



NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

2 | 09

juni

Norges Banks rapportserie nr. 3-2009

Pengepolitisk rapport
2/2009



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 22. april diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 10. juni drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 17. juni en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 28. oktober 2009. 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 12. august, 23. september og 28. oktober.

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:	
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/09	20
- Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner	24
- Strukturell likviditet	26
2. Nærmere om anslagene	28
Internasjonal økonomi	28
Norsk økonomi det neste året	30
Forutsetninger om finanspolitikken og oljeinvesteringene fra 2009 til 2012	37
Utdyping	
Husholdningenes tilpasning	40
Vedlegg	
Oversikt over utdypinger 2005 – 2009	43
Oversikt over publikasjoner i 2008 og 2009 på Norges Banks nettsider	44
Oversikt over bedrifter og virksomheter i regionalt nettverk	46
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	49
Tabeller og detaljerte anslag	50

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 11. juni 2009.

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 17. juni 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

Om lag som ventet, men fortsatt skjørt

Nedgangen i verdensøkonomien fortsetter. Så langt har fallet i aktiviteten ute vært større enn ventet. Særlig i Europa er situasjonen alvorlig. Også her hjemme faller aktiviteten, og arbeidsledigheten stiger. Indikatorer som peker fremover, er likevel mindre pessimistiske enn de har vært. Finansmarkedene fungerer noe bedre.

Vi har satt ned renten mye for å møte utfordringene som krisen ute har skapt. Siden september er styringsrenten satt ned med 4½ prosentpoeng. Våre anslag er om lag de samme som i mars. Det ser ut til at produksjonen her hjemme etter hvert vil ta seg opp igjen, men vi venter at prisveksten vil avta ned mot 1½ prosent i løpet av det neste året. Derfor tror vi fortsatt at styringsrenten kan bli liggende nær 1 prosent en stund fremover.

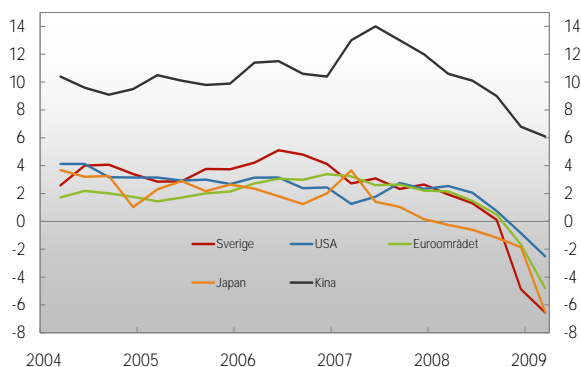
Hovedstyrets strategi er at styringsrenten bør ligge i intervallet $\frac{3}{4}$ – $1\frac{1}{4}$ prosent fram til neste rapport legges fram 28. oktober med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Myndighetene i mange land har satt i verk en rekke tiltak for å få penge- og kredittmarkedene på fote igjen. Tiltakene ser ut til å virke. Tidspunktet for når det er naturlig å redusere bruken av noen av de særskilte virkemidlene, begynner å nærme seg i enkelte land.

Aktørene i finansmarkedene synes i økende grad å tro at vi har det verste bak oss, og de tar mer risiko. Skulle de mest optimistiske få rett, kan oppgangen bli sterkere og komme raskere enn vi legger til grunn. Men den gryende optimismen er skjør. Det kan komme forstyrrelser som bringer frykten tilbake. Svakere statsfinanser, mye ledig realkapital og banker som er lite villige til å ta risiko kan dempe oppgangen ute. Oppgangen som markedene venter, kan utebli.

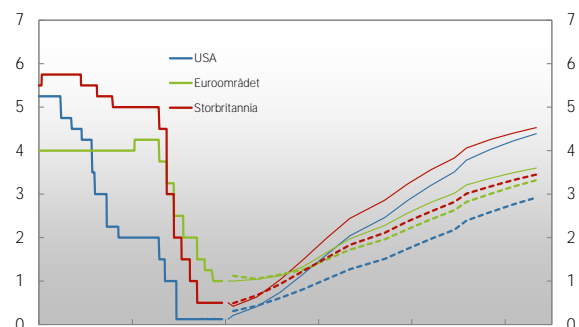
Jan F. Qvigstad
17. juni 2009

Figur 1.1 BNP i industriland og Kina. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2009



Kilde: Thomson Reuters

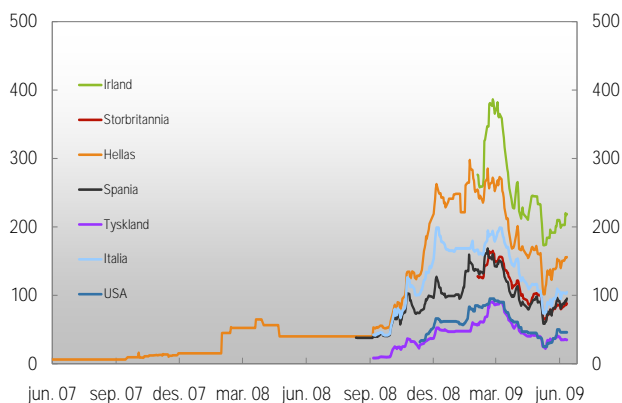
Figur 1.2 Styringsrente og beregnede terminrenter per 25. mars 2009 og 11. juni 2009¹⁾. Prosent. 1. juni 2007 – 31. desember 2012



1) Prikkede linjer viser beregnede terminrenter per 25. mars 2009. Tynne linjer viser terminrenter per 11. juni 2009. Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Kredittisiko på statsgjeld. Målt ved 5-års CDS-priser. Basispunkter. 1. juni 2007 – 11. juni 2009



Kilder: Bloomberg og Thomson Reuters

1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

Verdenshandelen og samlet produksjon i industrilandene har falt markert siden konkursen i Lehman Brothers utløste en tillitskrise i de internasjonale finansmarkedene i september i fjor, se figur 1.1. Husholdninger verden over har justert sine forventninger og økt sin sparing. Lavere forbruk og investeringer, høye risikopåslag på utlån og innstramming i lånevilkårene for bedrifter og husholdninger har rammet aktiviteten i verdensøkonomien.

Aktiviteten hos våre handelspartnere falt noe mer enn ventet i første kvartal, og arbeidsledigheten ute stiger raskt. Samtidig ser det ut til at fallet i aktiviteten i industrilandene avtar i styrke. I Kina og en del andre fremvoksende økonomier er det enkelte tegn til ny vekst, og boligmarkedene i noen land viser tegn til stabilisering. Tillitsindikatorer for husholdninger og bedrifter har bedret seg den siste tiden, men de tyder fremdeles på fall i aktiviteten fremover.

Offentlige myndigheter har satt inn en rekke tiltak for å øke etterspørselen etter varer og tjenester, bedre bankenes soliditet og få kredittmarkedene til å fungere bedre. Styringsrentene er satt mye ned og er nå nær null i mange land. Samtidig har markedets forventninger til styringsrentene fremover, slik disse kommer til uttrykk gjennom de beregnede terminrentene, tiltatt, se figur 1.2. De finanspolitiske tiltakene fører til store statlige låneopptak. Det har bidratt til økte risikopremier på statsgjelden i mange land, se figur 1.3.

Det så lenge ut til at kapasitetsutnyttningen i Norge gradvis ville avta mot et normalt nivå, men situasjonen forverret seg raskt da utsiktene for veksten i verdensøkonomien svekket seg utover høsten i fjor. Samlet produksjon i Fastlands-Norge har falt om lag som anslått i forrige rap-

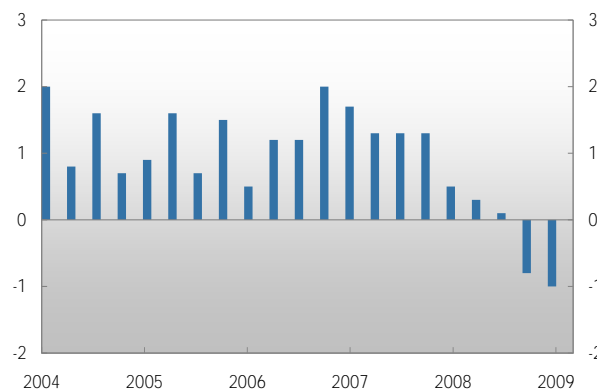
port, se figur 1.4. Det er særlig den eksportrettede virksomheten som rammes, men også produksjonen for hjemmemarkedet tynges av lav etterspørsel. Samtidig viser Norges Banks utlånsundersøkelse at bankene har strammet inn på kredittvilkårene overfor bedriftene. Investeringene i næringslivet faller markert. Husholdningene øker som ventet sparingen betydelig, til tross for at renten er satt mye ned. Fallet i privat forbruk ser nå ut til å ha stoppet opp. Samtidig har omsetningen i boligmarkedet tatt seg noe opp, og boligprisene har steget så langt i år. Husholdningenes vurderinger av utviklingen fremover er blitt mer optimistiske.

Det tar tid før nedgangen i produksjonen slår ut i arbeidsmarkedet. Sysselsettingen har holdt seg nokså stabil de siste månedene. Arbeidsledigheten stiger, men noe mindre enn ventet, se figur 1.5. I industrien øker permitteringerne og flere personer er på arbeidsmarkedstiltak. Ledigheten er likevel fortsatt moderat, særlig sammenliknet med andre industriland.

Norges Bank reduserte styringsrenten med til sammen 2,75 prosentenheter i andre halvår i fjor. I 2009 er styringsrenten satt ned med ytterligere 0,50 prosentenheter på hvert av hovedstyremøtene 4. februar, 25. mars og 6. mai til 1,50 prosent. Norges Bank har også trappet opp sin tilførsel av likviditet til bankene i form av kortsiktige og langsiktige lån. Tremåneders pengemarkedsrente, som i høst var over 8 prosent, er nå rundt 2¼ prosent. Bankenes utlånsrenter har også gått ned mye, se figur 1.6.

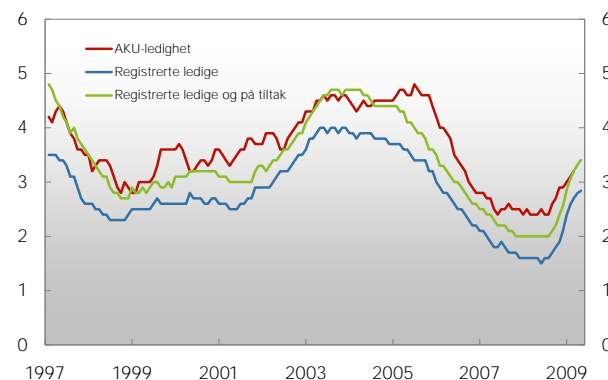
I tillegg har staten satt i gang en rekke tiltak. Bankene har gjennom bytteordningen fått tilgang til likvide statspapirer i bytte mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Det har bidratt til å lette finansieringen av særlig boliglån til husholdningene. Myndighetene har gitt økte lån og garantier til norske eksportbedrifter, og rammene for statsbankene er økt. Opprettelsen av Statens obligasjonsfond kan lette tilgangen av kapital til private obligasjonsutstedere, og tilførsel av risikokapital til bankene gjennom Statens finansfond vil kunne øke bankenes evne og vilje til å øke sine samlede utlån. Finanspolitikken er ekspansiv. Statens utgifter øker med over 10 prosent fra 2008 til 2009.

Figur 1.4 BNP for Fastlands-Norge. Prosentvis volumendring fra forrige kvartal. Sesongjustert. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2009



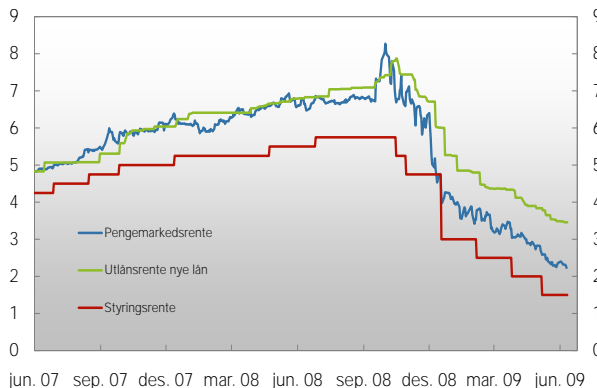
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.5 Arbeidsledige. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Februar 1997 – mai 2009



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

Figur 1.6 Styringsrente, pengemarkedsrente¹⁾ og vektet utlånsrente fra bankene på nye lån²⁾. Prosent. 1. juni 2007 – 11. juni 2009

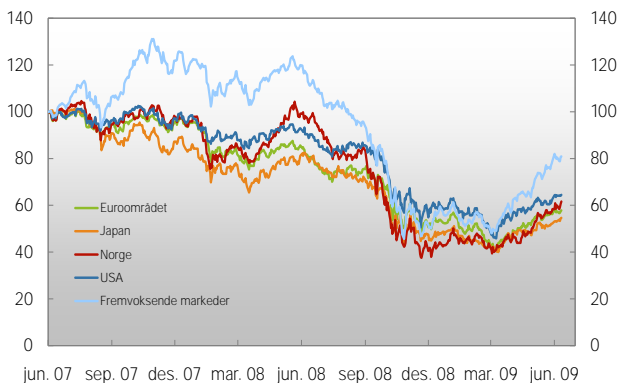


1) Tremåneders NIBOR (effektiv)

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

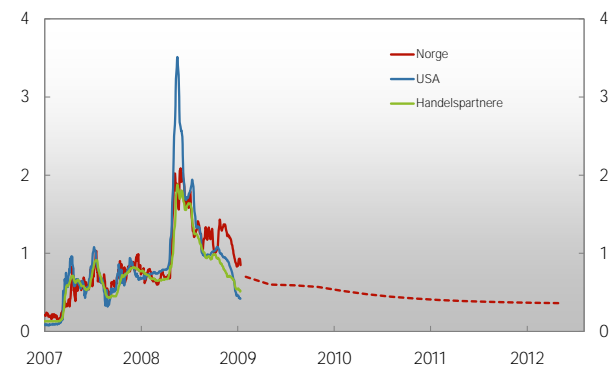
Kilder: Norsk familieøkonomi AS og Norges Bank

Figur 1.7 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks.
1. juni 2007 = 100. 1. juni 2007 – 11. juni 2009



Kilde: Thomson Reuters

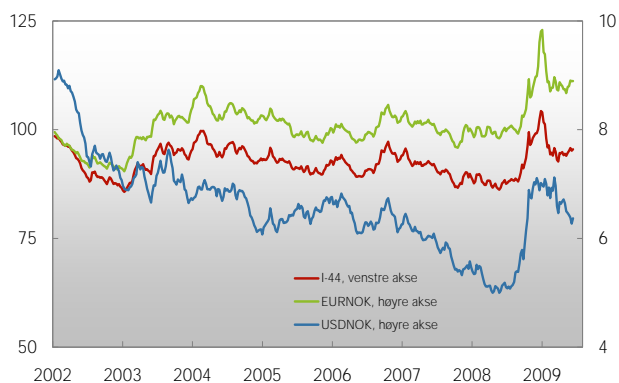
Figur 1.8 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og markedets forventninger om styringsrenten¹⁾. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. Historisk (dagstall fra 1. juni 2007) og fremover (kvartalstall per 11. juni 2009)



1) Norges Banks anslag fra 3. kvartal 2009

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Valutakurser¹⁾. Den importveide valutakursindeksen (I-44), 1995 = 100. EURNOK og USDNOK. Uke 1 2002 – uke 24 2009



1) Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Finansmarkedene har vært preget av økt optimisme og risikovilje de siste månedene, og internasjonale aksjemarkeder har steget kraftig. Oslo Børs har steget med 32 prosent siden mars og med 64 prosent siden bunnen i november i fjor, se figur 1.7. Langsiktige renter ute har steget, men fra svært lave nivåer. Det ser ut til at investorene ikke lenger frykter deflasjon. Forventede realrenter har trolig også økt. Det kan være en indikasjon på bedre vekstutsikter ute. I tillegg kan forventninger om økt tilbud av statspapirer ha bidratt til renteoppgangen. Også situasjonen i pengemarkedene har bedret seg, og påslagene har falt. Påslagene i pengemarkedsrentene er nå på det laveste nivået siden begynnelsen av 2008 både i USA og euroområdet. Påslagene i de norske pengemarkedsrentene har også falt, og vi venter at de vil avta gradvis fremover i tråd med utviklingen internasjonalt, se figur 1.8.

De siste månedene har svingningene i valutakursene avtatt og markedsaktørene er mer villige til å ta risiko. Den økte risikoviljen gjenspeiles i svekkelsen av trygg havnvalutaer som japanske yen og amerikanske dollar, og styrkingen av råvarevalutaer som australske og new zealandske dollar. Kronen har styrket seg i år, men er fortsatt om lag 6 prosent svakere enn i september i fjor, se figur 1.9.

