



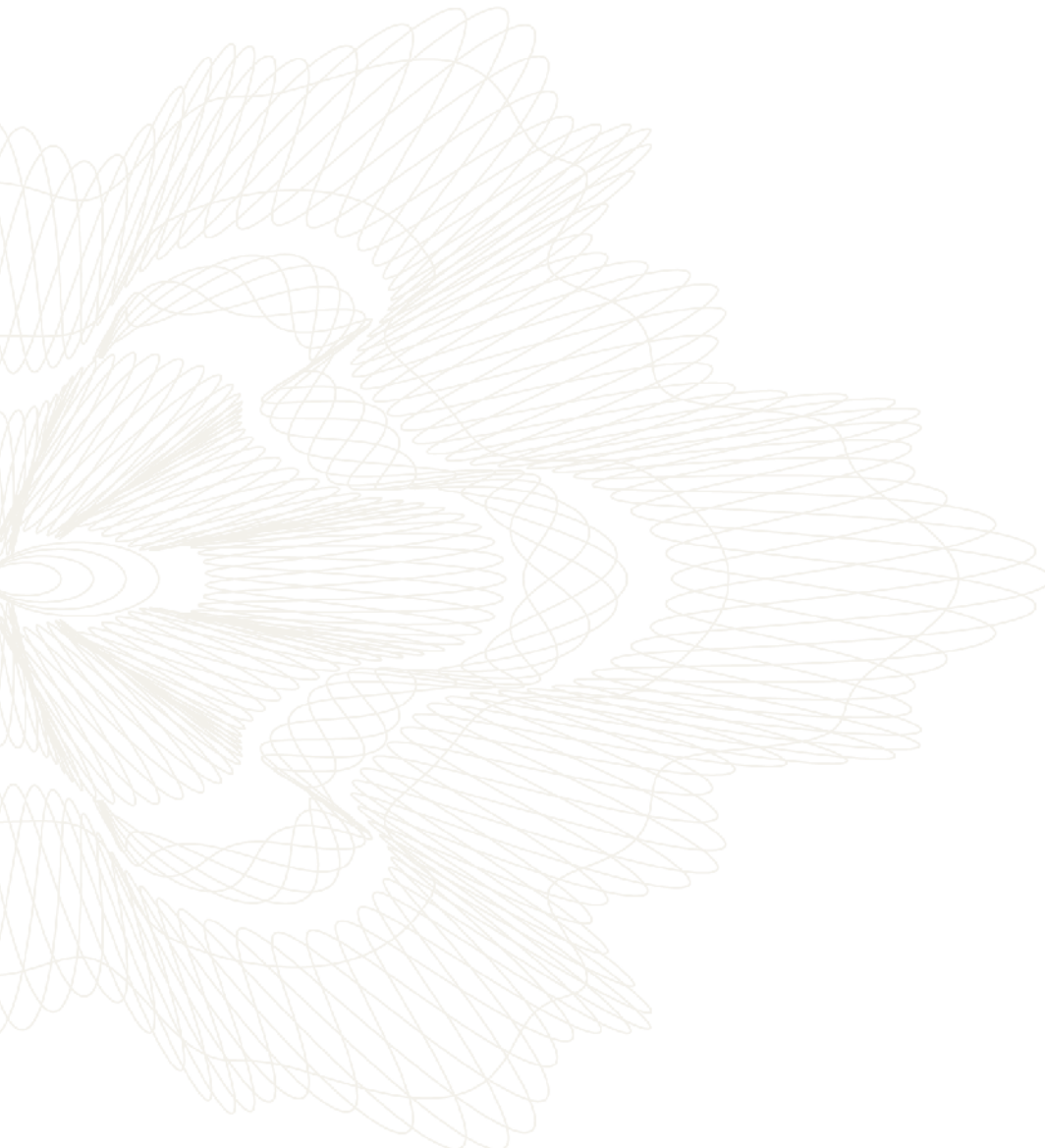
NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

2 | 10
juni

Norges Banks rapportserie nr. 3-2010

Pengepolitisk rapport
2/2010



Norges Bank

Oslo 2010

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 21. april diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 9. juni drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 23. juni en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 27. oktober 2010. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i kapittel 1. I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 11. august og 22. september.

Innhold

Leder	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	9
Den økonomiske situasjonen	9
Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger	12
Usikkerhet i anslagene	16
Oppsummering	18
Hovedstyrets strategi	19
Rammer:	
- Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/10	20
- Kriterier for en god rentebane	22
2. Nærmere om anslagene	25
Internasjonal økonomi	25
Norsk økonomi det neste året	28
Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2010 til 2013	35
Vedlegg	37
Oversikt over utdypinger 2006 – 2010	39
Oversikt over publikasjoner i 2009 – 2010 på Norges Banks nettsider	40
Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk	42
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	45
Tabeller og detaljerte anslag	46

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 17. juni 2010.

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 23. juni 2010.

Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Gjennomføring

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

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

Beslutningsprosess

Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i 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 sjettede 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

Ny uro

Det har igjen oppstått uro i finansmarkedene i Europa. Denne gangen er det ikke bankene som er kilden, men land med store budsjettunderskudd og høy statsgjeld. Samtidig har verdensøkonomien utviklet seg bedre enn vi trodde for en stund tilbake. Nye tall viser at handel og produksjon øker. Veksten er sterk i fremvoksende økonomier, men også i industrilandene har det vært oppgang.

I flere land steg underskuddene og gjelden i den lange oppgangskonjunktoren fram til 2007. Med store underskudd som utgangspunkt har krisen ødelagt statsfinansene i mange land. Stater som har basert seg på store underskudd, må stramme inn mye og raskt selv om de nå er inne i en lavkonjunktur. Redningspakker er satt inn.

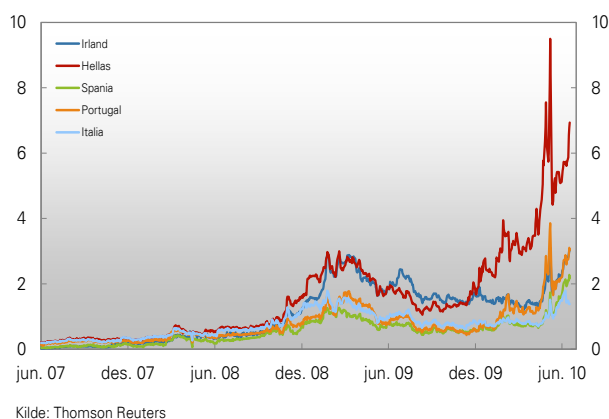
Uroen i finansmarkedene smitter også over til Norge. Det ventes at de lave styringsrentene ute vil vedvare for å støtte opp om den økonomiske oppgangen når finanspolitikken strammes inn. Det påvirker rammene for norsk pengepolitikk. Kronekursen har svingt mye, og påslagene i det norske pengemarkedet har økt. Vi ser også utslag i aksjekursene og i tillitsindikatorer for husholdningene.

Så lenge det er god vekst i Asia og høye råvarepriser, døyves de negative effektene på norsk økonomi av uroen i Europa noe. I denne rapporten anslår vi at oppgangen i norsk økonomi fortsetter, men i noe saktere tempo enn vi tidligere ventet. Den underliggende prisveksten ligger rundt 2 prosent, og vi venter at den vil avta ytterligere mot årsskiftet.

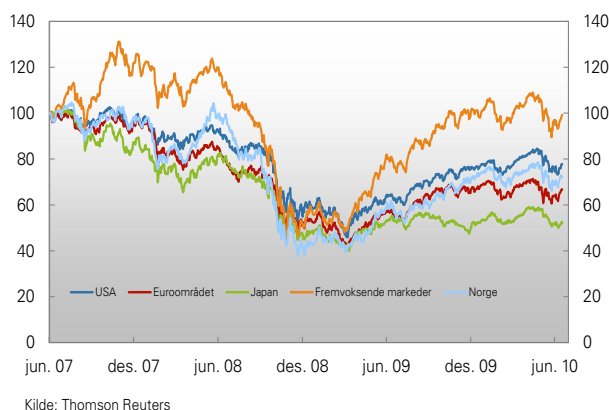
Det er vanskelig å si om uroen i finansmarkedene vil blåse over eller forsterkes. Veksten i handel og produksjon kan bidra til at den dempes, men uroen kan i seg selv bidra til nye fall i den økonomiske aktiviteten. Risikobildet og utviklingen den siste tiden trekker i retning av å øke renten noe senere enn vi så for oss i mars. Vi bygger vårt bilde på at uroen i finansmarkedene etter hvert går over. Hovedstyrets strategi er at styringsrenten bør ligge i intervallet 1½–2½ prosent fram til neste rapport legges fram 27. oktober med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Jan F. Qvigstad
23. juni 2010

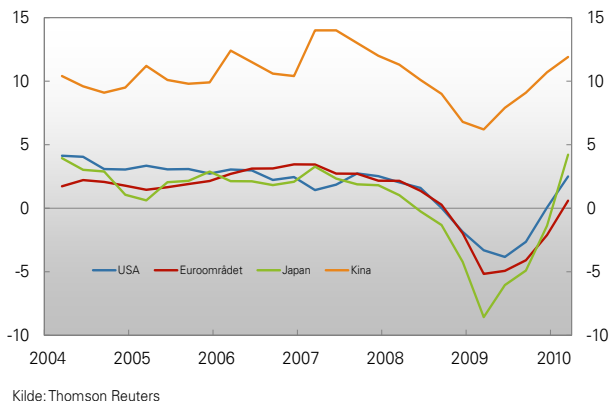
Figur 1.1 Effektiv avkastning på 10-års statsobligasjoner. Differanse mot Tyskland. Prosentenheter. 1. juni 2007 – 17. juni 2010



Figur 1.2 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks. 1. juni 2007 = 100. 1. juni 2007 – 17. juni 2010



Figur 1.3 BNP i industriland og Kina. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2010



1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

De siste månedene har vært preget av ny uro i finansmarkedene. Økt frykt for mislighold av statsgjelden i Hellas førte til at rentene på greske statsobligasjoner steg kraftig i slutten av april. Det spredde seg også til andre land med svake statsfinanser, se figur 1.1. Hellas, IMF og eurolandene kom 2. mai fram til en avtale som gir Hellas et samlet lån på 110 mrd euro. Senere ble det iverksatt omfattende tiltak fra EU, IMF og Den europeiske sentralbanken til støtte for land som har vanskeligheter med å få lån i markedene, blant annet låneordninger med en samlet ramme på 750 mrd euro. Til tross for tiltakene er finansmarkedene fortsatt preget av uro. Prisen på å forsikre seg mot kredittrisiko har økt, og forskjellen mellom pengemarkedsrentene og styringsrentene har steget. Svingningene på børsene verden over har tiltatt. Samlet ligger kursene på Oslo Børs nå rundt 3 prosent lavere enn da forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram i slutten av mars, se figur 1.2.

