2010³⁾



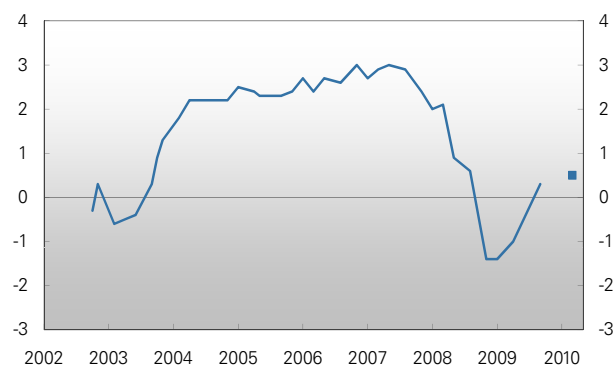
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) System for sammenveining av korttidsmodeller
3) Anslag for 4. kv. 2009 – 2. kv. 2010 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Energiprisene i KPI¹⁾ og beregnet energitrend²⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2006 – desember 2012³⁾



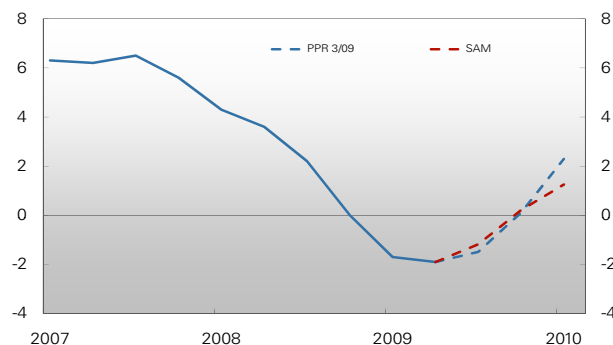
1) Varegruppene elektrisitet, brensel, drivstoff og smøremidler
2) Trenden er beregnet ved hjelp av et HP-filter på den faktiske og anslåtte utviklingen i energiprisene i KPI, se Staff Memo 2008/7 og Staff Memo 2009/3 fra Norges Bank
3) Anslag for oktober 2009 – desember 2012 (stiplet)
Kilder: Nord Pool, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.11 Indikatorer for faktisk vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Indeks¹⁾. Oktober 2002 – mars 2010²⁾



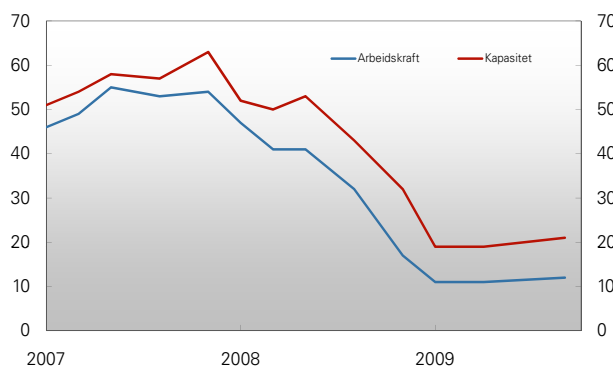
1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i Penger og Kreditt 2/05 for nærmere omtale
2) Siste observasjon er september 2009
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.12 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2007 – 1. kv. 2010²⁾



1) System for sammenveiling av korttidsmodeller
2) Anslag for 3. kv. 2009 – 1. kv. 2010 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.13 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft¹⁾. Prosent. Januar 2007 – september 2009



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

Til tross for at aktiviteten både hjemme og ute har tatt seg noe opp igjen, er det fortsatt forholdsvis svake utsikter for industrien og bygge- og anleggssektoren. Etter en lang periode med fall i industriproduksjonen økte produksjonen igjen i juli og august. Nedgangen i ordretilgangen og ordreservene, blant annet i verftsindustrien, tyder likevel på et lavt produksjonsnivå i industrien fremover. Ifølge vårt regionale nettverk er det utsikter til uendret produksjon i industrien det neste halve året. Samlet for bygge- og anleggssektoren ventes det også om lag uendret produksjon, men her er det økt aktivitet innen anleggssektoren som vil holde produksjonen oppe. Bedriftene innen tjenesteyting venter at produksjonen vil ta seg opp det neste halve året. Innen varehandel melder bedriftene i nettverket at produksjonen øker og at det ventes fortsatt vekst fremover.

Vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM) anslår om lag den samme veksten i BNP for Fastlands-Norge i andre halvår i år som i referansebanen, se figur 2.12. I første halvår 2010 legger vi til grunn en noe raskere oppgang enn det SAM anslår. Det henger sammen med at mange av modellene i SAM legger mer vekt på korttidsindikatorer hvor renten har mindre virkninger enn vi legger til grunn i referansebanen.

Produksjonsgapet ble trolig negativt i første kvartal 2009 etter fem kvartaler med BNP-vekst under anslått potensiell vekst. Det betyr at produksjonen nå er i underkant av det som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien. Konjunkturbarometeret indikerer at det er mye ledig kapasitet i industrien. Et negativt produksjonsgap er også i tråd med informasjonen fra vårt regionale nettverk hvor flere bedrifter enn normalt oppga at de ville ha små problemer med å møte en eventuell økning i etterspørselen, se figur 2.13. Vi venter at BNP-veksten fortsatt vil være lavere enn potensialet i andre halvår i år. Ved utgangen av året anslås produksjonsgapet til -1 prosent. Det negative gapet er noe mindre enn anslått sist, i tråd med at arbeidsledigheten har steget mindre enn ventet. I første halvår neste år venter vi at gapet gradvis reduseres.

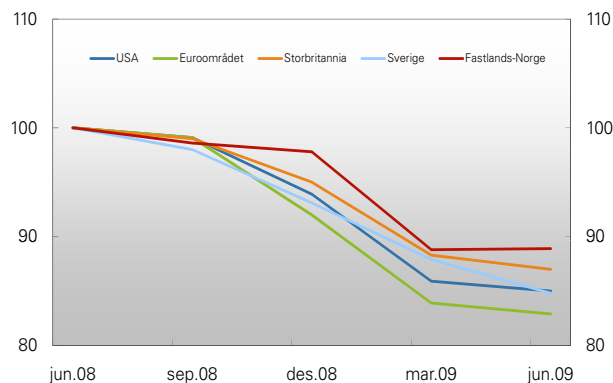
Veksten i potensielt BNP er trolig blitt noe dempet de siste kvartalene. Mindre tilgang på kreditt i forbindelse

med finanskrisen har forsterket den konjunkturelle nedgangen i investeringene og også gjort det vanskeligere å sette i gang nye virksomheter til erstatning for virksomheter som legges ned. Særlig i industrien og bygge- og anleggssektoren kan kapasitet bli bygd ned som følge av at virksomheter innstilles. Veksten i realkapitalen og bedriftenes muligheter til å øke produksjonen på kort og mellomlang sikt er derfor trolig redusert. Lavere vekst i innvandringen har etter hvert bidratt til å dempe veksten i arbeidsstyrken. I tillegg har arbeidsproduktiviteten falt markert. Vi legger til grunn at deler av dette fallet er varig selv om veksten i produktiviteten gradvis vender tilbake til et mer normalt nivå.