Oljeprisen og andre råvarepriser falt markert i andre halvdel av 2008, men stabiliserte seg mot slutten av fjoråret. Siden forrige rapport ble lagt fram i mars har oljeprisen steget med over 20 dollar, og den lå i midten av juni rundt 70 dollar per fat. Også andre råvarepriser har økt. Fremtidsprisene tyder på noe vekst i råvareprisene fremover. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere har falt videre og er nå nær null i mange land. Kjerneinflasjonen er noe høyere. Kortsiktige inflasjonsforventninger basert på spørreundersøkelser har falt i Europa, men økt noe i USA.

Så langt har prisstigningen her hjemme holdt seg oppe. Tolvmånedersveksten i konsumprisene var 3,0 prosent i mai i år, se figur 1.10. Utviklingen i elektrisitetsprisene preger forløpet for den samlede konsumprisveksten. Den underliggende prisveksten har ligget rundt 2¾ prosent så

langt i år. Samlet har prisutviklingen vært om lag som ventet siden forrige rapport. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har falt noe raskere enn ventet, mens prisstigningen på importerte varer har vært noe høyere enn anslått. Trolig har den kraftige svekkelsen av kronens verdi mot slutten av fjoråret raskt fått virkning på prisene. Foreløpige resultater fra årets lønnsoppgjør tyder på at lønnsveksten som ventet vil komme betydelig ned inneværende år.

Ifølge Perducos forventningsundersøkelse har de langsiktige inflasjonsforventningene steget noe det siste året. Forventningene til prisstigningen om fem år hos partene i arbeidslivet og eksperter i finansnæringen og academia var rundt 2¾ prosent i andre kvartal i år, se figur 1.11. Vi venter at de langsiktige inflasjonsforventningene vil avta ned mot 2,5 prosent etter hvert som den faktiske prisstigningen blir merkbart lavere mot slutten av 2009.

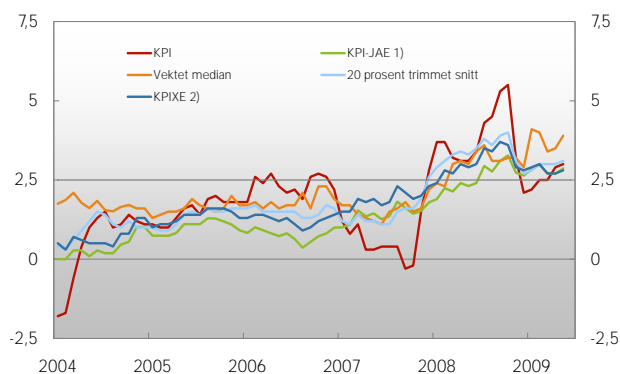
En indikator for inflasjonsforventningene blant aktørene i finansmarkedene kan avledes fra utviklingen i langsiktige terminrentedifferanser mellom Norge og euroområdet. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge vil denne differansen normalt ligge i området ½ – 1 prosentenheter, avhengig av risikopremiene i obligasjonsmarkedet. Differansen har de siste månedene igjen stabilisert seg i dette leiet, etter å ha svingt en del i fjor høst og i vinter, se figur 1.12.

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, se figur 1.13. Den underliggende prisveksten steg gjennom fjoråret og nådde en topp i september. Prisveksten har siden falt, og det er utsikter til at inflasjonen nokså raskt vil falle under 2,5 prosent.

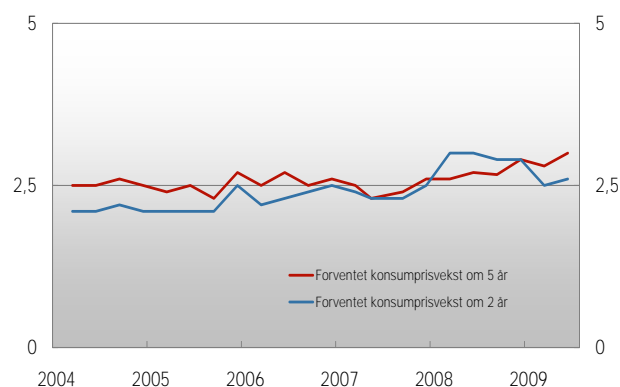
Styrringsrenten er blitt satt kraftig ned for å motvirke at inflasjonen faller for langt under målet og for å dempe utslagene av den internasjonale lavkonjunkturen på norsk økonomi. Fram mot forrige pengepolitiske rapport som ble lagt fram i mars, hadde utviklingen ute og utsiktene for norsk økonomi forverret seg ytterligere, og vår prog-

Figur 1.10 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2009



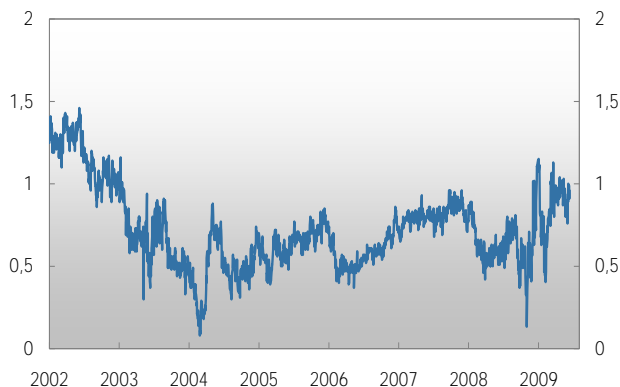
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.
Se *Staff Memo* 2008/7 og *Staff Memo* 2009/3 fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2009



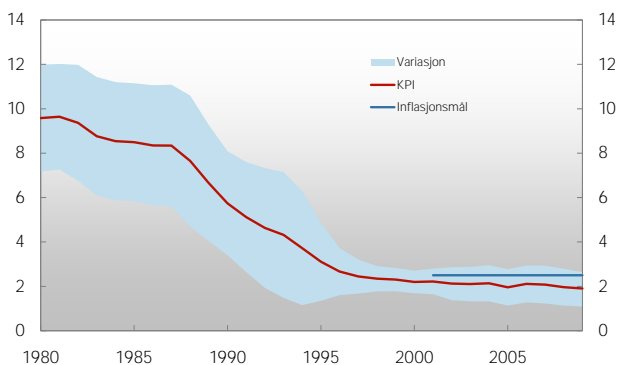
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og eksperter i finansnæringen og academia
Kilder: TNS Gallup og Perduco

Figur 1.12 Differansen mellom langsiktige terminrenter i Norge og euroområdet¹⁾. Prosentenheter. 1. januar 2002 – 11. juni 2009



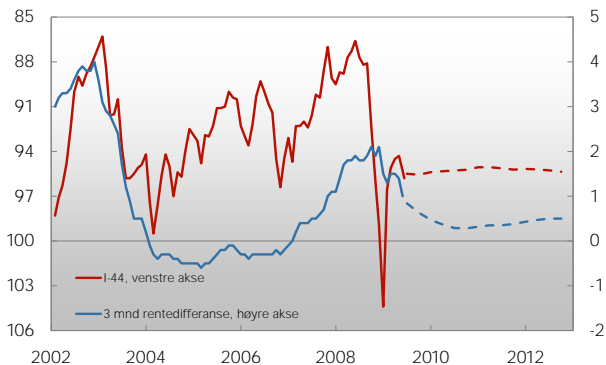
1) Femårs terminrenter om fem år
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.13 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI. Prosent. 1980 – 2009³⁾



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

Figur 1.14 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge og hos handelspartnerne¹⁾, og importveid valutakurs (I-44)²⁾. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2002 – desember 2012



- 1) Differansen mellom pengemarkedsrenten i referansebanen og et vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnerne i tidsrommet 5. – 11. juni 2009
 - 2) Stigende kurve betyr sterkere kronekurs
- Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

nose for renten ble nedjustert. Våre analyser tilsa da at styringsrenten gradvis kunne settes ned mot 1 prosent i andre halvår av 2009.

Det er fortsatt utsikter til ytterligere fall i produksjonen ute. Særlig i Europa og Japan ser det ut til at lavkonjunkturen kan bli dypere enn vi tidligere har lagt til grunn. Vi anslår nå et fall i aktiviteten hos våre handelspartnere på 4 prosent inneværende år. Det vil trolig ta tid før veksten ute tar seg opp igjen, men risikoen for en vedvarende nedgang i industrilandene kan ha avtatt noe.

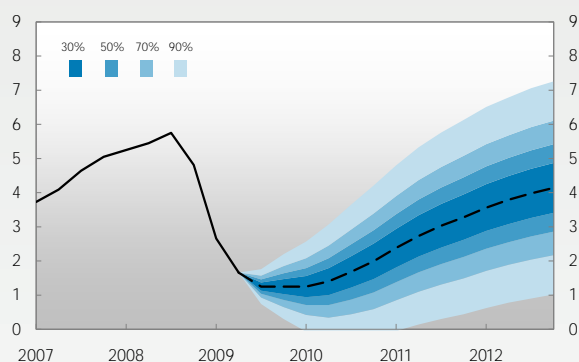
Den lave aktiviteten ute fører til et markert fall i norsk eksport. Det gir ringvirkninger til andre deler av norsk næringsliv, og investeringene i bedriftene kan komme til å falle mye. Bedriftene i det regionale nettverket bekrefter at nivået på planlagte investeringer fortsetter å falle. Samtidig ser det ut til at oljeinvesteringene holder seg bedre oppe enn ventet. Sysselsettingen har så langt holdt seg oppe, og arbeidsledigheten har ikke steget fullt så mye som vi har anslått. Boligprisene og aksjekursene har steget, og husholdningene får lettere lån enn i fjor høst. Det er utsikter til at husholdningenes etterspørsel tar seg opp utover høsten. Samlet ser det ut til at kapasitetsutnyttningen kan falle noe mindre enn anslått i forrige rapport. Usikkerheten om utviklingen fremover er fortsatt stor.

De underliggende drivkreftene for prisveksten er ikke vesentlig endret siden mars. Inflasjonen vil dempes av lavere kapasitetsutnyttning her hjemme. Lønnsveksten er på vei ned. Svakere inntjening i bedriftene og høyere arbeidsledighet vil trolig føre til at lønnstilleggene ute i bedriftene blir lave også neste år. Samtidig anslår vi at veksten i produktiviteten tiltar etter hvert som bedriftene får tilpasset sin arbeidsstokk til etterspørselen. Det vil kunne redusere veksten i bedriftenes kostnader.

Prisstigningen ute avtar noe mer enn ventet. Med svake vekstutsikter og lav kapasitetsutnyttning anslår vi lav prisvekst ute i årene fremover. Vi tar utgangspunkt i at kronen holder seg relativt stabil, se figur 1.14.

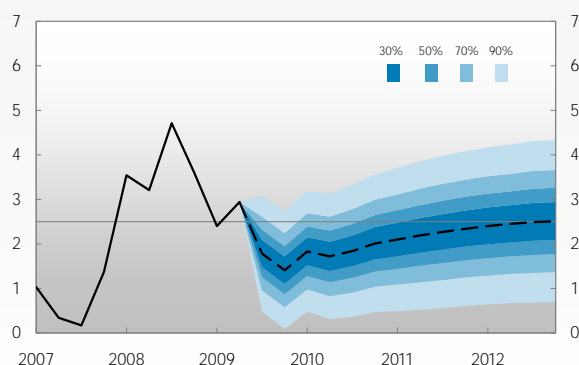
For å dempe nedgangen i aktiviteten og motvirke at inflasjonen faller for langt under målet kan det være riktig å sette styringsrenten ytterligere noe ned. På den annen

Figur 1.15a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



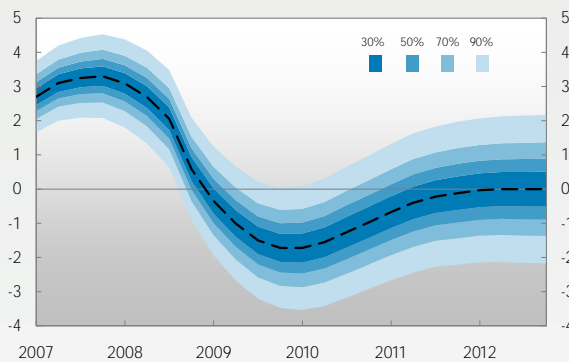
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



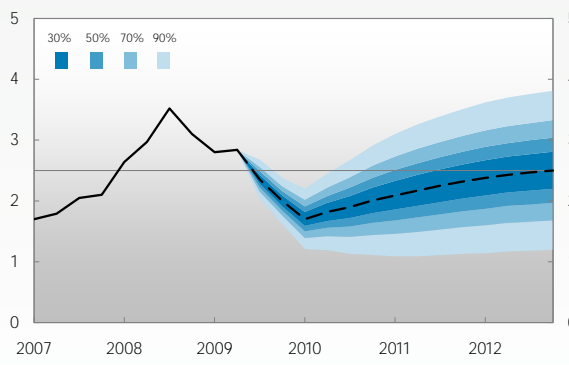
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15b Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

Figur 1.15d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



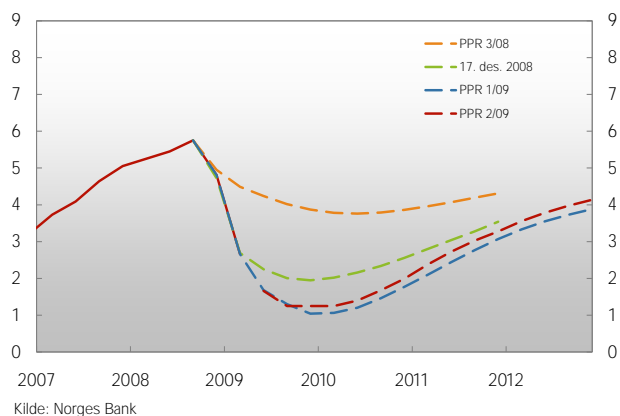
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se *Staff Memo 2008/7* og *Staff Memo 2009/3* fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

side er styringsrenten allerede satt ned mye, og påslagene i pengemarkedet har avtatt siden mars. Vi har liten erfaring med hvordan renten virker på så lave nivåer.

Ordningen med bytte av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) mot statspapirer har i vesentlig grad bidratt til å sikre bankene langsiktig finansiering. Etter hvert som situasjonen i penge- og kredittmarkedene blir lettere, og bankene har kunnet øke kjernekapitalen ved tilførsel fra Statens finansfond, vil det være riktig gradvis å justere minsteprisen i bytteordningen. Bankene kan da i økende grad igjen ta i bruk finansieringskildene i penge- og obligasjonsmarkedene.

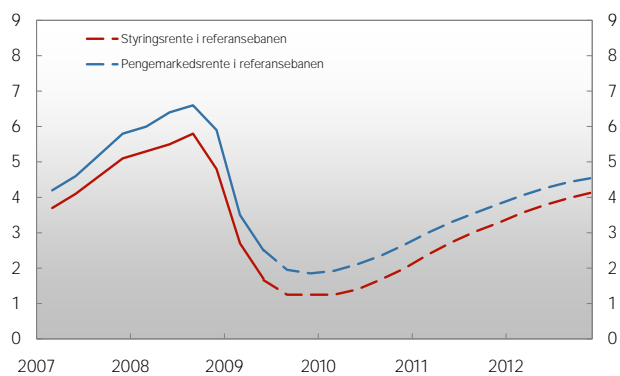
Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten kan bli liggende nær 1 prosent en tid fremover, se figur 1.15 a-d. Det er om lag den samme utviklingen for styringsrenten som ble skissert i forrige pengepolitiske rapport, se figur 1.16 og egen ramme på side 20. Trolig vil rentene i pengemarkedet falle noe mer fram mot årsskiftet, etter hvert som påslagene i markedsrentene reduseres, se figur 1.8 og 1.17. Bankenes behov for inntjening, konkurransen om innskudd og utviklingen i kostnadene ved finansiering av utlån tilsier at verken bankenes innskuddsrenter eller utlånsrenter vil gå ned like mye som rentene i pengemarkedet. Derimot vil fallet i rentene i pengemarkedet kunne få gjennomslag i kostnaden på kortsiktig finansiering til næringslivet.