Oppgangen i verdensøkonomien fortsetter. Produksjonen har økt, og verdenshandelen har tatt seg opp. Det er sterk vekst i Asia og flere fremvoksende økonomier, se figur 1.3. I industrilandene er det også tegn til høyere vekst i produksjon og sysselsetting, men mye av veksten er trolig drevet av finanspolitiske tiltak og lave renter. Arbeidsledigheten er høy hos mange av våre handelspartnere, og kapasitetsutnyttningen er lavere enn normalt.

Styringsrentene ligger fortsatt nær null i mange land, og uroen i finansmarkedene har ført til at den forventede oppgangen i styringsrentene er skjøvet ut i tid. Markedsaktørene venter en oppgang i styringsrentene først rundt årsskiftet i USA, euroområdet og Storbritannia, se figur 1.4. I euroområdet ventes renten å bli liggende under 2 prosent fram til 2013. Flere land gjennomfører nå tiltak

for å bringe de offentlige underskuddene raskere ned enn ventet for noen måneder siden. Lave renter lenger kan i noen grad motvirke effekten av tilstrømmingene i finanspolitikken på etterspørselen etter varer og tjenester.

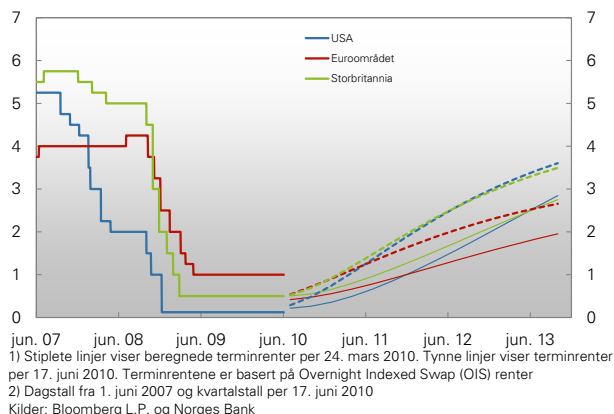
Råvareprisene tok seg opp i løpet av fjoråret etter det kraftige fallet gjennom høsten 2008. De siste månedene har råvareprisene falt igjen, målt i en styrket dollar (USD). Aluminiumsprisene har falt rundt 12 prosent siden slutten av mars målt i dollar, mens spotprisen på olje (Brent Blend) har falt til rundt 75 dollar per fat. Fremtidsprisene på olje og andre råvarer tyder på at prisene vil ta seg noe opp.

Det har vært store svingninger i valutakursene. Euro har svekket seg kraftig mot dollar. Kronen styrket seg fram til begynnelsen av mai, men har siden svekket seg noe. Målt ved den importveide kronkursen (I-44) er kronen om lag én prosent svakere og rentedifferansen mot utlandet noe høyere enn da forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram. Det ser ut til at aktørene i valutamarkedet er mindre villige til å holde norske kroner når det er stor uro, slik vi også så under finanskrisen høsten 2008.

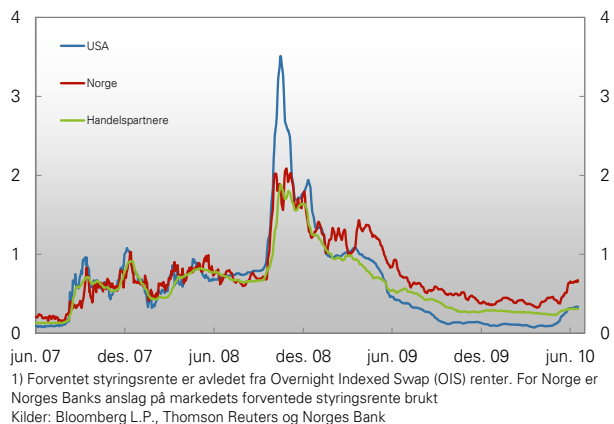
Forskjellen mellom pengemarkedsrentene og styringsrentene økte betydelig høsten 2008. I det norske pengemarkedet kom dette påslaget da opp i 2 prosentenheter. Siden avtok påslaget gradvis, men utviklingen snudde da det oppsto ny uro i finansmarkedet i vår. Påslaget på tremåneders pengemarkedsrenter ligger nå på rundt 0,7 prosentenheter, se figur 1.5. Det er noe høyere enn vi la til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Siden oktober i fjor har Norges Bank økt styringsrenten med til sammen 0,75 prosentenheter. Vektet utlånsrente på nye boliglån har økt med 0,40 prosentenheter i samme periode, se figur 1.6.

Norsk økonomi er inne i en mild lavkonjunktur. Nedgangen i aktiviteten gjennom 2008 var mindre enn hos våre handelspartnere, se figur 1.7. Veksten i fastlandsøkonomien tok seg opp i løpet av andre halvår i fjor. Ny informasjon tyder på at oppgangen fortsetter, men i et noe saktere tempo enn vi tidligere så for oss. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i slutten av

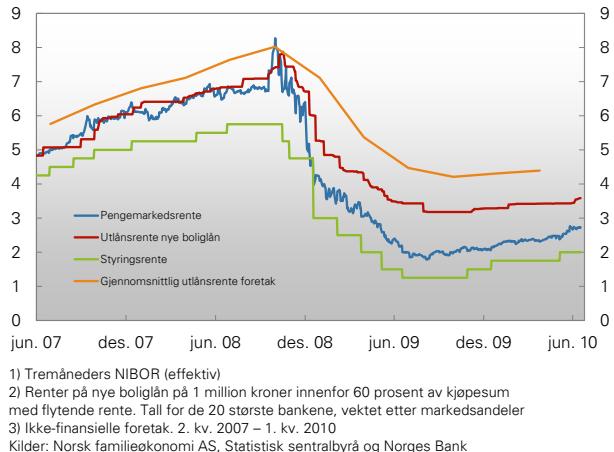
Figur 1.4 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 24. mars 2010 og 17. juni 2010.¹⁾ Prosent. 1. juni 2007 – 31. desember 2013²⁾



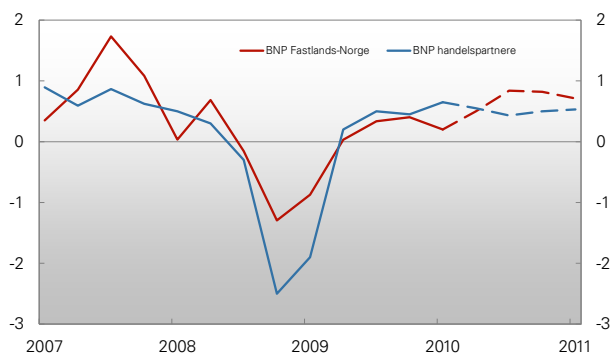
Figur 1.5 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente¹⁾. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. juni 2007 – 17. juni 2010



Figur 1.6 Styringsrente, pengemarkedsrente¹⁾, vektet utlånsrente fra bankene på nye lån²⁾ og gjennomsnittlig utlånsrente for foretak³⁾. Prosent. 1. juni 2007 – 17. juni 2010

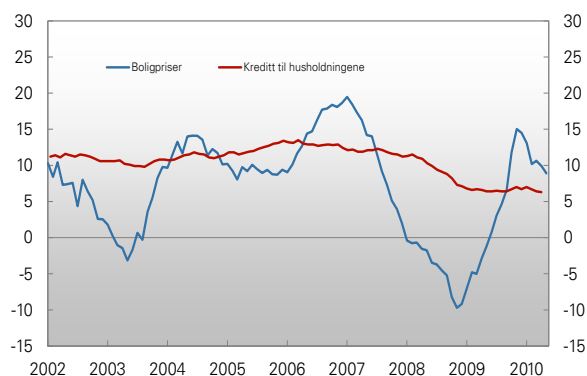


Figur 1.7 BNP, Norge og handelspartnere. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2007 – 1. kv. 2011¹⁾



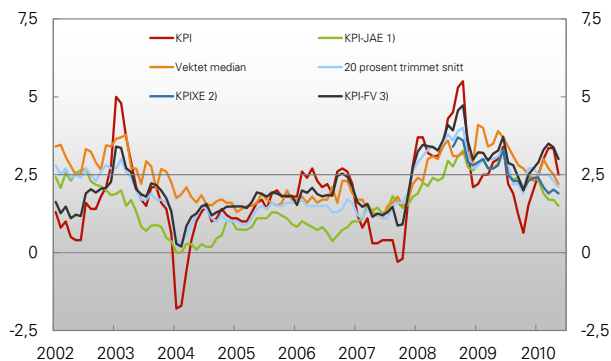
1) Anslag fra 2. kv. 2010
Kilder: Statistisk sentralbyrå, OECD, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.8 Kreditt til husholdningene¹⁾ og boligpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – mai 2010²⁾



1) Innenlandsk kreditt K2
2) Boligpriser til mai. Kredittvekst til april
Kilder: Statistisk sentralbyrå, OPAK, eiendomsmeidlerbransjen (INEF, EFF, Finn.no og ECON Pöyry), OBOS og Norges Bank

Figur 1.9 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – mai 2010



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

april og første del av mai om lav kapasitetsutnyttning og moderat vekst så langt i år, og de ventet fortsatt moderat vekst fremover. Husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester har økt mindre enn ventet, og husholdningenes tillit til norsk økonomi fremover er noe dempet. Kredittveksten er stabil, men veksten i boligprisene har avtatt noe, se figur 1.8.

Arbeidsstyrken har falt markert. Det har dempet oppgangen i arbeidsledigheten gjennom lavkonjunkturen. Den registrerte arbeidsledigheten ser ut til å ha flatet ut og var i mai 2,8 prosent av arbeidsstyrken. Veksten i produktiviteten var lav over en lengre periode. Det har bidratt til at bedriftenes kostnader har steget, selv om lønnsveksten i fjor var lavere enn de siste par årene. Resultatene fra årets lønnsoppgjør tyder på at lønnsveksten i år blir litt lavere enn anslått i mars.

Elektrisitetsprisene falt i vår etter å ha økt kraftig i vinter. Den samlede konsumprisindeksen falt fra 3,3 prosent i april til 2,5 prosent i mai. Den underliggende prisveksten, målt ved KPIXE¹, har vært nær 2 prosent de siste månedene, se figur 1.9. Lavere lønnsvekst, lavere kapasitetsutnyttning enn normalt og styrkingen av kronen gjennom fjoråret har bidratt til at prisveksten har falt det siste året.