Den kraftige nedgangen i aktiviteten hos våre handelspartnere har gitt mindre etterspørsel etter norske eksportprodukter. Nedgangen i norsk eksport har kommet litt senere og vært noe mindre enn hva vi har sett i en del andre land, se figur 2.14. Fall i prisene på flere av våre eksportprodukter mot slutten av fjoråret har ført til lavere lønnsomhet for eksportørene. Vårt bytteforhold overfor utlandet er likevel fortsatt relativt gunstig, se figur 2.15. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap falt eksporten kraftig i første halvår, mens tall fra utenrikshandelsstatistikken viser at eksporten av tradisjonelle varer økte fra andre til tredje kvartal. Vårt regionale nettverk melder at eksportindustrien venter om lag uendret aktivitet det neste halve året. Vi anslår at eksporten fra Fastlands-Norge faller med 9¼ prosent i år for så å stige med 1¼ prosent i 2010, se figur 2.16. Fremover venter vi at veksten i eksporten vil være lavere enn forventet markedsvekst ute.

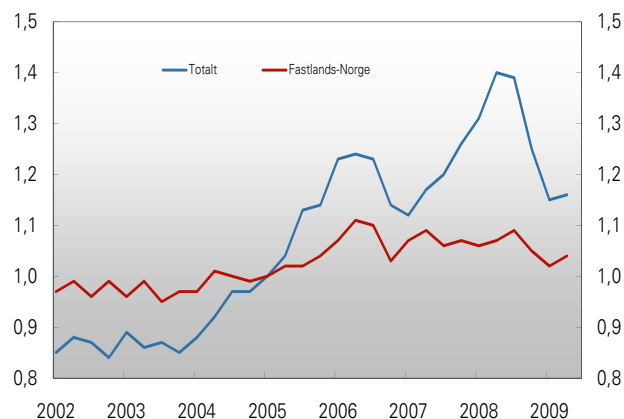
De private investeringene har falt noe mindre i Norge enn i enkelte andre land det siste året, se figur 2.17. Bedriftsinvesteringene falt markert i første halvår, men nedgangen var noe mindre enn anslått i PPR 2/09. Vi venter at investeringene vil fortsette å falle de neste kvartalene. Igangsettingen av næringsbygg har falt mye. Kapasitetsutnyttningen i industrien har falt til sitt laveste nivå siden 2002 – 2003, og lønnsomheten er svekket. Ifølge investeringstillingen planlegger industribedriftene å redusere investeringene ytterligere i 2010, se figur 2.18. Høye investeringer i kraftnæringen vil imidlertid bidra til å holde bedriftsinveste-

Figur 2.14 Eksport. Norge¹⁾ og fire handelspartnere²⁾. Sesongjustert. Indeks, 2. kv. 2008 = 100. 2. kv. 2008 – 2. kv. 2009



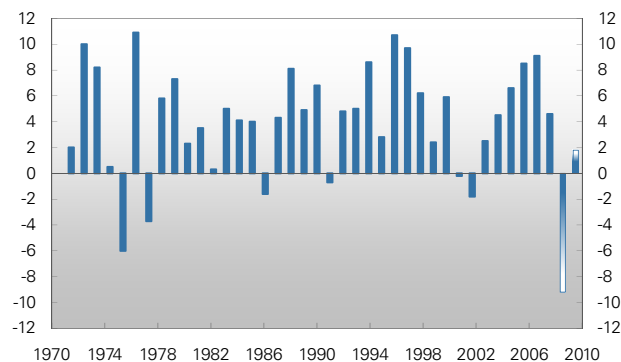
1) Eksport fra Fastlands-Norge
2) Tall basert på OECDs Economic Outlook 85
Kilder: OECD og Statistisk sentralbyrå

Figur 2.15 Bytteforhold overfor utlandet. Indeks, 1. kv. 2005 = 1. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2009



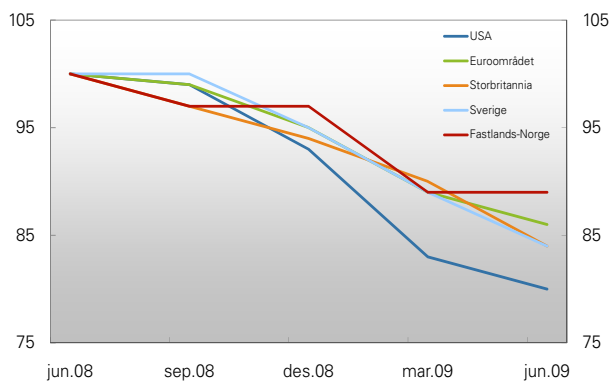
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.16 Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Volum. Prosent. 1971 – 2010¹⁾



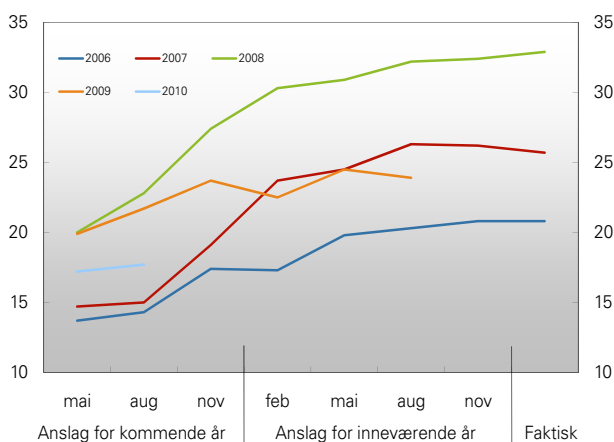
1) Anslag for 2009 og 2010
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 Private investeringer. Norge¹⁾ og fire handelspartnere²⁾. Sesongjustert. Indeks, 2. kv. 2008 = 100. 2. kv. 2008 – 2. kv. 2009



1) Investeringer i Fastlands-Norge
 2) Tall basert på OECDs Economic Outlook 85
 Kilder: OECD og Statistisk sentralbyrå

Figur 2.18 Investeringsstatistikk for industrien. Antatte og utførte investeringer. Milliarder kroner. 2006 – 2010



Kilde: Statistisk sentralbyrå

ringene oppe. Kredittveksten til foretakene avtar, men Norges Banks utlånsundersøkelse for tredje kvartal tyder på at det er blitt lettere for bedriftene å få banklån og at denne tendensen vil fortsette i fjerde kvartal. Samtidig er det blitt lettere og billigere å låne i obligasjonsmarkedet. Nedgangen i bedriftsinvesteringene vil trolig stanse opp i løpet av 2010 etter hvert som veksten tar seg opp, tilgangen på finansiering bedres ytterligere og rentene fortsatt er lave.

Vi venter at boliginvesteringene fortsetter å falle i andre halvår, men noe mindre enn tidligere i år. Igangsettingen av nye boliger har stoppet å falle, men er på et svært lavt nivå. Økt rehabilitering demper nedgangen i boliginvesteringene. Ifølge vårt regionale nettverk er det tegn til at boligbyggingen øker noe, men det gjelder i første rekke byggingen av eneboliger og småhus. Det kan ta tid før det settes i gang større leilighetsprosjekter. Vi legger til grunn at det settes i gang i underkant av 20 000 boliger i 2009. Dette er lavere enn den underliggende etterspørselen skulle tilsi. Statistisk sentralbyrås ordrestatistikk viser at fallet i ordretilgangen på boligbygg stoppet opp i første kvartal og at den begynte å øke noe i andre kvartal. Nedgangen i rentene fram mot sommeren og lettere tilgang på boliglån har bidratt til økt etterspørsel etter bolig. Det gjenspeiles blant annet i boligprisene som sesongjustert har økt med 12 prosent siden bunnen i november i fjor, og i at fallet i kredittveksten til husholdningene har flatet ut. Vi anslår at igangsettingen vil ta seg noe opp mot slutten av andre halvår og inn i 2010. Det vil føre til at boliginvesteringene kan begynne å øke mot midten av neste år.