Figur 1.16 Styringsrenten i referansebanen i PPR 3/08, 17. desember 2008, PPR 1/09 og PPR 2/09. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



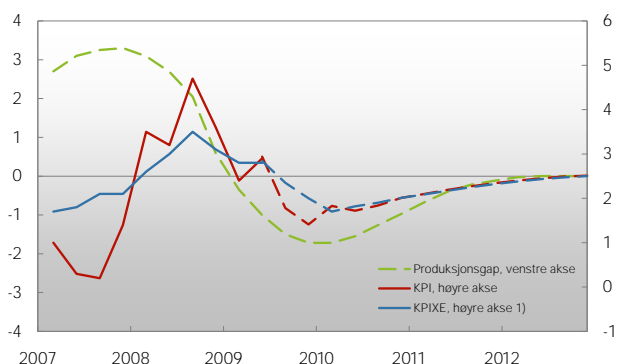
Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Styringsrente og tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

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



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se *Staff Memo 2008/1* og *Staff Memo 2009/3* fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene tilsier at BNP for Fastlands-Norge kan begynne å vokse igjen fra og med andre halvår i år. Veksten i etterspørselen blir drevet av sterk vekst i offentlige utgifter og en oppgang i privat konsum som følge av lave renter, vekst i reallønningene og økte overføringer fra staten. Etter flere år med høyt konsum og store gjeldsoptak har husholdningenes gjeld kommet opp på et høyt nivå. Nå avtar gjeldsveksten. Spareraten har økt betydelig så langt i 2009. Vi venter at husholdningenes nedbelåning stanser opp mot slutten av inneværende år. Lave renter reduserer rentebetalingene for husholdninger med gjeld og øker deres disponible inntekt. Tilgangen til mellomfinansiering av boligkjøp er blitt lettere. Det har bidratt til å stabilisere boligprisene. En lav styringsrente gjør det også lettere for bedriftene å betjene gjeld. Det bidrar til å begrense antallet konkurser.

Det vil trolig ta tid før veksten tar seg opp i deler av næringslivet. Nedgangen i norsk eksport vil vare en stund fremover, og lavere priser på en del av våre eksportvarer vil fortsatt presse lønnsomheten. Vanskelige finansieringsforhold og lavere kapasitetsutnyttning som følge av svak innenlandsk og utenlandsk etterspørsel vil trolig føre til at bedriftsinvesteringene faller markert i 2009. Deretter venter vi at lavere utlånsrenter, finanspolitiske tiltak og de ulike tiltakene rettet mot banksektoren etter hvert vil bidra til å dempe fallet i investeringene inn i 2010.

Lønnsveksten ser ut til å komme ned mot 4 prosent i år. Svak lønnsomhet i bedriftene og økende arbeidsledighet utover høsten kan føre til at lønnsveksten faller til noe under 4 prosent neste år. Selv om det er utsikter til vekst i den samlede produksjonen fra andre halvår i år, vil arbeidsledigheten fortsette å stige en stund fremover. Vi venter at arbeidsledigheten målt ved AKU vil nå en topp på rundt 4½ prosent i løpet av første halvår 2010. Først mot slutten av prognoseperioden kan økt kapasitetsutnyttning og en nedgang i arbeidsledigheten bidra til at lønnsveksten tar seg noe opp igjen. Prisveksten ventes å falle til noe over 1½ prosent i løpet av 2010, før den gradvis tar seg opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden, se figur 1.18.

Norges Bank har gjennom en årrekke lagt vekt på å forankre inflasjonsforventningene til inflasjonsmålet, være forutsigbar og ha et gjenkjennelig handlingsmønster. Det styrker tilliten til at inflasjonen vil holde seg nær målet, som er en forutsetning for at pengepolitikken skal kunne bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen. I flere land er inflasjonen nå svært lav, og det er utsikter til at den vil avta ytterligere. Det fører til at realrentene holder seg oppe, selv om styringsrentene er lave. Da blir pengepolitikken mindre effektiv.

Den internasjonale lavkonjunkturen fører til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi blir lavere enn normalt i en periode. Samtidig kan prisveksten midlertidig komme under 2,5 prosent. Utsiktene for norsk økonomi er likevel vesentlig bedre enn for de fleste andre industrilandene. Aktiviteten vil trolig ta seg raskere opp igjen, og inflasjonen vil kunne holde seg noe høyere og nærmere målet enn i mange andre land.

Anslagene er usikre. Prognosen for renten vurderes derfor i lys av enkle regler 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 at eventuelle endringer i rentenivået til våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. I beregningene har vi tatt hensyn til de faktiske og forventede påslagene i penge-markedsrentene.

De ulike reglene spriker noe med hensyn til hva styringsrenten bør settes til, men indikerer en styringsrente i andre halvår på 2 – 3 prosent, se figur 1.19. Selv om slike enkle regler kan være mer robuste, kan det argumenteres for at de reagerer for lite når etterspørselen faller. I dag er det i hovedsak en kraftig negativ impuls fra lavere etterspørsel ute som har rammet norsk økonomi. Det kan derfor være grunner til å avvike fra slike regler i dagens situasjon. På den annen side vil pengepolitikken kunne være mer robust hvis prognosen for renten ikke ligger for langt unna det de enkle reglene indikerer. Dette hensynet er tillagt en viss vekt.

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.

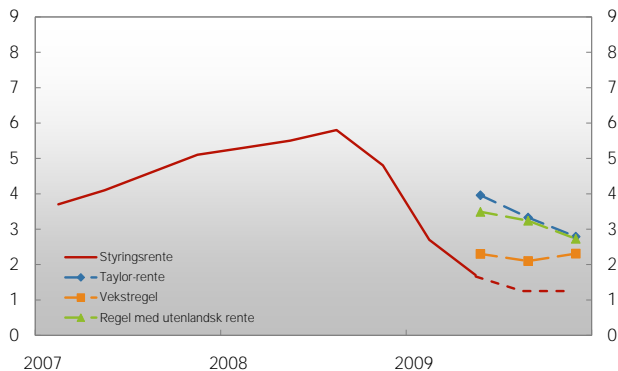
I avveilingen tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronekursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon. Under forutsetning av at kriteriene over er oppfylt, er følgende tilleggskriterier til nytte:

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.

Figur 1.19 Styringsrente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2009



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

Norges Bank har beregnet en enkel renteregulering basert på bankens tidligere rentesetting. I regelen inngår utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Denne regelen angir et intervall for styringsrenten. Styringsrenten ligger nå høyt i dette intervallet, se figur 1.20.

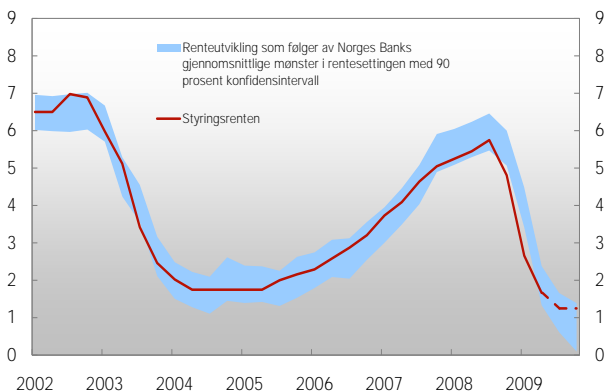
Terminrentene i pengemarkedet er en annen kryssjekk for renteprognozen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter en noe raskere oppgang i rentene i pengemarkedet enn vi nå anslår, se figur 1.21.

Usikkerhet i anslagene

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

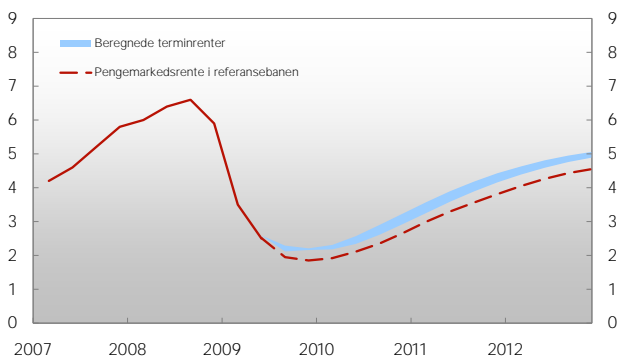
Usikkerheten i anslagene illustreres med vifter, se figur 1.15a-d. Bredden på viftene er basert på forstyrrelser som har funnet sted tidligere, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.¹

Figur 1.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen¹⁾. Prosent. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2009



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 1.21 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 5. - 11. juni 2009. Kilde: Norges Bank

Vi anslår nå at aktiviteten i økonomien vil ta seg opp mot slutten av inneværende år. For den delen av norsk næringsliv som rammes hardest av lavere etterspørsel ute, vil nedgangen i aktiviteten trolig bli noe dypere og mer langvarig. Samlet vil trolig norsk økonomi kunne klare seg noe bedre gjennom lavkonjunkturen enn de fleste av våre handelspartnere, se figur 1.22. Statsfinans-

¹ En nærmere gjennomgang av usikkerhetsviftene er gitt i Inflasjonsrapport 3/05. Fordi foliorenten i praksis har en nedre grense nær null, har vi som en teknisk forutsetning satt de utfallene som i den vanlige symmetriske fordelingen ville gitt negative verdier, til null. Teknisk sett blir dermed forventningsverdien for renten marginalt høyere enn renteprognozen, som kan tolkes som medianen i fordelingen.

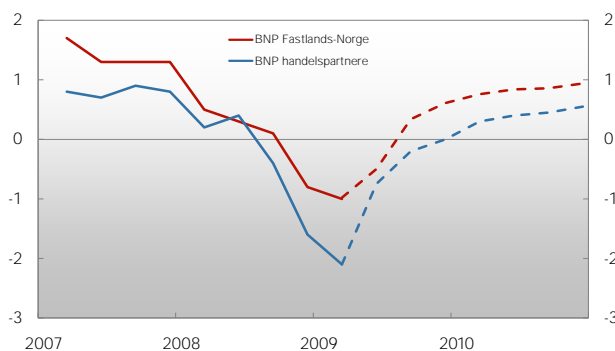
ene i Norge er solide. Det kan gjøre at de finanspolitiske tiltakene virker mer effektivt enn i mange andre land. I land med høy gjeld vil virkningene av en ekspansiv finanspolitikk bli dempet av forventninger om økte skatter eller lavere overføringer i fremtiden. I tillegg har reduksjoner i styringsrenten i Norge trolig større virkning på husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester fordi flertallet eier sin egen bolig og har belånt den til flytende rente. Samtidig bidrar oljesektoren nå til å stabilisere samlet etterspørsel. Så lenge oljeprisen holder seg rundt de nivåene vi har i dag, 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 etter hvert bedrer seg og at veksten hos våre handelspartnere begynner å ta seg opp i 2010. Skulle lavkonjunkturen ute bli dypere og vare lenger enn vi ser for oss, vil aktiviteten i eksportnæringene i Norge reduseres mer enn vi nå anslår og inflasjonen bli enda lavere.

I figurene 1.23a-c (røde linjer) illustreres en utvikling der lavkonjunkturen ute blir dypere, varer lenger, og får større virkninger for norsk økonomi enn anslått. Det vil da være riktig å ha en lavere rente for å stimulere norsk økonomi slik at inflasjonen ikke blir for lav. Erfaringsmessig øker bankenes utlånsmarginer når rentenivået blir lavt, mens bankenes innskuddsmarginer avtar. Det vil trolig skje med større styrke jo lavere styringsrenten er. Effekten på bankenes utlånsrenter av en kraftig nedgang i styringsrenten kan derfor være begrenset. En styringsrente nær null vil trolig i første rekke få virkning via en svakere krone.

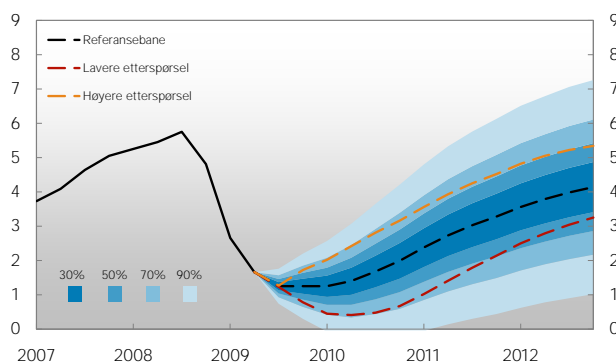
Skulle vekstutsiktene for verdensøkonomien igjen forverre seg kan oljeprisen falle markert. Det vil kunne føre til et betydelig fall i oljeinvesteringene og få konsekvenser også for øvrige deler av norsk økonomi. Nedgangen her hjemme vil da kunne bli enda kraftigere og vare lenger enn illustrert i eksempelet ovenfor. Det vil bidra til å trekke inflasjonen mer ned. 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 høyere inflasjon. Lavere oljepris vil svekke vekstutsiktene, men

Figur 1.22 Faktisk og forventet BNP for Fastlands-Norge og handelspartnere
Vekst fra forrige kvartal. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2010



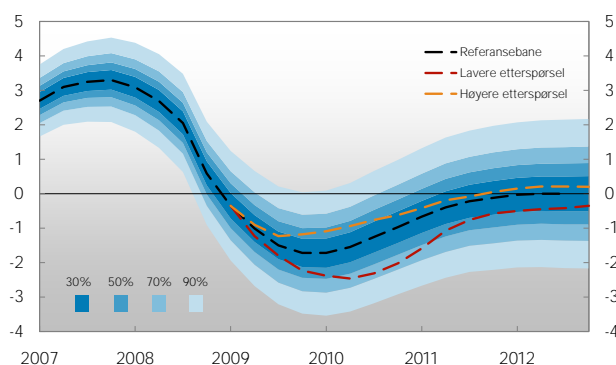
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.23a Styringsrenten i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



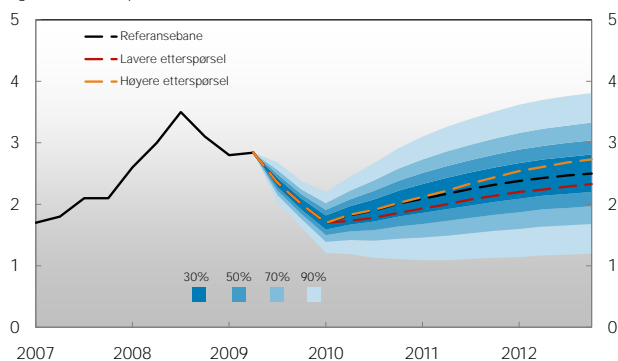
Kilde: Norges Bank

Figur 1.23b Produksjonsgapet i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

Figur 1.23c KPIXE¹⁾ i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se *Staff Memo 2008/17* og *Staff Memo 2009/3* fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

den samlede virkningen på inflasjonen av et markert fall i oljeprisen og en svakere krone er ikke entydig.

Vi venter at husholdningenes konsum vil ta seg opp i løpet av høsten. Nedgangen i kredittveksten til husholdningene har stoppet opp, og boligprisene har økt så langt i år. Det kan være et signal om økt optimisme blant husholdningene. Vi kan ikke utelukke at konsumet tar seg raskere opp enn anslått og at husholdningssektoren låner mer enn vi ser for oss. Etterspørselen og produksjonen vil da bli høyere og lønns- og prisveksten sterkere enn vi legger til grunn, se egen ramme om husholdningenes tilpasning på side 40.

I figurene 1.23a-c (gule linjer) illustreres virkningene av at veksten i norsk økonomi blir sterkere enn ventet og at ledigheten blir lavere enn anslått. Renten vil i så fall bli liggende høyere enn vi nå ser for oss. Det vil bidra til å stabilisere pris- og kostnadsveksten slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent.

Endringer i anslagene fra pengepolitisk rapport 1/09

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er om lag den samme som i Pengepolitisk rapport 1/09, se figur 1. Endringene i anslagene på andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1. Anslagene er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og vår oppfatning om økonomiens virkemåte.

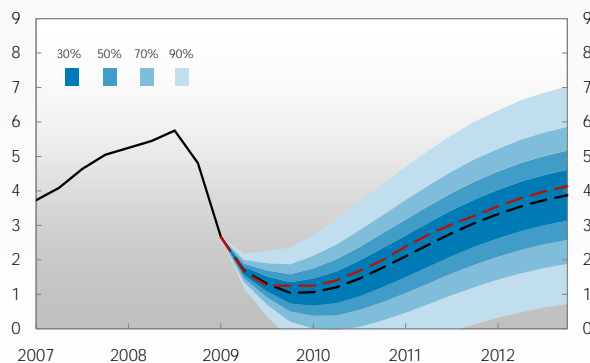
I figur 2 har vi beregningsteknisk forsøkt å illustrere hvordan ulike nyheter og skjønsmessige vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen. Beregningen gir et inntrykk av hvordan ulike faktorer har slått ut i prognosen for renten gjennom sin virkning på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Aktiviteten hos våre handelspartnere falt mer enn ventet i første kvartal, og det er utsikter til ytterligere fall i produksjonen fremover. Lavere etterspørsel fra utlandet kan føre til et større fall i norsk eksport enn tidligere antatt. Det vil i så fall gi ytterligere ringvirkninger til andre deler av norsk næringsliv og trekker isolert sett i retning av en lavere styringsrente på kort sikt. På den andre siden har langsiktige renter ute steget. Det trekker isolert sett i retning av en noe høyere rente også her hjemme mot slutten av prognoseperioden.

Påslagene i de norske pengemarkedsrentene er nå lavere enn ved forrige rapport og forventes å avta gradvis fremover og nå et normalt nivå noe raskere enn anslått i PPR 1/09. Dette trekker i retning av en noe høyere styringsrente.