Ifølge Perducos forventningsundersøkelse steg de langsiktige inflasjonsforventningene noe i andre kvartal. Partene i arbeidslivet og økonomer i finansnæringen og akademia venter at prisstigningen om fem år vil være rundt 3 prosent, se figur 1.10. Inflasjonsforventningene kan også avledes fra forskjellen mellom Norges og euroområdet forventede femårsrenter om fem år. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge vil denne langsiktige rentedifferansen normalt ligge i området 1/2–1 prosentenhet, avhengig av risikopremiene. Differansen ligger nå rundt 1 prosentenhet, se figur 1.11.

1 Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.

Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste 10 årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent, se figur 1.12.

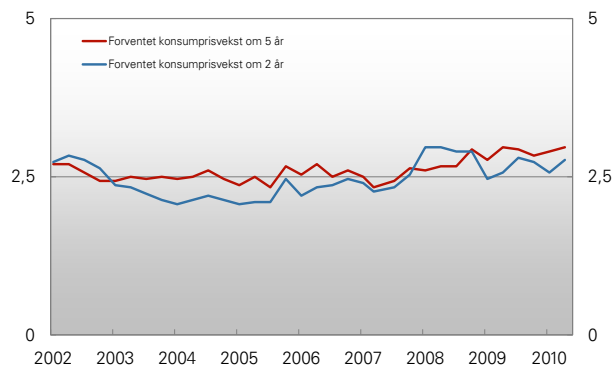
Styringsrenten i Norge ble redusert kraftig i løpet av høsten 2008 og deretter mer gradvis fram til sommeren i fjor. Styringsrenten ble redusert for å motvirke at inflasjonen skulle bli for lav og for å dempe utslagene av den internasjonale lavkonjunkturen på norsk økonomi. Andre halvår 2009 tok aktiviteten i norsk økonomi seg opp, og styringsrenten ble satt opp med 0,50 prosentenheter til 1,75 prosent i løpet av fjerde kvartal i fjor. Da vi la fram forrige pengepolitiske rapport i mars, så det ut til at oppgangen fortsatte, men at aktiviteten økte i noe saktere tempo enn vi hadde ventet i fjor høst. Renteprognozen ble justert noe ned. Våre analyser tilsa da at styringsrenten gradvis kunne økes til rundt 2½ prosent ved utgangen av året. I mai ble styringsrenten satt opp til 2 prosent.

Ny informasjon siden forrige rapport trekker samlet i retning av at den videre økningen i renten trolig vil bli skjøvet litt ut i tid.

Utsiktene for Europa er usikre. Flere land er tvunget til å stramme betydelig inn i finanspolitikken for å sikre en bærekraftig utvikling i statsfinansene. Det vil dempe aktiviteten fremover og kan få virkninger også for andre land både i og utenfor Europa. Vi anslår likevel fortsatt sterk vekst i Asia og moderat vekst i USA de nærmeste årene. Samlet sett har vi nedjustert anslagene for veksten hos våre handelspartnere og legger til grunn at inflasjonen fortsatt vil være nokså lav fremover.

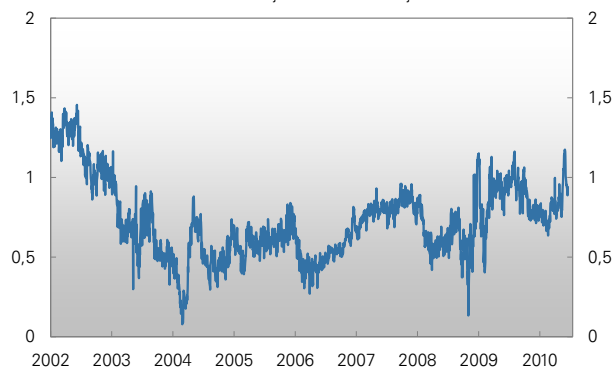
Utsiktene for aktiviteten i norsk økonomi er noe dempet som følge av utviklingen ute. Norske bedrifter kan møte lavere etterspørsel i eksportmarkedene, og uroen i finansmarkedene kan påvirke husholdningenes og bedriftenes forbruk og investeringer. Vi legger til grunn at den samlede kapasitetsutnyttningen blir liggende noe lavere den nærmeste tiden enn tidligere ventet, men vurderingen er

Figur 1.10 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2002 – 2. kv. 2010



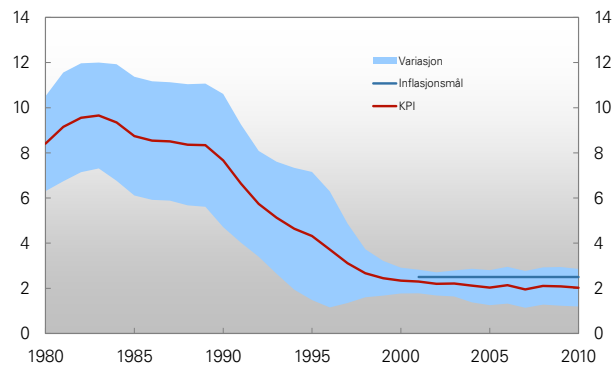
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien
Kilder: TNS Gallup og Perduco

Figur 1.11 Differansen mellom femårs terminrenter¹⁾ om fem år i Norge og euroområdet. Prosentenheter. 1. januar 2002 – 17. juni 2010



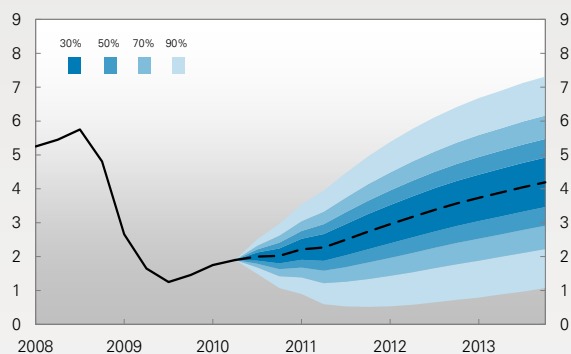
1) Basert på swaprenter
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.12 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI³⁾. Prosent. 1980 – 2010



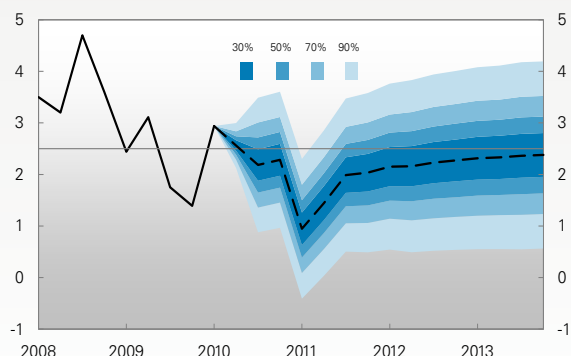
1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
3) I beregningen er anslag for KPI fra denne rapporten lagt til grunn
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges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

Figur 1.13a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



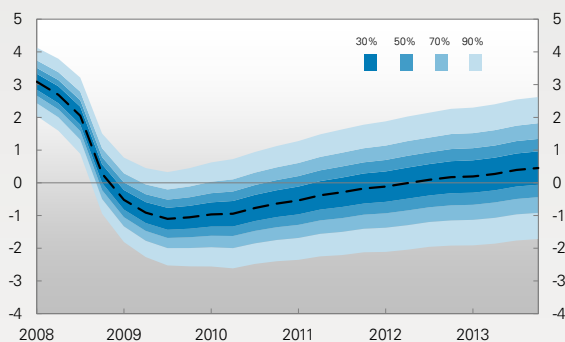
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



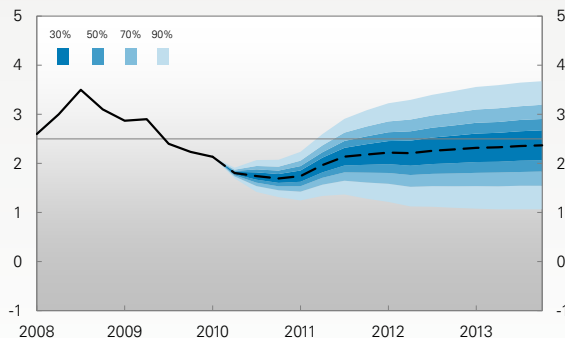
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

Figur 1.13d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

usikker. Litt lenger fram vil høyere oljeinvesteringer bidra til å trekke opp veksten i produksjonen. Den underliggende prisstigningen har utviklet seg om lag som ventet og er nå rundt 2 prosent. Vi venter at prisstigningen vil avta ytterligere mot årsskiftet. Lavere lønnsvekst kan bidra til å holde inflasjonen under målet lenger enn vi så for oss sist. Forventninger om lavere renter hos våre handelspartnere gir isolert sett høyere forventet rentedifferanse mot utlandet. Det kan føre til at kronen styrker seg og inflasjonen dermed blir for lav. Både hensynet til å holde veksten i konsumprisene nær inflasjonsmålet og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting tilsier en lav rente, se egen omtale av kriteriene for en god rentebane på side 22.

Økte påslag i pengemarkedsrentene tillegges også vekt når styringsrenten fastsettes, men i referansebanen ser vi i noen grad gjennom bevegelser vi antar er midlertidige. Vi legger til grunn at påslagene gradvis vender tilbake til et mer normalt nivå, se figur 1.14. I forrige rapport ventet vi en raskere tilbakevending. Både lavere renteforventninger ute, svekkelsen av kronen og høyere påslag i pengemarkedet har sin rot i uroen i finansmarkedene og må derfor ses i sammenheng.

Uroen i markedet gjenspeiler risikoen for statlig mislighold av gjeld i enkelte EU-land og for at banker kan gå overende og utløse en ny krise i finanssektoren. Risikoen for at uroen vedvarer, slik at utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen i norsk økonomi svekkes, kan tale for at oppgangen i renten utsettes.

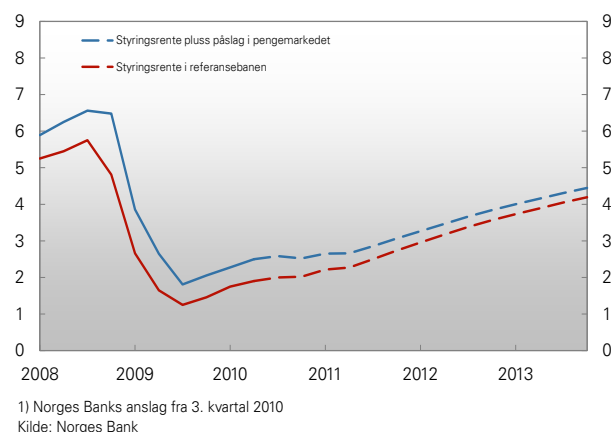
Hensynet til å gardere mot risikoen for fremtidige finansielle ubalanser som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen et stykke fram i tid, taler på den andre siden for at renten bringes nærmere et mer normalt nivå. Husholdningenes gjeldsvekst har holdt seg stabil rundt 6–7 prosent det siste året. Boligprisene øker fortsatt, men mindre enn de gjorde i 2009. Privat konsum har utviklet seg mer moderat enn den lave renten isolert sett skulle tilsi. Det lave rentenivået har til nå ikke utløst tiltakende gjeldsvekst i husholdningene. Finanstilsynet publiserte i mars retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis til husholdningene med blant annet grenser for størrelsen på lån i forhold til verdien av bolig. De bidrar trolig til å dempe gjeldsoppbyggingen i husholdningene.