Privat konsum økte i andre kvartal etter fire kvartaler med nedgang. Vi venter at veksten i konsumet vil tilta i andre halvår og være høy inn i neste år. Lav konsumvekst i begynnelsen av året fører likevel til at konsumet i gjennomsnitt blir om lag uendret fra 2008 til 2009. For 2010 anslår vi en konsumvekst på 5½ prosent. Indikatorer for varekonsumet tyder på at forbruket i tredje kvartal blir en god del høyere enn tidligere lagt til grunn. De siste undersøkelsene fra TNS Gallup og Opinion (tidligere Makrosikt) viser at husholdningene blir stadig mer positive til utsiktene for landets økonomi, og særlig til situa-

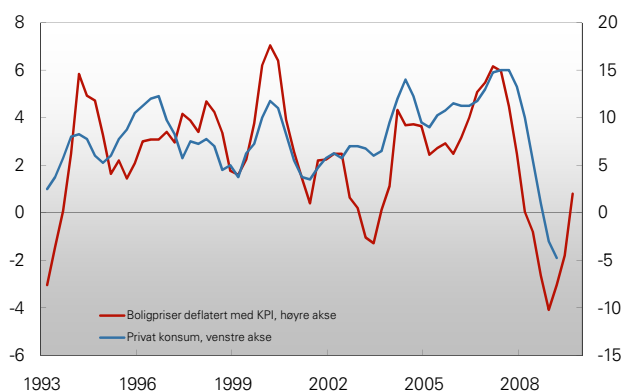
sjonen i arbeidsmarkedet. Dette peker i retning av økt konsumvekst fremover. Samtidig har boligformuen tatt seg opp som følge av økte boligpriser, noe som kan understøtte veksten i konsumet, se figur 2.19. Fortsatt forholdsvis høy vekst i befolkningen vil også bidra til konsumveksten. Vi anslår en moderat vekst i lønnsinntektene, men et markert fall i netto renteutgifter og lavere prisstigning bidrar til at den disponible realinntekten utenom aksjeutbytte kan øke med 5 prosent i 2009, se figur 2.20. Vi venter at veksten i disponibel realinntekt reduseres til 4 prosent i 2010. Husholdningenes sparing har som ventet økt. Den økte sparingen siden i fjor høst har skjedd gjennom økte nettofinansinvesteringer. Deler av veksten i finanssparingen kan trolig tilskrives usikkerhet i forbindelse med virkningene av finanskrisen. For inneværende år anslår vi en sparerate utenom aksjeutbytte på 4¾ prosent, se figur 2.21. Neste år venter vi at spareraten vil avta, men fortsatt ligge godt over nivået i 2008.

Arbeidsmarkedet

Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap har sysselsettingen falt siden i fjor høst, men fallet i sysselsettingen er mindre enn vi hadde lagt til grunn i forrige rapport.

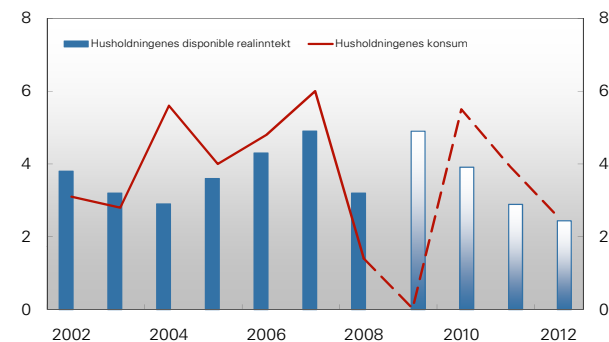
Det kan ha tatt tid for bedriftene å tilpasse arbeidsstokken til det brå fallet i produksjonen, og i enkelte bedrifter kan ønske om å holde på kompetanse ha påvirket tilpasningen. Timeverkene, slik de måles i kvartalsvis nasjonalregnskap, har falt noe mer enn sysselsettingen. Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterer at dette gjenspeiler redusert bruk av overtid, delvise permitteringer og reduserte stillingsbrøker. I tillegg rapporterer enkelte bedrifter at de har redusert både nyansettelser ved normal avgang og inntaket av nyutdannede. I mange sektorer er nivået på sysselsettingen likevel høyt i forhold til produksjonen. Fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år falt produktiviteten i Fastlands-Norge med 0,6 prosent. Produktivitetutviklingen det siste året er den svakeste siden 1988. I andre kvartal økte produktiviteten litt, men den er fortsatt lav. Vi kan ikke se bort fra at det kan være særskilte problemer med å måle endringene i sysselsettingen og produksjonen når konjunktorene skifter så raskt. I høykonjunktoren vi har bak oss, var kapasitetsutnyttningen på

Figur 2.19 Privat konsum¹⁾ og realpriser på boliger. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 1993 – 3. kv. 2009



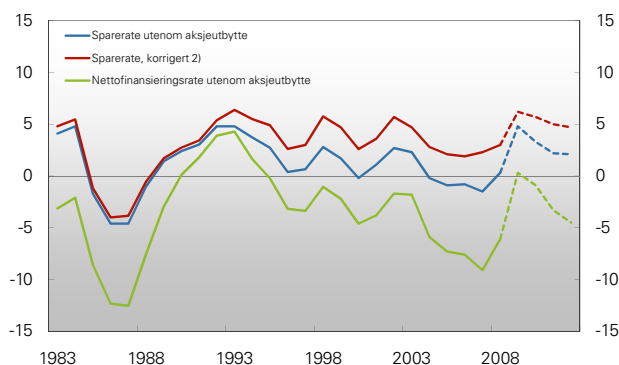
1) Sesongjustert og glattet. Volum
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.20 Husholdningenes disponible realinntekt¹⁾ og konsum²⁾. Vekst fra året før. Prosent. 2002 – 2012³⁾



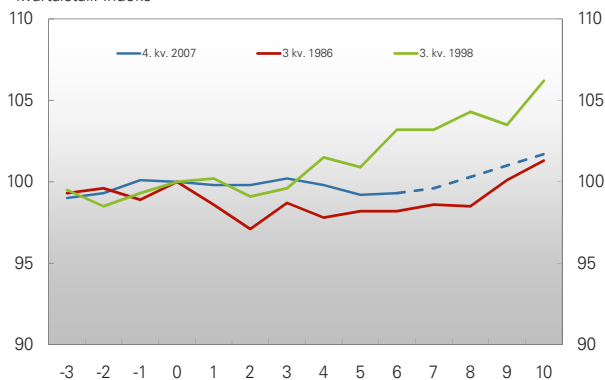
1) Ekskludert aksjeutbytte
2) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
3) Anslag for 2009 – 2012 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.21 Husholdningenes sparing og netto finansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1983 – 2012¹⁾



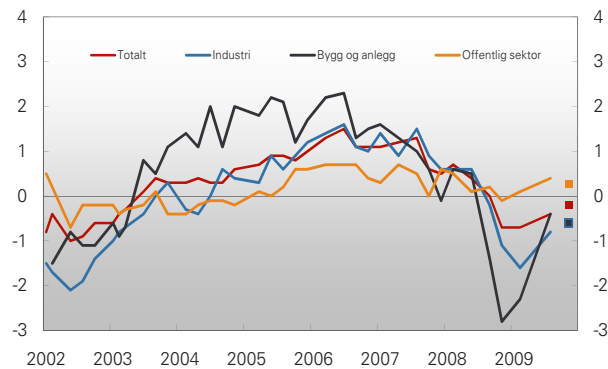
1) Anslag for 2009 – 2012 (stiplet)
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.22 Utvikling i produktiviteten i Fastlands-Norge etter vendepunktet i en høykonjunktur. BNP per timeverk (basisverdi). Sesongjusterte kvartalstall. Indeks¹⁾



1) Indeksen settes lik 100 i det kvartalet kapasitetsutnyttningen var på sitt høyeste. Serienavnene referer til dette kvartalet. Kapasitetsutnyttning er beregnet ved hjelp av et HP-filter
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.23 Indikator for faktisk vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder. Indeks.¹⁾ Oktober 2002 – desember 2009²⁾



1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i Penger og Kredit 2/05 for nærmere omtale
2) September 2009 er siste observasjon
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

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

	2009	2010
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1½	1¼
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-¼	-¼
Konjunkturtelt bidrag	-1	-¾
Vekst i arbeidsstyrken	¼	¼

Kilde: Norges Bank

sitt høyeste mot slutten av 2007. Produktiviteten har siden utviklet seg svakere enn i etterkant av forrige konjunkturedgang, se figur 2.22. Utviklingen denne gangen likner mer på bildet fra slutten av 1980-tallet. Også den gang tok det noe tid før timeverkene falt markert.