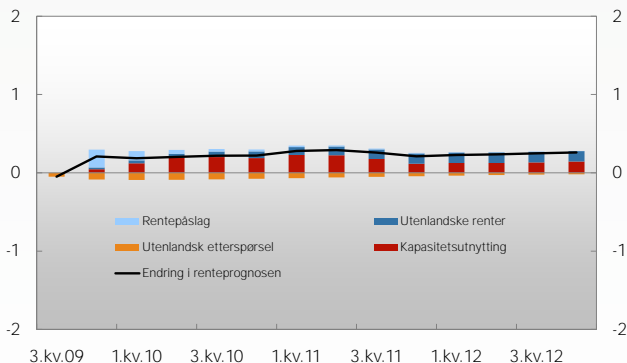
Sysselsettingen har så langt i konjunkturedgangen holdt seg bedre oppe, og arbeidsledigheten har økt mindre enn ventet. Timeverkene har falt mer i tråd med produksjonsutviklingen. Vi forventer at arbeidsledigheten vil øke utover høsten og vinteren, om lag på linje med det vi så for oss i forrige rapport. Oljeinvesteringene ser ut til å holde seg bedre oppe enn ventet. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi kan trolig falle noe mindre enn tidligere anslått. Dette trekker i retning av en noe høyere styringsrente.

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



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 1/09. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2009 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

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

	2009	2010	2011	2012
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	-1¼ (0)	2¾ (-¼)	4½ (-½)	3¼ (-¼)
BNP Fastlands-Norge	-1½ (-½)	2½ (0)	3½ (-¼)	3 (0)
Sysselsetting, personer	-½ (1)	-½ (-¼)	¾ (-¼)	1 (¼)
AKU-ledighet (rate)	3½ (-¾)	4½ (-¼)	4 (-¼)	3¾ (0)
KPIXE ¹⁾	2½ (0)	1¾ (0)	2¼ (¼)	2½ (0)
KPI-JAE	2½ (0)	1¾ (-¼)	2¼ (0)	2½ (0)
KPI	2¼ (¼)	1¾ (-¼)	2¼ (0)	2½ (0)
Årslønn	4 (0)	3¾ (0)	4¼ (0)	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 en nærmere beskrivelse av KPIXE.

Kilde: Norges Bank

Oppsummering

Nedgangen i verdensøkonomien fortsetter. I Europa og Japan ser det ut til at lavkonjunkturen blir dypere enn tidligere antatt, men fallet i aktiviteten i industrilandene avtar i styrke. Samtidig er det enkelte tegn til ny vekst i Kina og andre fremvoksende økonomier. Prisveksten ute avtar, men oljeprisen og andre råvarepriser har steget. Mange land har satt ned styringsrentene til svært lave nivåer for å dempe utslagene av krisen. Offentlige myndigheter verden over fortsetter med tiltak for å øke etterspørselen etter varer og tjenester, bedre bankenes soliditet og få kredittmarkedene til å fungere bedre. Det er økt optimisme og risikovilje i finansmarkedene.

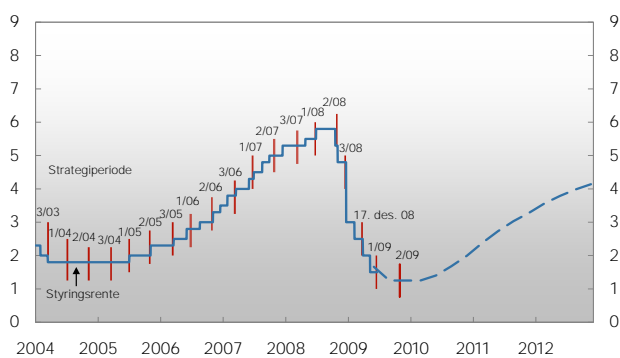
Produksjonen i norsk økonomi har falt hittil i år. Lavere aktivitet ute kan føre til et større fall i norsk eksport enn tidligere antatt. Det vil i så fall gi ytterligere ringvirkninger for andre deler av norsk næringsliv. Samtidig ser oljeinvesteringene ut til å holde seg bedre oppe enn ventet. Arbeidsledigheten har steget, men mindre enn anslått. Boligprisene og aksjekursene har steget, og husholdningene får lettere lån enn i fjor høst. Kapasitetsutnyttningen kan trolig falle noe mindre enn anslått i forrige rapport.

Samlet har prisveksten vært om lag som ventet, og de underliggende drivkreftene er ikke vesentlig endret. Det er utsikter til at prisveksten vil avta raskt og en tid ligge under 2,5 prosent. Lavere prisstigning ute og lavere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi vil bidra til å dempe prisveksten fremover.

For å dempe nedgangen i aktiviteten og motvirke at inflasjonen faller for langt under målet kan det være riktig å sette styringsrenten ytterligere noe ned. På den annen side er allerede styringsrenten satt ned mye, og påslagene i pengemarkedet har avtatt siden mars. Vi har liten erfaring med hvordan renten virker på så lave nivåer.

Ordringen med bytte av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) mot statspapirer har i vesentlig grad bidratt til å sikre bankene langsiktig finansiering. Etter hvert som situasjonen i penge- og kredittmarkedene blir lettere, og bankene har kunnet øke kjernekapitalen ved tilførsel fra Statens finansfond, vil det være riktig gradvis å justere

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



1) Hovedstyrets beslutning 17. juni 2009 er ikke innarbeidet
Kilde: Norges Bank

minsteprisen i bytteordningen. Bankene kan da i økende grad igjen ta i bruk finansieringskildene i penge- og obligasjonsmarkedene.

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. Et hurtigere konjunkturomslag eller en svakere krone kan på den ene siden gi høyere inflasjon enn anslått. På den andre siden kan inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår hvis kronen styrker seg markert eller lavkonjunkturen ute blir enda dypere og mer langvarig enn ventet.

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 kan bli liggende nær 1 prosent en tid fremover, se figur 1.24.

Hovedstyrets strategi

Styringsrenten bør ligge i intervallet $\frac{3}{4}$ – $1\frac{3}{4}$ prosent fram til neste rapport legges fram 28. oktober med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Etter hvert som situasjonen i penge- og kredittmarkedene blir lettere og bankene har kunnet øke kjernekapitalen ved tilførsel fra Statens finansfond, vil det være riktig gradvis å justere minsteprisen i bytteordningen.

Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner

Stortinget ga 24. oktober 2008 Finansdepartementet fullmakt til å iverksette en ordning der staten og bankene bytter statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Maksimalt omfang av ordningen ble satt til 350 milliarder kroner. Norges Bank administrerer ordningen på vegne av Finansdepartementet.

Bytteordningen ble utformet med sikte på å bedre bankenes muligheter til langsiktig finansiering, samt bidra til å redusere problemene i pengemarkedet. Tiltaket bidrar også til å lette omfordelingen av likviditet i markedet fordi bankene kan selge statspapirene eller få direkte innlån mot at statspapirene blir stilt som sikkerhet. I tillegg kan ordningen bidra til at et marked for sikrede lån i norske kroner utvikler seg over tid. Liknende ordninger ble etablert i flere land høsten 2008.

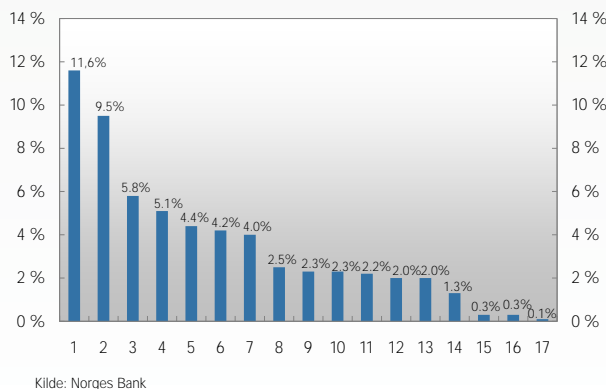
I utgangspunktet var bare banker omfattet av ordningen, og den lengste varigheten på bytteavtalene som ble tilbudt var tre år. Siden er ordningen utvidet til å omfatte bankeide kredittforetak og maksimal varighet er utvidet til fem år.

Ordningen har fungert godt og etter sin hensikt. Det er blitt avholdt 14 auksjoner, som regel hver annen uke. 22 institusjoner har til nå inngått avtale med Finansdepartementet og kan delta i ordningen. Totalt har Norges Bank tildelt statspapirer for i overkant av 132 milliarder kroner til 15 banker og 2 kredittforetak. De største brukerne av ordningen har inngått bytteavtaler for om lag 10 prosent av sin forvaltningskapital, se figur 1. Om lag 90 prosent av tildelingene har vært i den lengste varigheten som til enhver tid har blitt tilbudt. Med samme hyppighet og omfang som i første halvår, kan byttlån i størrelse 100-130

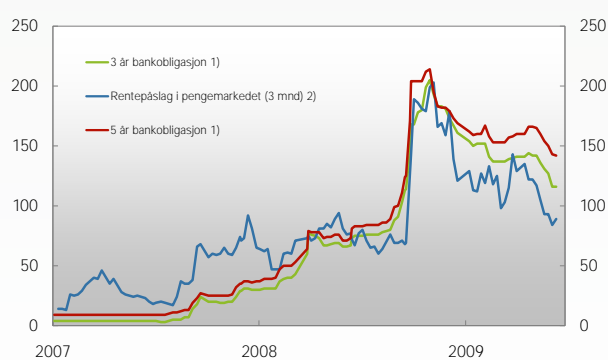
milliarder kroner bli auksjonert ut i resten av 2009.

Bytteordningen har lettet bankenes finansieringssituasjon, og de norske pengemarkedsrentene falt kraftig etter at ordningen trådte i kraft. Det er vanskelig å kvantifisere virkningene av bytteordningen på pengemarkedet generelt og påslagene spesielt. Påslagene i det norske pengemarkedet har i stor grad variert med påslagene i tilsvarende markeder i andre valutaer. Det er likevel liten tvil om at annonseringen av den norske bytteordningen og andre internasjonale tiltak for å stabilisere finansmarkedene har bidratt til å fjerne mye av usikkerheten i markedene og således redusere risikopåslagene, se figur 2. Ordningen har også bidratt til at presset på sertifikat- og obligasjonsmarkedene er redusert. Påslagene på bankobligasjoner har gått ned om lag i takt med påslagene i pengemarkedet.

Figur 1 Tildeling per bank i bytteordningen. I prosent av forvaltningskapital



Figur 2 Rentepåslag på bankobligasjoner og tremåneders pengemarkedsrente. Basispunkter. Uke 1 2007 – uke 24 2009



1) Påslag på obligasjoner over swaprente
2) Norges Banks anslag
Kilder: DnB NOR Markets, Thomson Reuters og Norges Bank

Norges Banks utlånsundersøkelse tyder på at bytteordningen i neste omgang først og fremst har påvirket vilkårene for boliglån til husholdningene.

Aktiviteten i de internasjonale obligasjonsmarkedene har tatt seg noe opp. Selv om påslagene i OMF-markedet har falt noe, er vilkårene bankene kan oppnå ved å selge OMF i markedet fortsatt dårligere enn vilkårene i bytteordningen. I det norske markedet prises OMF med fem års løpetid for tiden indikativt fra 50 til 80 basispunkter over swaprenter. Det er usikkert i hvilket omfang det skjer omsetning til disse prisene. Prisingen av OMF-liknende lån i euromarkedet, såkalte covered bonds, indikerer rentepåslag på rundt 100 basispunkter.

I bytteordningen fastsetter Norges Bank foran hver auksjon en minstepris som er knyttet til pengemarkedsrentene (NIBOR).

Nedre grense for minsteprisen er satt til effektiv statskasservekselrente pluss 40 basispunkter. Minsteprisen ble fastsatt med utgangspunkt i de normale prisene i OMF-markedet før uroen i finansmarkedene startet.

Hittil i ordningen er minsteprisen fastsatt til NIBOR minus 20 basispunkter. Med unntak for beskjedne beløp ved et par avtaler er minsteprisen blitt gjeldende avtalt pris ved samtlige auksjoner.

Etter hvert som situasjonen i penge- og kredittmarkedene blir lettere og bankene har kunnet øke kjernekapitalen ved tilførsel fra Statens finansfond, vil det være riktig gradvis å justere minsteprisen i bytteordningen. Bankene kan da i økende grad igjen ta i bruk finansieringskildene i penge- og obligasjonsmarkedene.

Strukturell likviditet

Den samlede likviditeten i bank-systemet er til enhver tid lik summen av bankenes innskudd på foliokonto i Norges Bank. Renten på disse innskuddene er styringsrenten, som danner et gulv for rentene i det norske pengemarkedet. Norges Bank styrer likviditeten i banksystemet ved å auksjonere ut F-lån eller F-innskudd til bankene. Hittil har bankene normalt hatt behov for tilførsel av likviditet. Slik tilførsel skjer ved at Norges Bank auksjonerer ut F-lån mot sikkerhet i godkjente verdipapirer. Rentene på kortsiktige F-lån (opp til 6 ukers løpetid) vil normalt ligge rett over styringsrenten.

Bankenes behov for tilførsel av likviditet avhenger av den underliggende strukturelle likviditeten i banksystemet. Den strukturelle likviditeten påvirkes av inn- og utbetalinger til og fra statens konto i Norges Bank. Når staten betaler ut penger i forbindelse med kjøp

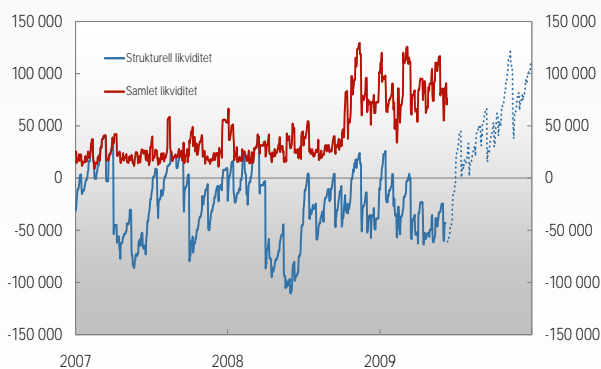
av varer og tjenester, overføringer eller lån, øker den strukturelle likviditeten. Det er fordi utbetalingene fra staten ender opp som innskudd i banksystemet. Innbetalinger til staten virker motsatt. Når staten krever inn skatter og avgifter eller tar opp lån, reduseres den strukturelle likviditeten i banksystemet. Når staten har større inntekter enn utgifter, eller øker sin nettogjeld, trekkes det inn likviditet fra banksystemet. Over tid motvirkes inndragningen som skyldes statens overskudd. Overskuddet veksles om til valuta og overføres til Statens pensjonsfond – Utland. Gjennom valutakjøpene føres kronelikviditeten tilbake til banksystemet. Netto inndragning som skyldes kapitaltransaksjoner blir derimot ikke motvirket gjennom valutakjøpene.

Figur 1 viser utviklingen i den samlede likviditeten og den strukturelle likviditeten i banksystemet.

Forskjellen mellom de to kurvene viser tilførselen fra Norges Bank. Det fremgår at Norges Bank har tilført vesentlig mer likviditet under og etter krisen i fjor høst enn det som var vanlig tidligere. Omfordelingen av likviditet mellom bankene sviktet. De enkelte bankene forsøkte å gardere seg mot motparts- og oppgjørsrisiko ved å øke sin overskuddslikviditet på konto i Norges Bank.

Den strukturelle likviditeten i banksystemet er anslått å bli langt høyere i 2009 enn den har vært de siste årene. I 2008 var den strukturelle likviditeten i banksystemet i gjennomsnitt minus 30 milliarder kroner, mens den anslås å komme opp mot 100 milliarder mot slutten av 2009. Økningen skyldes først og fremst at Statens obligasjonsfond og Statens finansfond i hovedsak antas å finansiere sine transaksjoner ved at staten trekker ned sitt innskudd i Norges Bank. Siden dette

Figur 1 Utviklingen i strukturell og samlet likviditet.
Millioner kroner. 1. januar 2007 – 11. juni 2009



Kilde: Norges Bank

er kapitaltransaksjoner blir de ikke motvirket gjennom reduserte valutakjøp.

Prognosen for 2009 i figur 1 er basert på at fondenes samlede ramme på 100 milliarder utnyttes fullt ut. Det er usikkert, både som følge av at utnyttelsen kan bli mindre enn forutsatt og fordi tidspunkt for utbetalinger ikke er kjent. Det er likevel overveiende sannsynlig at den strukturelle likviditeten i banksystemet vil bli positiv i løpet av andre halvår i år. Norges Bank vil som før gjennomføre markedsoperasjoner for å tilpasse den samlede likviditeten i banksystemet.