En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet taler for at styringsrenten holdes på dagens nivå en tid og deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå, se figur 1.13 a–d. Utviklingen siden mars trekker i retning av å øke renten noe senere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/10, se figur 1.15 og egen ramme på side 20. De faktorene som særlig trekker i denne retningen er de lavere rentene ute, svakere utsikter for Europa, høyere påslag i pengemarkedsrentene i Norge, noe lavere vekst i norsk økonomi og litt lavere lønnsvekst. Vi anslår at styringsrenten holdes uendret til rundt årsskiftet og deretter økes jevnt og trutt til noe over 4 prosent ved utgangen av 2013.

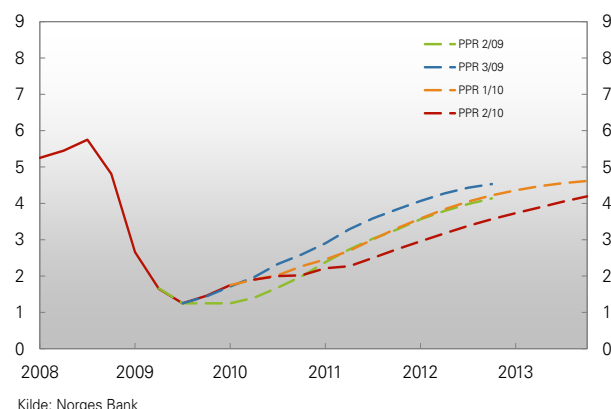
Med dette forløpet for renten anslås rentedifferansen mot utlandet og kronen å holde seg om lag på dagens nivå fremover, se figur 1.16.

Renten blir satt slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent over tid, og slik at kapasitetsutnyttingen etter hvert kommer tilbake til et normalt nivå, se figur 1.17. Den lave renten bidrar til fortsatt vekst i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester og etter hvert til at etterspørselen øker også i bedriftene. Boliginvesteringene anslås å ta seg kraftig opp i løpet av de neste par årene. Vi venter også en oppgang i bedriftsinvesteringene. Selv om lønnsveksten har avtatt, har norsk arbeidskraft aldri vært så kostbar som nå, målt ved relative lønnskostnader, se figur 1.18. Det vil føre til at norsk eksportindustri taper markedsandeler fremover. Vi anslår moderat vekst i ek-

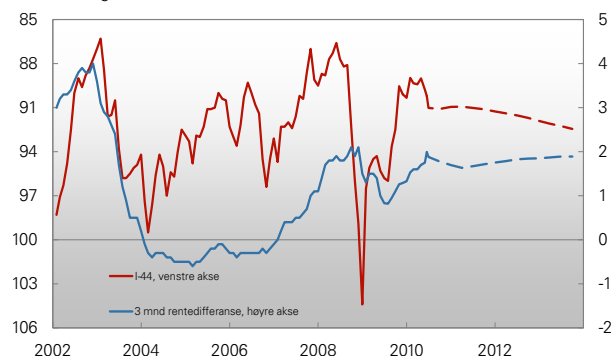
Figur 1.14 Styringsrenten i referansebanen og styringsrenten med påslag i det norske pengemarkedet.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



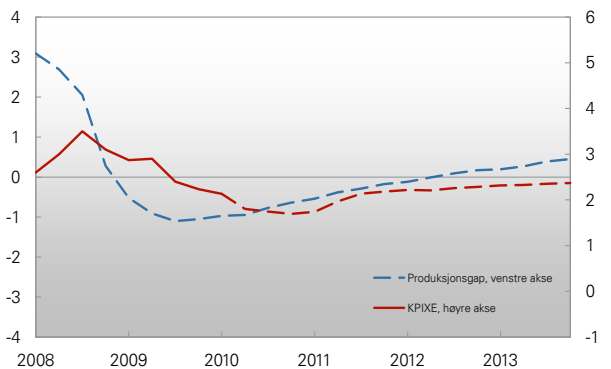
Figur 1.15 Styringsrenten i referansebanen PPR 2/09, PPR 3/09, PPR 1/10 og PPR 2/10. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Figur 1.16 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge og hos handelspartnerne, og importveid valutakurs (I-44)¹⁾. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2002 – desember 2013

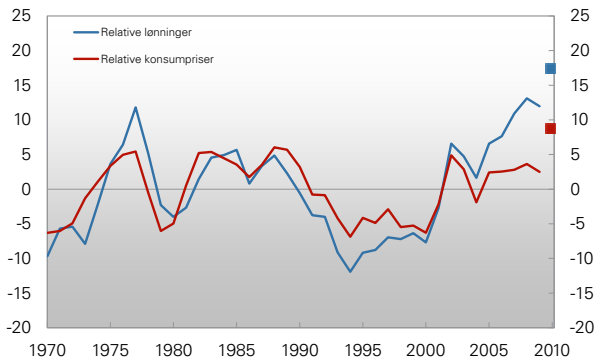


Figur 1.17 Anslag på inflasjonen¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



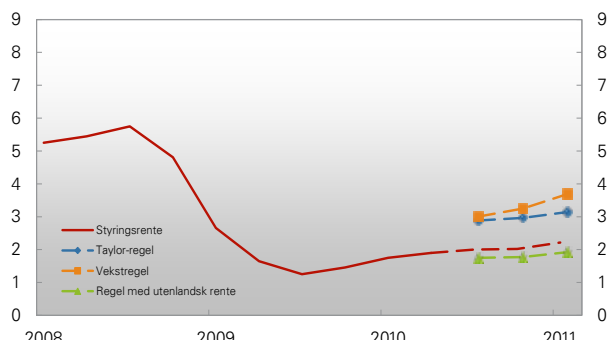
1)KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank for omtale av KPIXE
Kilde: Norges Bank

Figur 1.18 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970 – 2009. Prosent. 1970 – 2010¹⁾



1) Punktene viser gjennomsnittet hittil i 2010. Stigende kurve indikerer svakere konkurranseevne
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.19 Styringsrente og beregnede enkle renteregler¹⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 1. kv. 2011



1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgapet, konsumprisen 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

sporten de nærmeste årene. Samlet anslår vi at kapasitetsutnytingen vil være tilbake på et normalt nivå i løpet av første halvår 2012 og at den registrerte ledigheten blir liggende nær 3 prosent de nærmeste årene.

Inflasjonen vil en tid fremover dempes av lavere kapasitetsutnyting og noe lavere lønnsvekst. Årslønnsveksten i år anslås til 3½ prosent. Etter hvert som kapasitetsutnytingen øker, venter vi at lønnsveksten tar seg opp til 4½–4¾ prosent mot slutten av prognoseperioden. Veksten i produktiviteten har tatt seg opp i det siste og antas å holde seg oppe fremover. Bedriftene ventes å kunne øke marginene etter hvert som etterspørselen øker. Det er utsikter til at den underliggende prisveksten begynner å ta seg opp igjen neste år, og at inflasjonen kommer opp mot målet mot slutten av prognoseperioden.

Anslagene er usikre. Prognosen for renten vurderes derfor i lys av enkle renteregler som kan være robuste overfor ulike antakelser om økonomiens virkemåte. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen bygger på veksten i BNP og inflasjonen. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til eventuelle endringer i rentenivået til våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Taylor- og vekstregelen tilsier en styringsrente som ligger noe over vår prognose for renten, se figur 1.19. Regelen med utenlandske renter tilsier en styringsrente på i underkant av 2 prosent ved utgangen av året. Med mindre det er utsikter til brå skift i den økonomiske utviklingen, vil pengepolitikken kunne være mer robust hvis rentenivået ikke avviker for mye fra det de enkle reglene tilsier. Dette hensynet er tillagt en viss vekt i rentesettingen, se egen omtale på side 22.

Norges Bank har beregnet en renteregel som søker å grovt forklare bankens tidligere rentesetting basert på noen få observerbare størrelser. I regelen inngår utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Fremover viser renteregelen en utvikling i styringsrenten i tråd med Norges Banks anslag på renten, se figur 1.20.

Terminrentene i pengemarkedet er en annen kryssjekk for renteprognozen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter en senere oppgang i pengemarkedsrentene enn vi nå anslår, se figur 1.21. De forholdsvis lave langsiktige pengemarkedsrentene kan gjenspeile et ønske om å investere i land med solide statsfinanser. På grunn av store bevegelser i rentemarkedene den siste tiden er det grunn til å være særlig varsom i tolkningen av nivået på de langsiktige rentene.

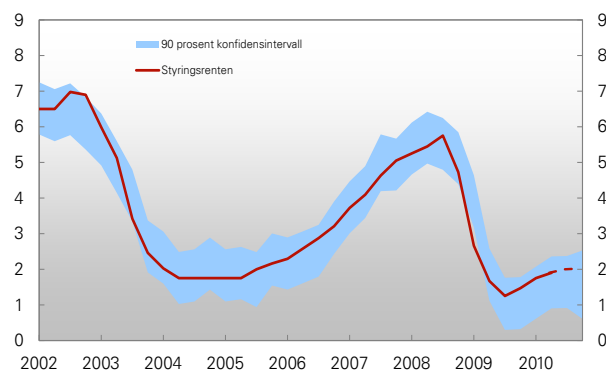
Usikkerhet i anslagene

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

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

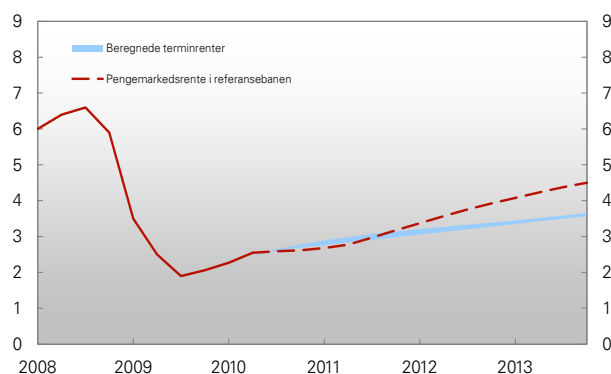
Uroen i finansmarkedene tiltok etter påske. Rentene på statsobligasjoner i Hellas og i flere andre land nådde sitt høyeste nivå tidlig i mai. De falt siden noe tilbake, men er fortsatt høyere enn normalt. Våre prognoser bygger på at markedene gradvis normaliseres gjennom sommeren og høsten. Hvis uroen vedvarer og utviklingen i Europa blir enda svakere enn vi nå anslår, kan utsiktene svekkes vesentlig. Tilgangen på lengre lån til banksystemet kan svikte. Lav tilgang på likviditet i dollar i Europa kan også vedvare over tid, og påslagene i pengemarkedet vil kunne øke markert. Forventningene til styringsrentene hos våre handelspartnere vil kunne falle videre, og råvareprisene kan avta. Veksten og inflasjonen ute vil trolig falle. Norske eksportbedrifter vil møte lavere priser og etterspørsel. Det kan bli vanskeligere å få lån for bedrifter og husholdninger, noe som kan dempe veksten i konsum og