Vi legger til grunn at nedgangen i sysselsettingen fortsetter ut året selv om produksjonen tar seg noe opp. Bemanningen vil i så fall bli bedre tilpasset produksjonsnivået slik at produktiviteten kan stige gjennom resten av 2009 og inn i 2010. Et slikt forløp for sysselsettingen er i tråd med informasjonen fra ulike undersøkelser. Ifølge det regionale nettverket er det utsikter til ytterligere fall i sysselsettingen i industrien og bygge- og anleggssektoren, se figur 2.23. Kontaktene i varehandelen og privat tjenesteyting venter om lag uendret sysselsetting fremover, mens det i offentlig sektor fortsatt ventes økt sysselsetting. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer og Næringslivets økonomibarometer fra NHO tyder også på et redusert behov for arbeidskraft den nærmeste tiden. Samlet ser vi for oss at sysselsettingen faller med ¼ prosent både i år og neste år.

Samtidig regner vi med at gjennomsnittlig arbeidstid igjen vil ta seg opp slik at timeverkene vil vokse noe sterkere enn sysselsettingen. Timeverkene anslås å falle med ¾ prosent i 2009 før de igjen øker med om lag ¼ prosent i 2010.

Veksten i arbeidsstyrken flatet ut i første kvartal, og arbeidsstyrken har falt noe de siste månedene. Normalt vil yrkesdeltakelsen gå ned når behovet for arbeidskraft avtar. Blant annet vil flere unge velge å ta høyere utdanning. Søkerallet til universitetene og høyskolene var rekordhøyt ved høstens opptak, og det ble tatt inn flere enn i årene før. Vi ser allerede et klart fall i yrkesdeltakelsen for de under 25 år. På den andre siden holder befolkningsveksten seg godt oppe. Vi anslår en befolkningsvekst på 1½ prosent i år, slik at vi får en svak, positiv vekst i arbeidsstyrken, se tabell 2.3. Fallet i yrkesdeltakelsen vil trolig fortsette videre gjennom 2010 og inn i 2011. I anslagene har vi lagt til grunn at innvandringen avtar.

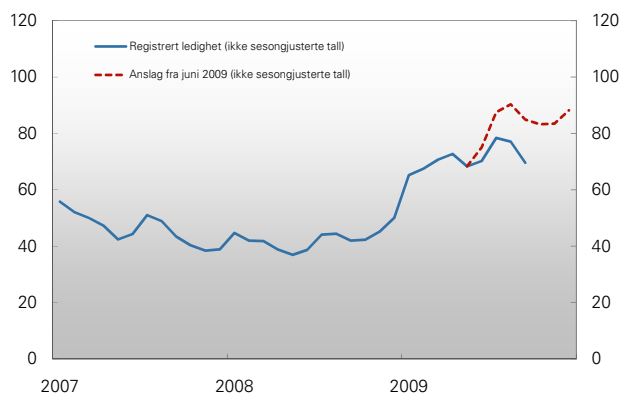
Den kraftige økningen i ledigheten mot slutten av 2008 og i begynnelsen av 2009 bremset opp allerede i april. Siden har ledigheten igjen økt, men langt mindre enn vi hadde lagt til grunn, se figur 2.24. Den moderate veksten i ledigheten må ses i sammenheng med vekst i offentlig sysselsetting, redusert arbeidstilbud fra personer under 25 år og at bedriftene trolig midlertidig har holdt på arbeidskraften i påvente av en økning i etterspørselen. I tillegg har mye av veksten i arbeidsstyrken de siste årene skjedd gjennom arbeidsinnvandring. Mange av arbeidsinnvandrene har arbeidet i bygge- og anleggssektoren og i industrien. Det er grunn til å tro at disse var blant de første til å miste arbeidet. Noen kan ha reist hjem, mens andre ikke har tilstrekkelig trykdegrunnlag for å kunne motta dagpenger. Andelen som melder seg ledige må derfor ventes å være lavere enn for personer med lang ansiennitet i det norske arbeidsmarkedet.

Med nedgang i sysselsettingen vil ledigheten fortsette å øke moderat i månedene fremover. Lavere vekst i arbeidsledigheten enn tidligere ventet, fører likevel til at vi har nedjustert vårt anslag på ledigheten både for 2009 og 2010 vesentlig. Vi anslår at den registrerte ledigheten vil øke til 3 prosent, eller om lag 80 000 personer, i begynnelsen av 2010, se figur 2.25. Målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) vil ledigheten normalt ligge rundt $\frac{3}{4}$ prosentenheter høyere enn den registrerte ledigheten.

Lønn

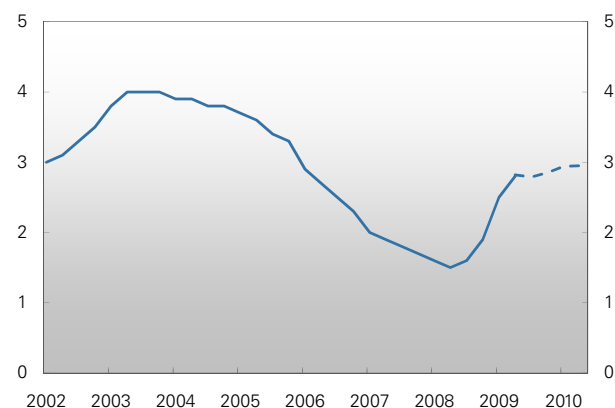
Vi anslår lønnsveksten i år til 4 prosent, se figur 2.26. Lønnsoppgjøret i privat sektor ga ifølge partene en årslønnsvekst på mellom $3\frac{1}{2}$ og 4 prosent i år. Lønnsrammen for offentlig sektor var mellom $4\frac{1}{2}$ og $4\frac{3}{4}$ prosent. Et høyt overheng bidrar forholdsvis mye til lønnsveksten i år. Løpende statistikk tyder på at lønnsveksten så langt er om lag i tråd med anslaget for i år. Svak lønnsomhet i industrien som følge av både fall i produktprisene og et lavt produktivitetsnivå tilsier moderat lønnsvekst fremover. Samtidig er lønnsveksten hos handelspartnerne lav. Konkurransesevnen for det konkurranseutsatte næringslivet vil dermed kunne svekkes ytterligere i tiden fremover. Det kan isolert sett bidra til å dempe lønnsveksten. På den andre siden vil en fortsatt forholdsvis lav ledighet i Norge bidra til å trekke opp lønnsveksten. Vi anslår at