Med positiv strukturell likviditet vil kildene for bankenes likviditetsoverskudd vris bort fra lån fra Norges Bank og over mot innskudd fra publikum. Dette vil også påvirke sammensetningen av bankenes balanse og frigjøre verdipapirer de ellers måtte ha brukt som

sikkerhet for lån i Norges Bank. Bankenes innskuddsdekning vil gå opp, samtidig som deres behov for likviditetstilførsel reduseres. Det vil også kunne bidra til å dempe behovet for kortsiktig finansiering i pengemarkedet.

2 Nærmere om anslagene

Internasjonal økonomi

Vi anslår nå et fall i den økonomiske aktiviteten hos våre handelspartnere på 4 prosent i 2009 og en vekst på $\frac{3}{4}$ prosent i 2010, se tabell 2.1.

Fallet i aktiviteten i verdensøkonomien fortsatte i første kvartal, og med større styrke enn vi anslo i PPR 1/09. Dette har bidratt til å trekke ned vekstanslagene våre for 2009. Kapasitetsutnyttningen i industrilandene er på historisk lave nivåer, se figur 2.1. Ifølge statistikk for privat konsum, internasjonal handel og industriproduksjon som har kommet utover våren, er fallet i aktiviteten i ferd med å avta om lag som ventet i forrige rapport. Utviklingen i tillitsindikatorer for både industri-, tjeneste- og husholdningssektoren tyder på at fallet i aktivitet fortsatt vil avta de nærmeste månedene, se figur 2.2. Siden forrige rapport er viljen til å ta risiko i finansmarkedene økt, tilgang på kreditt er bedret og rentene har falt. Prisen på flere råvarer har økt.

Den kraftige konjunkturavmattingen vil trolig føre til at banker og andre finansinstitusjoner i flere land fortsatt må bokføre store tap som følge av økt arbeidsledighet og flere foretakskonkurser. Det vil redusere bankenes evne og vilje til å yte kreditt. Det er også trolig behov for gjeldsnedbygging i både privat og offentlig sektor i en rekke land. Få om noen land kan regne med store bidrag fra eksport de nærmeste årene fordi det er lavkonjunktur i så godt som alle land. Risikoen for nye tilbakeslag i både finans- og boligmarkeder og realøkonomi hos våre handelspartnere er fortsatt stor.

Aktiviteten i industrilandene ventes å ta seg gradvis og forsiktig opp gjennom 2010 og 2011. Det betydelige fallet i husholdningenes formue og fortsatt stigende ledighet vil dempe både konsum og realinvesteringer i privat sektor de nærmeste to årene. I USA venter vi at aktiviteten vil begynne å øke i andre halvår i år. Fortsatt fall i pri-

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

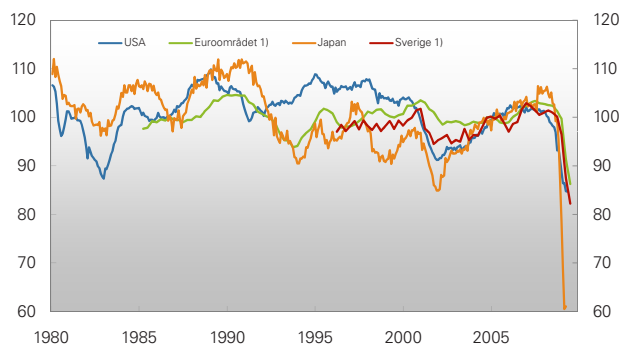
	2009	2010	2011-12 ¹⁾
USA	-3	$\frac{3}{4}$	$2\frac{1}{2}$
Euroområdet	$-4\frac{1}{2}$	0	$2\frac{1}{4}$
Japan	-7	$\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{4}$
Storbritannia	-4	0	$2\frac{1}{4}$
Sverige	$-5\frac{3}{4}$	$\frac{3}{4}$	3
Kina	$7\frac{1}{4}$	$8\frac{1}{4}$	$9\frac{3}{4}$
Norges handelspartnere ²⁾	-4	$\frac{3}{4}$	$2\frac{3}{4}$

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

²⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

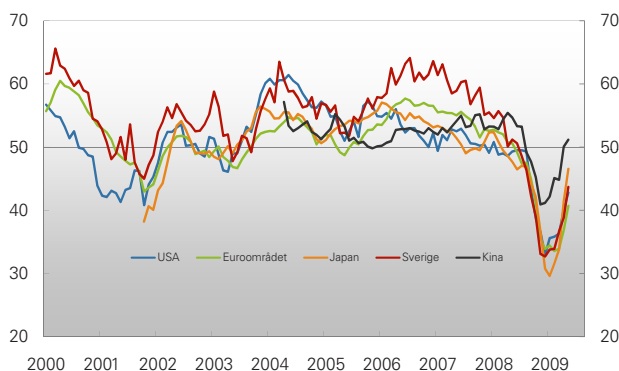
Kilder: Eurostat og Norges Bank

Figur 2.1 Kapasitetsutnyttning i industrien. Sesongjustert indeks. 2005 = 100. Januar 1980 – juni 2009



¹⁾ Omregnet fra kvartalstall
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.2 PMI¹⁾ i industriland og Kina. Indeks. Sesongjustert. Januar 2000 – mai 2009



¹⁾ Industri
Kilde: Thomson Reuters

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

	2009	2010	2011-12 ¹⁾
USA	- 1	¾	1½
Euroområdet ²⁾	¼	1	1¼
Japan	-1¼	-¾	¼
Storbritannia	1¼	1	1¼
Sverige	- ½	¾	1¾
Kina	-¼	1¼	2
Norges handelspartnere ³⁾	¼	1	1½
Oljepris Brent Blend ⁴⁾	61,2	76,3	80,8

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

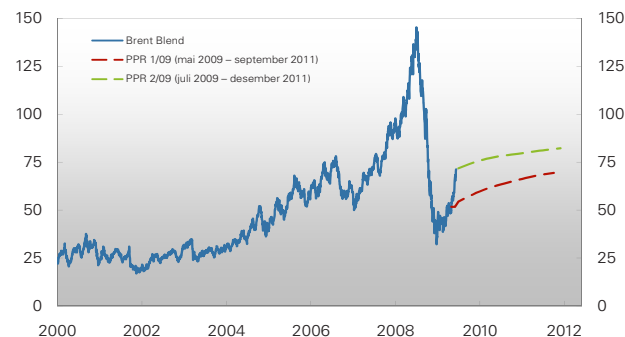
²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

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. 3. januar 2000 – 11. juni 2009. Terminpriser (stiplede linjer) PPR 1/09 og PPR 2/09



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.4 Råvarepriser i dollar. Indeks. 4. januar 2000 = 100. 4. januar 2000 – 11. juni 2009. Terminpriser fra 11. juni 2009 (stiplet linje). Juli 2009 – desember 2011



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

vate realinvesteringer inn i 2010 bidrar til at veksten i Europa først vil komme i gang igjen i løpet av første halvår 2010. Den økonomiske veksten i Kina anslås å holde seg godt oppe fremover. Også andre fremvoksende økonomier, særlig i Asia og Latin-Amerika, vil trolig bidra til positiv vekst i internasjonal handel i løpet av andre halvår 2009.

Vi venter lav vekst i konsumprisene hos våre handelspartnere, se tabell 2.2. Klart lavere kapasitetsutnyttning enn normalt i hele fremskrivingsperioden vil trolig føre til at prisveksten på varer og tjenester utenom mat og energi avtar de nærmeste halvannet til to årene. For konsumprisene samlet venter vi at høyere priser på mat og energi i tråd med terminprisene motvirker prisfallet på andre varer og tjenester.

Oljeprisen har steget med over 20 dollar per fat siden forrige rapport og ligger nå rundt 70 dollar. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se figur 2.3 og tabell 2.2. Gjennomsnittlige terminpriser for 2010 og 2011 er nå om lag 20 dollar høyere enn ved forrige rapport. Økningen i oljeprisen må ses i sammenheng med at OPEC har redusert oljeproduksjonen mye på kort tid. Lysere utsikter for verdensøkonomien og en svakere amerikansk dollar har også bidratt. Men oljelagrene i OECD-landene og ledig produksjonskapasitet i OPEC er fremdeles høye og etterspørselen etter olje svært lav. Skulle utviklingen i verdensøkonomien igjen utvikle seg svakere enn markedsaktørene nå legger til grunn, eller OPECs kvotedisiplin svekkes, kan oljeprisen falle tilbake. Lavere priser kan på den andre siden hemme tilbudet av olje fra landene utenfor OPEC og gi høyere priser når etterspørselen etter hvert tar seg opp.

Economists råvareindeks har steget siden forrige rapport, se figur 2.4. Aluminiumsprisen har økt med 20 prosent, og Economists delindeks for metallvarer har økt med 35 prosent. Terminprisene for de fleste råvarer er nå høyere enn prisene for øyeblikkelig levering, se figur 2.4.

Norsk økonomi det neste året

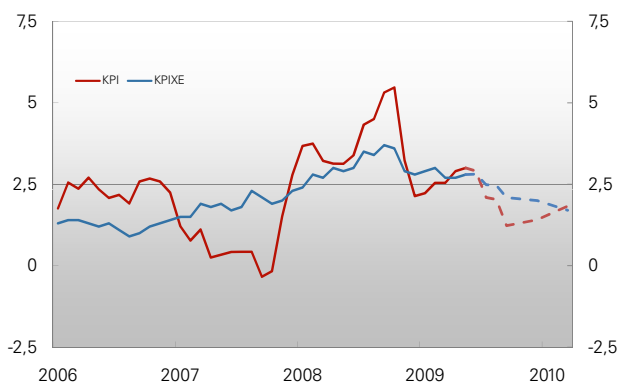
Priser

I mai var konsumprisindeksen (KPI) 3,0 prosent høyere enn i samme måned i fjor. Justert for avgifter og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 2,8 prosent, se figur 2.5. Prisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,9 prosent. Samlet var prisveksten i vår om lag som ventet i PPR 1/09, men prisveksten på norskproduserte varer og tjenester var lavere og prisveksten på importerte varer var høyere enn anslått.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester avtok markert mot slutten av første kvartal, se figur 2.6. Lavere vekst i husleiene og prisene på mat og flyreiser bidro til nedgangen. I mai var årsveksten 3,4 prosent, opp fra 3,3 prosent i april. Husleiene trakk opp veksten den siste måneden. I andre halvår og inn i neste år venter vi at fortsatt forholdsvis lave råvarepriser, vekst i produktiviteten og lavere lønnsvekst vil føre til at prisveksten avtar, se figur 2.7. Ledig kapasitet i mange næringer vil også dempe prisveksten. Jordbruksoppkjøret i år vil gi små bidrag til prisstigningen i andre halvår, og veksten i husleiene vil bli dempet av nedgangen i renteutgiftene til utleiere. Vi ser for oss at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester kan komme ned mot 2¼ prosent i første kvartal neste år.

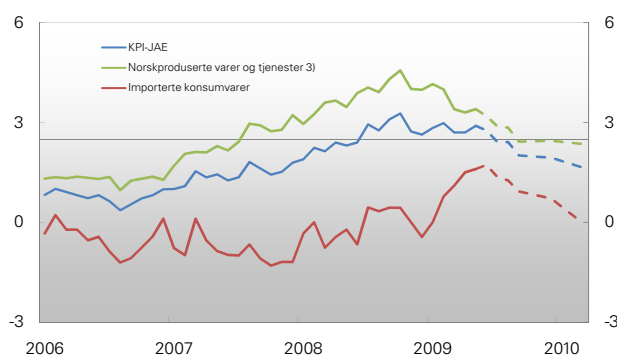
Prisveksten på importerte konsumvarer har tiltatt ytterligere de siste månedene. I mai var prisene 1,6 prosent høyere enn i mai i fjor. Økningen i importprisene kan ikke føres tilbake til økte internasjonale prisimpulser. Råvareprisene er fortsatt lave og prisveksten i mange land har falt. Vi anslår nå at prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta faller 1¼ prosent i år, se figur 2.8. Den viktigste årsaken til veksten i prisene på importerte konsumvarer er trolig svekkelsen av kronen i fjor høst. Virkningen av kurssvekkelsen ser ut til å ha kommet raskere enn vi tidligere har erfart til tross for svak utvikling i etterspørselen. Vi legger til grunn at virkningen av valutakursen vil avta gradvis gjennom andre halvår. Kronen styrket seg noe i begynnelsen av året, men effekten av dette på prisveksten vil trolig være liten i år. Samlet anslår vi at prisveksten på importerte varer vil avta grad-

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



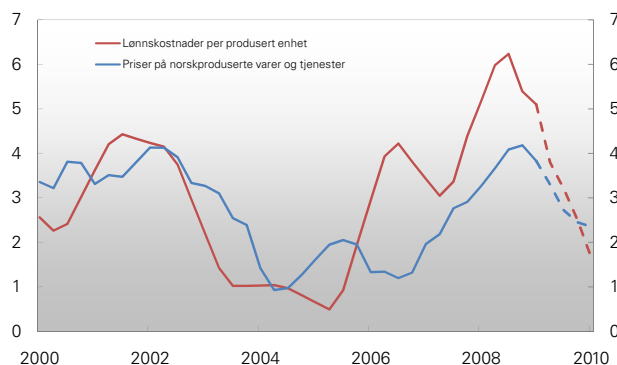
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se Staff Memo 2008/7 og Staff Memo 2009/3 fra Norges Bank for omtale av KPIXE
2) Anslag for juni 2009 – mars 2010 (stiplet). Månedstall fram til september 2009, deretter kvartalstall
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges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

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



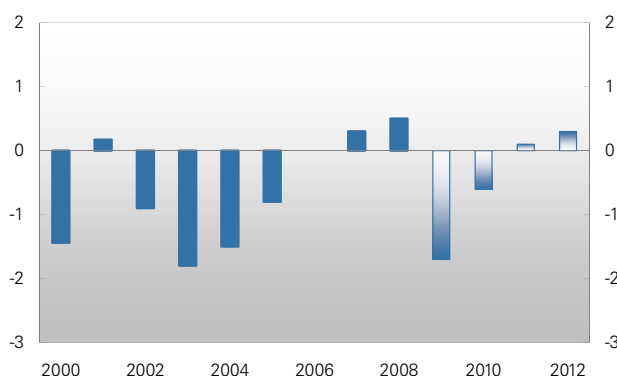
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Anslag for juni 2009 – mars 2010 (stiplet). Månedstall fram til september 2009, deretter kvartalstall
3) Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge og priser på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE¹⁾. Firekvartalersvekst. Glattet. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2010²⁾



1) Norges Banks beregninger
2) Anslag for 2.kv. 2009 – 1.kv. 2010 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

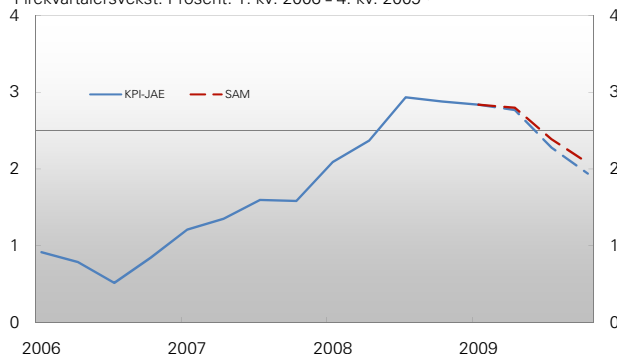
Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2000 – 2012¹⁾



1) Anslag for 2009 – 2012
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾.

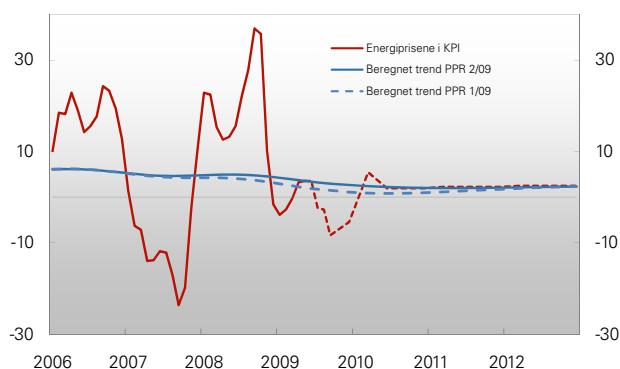
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2009³⁾



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

Figur 2.10 Energiprisene i KPI¹⁾ og beregnet energitrend²⁾.

Tolv månedersvekst. 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 juni 2009 – desember 2012 (stiplet)
Kilder: Nord Pool, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vis gjennom året og komme ned mot null tidlig neste år.

Veksten i KPI-JAE blir 2¾ prosent i andre kvartal, og vi anslår at den avtar til rundt 2 prosent mot slutten av året og videre ned mot 1¼ prosent i første kvartal neste år. Anslagene for KPI-JAE er nærmere anslagene fra SAM, som er vårt system for sammenveining av kortidsmodeller, se figur 2.9.