Figur 1.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2010



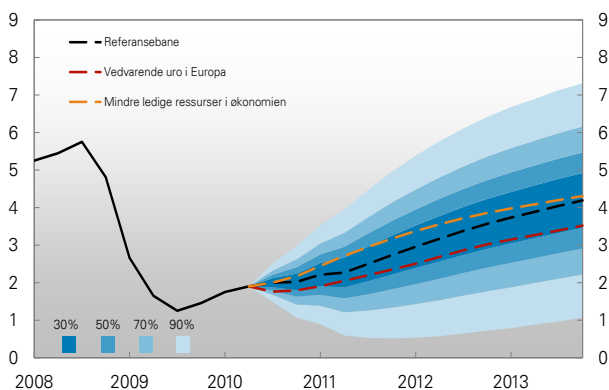
1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og styringsrente hos handelspartnere. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 2. kv. 2010. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo 3/2008*
Kilde: Norges Bank

Figur 1.21 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen og beregnede terminrenter¹⁾. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



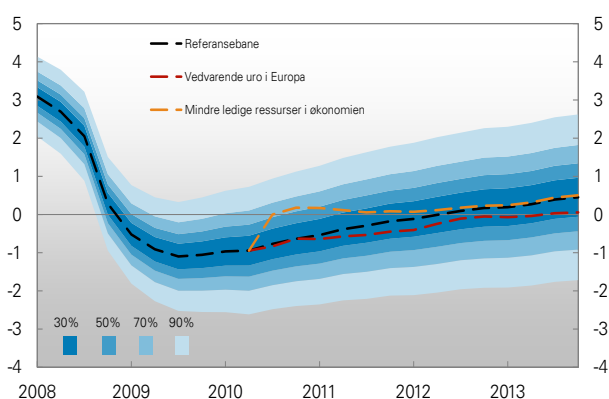
1) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 4.–17. juni 2010
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.22a Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



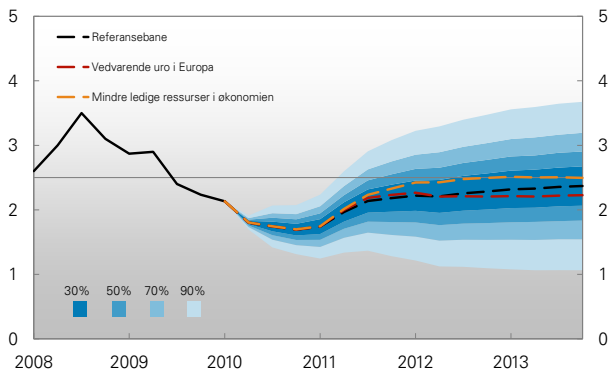
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22b Produksjonsgapet i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Figur 1.22c KPIXE¹⁾ i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



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

Kilde: Norges Bank

investeringer og bidra til å holde inflasjonen nede. Samtidig har vi tidligere sett at kronen har svekket seg i perioder med stor uro. Det kan dempe nedgangen i produksjonen og inflasjonen i Norge.

I figurene 1.22 a-c (røde linjer) illustreres et mulig forløp dersom uroen i finansmarkedene vedvarer, men usikkerheten om hvordan dette kan arte seg er stor. Her har vi lagt til grunn økte påslag i pengemarkedet, lavere forventede styringsrenter ute, lavere produksjon og inflasjon ute, samt en umiddelbar svekkelse av kronen. I et slikt alternativ vil styringsrenten kunne bli satt ned. Svakere krone trekker isolert sett inflasjonen opp. Det vil dempe nedgangen i styringsrenten. Etter hvert som situasjonen normaliseres, vil renten kunne settes gradvis opp, men den vil være lavere enn i referansebanen gjennom hele prognoseperioden. Inflasjonen vil i et slikt alternativ kunne bli liggende under 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden og produksjonsgapet lukkes først i 2013.

På den andre siden har det vært god vekst i verdensøkonomien hittil i år. Skulle uroen avta raskt kan det gi en overraskende kraftig oppgang ute og hjemme.

Det er alltid vanskelig å fastslå hvor høy kapasitetsutnyttningen i økonomien faktisk er. Vår vurdering er at den nå er litt lavere enn normalt. Dette bygger på at det regionale nettverket har rapportert at det er en del ledig kapasitet i bedriftene. Selv om etterspørselen har avtatt har mange virksomheter opprettholdt sysselsettingen, slik at produktiviteten har falt. I denne lavkonjunkturen har arbeidsledigheten økt lite sammenlignet med tidligere nedganger. Arbeidsmarkedet gir dermed et bilde av at det er lite ledige ressurser i økonomien. Dersom kapasitetsutnyttningen skulle være høyere enn vi antar, og det ikke er grunnlag for en økning i produktiviteten, kan inflasjonen bli høyere enn ventet. Da kan renten bli satt opp raskere, mer på linje med prognosen i forrige rapport. I figurene 1.22 a-c (gule linjer) illustreres et alternativ der kapasitetsutnyttningen i økonomien er høyere og produktiviteten stiger mindre enn vi har lagt til grunn i referansebanen.

Oppsummering

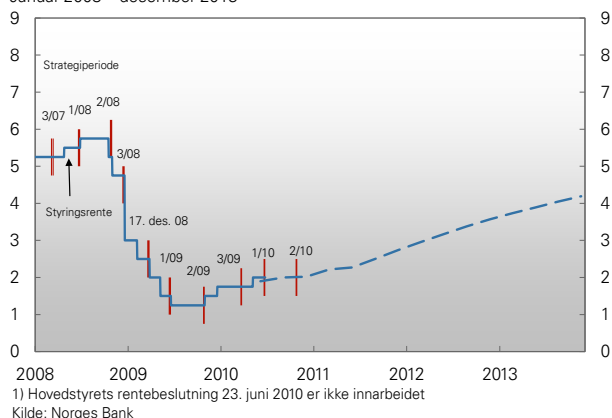
De siste månedene har vært preget av ny uro i finansmarkedene. Økt frykt for mislighold av statsgjelden i Hellas førte til at rentene på greske statsobligasjoner steg kraftig i slutten av april. Det spredde seg også til andre land med svake statsfinanser. Utsiktene for Europa er usikre. Flere land er tvunget til å stramme betydelig inn i finanspolitikken. Det vil dempe aktiviteten fremover og kan få virkninger for andre land både i og utenfor Europa. Samtidig har det vært god vekst i verdensøkonomien hittil i år. Forventede styringsrenter har likevel falt markert i mange land.

Siden oktober i fjor har Norges Bank satt opp renten med til sammen 0,75 prosentenheter til 2 prosent. Oppgangen i norsk økonomi fortsetter, men i et noe saktere tempo enn vi så for oss i mars. Den underliggende prisveksten er nå rundt 2 prosent og vi venter at den vil avta ytterligere mot årsskiftet. Lavere renter ute og svakere utsikter for Europa, høyere påslag i pengemarkedsrentene i Norge, noe lavere vekst i norsk økonomi fremover og litt lavere lønnsvekst trekker i retning av å øke renten noe senere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/10.

Risikoen for at uroen i finansmarkedene vedvarer, slik at utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen i norsk økonomi svekkes, taler for at oppgangen i renten utsettes. På den andre siden er renten i Norge lav. Hensynet til å gardere mot risikoen for fremtidige finansielle ubalanser som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen et stykke fram i tid, taler for at renten bringes nærmere et mer normalt nivå.

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. Skulle uroen i finansmarkedene avta raskt kan oppgangen i aktiviteten ute og hjemme bli kraftigere enn vi nå legger til grunn og gi høyere inflasjon. Høyere kapasitetsutnyttning eller lavere produktivitsvekst kan også trekke inflasjonen opp raskere enn vi nå anslår. På den andre siden kan inflasjonen bli lavere hvis utviklingen ute blir vesentlig svakere enn anslått eller kronen styrker seg markert.

Figur 1.23 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling¹⁾ og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2008 – desember 2013



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 holdes på dagens nivå en tid og deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå, se figur 1.23.

Hovedstyrets strategi

Styringsrenten bør ligge i intervallet 1½–2½ prosent fram til neste rapport legges fram 27. oktober med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/10

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 1/10, se figur 1. Anslagene er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Renten settes slik at inflasjonen over tid ligger nær 2,5 prosent. I figur 2 har vi beregningsteknisk forsøkt å illustrere hvordan ulike nyheter og nye vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjon og sysselsetting. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Handelspartnernes terminrenter har falt markert siden Pengepolitisk rapport 1/10, og den forventede rentedifferansen overfor våre handelspartnere har økt. Det trekker isolert sett i retning av en

lavere styringsrente for å motvirke at høyere forventet rentedifferanse slår fullt ut i en sterkere krone som kan trekke den importerte prisveksten ned, se grønne søyler. På den andre siden har den importveide kronkursen (I-44) vært noe svakere enn vi anslo i mars. Det bidrar isolert sett til høyere vekst i prisene på importerte konsumvarer og trekker i retning av en høyere styringsrente, se oransje søyler.

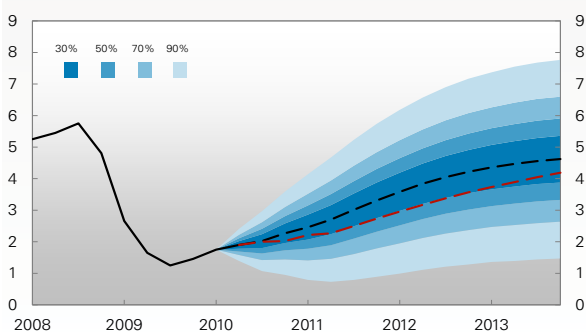
Påslagene i pengemarkedet har økt siden forrige rapport. Det trekker isolert sett styringsrenten noe ned. Vi legger til grunn at påslagene gradvis vender tilbake til et mer normalt nivå. Hensynet til å unngå brå og uventede skift i styringsrenten taler for å se gjennom den midlertidige økningen i påslagene. Denne gjennomskjæringen kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

Både lavere renteforventninger ute, svekkelsen av kronen og høyere påslag i pengemarkedet har sin rot i uroen i finansmarkedene og må derfor ses i sammenheng. Samlet sett trekker disse faktorene i retning av en lavere styringsrente.