Figur 2.24 Registrert ledighet. Tusen personer. Faktiske tall og Norges Banks anslag fra juni 2009. Januar 2007 – desember 2009¹⁾



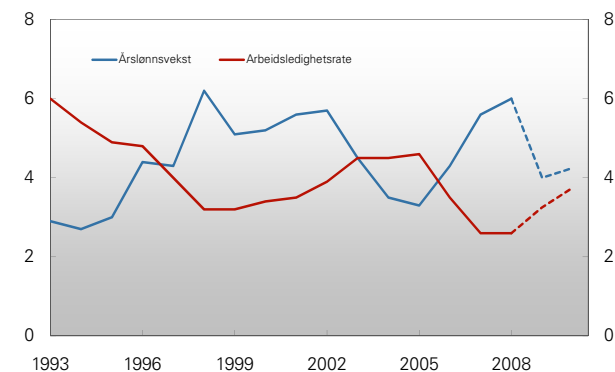
1) Siste observasjon september 2009
Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 2.25 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2010¹⁾



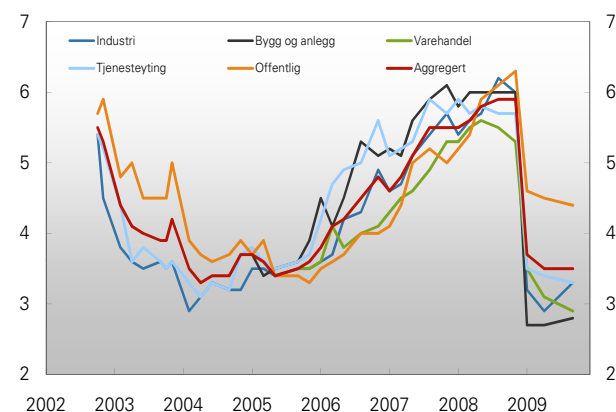
1) Anslag fra 4. kv. 2009 – 2. kv. 2010 (stiplet)
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.26 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2010²⁾



1) Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon
2) Anslag for 2009 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU)

Figur 2.27 Forventet årslønnsvekst inneværende år. Prosent. Oktober 2002 – september 2009



Kilde: Norges Banks regionale nettverk

lønnsveksten i 2010 øker til 4¼ prosent. Anslagene innebærer at reallønnsveksten øker fra 1¾ prosent i år til 2½ prosent neste år.

Kontaktene i vårt regionale nettverk anslår at lønnsveksten i år blir mellom 2,8 og 4,4 prosent i de ulike næringene, se figur 2.27. Ifølge Perducos forventningsundersøkelse for tredje kvartal venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst på mellom 3,4 og 4,0 prosent i 2009 og mellom 3,5 og 4,1 prosent i 2010.

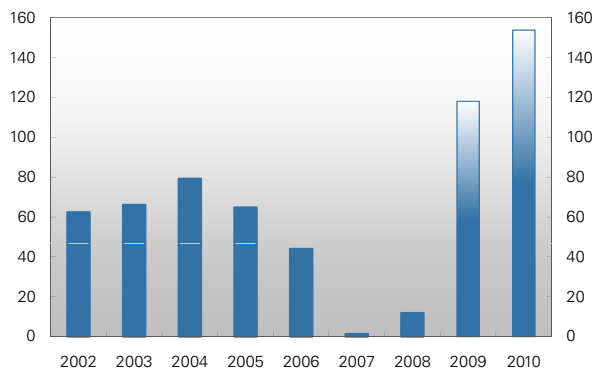
Forutsetninger om finanspolitikken og oljeinvesteringene

Finanspolitikken

Finanspolitikken er ekspansiv i år, og ifølge Nasjonalbudsjettet 2010 legges det opp til en ytterligere, men mindre ekspansiv impuls til økonomien neste år. Fra 2008 til 2009 øker det oljekorrigerede underskuddet med vel 106 milliarder kroner, se figur 2.28. Fra 2009 til 2010 ventes underskuddet å øke med ytterligere 36 milliarder kroner. Automatiske stabilisatorer bidrar med vel to tredeler av denne svekkelsen. Av statens anslåtte netto oljeinntekter i 2010 vil 153,8 milliarder kroner brukes over statsbudsjettet, mens 66,6 milliarder kroner overføres til Statens pensjonsfond – Utland. For 2010 anslås det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i nasjonalbudsjettet til nesten 150 milliarder kroner. Dette utgjør 5,7 prosent av fondskapitalen. Det strukturelle budsjettunderskuddet anslås å øke med 3,0 prosentenheter av BNP for Fastlands-Norge fra 2008 til 2009 og med 0,6 prosentenheter fra 2009 til 2010. I Nasjonalbudsjettet 2010 anslås veksten i statsbudsjettets underliggende utgifter til om lag 11 prosent i år og 5 prosent neste år.

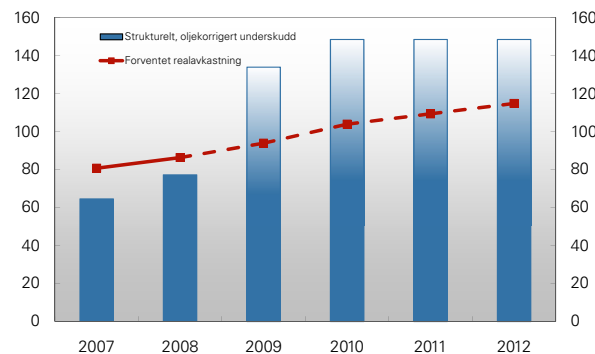
I våre anslag legger vi til grunn en ekspansiv impuls fra finanspolitikken i 2010 i tråd med Nasjonalbudsjettet. For 2011 og 2012 legger vi beregningsteknisk til grunn at det strukturelle oljekorrigerede underskuddet videreføres på nivået fra 2010, se figur 2.29.

Figur 2.28 Oljekorrigert budsjettunderskudd. Milliarder kroner. 2002 – 2010¹⁾



1) Anslag for 2009 og 2010
Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.29 Strukturelt oljekorrigert underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder 2010-kroner. 2007 – 2012¹⁾



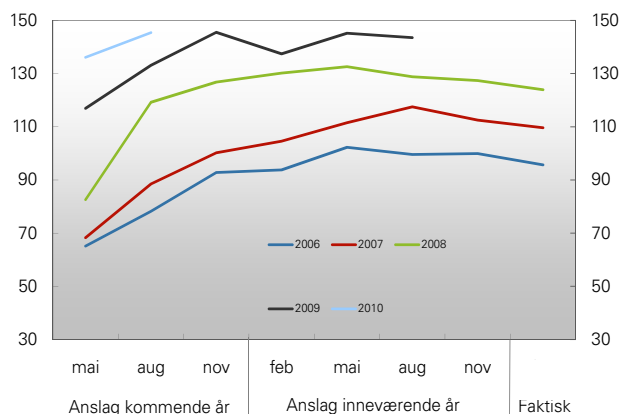
1) Anslag fra Finansdepartementet og Norges Bank for 2009 – 2012
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Petroleumsinvesteringene

Investeringene i petroleumsvirksomheten har økt betydelig de siste årene, se figur 2.30. Tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap viser at investeringene fortsatte å øke sterkt i første kvartal i år, men falt med 5 prosent i andre kvartal. Vi anslår at investeringene vil fortsette å falle i andre halvår i år. Det høye investeringsnivået mot slutten av 2008 og begynnelsen av 2009 fører likevel til at investeringene anslås å øke med 7½ prosent målt i volum fra 2008 til 2009. Verdien av investeringene anslås å øke med 10-12 prosent, i tråd med investeringstelingen for tredje kvartal.