Energiprisene falt gjennom de første fire månedene i år, men steg litt igjen i mai. Det er utsikter til noe høyere energipriser fremover, og dette har økt den beregnede energipristrenden som inngår i anslagene for KPIXE, se figur 2.10. Vi anslår likevel at årsveksten i KPIXE faller til 1¼ prosent i første kvartal neste år. Årsveksten i KPI ventes å falle markert gjennom høsten før den tar seg noe opp i første kvartal 2010. Forløpet er påvirket av utviklingen i strømprisene i fjor.

Produksjon og etterspørsel

Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at BNP Fastlands-Norge falt markert i fjerde kvartal i fjor og første kvartal i år. Fallet i produksjonen er særlig knyttet til redusert eksport, lavere bygge- og anleggsvirksomhet og mindre varehandel. Vi anslår at BNP Fastlands-Norge vil falle ytterligere ½ prosent i andre kvartal før veksten tar seg noe opp i andre halvår. Det gir et fall i aktiviteten på 1½ prosent i 2009. Uten kraftproduksjon blir fallet 1¼ prosent. Nedgangen er i ferd med å bremse noe opp. Fallet i husholdningens etterspørsel ser ut til å stoppe. Oljeinvesteringene holder seg oppe, og veksten i offentlig etterspørsel stiger. Boligprisene har økt, og omsetningen i boligmarkedet har steget noe. Det er også tegn til en viss stabilisering i finansmarkedene. Risikopåslagene i rentemarkedene har blitt mindre, aksjekursene har steget og bankene melder at de ikke planlegger ytterligere innstramninger i kredittvilkårene overfor husholdningene.

Slik det måles i Konjunkturbarometeret og innkjøps-sjefenes forventningsindeks (PMI), venter bedriftslederne et ytterligere, men avtakende, fall i produksjonen i andre kvartal. Bedriftene i vårt regionale nettverk venter at aktiviteten faller de nærmeste månedene, men at nedgangen avtar. Våre kontakter innen tjenesteyting til husholdningene

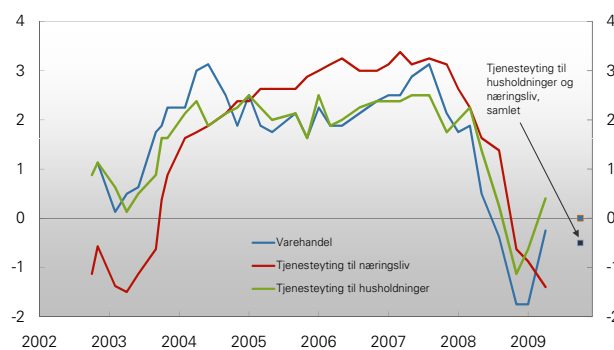
melder om vekst i produksjonen, mens kontaktene i varehandelen venter at fallet i aktiviteten stanser opp, se figur 2.11.

Vårt system for sammenveiling av kortidsmodeller, SAM, anslår et noe mindre fall i BNP Fastlands-Norge den nærmeste tiden og et mer markert omslag i veksten i andre halvår enn vi legger til grunn, se figur 2.12. Det gjenspeiler at mange av modellene anslår at økonomien vender raskt tilbake til en mer normal vekstbane.

Vi anslår at produksjonsgapet ble negativt i første kvartal i år. Dette er i tråd med informasjonen fra regionalt nettverk hvor bare litt over 20 prosent av bedriftene oppgir at de ville ha problemer med å møte en eventuell vekst i etterspørselen. Stigende arbeidsledighet og økende ledig kapasitet ifølge Konjunkturbarometeret støtter opp om at kapasitetsutnyttningen faller. Nedgangen rammer ulikt innen industrien, se figur 2.13. Vi venter at BNP-veksten vil være lavere enn den potensielle veksten fram til første kvartal neste år. Produksjonsgapet vil da være $-1\frac{3}{4}$ prosent.

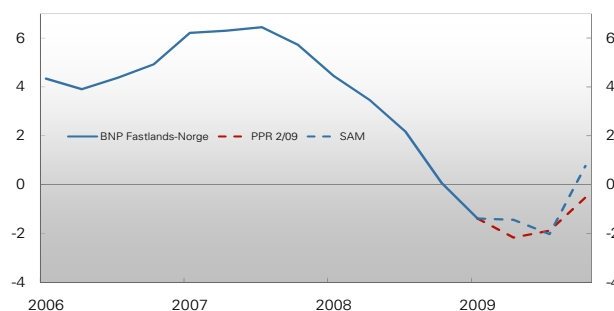
Vi anslår at eksporten fra Fastlands-Norge vil falle med om lag 10 prosent fra 2008 til 2009, se figur 2.14. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap falt eksporten markert i første kvartal. Ordretilgangen og ordreservene i eksportindustrien er på vei ned, og både konjunkturbarometeret og vårt regionale nettverk peker i retning av en ytterligere nedgang i eksporten i andre kvartal. BNP for handelspartnerne ventes å falle med 4 prosent i 2009. Etter et markert fall i første halvår venter vi at BNP for handelspartnerne flater ut i løpet av andre halvår og begynner å stige litt i begynnelsen av neste år. Eksporten fra Norge anslås å følge om lag det samme forløpet. Fallet i etterspørselen ute har særlig rammet industrielle ferdigvarer som Norge produserer forholdsvis lite av, og det har i neste omgang slått ut i vesentlig lavere eksport av metaller. Eksporten av maskiner og laks har holdt seg oppe og bidrar til at fallet i vår eksport trolig blir mindre markert enn i mange andre land. Bytteforholdet til våre handelspartnere har falt, men er fortsatt nokså høyt, se figur 2.15.

Figur 2.11 Indikatorer for faktisk vekst i produksjon siste 3 måneder og forventet vekst i produksjon neste 6 måneder. Indeks¹⁾. Oktober 2002 – oktober 2009



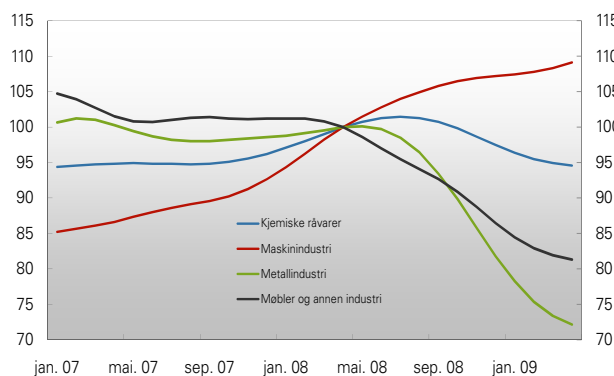
1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i Penger og Kredit 2/05 for nærmere omtale. Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.12 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2009²⁾



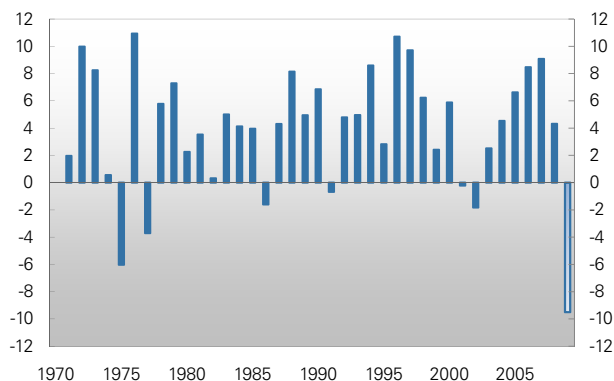
1) System for sammenveiling av modeller for kortsiktige prognoser
2) Anslag for 2. kv. 2009 – 4. kv. 2009 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.13 Industriproduksjon. Ulike industrigrupper. Trend. Indeks¹⁾. Januar 2007 – april 2009



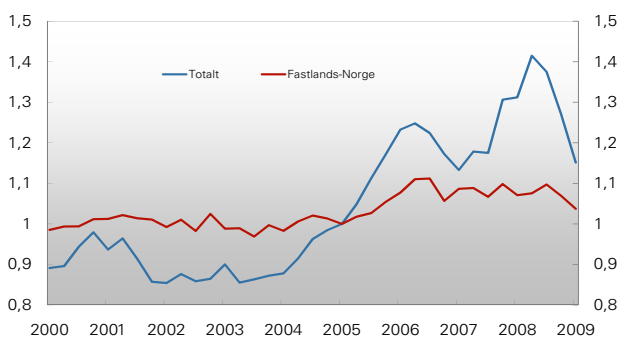
1) April 2008 = 100
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.14 Eksport fra Fastlands-Norge. Årlig volumvekst. Prosent. 1971 – 2009¹⁾



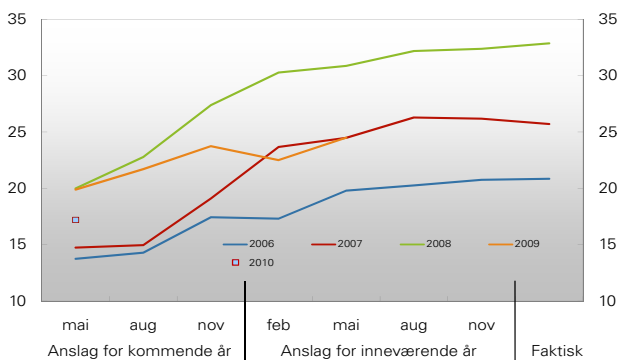
1) Anslag for 2009
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 Bytteforhold overfor utlandet. Indeks¹⁾. 1.kv. 2000 – 1.kv. 2009



1) 1.kv. 2005 = 1
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.16 Investeringsstatistikk for industrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2006 – 2010



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Bedriftsinvesteringene anslås å falle med om lag 20 prosent i 2009. Investeringsstillingen tyder på et verdifall i industriinvesteringene i år på nær 20 prosent, se figur 2.16. Bedriftene i vårt regionale nettverk melder om reduserte investeringsplaner fremover og om mer ledig kapasitet innenfor næringsbygg. Ifølge Konjunkturbarometeret har kapasitetsutnyttningen i industrien falt til sitt laveste nivå siden 2002-03. Kredittveksten til bedriftene faller, og Norges Banks utlånsundersøkelse for første kvartal tyder på en ytterligere tilstramming i kredittpraksisen overfor bedriftene. På den andre siden gir nedgangen i rentene lavere finansieringskostnader. Aksjemarkedene har tatt seg opp. Det kan bedre tilgangen på egenkapital. For eksportbedriftene demper valutakursen fallet i lønnsomhet. Nedgangen i bedriftsinvesteringene vil trolig stanse opp i løpet av 2010 etter hvert som vekstutsiktene og tilgangen på finansiering bedres.

Vi anslår at boliginvesteringene vil falle med om lag 15 prosent i år, se figur 2.17. I første kvartal falt boliginvesteringene med 2,6 prosent, ifølge Kvartalsvis nasjonalregnskap. Nedgangen ble dempet av økt rehabilitering, og at beholdningen av boligprosjekter som er under utbygging og som ferdigstilles fortsatt er nokså stor. Men det er et stort lager av usolgte boliger. Fremover venter vi fortsatt lav igangsetting og at færre boliger fullføres. Det vil gi ytterligere fall i boliginvesteringene i andre og tredje kvartal. Vi legger til grunn at det settes i gang i overkant av 20 000 boliger i 2009. Dette er mindre enn det underliggende boligbehovet. Statistisk sentralbyrås ordrestatistikk viser at nye ordre på boliger som skal bygges tok seg opp fra et lavt nivå i første kvartal. Det er også andre tegn til bedring i boligmarkedet, som økning i prisene og økt omsetning. Renten er lav. Samlet kan dette tilsi at igangsettingen kan ta seg noe opp mot slutten av året og inn i 2010. Vi venter derfor at fallet i investeringene dempes gjennom året og at det skjer en utflating i løpet av første kvartal neste år.

Privat konsum har falt siden i fjor vår, og husholdningenes sparinger har økt betydelig i løpet av de siste kvartalene. Høyt gjeldsnivå og utsikter til økt arbeidsledighet, kombinert med fallende formuespriser, har bidratt til dette. Springen har kommet gjennom økte nettofinans-

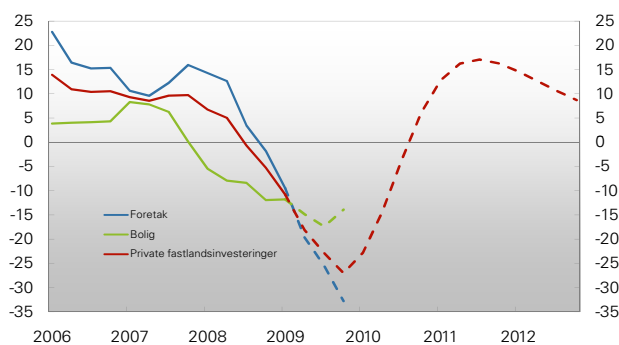
investeringer. Fremover vil oppgangen i spareraten trolig avta, se figur 2.18. Mens lav lønnsvekst og fall i sysselsettingen bidrar til lav vekst i lønnsinntektene, fører lavere prisstigning og nedgang i utlånsrentene likevel til en vekst i de disponible realinntektene på 3¾ prosent i år, se figur 2.19. Vi venter at konsumet vil ta seg litt opp i andre kvartal. Bilsalget i april og mai var fortsatt lavt, men har steget siden første kvartal. De siste undersøkelsene fra TNS Gallup og MakroSikt viser at pessimismen blant husholdningene mot slutten av fjoråret er avløst av en mer nøytral eller svak positiv holdning til utsiktene. Oppsvinget i boligmarkedet kan tyde på det samme. Nedgangen i kredittveksten til husholdningene har bremsset opp, og Norges Banks utlånsundersøkelse for første kvartal rapporterer at bankene ikke legger opp til ytterligere innstramming i utlånspraksisen overfor husholdningene. I løpet av andre halvår og inn i 2010 anslår vi at veksten i husholdningenes konsum tiltar ytterligere. Spareraten og nettofinansinvesteringene begynner å avta i begynnelsen av 2010. Utsikter til en lengre periode med lav rente gjør det mindre gunstig å øke finanssparingen. Se egen utdyping om husholdningenes tilpasning på side 40.

Arbeidsmarkedet

Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap falt sysselsettingen med 0,5 prosent i første kvartal, men nivået på sysselsettingen er fortsatt høyt i forhold til produksjonen. Normalt går det noe tid fra veksten i produksjonen avtar til dette har slått fullt gjennom på sysselsettingen. Vi venter derfor at nedgangen i sysselsettingen fortsetter ut året, selv om produksjonen etter hvert begynner å ta seg noe opp. Et slikt forløp er i tråd med forventningene fra bedriftene i vårt regionale nettverk, se figur 2.20. Konjunkturbarometeret, Næringslivets økonomibarometer fra NHO og NAVs sysselsettingsbarometer tyder også på et fall i behovet for arbeidskraft i 2009. Samlet ser vi for oss at sysselsettingen faller med ½ prosent i år.

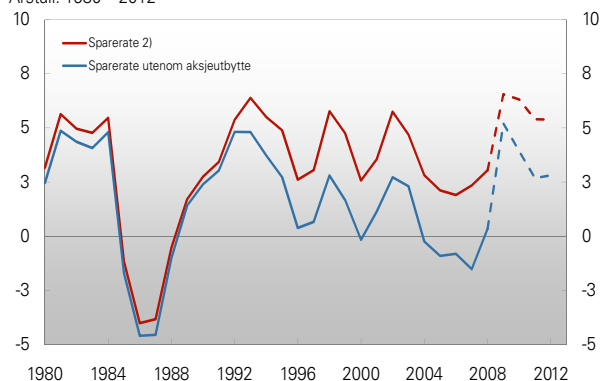
Antall permitterte har økt og bruk av overtid redusert, slik at timeverkene falt med 0,8 prosent i første kvartal. Fremover regner vi med at timeverkene vil utvikle seg om lag i samme takt som sysselsettingen. Timeverkene anslås å falle med 1¼ prosent i 2009.