Lønnsveksten ser ut til å bli noe lavere enn tidligere anslått. Det vil dempe inflasjonen fremover og trekker i retning av en lavere styringsrente, se røde søyler.

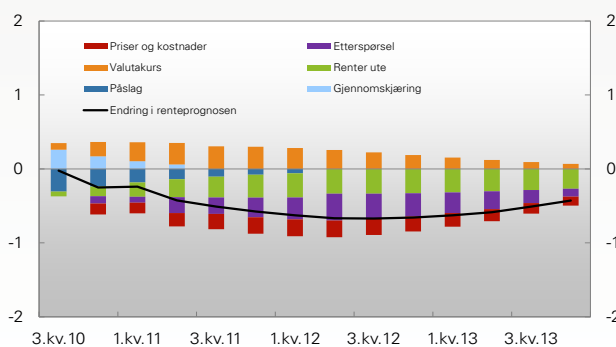
Utsiktene for aktiviteten i norsk økonomi er noe dempet. Særlig kan privat konsum utvikle seg svakere enn tidligere anslått. Det kan ha sin bakgrunn i økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen ute og hvordan det vil påvirke norsk økonomi. Veksten i eksporten har også vært noe lavere enn ventet, og anslagene for veksten fremover er litt nedjustert i tråd med svakere utsikter ute. Kapasitetsutnyttningen ser den nærmeste

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/10 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/10 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 1/10. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 3. kv. 2010 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

tiden ut til å bli liggende litt lavere enn anslått i forrige rapport. Litt lenger fram vil et høyere anslag for oljeinvesteringene trekke veksten i produksjonen opp og bidra til at kapasitetsutnyttningen etter hvert blir høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Samlet trekker likevel utviklingen i etterspørsel og produksjon i retning av en lavere styringsrente fremover, se lilla søyler.

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

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 2/10. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/10 i parentes.

	2010	2011	2012	2013
KPI	2½ (0)	1½ (-¼)	2¼ (-¼)	2¼ (-¼)
KPI-JAE	1½ (0)	1¾ (-¼)	2¼ (-¼)	2¼ (-¼)
KPIXE ¹⁾	1¾ (0)	2 (0)	2¼ (-¼)	2¼ (-¼)
Årslønn	3½ (-¼)	4 (-¼)	4½ (-¼)	4¾ (0)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¾ (-1¼)	4 (-¼)	3¼ (0)	2½ (¼)
BNP Fastlands-Norge	1¾ (-½)	2¾ (0)	2¾ (¼)	2¾ (½)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge ²⁾	-¾ (0)	-¼ (0)	0 (¼)	¼ (¼)
Syssetsetting, personer	-¼ (-¼)	¾ (0)	1 (0)	½ (0)
AKU-ledighet (rate)	3½ (-¼)	3¾ (0)	3½ (0)	3½ (0)

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

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

Kilde: Norges Bank

Kriterier for en god rentebane

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

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

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

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

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

4) Utviklingen i renten bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens virkemåte. Eventuelle store og systematiske avvik fra enkle robuste pengepolitiske regler bør begrunnes.

Prognosen for renten i de pengepolitiske rapportene gir uttrykk for Norges Banks samlede skjønn og vurdering basert på kriteriene over.

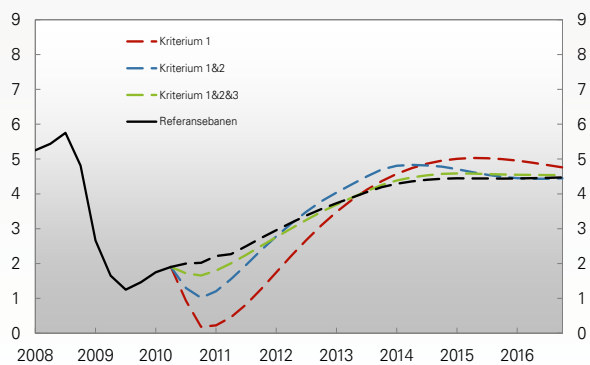
Som en teknisk illustrasjon av hvordan renteprognosen kan bygges opp, og hva de ulike kriteriene kan bety, har vi nedenfor forsøkt å belyse renteprognosen ved hjelp av en beregning i den makroøkonomiske modellen NEMO.¹

I modellen fremkommer renteprognosen som det forløpet for renten som i størst mulig grad oppfyller kriteriene over. Uttrykt matematisk kan oppfyllelsen av kriteriene representeres ved en såkalt "tapsfunksjon"²:

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

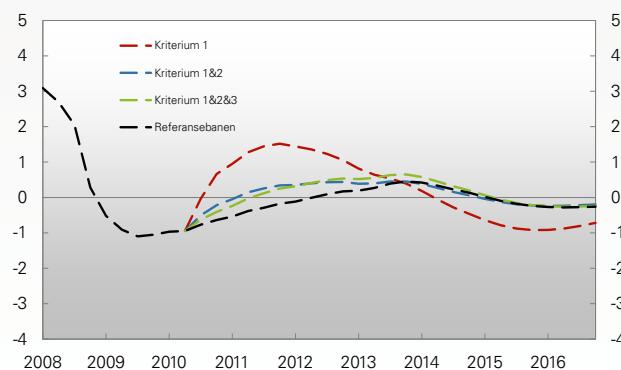
Det første leddet i ligningen representerer kriterium 1, der tapet er større jo mer den faktiske inflasjonen π_t avviker fra inflasjonsmålet π^* . Det andre leddet representerer kriterium 2, og viser at tapet øker jo større svingningene i aktivitetsnivået er, målt som gapet mellom den faktiske produksjonen y_t og det normale produksjonsnivået y_t^* . Det tredje leddet representerer ønsket om gradvise renteendringer i kriterium 3, altså at renten i dag i_t ikke bør avvike for mye fra renten i forrige periode

Figur 1 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Produksjonsgap. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



Kilde: Norges Bank

i_{t-1} . Det fjerde leddet representerer kriterium 4 og kan tolkes som at det også er en kostnad eller risiko ved å sette en rente i_t som avviker mye fra den renten som følger fra enkle pengepolitiske regler i_t^{enkel} . Våre modeller gir en ufullkommen beskrivelse av økonomiens virkemåte, og renteprognozen er sårbar for svakheter eller feil i modellen. Det er derfor nyttig å vurdere renteprognozen i lys av enkle pengepolitiske regler som kan være robuste overfor ulike antagelser om hvordan økonomien virker.³ Ved å legge noe vekt på at styringsrenten ikke bør avvike for mye fra slike regler, blir prognosen også mer robust for svakheter i modellen.

Tapsfunksjonen over må betraktes som en forenklet representasjon av de mer omfattende avveieingene som ligger bak rentebeslutningene. Blant annet kan det oppstå situasjoner der det vil bli lagt vekt på andre hensyn enn det som kommer til uttrykk i den enkle tapsfunksjonen. For eksempel kan det i visse situa-

sjoner være nødvendig å reagere mer aggressivt med renten enn vanlig for å forebygge særlig ugunstige utfall.

Den renteprognozen som best oppfyller kriteriene over, kan tolkes som det forløpet for renten som minimerer summen av nåværende og fremtidige tap. Som regel kan ikke alle kriteriene oppfylles samtidig på kort sikt. De ulike hensynene må da veies mot hverandre. Parametrene λ , δ og κ uttrykker vektene de ulike hensynene tillegges i forhold til kostnaden ved å avvike fra inflasjonsmålet.⁴

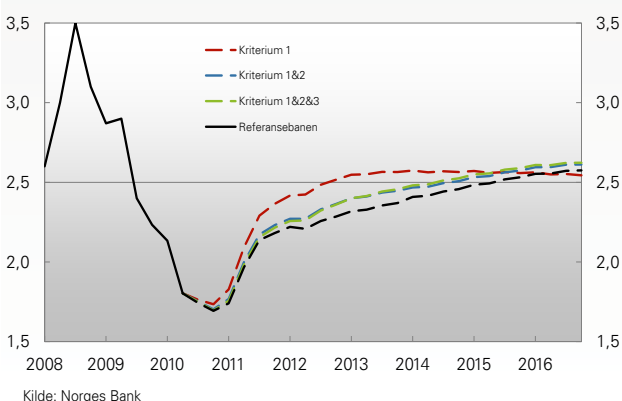
Beregningen i figurene 1-3 illustrerer de ulike kriteriene. En pengepolitikk som bare tar hensyn til å få inflasjonen raskt tilbake til målet (kriterium 1), ville innebære at renten skulle settes ned under 1 prosent. Da vil renten raskt måtte økes igjen for å unngå at aktiviteten og inflasjonen blir for høy lenger fram i tid. En slik strategi kunne være forenlig med et ønske om å gardere

seg mot at inflasjonsforventningene faller og festner seg under inflasjonsmålet, men vil på den annen side innebære store utslag i produksjon og sysselsetting, se figur 2 og 3.

Utviklingen blir mer stabil om vi i tillegg legger vekt på å stabilisere produksjonen (kriterium 1 og 2). Det ville også først innebære en rentenedgang og deretter en ny renteøkning lenger fram. Å ta hensyn til produksjonen innebærer at inflasjonen bringes tilbake mot målet noe senere.

Brå skift i renten som raskt må reverseres, kan ha kostnader for husholdninger og bedrifter som har tilpasset seg bankens tidligere kommunikasjon og kan bidra til ustabilitet i finansmarkedene. Hensynet til en jevn utvikling i styringsrenten trekker i retning av at mindre, midlertidige forstyrrelser normalt ikke skal gi brå skift i renten. Hvis vi også tillegger dette hensynet vekt i rentesettingen (kriterium 1, 2 og

Figur 3 KPIXE. Tolv månedersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2016



3), vil utslagene i renten bli mindre. Ulempen er litt dårligere måloppnåelse av inflasjon og produksjon, se figur 2 og 3.

I den tekniske beregningen her har vi også lagt en viss vekt på Taylor-renten, se egen drøfting av pengepolitiske regler side 15. Denne enkle regelen, som ikke er basert på en spesiell økonomisk modell, legger vekt på at renten skal stabilisere inflasjonen og samtidig bidra til å dempe svingninger i produksjon og sysselsetting. Slik

regelen er tallfestet, innebærer den at rentesettingen ikke skal være veldig aggressiv, slik at renten basert på Taylor-regelen ikke vil ligge langt unna sitt normale nivå med mindre ubalansene i økonomien er svært store. Når vi tar med oss dette hensynet (kriterium 1, 2, 3 og 4), vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå en periode og deretter øke gradvis. Det trekker prognosen for inflasjonen og produksjonsgapet ytterligere litt ned og samsvarer med referansebanen i denne rapporten.