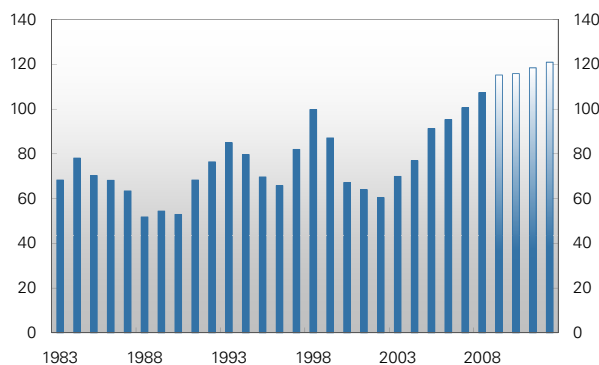
Investeringstelingen tyder på at petroleumsinvesteringene vil være høye også i 2010. Utgiftene til leting og produksjonsboring ser ut til å øke markert, men dette blir et stykke på vei motvirket av lavere kjøp av varer og tjenester til feltutbygging og felt i drift. Den endrede sammensetningen av investeringene vil bidra til å redusere etterspørselen mot norsk leverandørindustri. Flere investeringsprosjekter er planlagt på norsk sokkel i årene som kommer. Det er grunn til å tro at en del av de planlagte investeringene krever en minste oljepris på rundt 70 dollar per fat for å være lønnsomme. Vi legger til grunn at oljeprisen vil stige i takt med terminprisene på olje. Det innebærer at prisen vil stige gradvis fra 75 dollar per fat i høst til rundt 85 dollar per fat i begynnelsen av 2012. Vi anslår derfor at petroleumsinvesteringene vil være høye i perioden 2010 – 2012, se figur 2.31.

Figur 2.30 Investeringsstatistikk for petroleumsvirksomheten. Antatte og utførte investeringer. Milliarder kroner. 2006 – 2010



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.31 Petroleumsinvesteringer. Faste 2006-priser. Milliarder kroner. 1983 – 2012¹⁾



¹⁾ Anslag for 2009 – 2012

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vedlegg

Oversikt over utdypinger 2005 – 2009

Publikasjoner i 2008 og 2009 på Norges Banks nettsider

Oversikt over bedrifter og virksomheter i regionalt nettverk

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag



Oversikt over utdypinger 2005 – 2009

3/2009:

Avviklingen av ekstraordinære tiltak
KPI justert for frekvens av prisendringer

2/2009:

Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner
Strukturell likviditet
Husholdningenes tilpasning

1/2009:

Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien
Etterprøving av anslagene for 2008

3/2008:

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

2/2008:

Underliggende inflasjon
SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

1/2008:

Faktorer bak veksten i internasjonale og norske matva-
repriser
Kryssjekker for kronekursen
Etterprøving av anslagene for 2007

3/2007:

Likviditetsstyringen i Norges Bank
Tiltak fra sentralbankene i forbindelse med uroen i fi-
nansmarkedene
Husholdningenes sparing
NEMO – en ny makromodell for anslag og pengepoli-
tisk analyse

2/2007:

Er inflasjonen internasjonalt på vei opp?
Hva skjer med produktivitetsveksten?

Hvor ofte endrer bedriftene sine priser?

1/2007:

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

3/2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

2/2006:

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

1/2006:

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

3/2005:

Usikkerhet i fremtidig rente
Treffsikkerheten i de kortsiktige renteforventningene
Usikkerheten i produksjonsgapet
Økt import fra lavkostland
Virkninger av høy oljepris på verdensøkonomien

2/2005:

Utviklingen i kronekursen

1/2005:

Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten
Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?
Lav inflasjon i Norden
Utviklingen i husholdningenes gjeld
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2004

Publikasjoner i 2008 og 2009 på Norges Banks nettsider

Aktuell kommentar

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

- 2009/6 *En foreløpig stopp i arbeidsinnvandringen?* Kaj W. Halvorsen, Marie Norum Lerbak og Haakon Solheim
- 2009/5 *IMF i endring – Lån fra Norges Bank.* Morten Jonassen, Bente Støholen og Pål Winje
- 2009/4 *Har husholdningene for høy gjeld i forhold til inntekten?* Tor Oddvar Berge og Bjørn Helge Vatne
- 2009/3 *Norske kroner ingen trygg havn.* Aleksander Flatner
- 2009/2 *Sammenhengen mellom styringsrenten og pengemarkedsrentene.* Ida Wolden Bache og Tom Bernhardsen
- 2009/1 *Økte risikopremier på statsgjeld.* Tom Bernhardsen og Terje Åmås
- 2008/6 *Formuespriser, investeringer og kreditt – hva sier de om finansiell utsatthet?* Magdalena D. Riiser
- 2008/5 *Har boligbyggingen vært for høy de siste årene?* Marita Skjæveland
- 2008/4 *Nedtur i USA – krise eller velkommen avdemping for verdensøkonomien?* Hans Petter Wilse
- 2008/3 *KPIXE, en ny indikator for underliggende inflasjon.* Einar Nordbø
- 2008/2 *Virkninger av økt oljepris på norsk økonomi.* Haakon Solheim
- 2008/1 *Oppgangen i oljeprisen – fundamentale og finansielle faktorer.* Farooq Akram og Pål Winje

Staff Memo

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

- 2009/10 *Banking crisis resolution policy – different country experiences.* David G. Mayes.
- 2009/9 *Norges Bank. Grunntrekk i administrasjon, oppgaver og historie.* Egil Borlaug og Turid Wammer
- 2009/8 *Money and credit in Norway.* Christian Kascha
- 2009/7 *Grunnbalansen/The basic balance.* Kathrine Lund
- 2009/6 *Solvensavstand og andre risikoinndikatorer for banker.* Per Atle Aronsen og Kjell Bjørn Nordal
- 2009/5 *Costs in the Norwegian payment system: questionnaires.* Olaf Gresvik og Harald Haare
- 2009/4 *Costs in the Norwegian payment system.* Olaf Gresvik and Harald Haare
- 2009/3 *Teknisk beregning av KPIXE.* Marius Nyborg Hov
- 2009/2 *Renter og rentemarginer.* Asbjørn Fidjestøl
- 2009/1 *Effekten av en inndragning av 50-øremynten på inflasjonen.* Fredrik Wulfsberg
- 2008/10 *Comparing monetary policy transparency. The Eijffinger and Geraats index - a comment.* Carl Andreas Claussen
- 2008/9 *Costs in the Norwegian payment system 2007 – a brief overview of the surveys and results.* Olaf Gresvik and Harald Haare
- 2008/8 *Trondhjem som hovedsete for Norges Bank – noen faktiske og kontrafaktiske betraktninger.* Lars Fredrik Øksendal
- 2008/7 *CPIXE and projections for energy prices.* Einar W. Nordbø
- 2008/6 *Payment habits at point of sale. Different methods of calculating use of cards and cash in Norway.* Olaf Gresvik and Harald Haare
- 2008/5 *Stress testing the enterprise sector's bank debt - a micro approach.* Eivind Bernhardsen and Bjørne Dyre Syversten

- 2008/4 *Improving and evaluating short term forecasts at the Norges Bank.* Hilde C. Bjørnland, Anne Sofie Jore, Christie Smith and Leif Anders Thorsrud
- 2008/3 *The relationship between the key policy rate and macroeconomic variables: A simple cross-check for Norway.* Tom Bernhardsen
- 2008/2 *A suite-of-models approach to stress-testing financial stability.* Henrik Andersen, Tor O. Berge, Eivind Bernhardsen, Kjersti-Gro Lindquist and Bjørn Helge Vatne
- 2008/1 *Simple cross-check models for the krone exchange rate.* Tom Bernhardsen