Figur 2.17 Private fastlandsinvesteringer. Totalt og fordelt på foretak og bolig. Sesongjusterte tall. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2012¹⁾



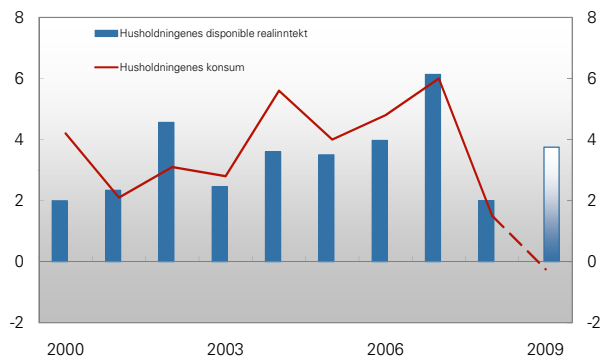
1) Anslag for 2.kv. 2009 – 4.kv. 2012 (stiplet)
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.18 Husholdningenes sparing. Prosent av disponibel inntekt. Årstall. 1980 – 2012¹⁾



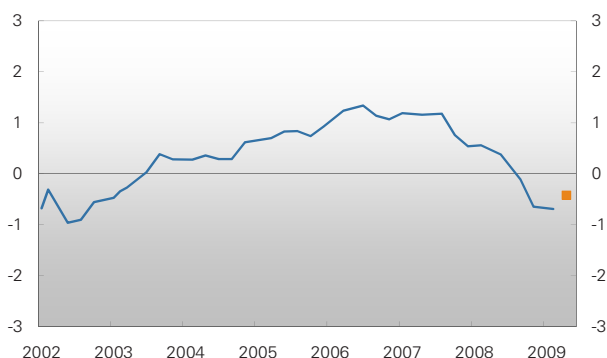
1) Anslag for 2009 – 2012 (stiplet)
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/hedsettelse av egenkapital 2006 – 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Husholdningenes disponible realinntekt¹⁾ og konsum²⁾. Vekst fra året før. Prosent. 2000 – 2009³⁾



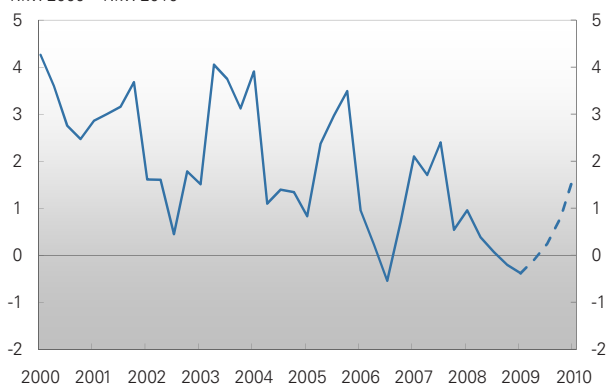
1) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/hedsettelse av egenkapital 2006 – 2009
2) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
3) Anslag for 2009 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.20 Indikator for faktisk vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste 3 måneder. Indeks¹⁾. Oktober 2002 – juli 2009



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
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.21 Bruttoprodukt per arbeidstime. Firekvartalersvekst. Sesongkorrigerede tall. Basisverdi. Prosent. 1.kv. 2000 – 1.kv. 2010¹⁾



1) Anslag for 2.kv. 2009 – 1.kv. 2010 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2009	2010
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1½	1
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-¼	-¼
Konjunktorelt bidrag	-¾	-½
Vekst i arbeidsstyrken	½	¼

Kilde: Norges Bank

Det har tatt tid for bedriftene å tilpasse arbeidsstokken til det brå fallet i produksjonen. Fra første kvartal i fjor til første kvartal i år falt produktiviteten med 0,4 prosent, se figur 2.21. Vi venter at produktiviteten vil stige gjennom resten av 2009 og inn i 2010, etter hvert som bemanningen blir justert.

Veksten i arbeidsstyrken flatet ut i første kvartal. Normalt vil arbeidsdeltakelsen gå ned når behovet for arbeidskraft avtar. Blant annet vil flere unge velge å ta høyere utdanning. Rekordhøye søkertall til universitetene tyder på at dette også skjer i denne konjunkturedgangen. På den andre siden holder befolkningsveksten seg godt oppe. Vi anslår en befolkningsvekst på 1½ prosent, slik at vi får en svak, positiv vekst i arbeidsstyrken i år, se tabell 2.3. Fallet i arbeidsdeltakelsen gjennom 2008 vil fortsette videre gjennom 2009 og inn i 2010. I anslagene har vi lagt til grunn at innvandringen avtar.

Arbeidsledigheten har økt betydelig i løpet av det siste året, men likevel mindre enn anslått i PPR 1/09. Antall registrerte ledige har økt fra 1,6 prosent av arbeidsstyrken i mai 2008 til 2,8 prosent i mai i år. Med fortsatt fall i sysselsettingen vil ledigheten fortsette å øke fram til begynnelsen av 2010. Vi anslår at den registrerte ledigheten vil øke til 3¾ prosent, eller om lag 100 000 personer, ved utgangen av 2009. Målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) vil ledigheten i så fall stige til 4½ prosent i løpet av første halvår 2010.

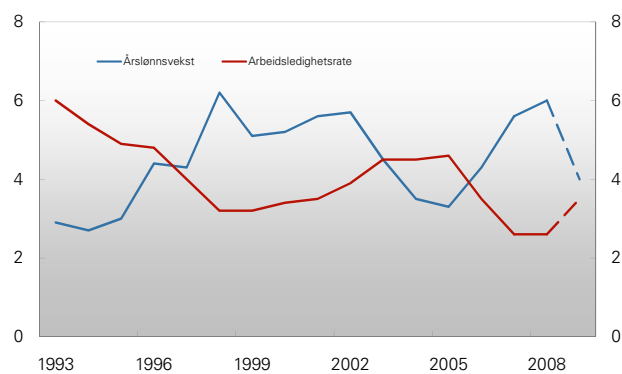
Lønnsveksten

Lønnsoppgjøret i privat sektor vil ifølge partene gi en årslønnsvekst mellom 3½ og 4 prosent. Det ble gitt forholdsvis moderate tillegg sentralt, og med redusert lønnsomhet i bedriftene og rask økning i arbeidsledigheten vil trolig de lokale tilleggene i privat sektor bli lave. Det er åpnet for at arbeidstakerne lokalt kan avstå fra de sentrale tilleggene. I offentlig sektor var lønnsveksten høy mot slutten av fjoråret, og i kommunene ble det avtalt høye lønnstillegg i fjor som får virkning fra i år. Rammen på oppgjøret i kommunene er 4¾ prosent. Lønnsrammen for de ansatte i staten er i underkant av 4½ prosent. Årslønnsveksten i offentlig sektor blir dermed høyere enn i

privat sektor. Samlet legger vi til grunn at lønnsveksten i år blir 4 prosent, se figur 2.22.

Kontaktene i vårt regionale nettverk venter at årslønnsveksten blir mellom 2,8 og 4,5 prosent i de ulike næringene, se figur 2.23. Perducos forventningsundersøkelse for andre kvartal viser at partene i arbeidslivet venter en lønnsvekst på 3,8 prosent i år.

Figur 2.22 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2009²⁾

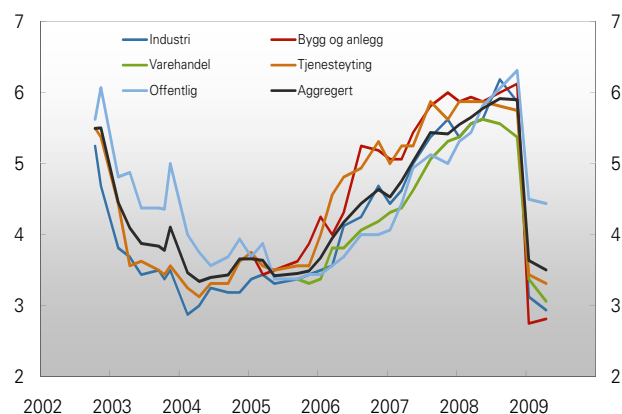


1) Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon

2) Anslag for 2009 (stiplet)

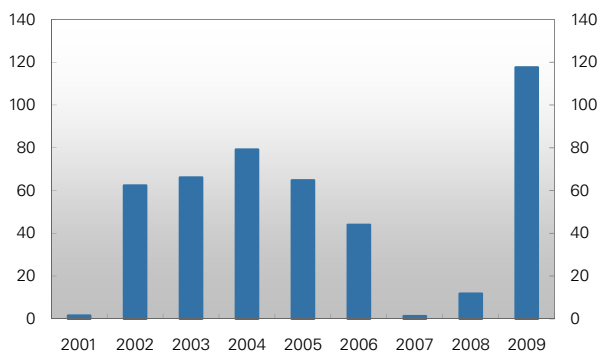
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) og Norges Bank

Figur 2.23 Forventet årslønnsvekst inneværende år. Prosent. Oktober 2002 – april 2009



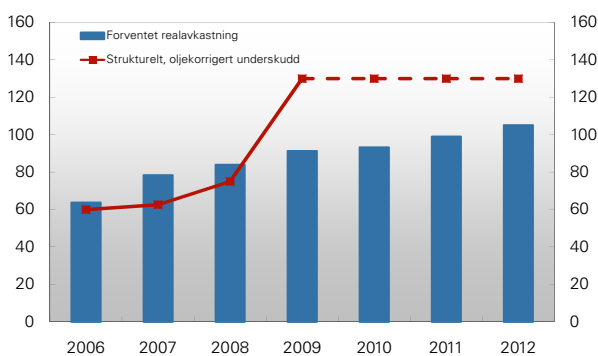
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.24 Oljekorrigert budsjettunderskudd. Milliarder kroner. 2001 – 2009



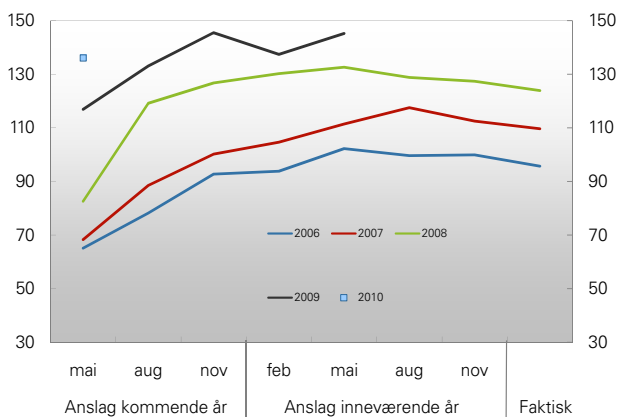
Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.25 Strukturelt oljekorrigert underskudd¹⁾ og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder 2009-kroner. 2006 – 2012



1) Norges Banks anslag for 2010 – 2012 (stiplet)
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.26 Investeringsstatistikk for petroleumsvirksomheten. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2005 – 2010



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Forutsetninger om finanspolitikken og oljeinvesteringene fra 2009 til 2012

Finanspolitikken

Vi legger til grunn at offentlige utgifter og inntekter i 2009 vokser som anslått i Revidert nasjonalbudsjettet for 2009. Fra 2008 til 2009 anslås offentlig konsum å vokse nominelt med 9½ prosent, og offentlige investeringer med 14¾ prosent.

Finanspolitikken er svært ekspansiv i år og bidrar til å holde samlet etterspørsel oppe. Veksten i statsbudsjettets underliggende utgifter anslås i Revidert nasjonalbudsjett til 10,8 prosent. Fra 2008 til 2009 anslås det oljekorrigerte underskuddet å øke med 105,8 milliarder kroner, eller 5½ prosent av trend-BNP, se figur 2.24. Det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet for 2009 ventes å bli 129,9 milliarder kroner, se figur 2.25. Det er 38,7 milliarder kroner over forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland, og 5,7 prosent av fondskapitalen. Det strukturelle budsjettunderskuddet anslås å øke med 3 prosentenheter av trend-BNP fra 2008 til 2009.

For årene 2010-2012 legger vi til grunn at finanspolitikken vil være nøytral. I tråd med handlingsregelen for finanspolitikken venter vi at det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet gradvis skal vende tilbake til 4 prosent av pensjonsfondet etter hvert som konjunktursituasjonen normaliseres. Med den anslåtte utviklingen i Statens pensjonsfond – Utland i Revidert nasjonalbudsjett for 2009 vil ikke dette skje før i 2016.

Beregningsteknisk er det lagt til grunn uendrede skatte- og avgiftssatser for årene 2010-2012. Vi legger til grunn at offentlig konsum vokser nominelt med 7¼ prosent i 2010, og at veksten avtar ytterligere i 2011 og 2012. Offentlige investeringer antas å forbli på et forholdsvis høyt nivå i 2010, for så å falle noe i 2011 og 2012.

Oljeinvesteringene

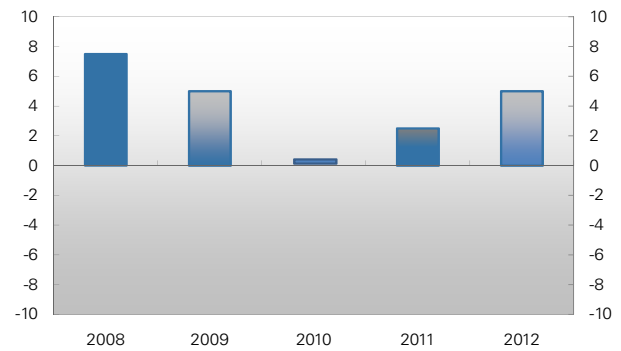
Det har de siste årene vært investert mye på norsk sokkel, se figur 2.26. Vi legger til grunn at veksten i oljeinvesteringene dempes i 2009, se figur 2.27. Etter det kraftige prisfallet på olje høsten 2008 har oljeselskapene gått gjen-

nom planlagte investeringer og forsøkt å skyve planlagte prosjekter ut i tid. For små oljeselskaper kan dessuten tilgang på kreditt ha vært en begrensende faktor de siste månedene.

Terminprisene peker i retning av høyere oljepriser, og så langt i år har utviklingen vært i tråd med disse forventningene. Flere feltutbygginger er planlagt på norsk sokkel i årene som kommer. Det er grunn til å tro at noen av de planlagte investeringene krever en oljepris som ligger over 60-70 dollar per fat for å være lønnsomme. Følger oljeprisen terminprisene, vil investeringene kunne holde seg høye i flere år fremover. Skulle derimot oljeprisen igjen falle, kan investeringene på norsk sokkel bli kraftig redusert i årene som kommer.

Vi har lagt til grunn at oljeprisen vil stige i takt med terminprisene på olje. I tråd med dette tror vi at investeringsnivået vil være om lag uendret i 2010, før det igjen begynner å stige fra 2011, se figur 2.27.

Figur 2.27 Petroleumsinvesteringer. Årlig volumvekst. Prosent. 2008 – 2012¹⁾



1) Anslag for 2009 – 2012
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utdyping

Husholdningenes tilpasning

Husholdningenes tilpasning

Husholdningenes gjeldsbelastning¹ har økt de siste ti årene, og sparingen har falt siden 2002. Husholdningenes gjeldsbelastning nådde en foreløpig topp i 2008 med nær 200 prosent, se figur 1. Førrige topp ble nådd i 1988 med en gjeldsbelastning på 150 prosent, og ble etterfulgt av bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Husholdningenes sparing økte da kraftig. Det skjedde i hovedsak ved nedbetaling av gjeld, og gjeldsbelastningen avtok i årene som fulgte. Både konsumet og boliginvesteringene falt markert.

Det høye nivået på gjelden reiser spørsmål om vi igjen kan vente en periode med svak etterspørsel og nedbygging av gjeld. Boliginvesteringene har falt siden sommeren 2007, og fra sist sommer og fram til i vår har også privat konsum falt. Sparingen har økt og gjeldsveksten har avtatt, se figur 2.18

på side 34 i denne rapporten.

Renten er satt kraftig ned siden sist høst. Utlånsrenten til husholdningene er nå lave, og det er utsikter til lave renter en stund fremover. Lave rentekostnader gjør at husholdningene kan bære en større gjeld. I tillegg vil det bli mer attraktivt å låne fremfor å spare.

På tross av lave renter ventet vi ikke at husholdningenes gjeld skal tilta vesentlig. Kredittpaksisen i bankene er strammet til det siste året. Utsikter til økt arbeidsledighet vil trolig også bidra til å bremse gjeldsopptaket. Dessuten kan det høye gjeldsnivået gjøre at husholdningene ønsker å bygge opp finansielle buffere og ikke øke gjeldsbelastningen ytterligere.

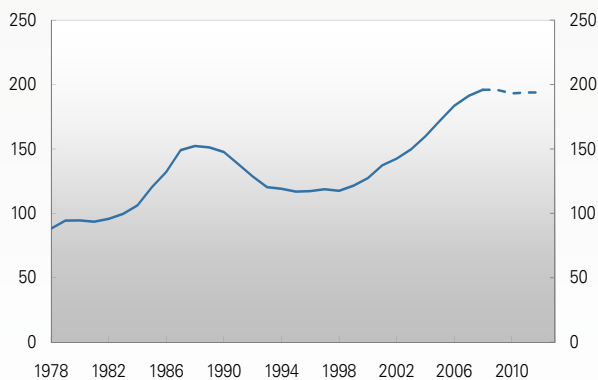
Husholdningenes rentebelastning² reflekterer deres gjeldsnivå og vil variere med utviklingen i banke-

nes utlånsrenter. Den observerte rentebelastningen over tid kan være et uttrykk for den ønskede rentebelastningen. Figur 2 viser at rentebelastningen for de fire midterste innteksgruppene på 1990-tallet sjelden har ligget lenge over 8 prosent.³

I 2008 kom rentebelastningen over 8 prosent. Da så vi at husholdningenes sparing økte og gjeldsveksten avtok. Rentebelastningen i 2008 var omtrent som i perioden 1988-1992. Den gang ble gjelden i etterkant bygget kraftig ned. Til forskjell fra den gang, da realrenten etter skatt var opp mot 5 prosent for disse husholdningsgruppene, var rentene i 2008 lavere og nærmere hva vi anser som et normalt nivå.