- 1 Se for eksempel Brubakk, L. og T. Sveen (2008), "NEMO – en ny makromodell for prognoser og pengepolitisk analyse", *Penger og Kreditt* 1/2008 og Brubakk, L. et al (2006), "Finding NEMO: Documentation of the Norwegian Economy Model", *Norges Bank Staff Memo* 2006/6
- 2 Se Alstadheim R., I. W. Bache, A. Holmsen, J. Maih og Ø. Røisland (2010), "Monetary Policy Analysis in Practice", *Norges Bank Staff Memo* (kommer). Se også Svensson, L. E. O. (2010), "Inflation targeting", *Handbook of Monetary Economics* (kommer)
- 3 Se Taylor, J.B. og J. Williams (2010), "Simple and Robust Rules for Monetary Policy", *Handbook of Monetary Economics* (kommer)
- 4 I beregningene her er modellen løst med en tapsfunksjon der $\lambda=0,1$, $\delta=0,25$ og $\kappa=0,25$. Disse parametrene vil avhenge av modellen og av hvordan modellen løses, se nærmere beskrivelse i Alstadheim m.fl. (2010). Hensynet til konsistent reaksjonsmønster over tid taler for å tallfeste parametrene i samsvar med bankens tidligere handlingsmønster.

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet.
Prosentvis endring fra foregående år. Endring i anslag
fra PPR 1/10 i parentes

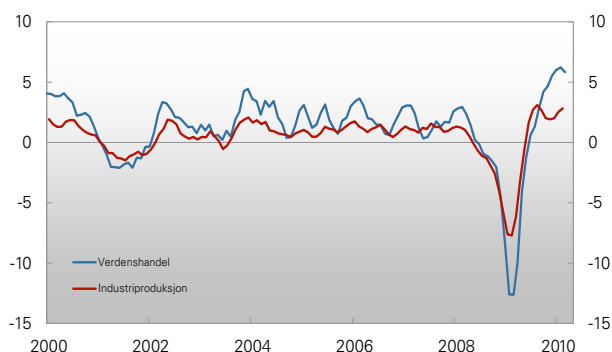
	2010	2011	2012-13 ¹⁾
USA	3 (1/4)	2½ (0)	3 (0)
Euroområdet	¾ (-1/4)	1 (-1/2)	2 (-1/4)
Japan	2¾ (1¼)	2 (1/4)	1¾ (0)
Storbritannia	1¼ (0)	2 (-1/2)	2½ (-1/4)
Sverige	2½ (¾)	2¾ (-1/4)	3 (-1/4)
Kina	10 (1/2)	9¼ (-1/4)	9 (0)
Norges handel- spartnere ²⁾	2 (0)	2¼ (-1/4)	2¾ (-1/4)

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

²⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

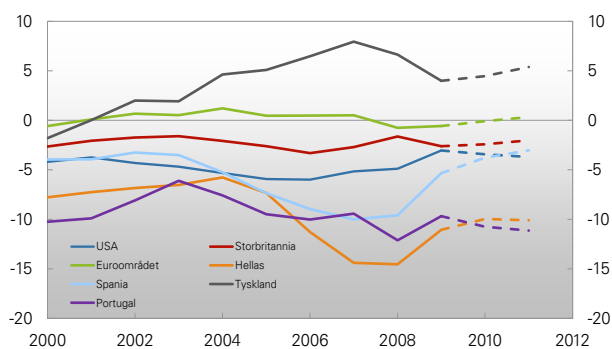
Kilder: Eurostat og Norges Bank

Figur 2.1 Indikator for verdenshandel og industriproduksjon. Siste tre måneder
over foregående tre måneder. Prosentvis endring. Januar 2000 - mars 2010



Kilde: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Figur 2.2 Driftsbalanse ovenfor utlandet. I prosent av nominelt BNP.
2000 - 2011. Anslag for 2010 og 2011 fra OECD



Kilde: OECD Economic Outlook 87

2 Nærmere om anslagene

Internasjonal økonomi

Uroen i europeisk økonomi de siste månedene står i kontrast til utviklingen i verdensøkonomien gjennom våren. Oppgangen i den økonomiske aktiviteten i verdensøkonomien fortsatte i første kvartal og inn i andre kvartal 2010. Industriproduksjonen og verdenshandelen har fortsatt å øke siden forrige rapport, se figur 2.1. En rekke korttidsindikatorer peker i retning av fortsatt god vekst fremover. Utviklingen i makroindikatorer kunne isolert tilsi en oppjustering av vekstbildet i år og neste år både for fremvoksende økonomier og industrialiserte land.

I den sterke vekstperioden før finanskrisen høsten 2008 ble det bygd opp betydelige ubalanser internt og eksternt i flere land, med høy gjeld i både privat og offentlig sektor. Det førte blant annet til store underskudd i utenriksøkonomien, se figur 2.2. De omfattende tiltakspakkene gjennom krisen og det kraftige fallet i offentlige inntekter har svekket offentlige finanser markert i de fleste industrialiserte landene. Budsjetunderskudd og offentlig gjeld har økt kraftig, se figur 2.3 og figur 2.4.

I forrige rapport la vi til grunn innstramminger i offentlige budsjetter fra og med 2011 i euroområdet, Storbritannia, USA og Japan. Siden da har den negative utviklingen i offentlige finanser i enkelte land i euroområdet fått økt oppmerksomhet og skapt omfattende uro i finansmarkedene. Risikopåslagene på langsiktig kreditt har økt betydelig, særlig i søreuropeiske land, som har vært preget av underskudd på driftsbalansen og raskt økende statsgjeld. Myndighetene i flere europeiske land har derfor lagt fram nye tiltak for å bringe budsjettunderskuddene raskere ned. Det blir dermed trolig en sterkere innstramming i statsbudsjettene i euroområdet og Storbritannia enn vi anslo i mars.

Uroen de siste ukene har ført til svakere euro. Det vil isolert sett kunne gi høyere etterspørsel etter varer og tjenester fra eurolandene. Vi legger likevel til grunn at det ikke vil være nok til å veie opp for innstramningstiltak, høyere rentepåslag og økt forsiktighet blant bedrifter og husholdninger. For flere land i Sør-Europa har kostnadsnivået forverret seg på 2000-tallet sammenliknet med deres handelspartnere, se figur 2.5. Det gjør det mer krevende å vokse seg ut av ubalansene.

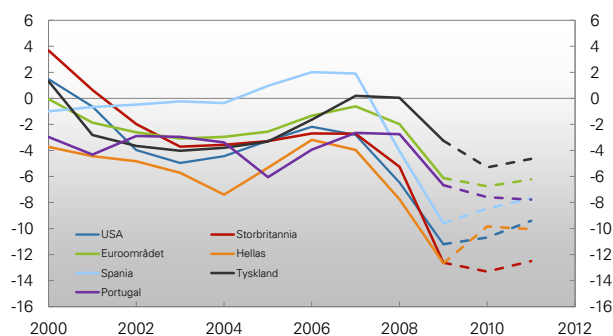
Reformene som nå gjennomføres i offentlig sektor og i arbeidsmarkedet i mange land, kan øke økonomienes vekstevne over tid. De nærmeste årene antar vi derimot at veksten i produksjonen i Europa blir lav. Vi legger videre til grunn at svakere vekstutsikter i Europa og uro i finansmarkedene også virker negativt på veksten i år og neste år i USA og Japan. Utsiktene i Asia og USA er likevel vesentlig bedre enn i Europa.

Fremvoksende økonomier i Asia og Latin-Amerika blir trolig også påvirket av tilbakeslaget i industrilandene, men vi venter at veksten her vil holde seg godt oppe. Industriproduksjon og eksport i Brasil, India og Kina tok seg raskt opp etter det kraftige fallet i 2008 og 2009, og er nå nær eller høyere enn nivåene før krisen. Både innenlandsk og utenlandsk etterspørsel etter varer og tjenester har bidratt til den raske oppgangen. Høye investeringer, sterk produktivitetsvekst og store arbeidskraftreserver bidrar til gode økonomiske utsikter blant annet i Kina og India.

For handelspartnerne samlet er anslagene for veksten redusert med $\frac{1}{4}$ prosentenheter årlig fra og med 2011 sammenliknet med forrige rapport. Det er veksten i Europa som trekker ned anslaget. Vi anslår nå en vekst i BNP hos handelspartnerne på 2 prosent i 2010 og $2\frac{1}{4}$ prosent i 2011, se tabell 2.1.

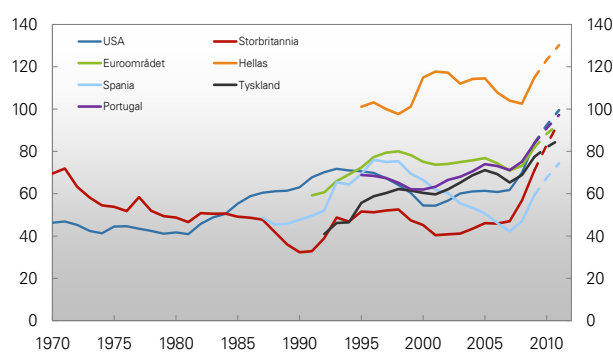
Vi venter moderat inflasjon de neste årene. Kapasitetsutnyttningen vil trolig være lavere enn normalt gjennom hele fremskrivingsperioden i de industrialiserte landene, og utsiktene for vekst i privat konsum er svake. Lønnsveksten ventes å holde seg lav blant annet som følge av vedvarende høy arbeidsledighet. Det nærmeste året venter vi

Figur 2.3 Offentlig budsjettbalanse. I prosent av nominelt BNP. 2000 - 2011. Anslag for 2010 og 2011 fra OECD



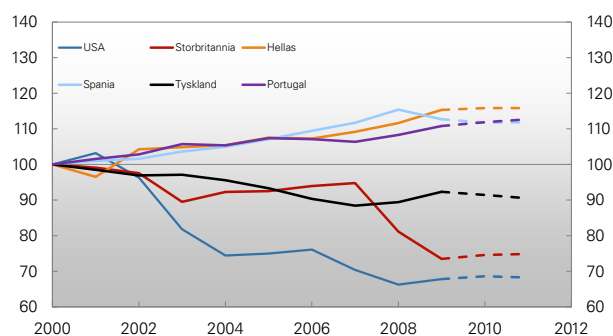
Kilde: OECD Economic Outlook 87

Figur 2.4 Offentlig bruttogjeld. I prosent av nominelt BNP. 2000 - 2011. Anslag for 2010 og 2011 fra OECD