Penger og Kreditt

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

2009/1:

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

Kostnader i betalingssystemet. Olaf Gresvik og Harald Haare

Virkelig verdi i regnskapet. Sigbjørn Atle Berg

Makroøkonomiske sjokk – effekter på sysselsetting og arbeidstilbud. Haakon Solheim

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

2008/2:

Hvem tar opp lån – til hva, og har de råd? En analyse av gjeldsutviklingen i norske enkelthushold i 2006. Bjørn Helge Vatne

Prissetting i norske bedrifter. Resultater fra en spørreundersøkelse. Nina Langbraaten, Einar W. Nordbø og Fredrik Wulfsberg

Stigende matvarepriser – en drivkraft for inflasjonen? Tove Katrine Sand og Bente Støholen

Stresstesting av bankenes resultater og kapitaldekning. Henrik Andersen og Tor Oddvar Berge

Economic implications of copulas and extremes. Lorán Chollete

2008/1:

Jarle Berge: En profesjonell pengepolitiker går fra borde. Arne Jon Isachsen intervjuer den avgående visesentralbanksjefen

Økonomiske perspektiver. Sentralbanksjef Svein Gjedrems årstale

SEPA – standardiserte løsninger for betalingstjenester i Europa. Harald Haare

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2007. Raymond Lokshall

NEMO – en ny makromodell for prognoser og pengepolitisk analyse. Leif Brubakk og Tommy Sveen

Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som har vært kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 3/09

A/S Th. Marthinsen Sølvvarefabrikk	Bussbygg AS	Forestia AS
ABB AS	Bussen trafikksekselskap AS	Fosnavaag Seafood AS
Accenture AS	Bygg og maskin AS	Foss fabrikk AS
Adecco Norge AS	Byggmakker Norge AS	Furnes hamjern holding AS
Adecco Norge AS, Hamar	Byggservice Nord-Østerdal AS	Furset gruppen AS
Advokatfirmaet Thommessen AS	Bærum kommune	Gange Rolv AS
Af gruppen ASA	Bø fiskeindustri AS	Gausdal kommune
Ahlsell Norge AS	Bø kommune	Gausdal landhandleri AS
AIT Otta AS	Baatservice gruppen	Gilje tre AS
Aker MH AS	Caiano hotelldrift AS	Gresvig ASA, Sport
AKVA Group ASA	Chrishop AS	Grunnarbeid AS
Alexandra Hotel AS	City syd AS	Grytnes betong AS
Alta kommune	Clarkes AS	Halliburton Norge Holding AS
Alvdal skurlag AL	Comhouse AS	Hamco bygg AS
Alvdal Tynset sport AS	Consto AS	Hans H. Iversen AS
Amfi Namsos	Coop Haugaland BA	Hansa Borg bryggerier ASA
Arena treningssenter AS	Coop Midt-Troms BA	Haram kommune
Arendal kommune	Dale og Bang kommunikasjon	Harstad kommune
Asko Agder AS	DDB Oslo AS	Harstad mekaniske verksted AS
Avigo AS	Diplom-Is AS, Brevik	Havila AS
Avinor AS	DnB NOR bank ASA, region Sørlandet	Helse Fonna HF
Axess AS	DnB NOR eiendom AS	Helse Sunnmøre HF
B&T låsservice AS	E A Smith AS	Herlige Stavanger restauranter AS
Bakers AS	E. Flasnes transport AS	Herøy kommune
Bakke el-installasjon AS	Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS	Hoff norske potetindustrier SA
Becotek AS	Eiendomsmegler Vest AS	Hovden Møbel AS
Bergans fritid AS	Elkjøp Finnsnes AS	HRG Nordic, Bodø og Tromsø
Bilia AS	Elverum kommune	Hunderfossen Familiepark AS
Bilsenteret Namsos AS	Ernst & Young AS	Huurre Norway AS
Biotec Pharmacon ASA	Evensen & Evensen AS	Hydro aluminium AS
Birkenes kommune	Expert ASA	Hydro Aluminium Structures Raufoss AS
BN entreprenør AS	Falkanger sko AS	Hå kommune
Bohus AS	Ferner Jacobsen AS	IBM Centre of Excellence Oil & Gas
Bohus Møbel-Sven AS	Fesil AS	IKEA AS, Åsane
Boligpartner AS	Figgjo AS	IKM gruppen AS
Borregaard	First Hotel Victoria	Ikon AS
Br. Dyrøy AS	Fjeldseth AS	Inmedia AS
Bring Logistics AS, Stavanger	Fjordkjøkken AS	Intra AS
Brødrene Harsjøen AS	Folk i husan eiendomsmegling AS	

Ipec Kristiansand AS	Moelven Våler AS	Petter Gagama AS
ISS Facility Services AS	Multiconsult AS, Trondheim	Picasso frisør AS
IT partner Finnmark AS	Møre og Romsdal kornsilo ANS	Plasto AS
Jensen møbler AS	Namsos kommune	Polarkonsult AS
Jobbnorge AS	Naustvoll & Aursand arkitekter AS	Privatmegleren AS
Johan Kjellmark AS	NAV Nord-Trøndelag	Proffice AS
Jærentreprenør AS	NAV Vest-Agder	Protan AS
Kanstad trelast AS	NCC Construction AS	Proviandgruppen AS
KLP eiendom Trondheim AS	Nesje AS	Proxll AS
Komplett ASA	Nesseplast AS	Quality Hotel Augustin AS
Kongsberg gruppen ASA	Nexans Norway AS, Rognan	Radisson SAS Hotel Norge
KPMG AS, Bodø	Nidar AS	Ragasco AS
KPMG AS, Stavanger	Nielsen Norge AS	Randaberg kommune
Krogsveen Hamar AS	Nikita gruppen AS	Rasmus Tallaksen AS
Kroken caravan AS	Nobia AS	REC Scancell AS
Kruse Smith AS, Forus	Norautron AS	Redcats AS
Kvestor Pro AS	Norbitech AS	Reinertsen AS
Landskapsentreprenørene AS	NorDan AS, Hedmark/Oppland	Reklamehuset Roxrud AS
Larsen Atterås & Brosvik AS	Nordlandsbanken ASA	Rema 1000 Norge AS, region vest
Lians caravan & fritid AS	Nordlandssykehuset HF	Restco AS
Lier kommune	Norengros Johs Olsen AS	Revisorkonsult AS
Lillehammer kommune	Norgesgruppen ASA	Rica ishavshotell Tromsø
Lindesnes kommune	Norgestaxi Trondheim AS	Rofiskgruppen AS
Link signatur AS	Norsk sjømat AS	Romerike trelast AS
Litra AS	Notar eiendom Ålesund AS	Romsdal bygg AS
Lofotprodukt AS	Notodden mur- og entreprenørforretning AS	Romsdals budstikke AS
L'Oréal Norge AS	Novagroup AS	Ruukki profiler AS
Lyse energi AS	Nycomed Pharma AS	Røros-tweed AS
Mainstream Norway AS	Næringsråd i Arendal kommune	Rørosbanken Røros sparebank
Majas salong AS	Obos	Saga Boats AS
Malo sagbruk AS	Offshore & Trawl Supply AS	Samarbeidende revisorer AS
Manpower AS, Bodø	Olav Thon eiendomsselskap ASA	SATS Norge AS, Langnes
Marine Cybernetics AS	Optimera AS	Scandic Hotel Kristiansand
Melby snekkerverksted AS	Oracle Norge AS	Securitas AS, avd Olje og gass
Mesta konsern AS	Oras Nordland AS	Sensor AS
Mester Grønn AS	Orkidéekspressen AS	SG finans AS, Trondheim
Mills DA	Os ID AS	Siemens AS, Industry Solutions
Minera AS	Overhalla cementvare AS	Signal bredbånd AS
Moelven limtre AS	P4 Radio hele Norge ASA	Sinkaberg-Hansen AS
Moelven Nordia AS	PA Consulting Group AS	SIVA selskapet for industrivekst
Moelven Nordia AS, Trondheim	Peterson Linerboard AS, Ranheim	SF
Moelven Van Severen AS		Skagen AS