Ved en utlånsrente på rundt 6 prosent og en inntektsvekst på rundt 5 prosent gir en gjeldsbelastning

Figur 1 Lånegjeld som andel av disponibel inntekt¹⁾. Prosent. Årstall. 1978 – 2012²⁾

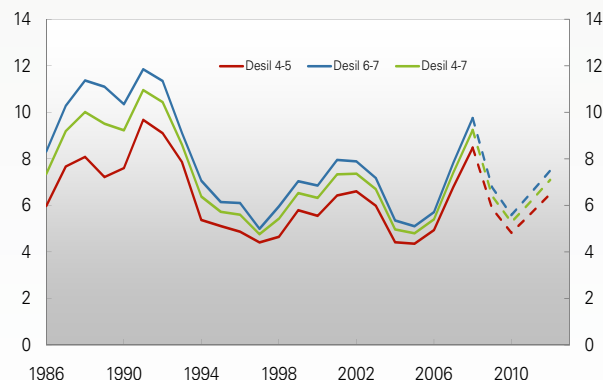


1) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital fra 2006 – 2012

2) Anslag for 2009 – 2012 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Rentebelastning i ulike husholdningsgrupper.¹⁾ Inndelt i desiler for inntekt etter skatt. Prosent. Årstall. 1986 – 2012²⁾



1) Fremskrevet fra 2006

2) Anslag for 2009 – 2012 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

på to ganger inntekten – tilsvarende nivået i 2008 – en rentebelasting på om lag 8 prosent. Reaksjonen fra 2008 kan tyde på at en del husholdninger da mente de hadde for høy gjeld i forhold til inntekt selv om renten bare hadde steget om lag til normalnivået. En del husholdninger kan derfor nå velge å bygge ned sin gjeld slik at de lettere kan håndtere rentøkninger i fremtiden.

En eventuell nedbygging av gjeld vil ha sitt motstykke i høye nettofinansinvesteringer. Dersom husholdningene for eksempel ønsker å bygge ned gjelden slik at rentebelastningen over tid blir 7 prosent, må gjelden bygges ned fra 200 prosent til 170 prosent av inntekten. Det tilsvarer nær 300 milliarder kroner, eller nesten en tredel av ett års konsum. En slik tilpasning vil måtte ta tid, og vil kunne dempe veksten i husholdningenes etterspørsel lenge.

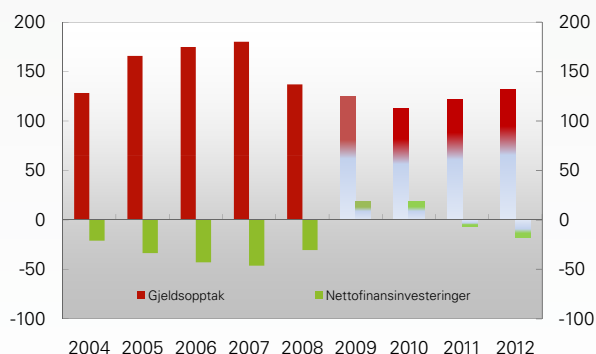
Hvordan husholdningene vil tilpasse seg fremover, avhenger blant annet av hvilket rentenivå de baserer seg på. Dersom husholdningene baserer sine beslutninger på forventet lav rente de nærmeste 2-3 årene, kan gjelden igjen stige. I så fall vil nettofinansinvesteringene kunne falle, og konsumet og boliginvesteringene ta seg raskere og sterkere opp enn vi anslår. Hvis husholdningene derimot baserer seg på et mer normalt rentenivå, kan nedlåningen bli kraftigere enn lagt til grunn. I så fall vil husholdningenes etterspørsel forbli svak.

I våre anslag legger vi til grunn at husholdningenes etterspørsel vil ta seg markert opp fremover. Vi venter at den kraftige økningen i nettofinansinvesteringene stopper opp og deretter avtar noe, men uten en ny kraftig opplåning, se figur 3. Vi legger til grunn at husholdningenes samlede sparing holder seg positiv gjennom hele

prognoseperioden. Gjeldsveksten per år anslås til vel 5½ prosent i prognoseperioden, om lag på linje med den nominelle veksten i husholdningenes disponible inntekt.

- 1 Gjeldsbelastningen måles som lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte.
- 2 Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte plus renteutgifter etter skatt
- 3 Vi fokuserer på de midterste desilene fordi disse gruppene i liten grad har vært påvirket av skattemessige tilpasninger. Den økte gjeldsbelastningen mot slutten av 1980-tallet skyldes i stor grad at personer med høy inntekt tok opp mye gjeld. Særlig den høyeste inntektsdesilen, som hadde mest å tjene på skattefradraget før skattereformen i 1992, skiller seg ut.

Figur 3 Husholdningenes nettofinansinvesteringer¹⁾ og brutto gjeldsopptak. Milliarder kroner. Årstall. 2004 – 2012²⁾



1) Nettofinansinvesteringene er fra inntektsregnskapet. Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2012

2) 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

2/2009:

Husholdningenes tilpasning

1/2009:

Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien

Etterprøving av anslagene for 2008

3/2008:

NIBOR markedet

Tiltak mot finanskrisen i Norge

Hvordan påvirker finanskrisen veksten i norsk økonomi?

Noen begivenheter i finansmarkedene siden juni

2/2008:

Underliggende inflasjon

SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

1/2008:

Faktorer bak veksten i internasjonale og norske matvarepriser

Kryssjekker for kronekursen

Etterprøving av anslagene for 2007

3/2007:

Likviditetsstyringen i Norges Bank

Tiltak fra sentralbankene i forbindelse med uroen i finansmarkedene

Husholdningenes sparing

NEMO – en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse

2/2007:

Er inflasjonen internasjonalt på vei opp?

Hva skjer med 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

Trefferikheten 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.

- 2009/4 *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.

- 2009/6 *Solvensavstand og andre risikoindikatorer 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 Bergo: 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

Bedrifter og virksomheter som har vært kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 2/09

Adecco Norge AS, Bodø	CHC Helikopter service AS	Glava AS, Stjørdal
Advanced Production and Loading AS	Christie & Opsahl AS	Gunnar Øye AS
Aibel AS	Clear Channel Norway AS	Hagen og Godager AS
Airlift AS	CrediCare AS, Førde	Hagen treindustri AS
Aker Seafoods J. M. Johansen AS	Deloitte AS	Handelsbanken, Tromsø
Aker Solutions ASA	DnB NOR Bank ASA, Tønsberg	Hank sport AS
Aker universitetssykehus HF	DnB NOR Eiendom AS, Bodø	Hatteland Display AS
Akershus fylkeskommune	Domstein ASA	Haugesund sparebank
Akershus universitetssykehus HF	Domstein Enghav Haugesund AS	Havila AS
Aktiv eiendomsmegling AS	Drag industrier AS	Hedmark eiendom AS
Alfr. Nettet AS	EFG Hov Dokka AS	Heimdal eiendomsmegling AS
American Express Business Travel AS	Eidsmo slakteri AS	Heimdal gruppen AS
Applica AS	Eidsvaag AS	Helgeland sparebank
Atelier Ekren AS	Einar Valde AS	Helgelandssykehuset HF
Atlantic auto AS	Elektro AS	Helse Nordmøre og Romsdal HF
Barel AS	Elektro Team AS	Hennig-Olsen is AS
BDT Viken revisjon AS, Horten	Elkem AS, Materials Kristiansand	Herregalleriet AS
Bedriftskompetanse Bodø AS	Elkjøp Norge AS	Hitra kommune
Bekk Consulting AS	Elmo AS	Hotelldrift Ålesund AS
Bergen Group Kimek AS	Elvemo og Hjertås bygg AS	Hunter Douglas Norge AS
Bergen kommune	ErgoGroup AS, Trondheim	Hustadmarmor AS
Bertel O. Steen AS	Ernst & Young AS, Bergen	H-vinduet Vatne AS
Bewi produkter AS	Ernst & Young AS, Lillehammer	Hymax AS
Bilalliansen AS	Fabi Group AS	I. P. Huse AS
Block Berge bygg AS	Farstad Shipping AS	Ica distribusjon AS, Arendal
Block Watne AS	Farveringen AS	Idecon AS
Bodø Transport & Caravan AS	Finnøy Gear & Propeller AS	Impec AS
Bohus interiørsenter AS	Fjord 1 Nordfjord-Ottadalen AS	Indre Sogn sparebank
Boliden AS	Fjällräven AS	Ineos Norge AS, Rafnes
Bomek Consulting AS	Fokus bank	Island Offshore AS
Bring Logistics AS	Frank Mohn AS	ISS Facility Services AS, Kristiansand
Brødrene Midthaug AS	Fresenius Kabi Norge AS	Istad kraft AS
Brødrene Sperre AS	Frøya havbruksservice AS	Jadargruppen AS
Buer entreprenør AS, Skien	Frøya kommune	Jangaard Export AS
Bulldozer maskinlag entreprenør AS	Frøysland industriservice AS	Jemar Norpower AS
Bunnpriskjeden AS	Geomatikk AS, Trondheim	Johan G. Olsen betong AS
Byggmo eiendom AS	Gjesdal kommune	Johansen Th & Sønner AS
Bølgen og Moi AS	Gjøco AS	Jonas B. Gundersen AS, Mandal
Celsa armeringsstål AS	GK Norge AS	Julius Jakhelln AS
Cerpus AS	Glava AS	Jørstad AS

Jøtul ASA	Mørenot AS	Ring mekanikk AS
K. Lund AS	Narud Stokke Wiig	Ringsaker kommune
Kantega AS	NAV Telemark	Rogaland fylkeskommune
Kappahl AS	Net Transe Services AS, Tønsberg	Rolfs elektro AS
Keno reklame AS	Neumann bygg AS	Rolfsen AS
Kewa Invest AS	Nexans Norway AS	Rolls-Royce Marine AS
Kirkenes byggservice AS	Norcem AS	Rosenvold klær AS
Kitron Arendal AS	Norconsult AS	Ruukki Norge AS, Trondheim
Kiwi Norge As	Nordbohus Vinstra AS	Rygge kommune
KL regnskap Hitra AS	Norisol Norge AS	Rygge Vaaler sparebank
Kluge advokatfirma DA	Nortura BA	Rørlegger D Åsheim AS
Klaastad brudd DA	Nycomed Pharma AS	Salmar AS
Kontali analyse AS	Nymo AS	SATS Norge AS, Langnes
Kristiansand næringsforening	Oppegård kommune	Scandic Hotels AS
Kristiansund kommune	Oppland entreprenør AS	Schenker AS, Trondheim
Kverneland Group ASA	Os kommune	Schibsted ASA
Leiv Eiriksson nyskapning AS	Parker ScanRope AS, Tønsberg	Schlumberger Oilfield Services
Lenvik kommune	Parkettpartner AS	Securinet AS
Lerøy Seafood Group ASA	Pedersens lastebiltransport AS	Selfa Arctic Trondheim AS
Lillrent AS	Peterson Linerboard AS	Selstad AS, LNT
Linjebygg Offshore AS	Petroleum Geo-Services ASA	Sengemakeriet Gullaksen møbler AS
Living AS	Petters sjømat AS	SG Finans, Brumunddal
Livsforsikringsselskapet Nordea	PricewaterhouseCoopers AS, Førde	Sintef MRB AS
Liv Norge AS	PricewaterhouseCoopers AS, Trondheim	Sjåtil og Fornæss AS
Lunde Group AS	Proaktiv eiendomsmegling AS	Skeidar AS
Løvenskiold Handel AS	Proffice AS	Skeidar Ålesund AS
Løvenskiold-Fossum	Profil lakking AS	Skeikampen Resort
Løvold Bodø AS	Profilhuset Meny-Ultra	Skipsteknisk AS
Madla handelslag	Profilteam AS	Slagen gruppen
Magnor glassverk AS	Prosjekt- og teknologiledelse AS	Solstrand fjordhotell AS
Mainstream Norway AS	På håret frisør AS	Soundgarden AS, Bodø
Mandal kommune	Radisson SAS Royal Garden hotell	Sparebanken Hedmark
Maritime hotell, Flekkefjord	Ramsvik frisør AS	Sparebanken Sør, Arendal
Martin M. Bakken AS	Rana gruber AS	Sperre støperi AS
Meca Norway AS	Rana trevarefabrikk AS	Spice AS
Melhus sparebank	Rapp Bomek AS	Sport 1 gruppen AS
Mesterjobb Human Resources AS	Retro AS	St. Olavs hospital HF
Meyergården hotell AS	Rica Arctic Hotel AS	Statens vegvesen
Min Boutique gruppen AS	Rica hotel Hamar	Statens vegvesen, region Sør
Mindus AS	Rieber & Søn ASA	Stavanger aftenblad ASA
Moelven Østerdalsbruket AS	Rieber & Søn ASA, Elverum	Steertec Raufoss AS
Møller bil Sør-Rogaland AS		Stiftelsen Sintef

Stjern AS
Støren trelast AS
Swix sport AS
Sykehuset i Vestfold HS
Sykehuset Innlandet HF
Sønnico installasjon AS
Sørensen maskin AS
Sør-Varanger kommune
Team trafikk AS
Teeness ASA
Tibe reklamebyrå AS
Tine BA
Tine meierier øst BA
Topp auto AS
Toten transport AS
Totens sparebank
Trebetong AS
Tromsø kommune
Trysilfjellet alpin AS
TV 2 gruppen AS
Tysvær kommune
Tønsberg kommune
Uberthur AS
Umoe IKT AS, region Vest, Bergen
Umoe Itet AS
Veidekke ASA
Velvære-grossisten AS
Veolia transport Sør AS
Vesteråls-revisjon AS
Vestre Toten kommune
Via Travel, Bodø
Ving Norge AS
Vital næringseiendom AS
Vizrt Ltd.
Våler kommune
Widerøes flyveselskap AS
Wiersholm Mellbye & Bech Adv. AS
XXL sport og villmark AS, Forus,
Lagunen og Åsane
Yamaha senter Sør AS
Yara International ASA
Øveraasen AS

Øyer kommune
Ålesund kommune
Aarbakke AS
Aas mek verksted AS
Åsen & Øvrelid AS
Øveraasen AS
Øyer kommune

Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente ¹⁾	Endring
28. oktober 2009		
23. september 2009		
12. august 2009		
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
2004	3,9	4,4	5,6	1,5	9,3	10,2	4,5	8,8
2005	2,7	4,6	4,0	0,7	12,7	18,8	6,6	8,7
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	0,5	0,3	0,7	-6,3	1,7	0,5	0,2
2. kv	0,1	0,3	-0,5	0,9	0,4	-2,2	-0,1	-1,3
3. kv	-0,8	0,1	-1,0	1,2	1,7	3,9	-0,2	1,0
4. kv	0,8	-0,8	-0,6	1,2	-2,1	5,0	-1,0	-3,8
2009 ³⁾								
1. kv	-0,4	-1,0	-0,2	1,6	-7,7	2,0	-7,2	-5,9
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/ Tolv måneders vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPIXE ²⁾	KPI-JA ³⁾	KPI-JE ⁴⁾	HKPI ⁵⁾
2005	1,6	1,0	1,4	1,2	1,4	1,5
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

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

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2008	2008	2009	2010	2011	2012
Priser og lønninger						
KPI		3,8	2¼	1¾	2¼	2½
KPI-JAE ¹⁾		2,6	2½	1¾	2¼	2½
KPIXE ²⁾		3,1	2½	1¾	2¼	2½
Årslønn ³⁾		6	4	3¾	4¼	4¾
Realøkonomi						
BNP	2548	2,1	-1½	2¼	3¼	2¾
BNP for Fastlands-Norge	1830	2,6	-1½	2½	3½	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge ⁴⁾		2¼	-1¼	-1½	-¼	0
Sysselsetting, personer		3,1	-½	-½	¾	1
Arbeidsstyrke, AKU		3,4	½	¼	½	½
AKU-ledighet (rate)		2,6	3½	4½	4	3¾
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	1861	2,2	-1¼	2¾	4½	3¼
- Privat konsum	991	1,4	-¼	5¼	4	2½
- Offentlig konsum	490	3,8	5¾	3¾	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	380	2,4	-13	-6¾	.	.
Oljeinvesteringer ⁶⁾	122	6,6	5	0	2½	5
Eksport Fastlands-Norge ⁷⁾	459	4,8	-9½	¼	.	.
Import	733	4,4	-6¾	½	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁸⁾		5,3	1¾	1½	2¾	3¾
Importveid valutakurs (I-44) ⁹⁾		90,8	96	95	95	95

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. 2 - juni
2009