Skagerak energi AS
Skedsmo kommune
SKS produksjon AS
Smurfit Kappa Norpapp AS
Sogn billag AS
Solem Hartmann AS
Sortland kommune
Spar kjøp AS
Sparebank 1 gruppen AS
Sparebank 1 Midt-Norge
Sparebanken Hedmark, Nord-
Østerdal
Sparebanken Møre region Roms-
dal og Nordmøre
Sparebanken Volda Ørsta
Sportshuset AS
Stansfabrikken Lillesand AS
Steni AS
Stiftelsen Akvariet i Bergen
Stormoa Butikksenter
Storvik AS
Strømsholm fiskeindustri AS
STX Norway Offshore AS
Sunnmørsposten AS
Sveins auto AS
Sørlandet sykehus HF
Sør-Norge aluminium AS
T Kverneland & sønner AS
Tamnes transport AS
Taubåtkompaniet AS
TeleD AS
Telenor Norge
Ticket feriereiser AS
Time sparebank
Toyota Førde AS
Toyota Haugesund AS
Trafikk & anlegg AS
Transportfirma J Høiback
Trend trim Lillesand AS
Trioving AS
Trondheim kommune
Tynset kommune
Tyrholm & Farstad AS
Ullevål sykehus
Veidekke entreprenør AS, distrikt
Bergen
Veidekke entreprenør AS, Indre
Østland
Via Travel Norge AS
Vikeså glass AS
Vintervoll AS
Voice Norge AS
Volmax AS
Weatherford Laboratories AS
Westco miljø AS
Westnofa industrier AS
YIT Building Systems AS
YIT Building Systems AS, Kristian-
sand
YIT Building Systems AS, Ålesund
Østerdal billag AS

Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente ¹⁾	Endring
24. mars 2010		
3. februar 2010		
16 desember 2009		
28. oktober 2009	1,5	+0,25
23. september 2009	1,25	0
12. august 2009	1,25	0
17. juni 2009	1,25	-0,25
6. mai 2009	1,5	-0,5
25. mars 2009	2	-0,5
4. februar 2009	2,5	-0,5
17. desember 2008	3	-1,75
29. oktober 2008	4,75	-0,5
15. oktober 2008	5,25	-0,5
24. september 2008	5,75	0
13. august 2008	5,75	0
25. juni 2008	5,75	+0,25
28. mai 2008	5,5	0
23. april 2008	5,5	+0,25
13. mars 2008	5,25	0
23. januar 2008	5,25	0
12. desember 2007	5,25	+0,25
31. oktober 2007	5	0
26. september 2007	5	+0,25
15. august 2007	4,75	+0,25
27. juni 2007	4,5	+0,25
30. mai 2007	4,25	+0,25
25. april 2007	4	0
15. mars 2007	4	+0,25
24. januar 2007	3,75	+0,25
13. desember 2006	3,5	+0,25
1. november 2006	3,25	+0,25
27. september 2006	3	0
16. august 2006	3	+0,25
29. juni 2006	2,75	0
31. mai 2006	2,75	+0,25

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Oljeinves- teringer ¹⁾	Eksport F-Norge ²⁾	Import
2006	2,3	4,9	4,8	1,9	11,9	4,3	8,5	8,4
2007	3,1	6,1	6,0	3,4	9,3	5,5	9,1	7,5
2008	2,1	2,6	1,4	3,8	2,4	6,6	4,6	4,4
2008 ³⁾								
1. kv	0,4	0,4	0,3	1,0	-6,4	-0,6	1,0	0,7
2. kv	0,6	0,6	-0,4	0,6	0,6	-0,8	-0,3	-0,9
3. kv	-0,9	0,1	-0,9	1,0	0,9	2,8	-1,7	0,5
4. kv	0,4	-1,0	-0,7	1,4	-0,6	5,2	-0,8	-4,3
2009 ³⁾								
1. kv	-0,8	-1,3	-0,4	1,4	-7,7	10,2	-8,3	-10,3
2. kv	-1,3	0,3	0,6	2,0	0,9	-5,8	0,4	2,2
Nivå 2008, mrd. kroner	2548	1830	991	490	380	122	459	733

¹⁾ Utvinning og rørtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

³⁾ Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/ Tolvmåneders vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPIXE ²⁾	KPI-JA ³⁾	KPI-JE ⁴⁾	HKPI ⁵⁾
2006	2,3	0,8	1,2	2,0	1,0	2,5
2007	0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009						
jan	2,2	2,8	2,9	2,2	2,8	2,6
feb	2,5	3,0	3,0	2,4	3,1	2,8
mar	2,5	2,7	2,7	2,5	2,7	2,6
apr	2,9	2,7	2,7	2,9	2,8	2,9
mai	3,0	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9
juni	3,4	3,3	3,3	3,4	3,3	3,5
juli	2,2	2,5	2,5	2,1	2,6	2,2
aug	1,9	2,3	2,3	1,8	2,5	1,8
sep	1,2	2,4	2,3	1,1	2,5	1,4

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

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

³⁾ KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

⁴⁾ KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
		2008	2008	2009	2010	2011
Priser og lønninger						
KPI		3,8	2¼	1¾	2¼	2½
KPI-JAE ¹⁾		2,6	2¾	1¾	2¼	2½
KPIXE ²⁾		3,1	2½	1¾	2¼	2½
Årslønn ³⁾		6	4	4¼	4½	4¾
Realøkonomi						
BNP	2548	2,1	-1½	1¾	2½	1¾
BNP for Fastlands-Norge	1830	2,6	-1¼	2¾	3¼	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge ⁴⁾		2	-1	-½	0	¼
Sysselsetting, personer		3,1	-¼	-¼	1	¾
Arbeidsstyrke, AKU		3,1	¼	¼	¾	¾
AKU-ledighet (rate)		2,6	3¼	3¾	3½	3½
Registrert ledighet		1,7	2¾	3	2¾	2¾
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	1861	2,2	0	3¼	4¼	2¾
- Privat konsum	991	1,4	0	5½	4	2½
- Offentlig konsum	490	3,8	5¾	3	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	380	2,4	-7½	-2½	.	.
Oljeinvesteringer ⁶⁾	122	6,6	7½	0	2½	2½
Eksport Fastlands-Norge ⁷⁾	459	4,6	-9¼	1¾	.	.
Import	733	4,4	-8	2¾	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁸⁾		5,3	1¾	2¼	3½	4¼
Importveid valutakurs (I-44) ⁹⁾		90,8	94	91	93	94

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* 2008/7 og *Staff Memo* 2009/3 fra Norges Bank for en nærmere beskrivelse av KPIXE

³⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

⁶⁾ Utvinning og rørtransport

⁷⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

⁸⁾ Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

· Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 3 - oktober

2009