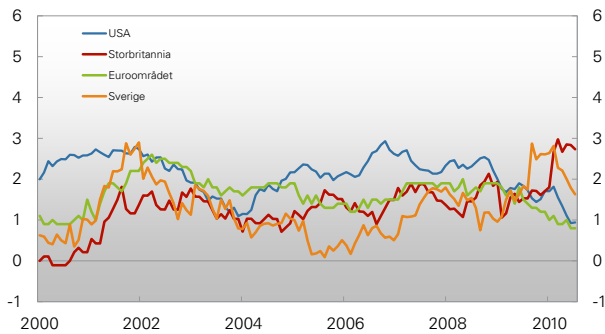
Kilde: OECD Economic Outlook 87

Figur 2.5 Relative lønnskostnader i felles valuta¹⁾. Indeks, 2000 = 100. 2000 - 2011. Anslag for 2010 og 2011 fra EU-kommisjonen



1) Relativt til resten av EU-15
Kilde: EU-kommisjonen

Figur 2.6 Konsumpriser uten matvarer og energi¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 - mai 2010



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

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris. Endring i anslag fra PPR 1/10 i parentes

	2010	2011	2012-13 ¹⁾
USA	1¾ (0)	1¼ (-¼)	2 (½)
Euroområdet ²⁾	1¼ (0)	1¼ (¼)	1½ (0)
Japan	-¾ (¼)	-¼ (0)	¼ (0)
Storbritannia	2¾ (¾)	1¾ (¼)	2 (0)
Sverige	1 (-¼)	2 (-½)	2½ (-¼)
Kina	3¼ (¼)	2½ (0)	2 (0)
Norges handelspartnere ³⁾	1¾ (¼)	1½ (0)	1¾ (0)
Oljepris Brent Blend ⁴⁾	77,6	81,7	85,4

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

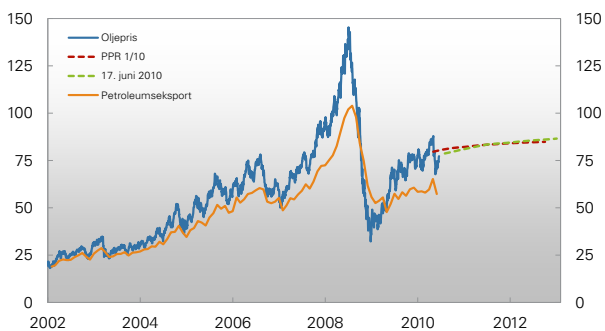
²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

³⁾ Importvekter, 26 viktige handelspartnere

⁴⁾ Terminpris (gjennomsnitt siste 5 handledager). USD per fat. For 2010 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Oljepris (Brent Blend) og pris på norsk petroleumseksport¹⁾. 1. januar 2002 – 17. juni 2010. USD per fat. Terminpriser for olje (stiplet) PPR 1/10 og 17. juni 2010



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

derfor fortsatt fall i den underliggende veksten i konsumpriserne, som allerede har falt en god del i de fleste industrilandene, se figur 2.6. På den annen side har vi lagt til grunn at flere land i Europa vil øke sine indirekte skatter og avgifter som en del av de finanspolitiske innstrammingerne. For 2010 er konsumprisveksten noe oppjustert som en følge av høyere aktivitets- og prisvekst hittil i år. For 2011 anslår vi konsumprisveksten til om lag 1½ prosent og for 2012-13 anslås den årlige prisveksten til 1¾ prosent, se tabell 2.2.

Oljeprisen er om lag 75 dollar per fat, noe lavere enn ved forrige rapport. Målt i euro og norske kroner har oljeprisen derimot steget. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.7. Disse prisene antyder en oljepris i 2011-2013 som er vel 5 – 10 dollar høyere enn dagens spotpris. Det må ses i sammenheng med forventninger om fortsatt god vekst i fremvoksende økonomier, som bidrar mer og mer til den globale oljeetterspørselen. Oljeprisen kan likevel falle hvis uroen i Europa skulle få større smittevirkninger til resten av verden. På den annen side kan prisen øke ytterligere hvis veksten i fremvoksende økonomier viser seg å bli enda sterkere enn vi nå ser for oss.

Eksport av gass utgjør en stadig større del av norsk petroleumseksport. Norsk gass har for det meste vært solgt på langsiktige kontrakter der prisen følger prisen på oljeprodukter med et visst tidsetterslep. En noe høyere andel av gassen selges nå til spotpriser. Oppgangen i oljeprisen siden våren 2009 synes gradvis å føre til oppgang i norsk gasspris. Spot- og terminpris for britisk gass trekker i samme retning. Den gjennomsnittlige prisen på norsk petroleumseksport har økt de siste månedene, se figur 2.7. Økt tilbud av gass i USA og flytende gass ellers vil likevel kunne resultere i lavere priser også for norsk gass hvis tilknytningen til prisen på oljeprodukter reduseres.

The Economist råvareindeks har falt noe siden forrige rapport. Likevel ventes også råvareprisene å holde seg godt oppe med en fortsatt sterk vekst i fremvoksende økonomier.

Norsk økonomi det neste året

Priser

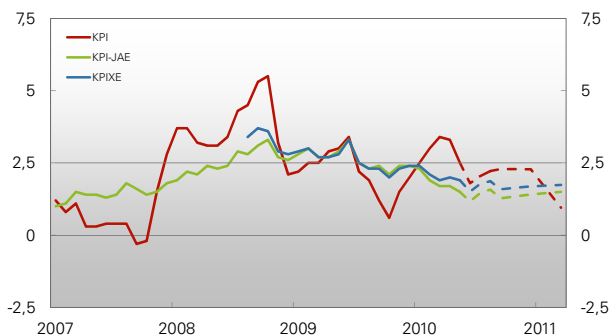
Konsumprisene (KPI) i mai var 2,5 prosent høyere enn i samme måned i fjor, se figur 2.8. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPI-XE) var prisveksten 1,9 prosent. Elektrisitetsprisene er blitt høyere enn vi la til grunn i Pengepolitisk rapport 1/10. Dette har trukket opp energipristrenden som inngår i beregningen av KPIXE, se figur 2.9. Veksten i KPIXE er dermed blitt noe høyere enn anslått i forrige rapport. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har falt siden begynnelsen av 2009. I mai i år var årsveksten 1,5 prosent. Prisveksten målt ved KPI-JAE har utviklet seg om lag som anslått i forrige rapport, både for importerte konsumvarer og norskproduserte varer og tjenester.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE har avtatt med over 2 prosentenheter det siste halvannet året. I mai var årsveksten 2,4 prosent. Mindre kostnadsvekst og lavere kapasitetsutnyttning har bidratt til at prisstigningen har gått ned. Prisveksten på matvarer har falt markert. Jordbruksoppkjøret i fjor innebar små endringer i matvareprisene, samtidig som priskonkurransen i dagligvarebransjen har økt. Veksten i husleiene har falt som følge av at renteutgiftene for utleiere har falt.

De nærmeste månedene vil trolig prisveksten på norskproduserte varer og tjenester falle ytterligere som følge av fortsatt dempet lønnsvekst og høyere vekst i produktiviteten, se figur 2.10. Årets jordbruksoppgjør vil trolig ikke ha vesentlige effekter på prisveksten, og vi venter at prisveksten på matvarer vil holde seg lav. På den andre siden venter vi at etterspørselen etter varer og tjenester vil ta seg noe opp fremover. Det vil kunne gjøre det mulig for bedriftene å øke marginene noe gjennom økte priser. Samlet venter vi en prisvekst på norskproduserte varer og tjenester på 2¼ prosent i andre kvartal, før den så stiger til 2½ prosent i første kvartal neste år, se figur 2.11.

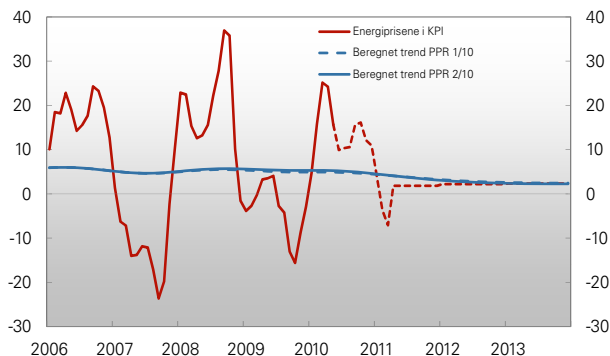
Styrkingen av kronen gjennom 2009 og inn i 2010 har ført til et markert fall i prisveksten på importerte konsum-

Figur 2.8 KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – mars 2011³⁾



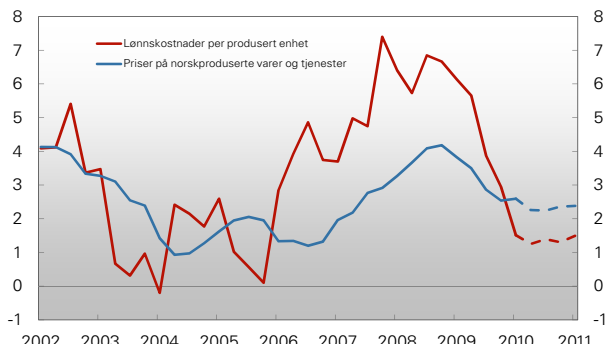
- 1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 - 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realitidstall. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank for omtale av KPIXE
 - 3) Anslag for juni 2010 – mars 2011 (stiplet). Månedstall fram til september 2010, deretter kvartalstall
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Energiprisene i KPI¹⁾ og beregnet energitrend²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2006 – desember 2013³⁾



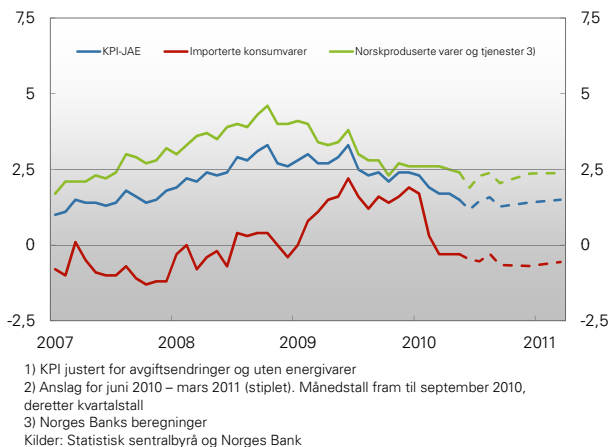
- 1) Varegruppene elektrisitet, brensel, drivstoff og smøremidler
 - 2) Trenden er beregnet ved hjelp av et HP-filter på den faktiske og anslåtte utviklingen i energiprisene i KPI, se *Staff Memo 2008/7* og *Staff Memo 2009/3* fra Norges Bank
 - 3) Anslag for juni 2010 – desember 2013 (stiplet)
- Kilder: Nord Pool, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge og priser på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2002 – 1. kv. 2011²⁾

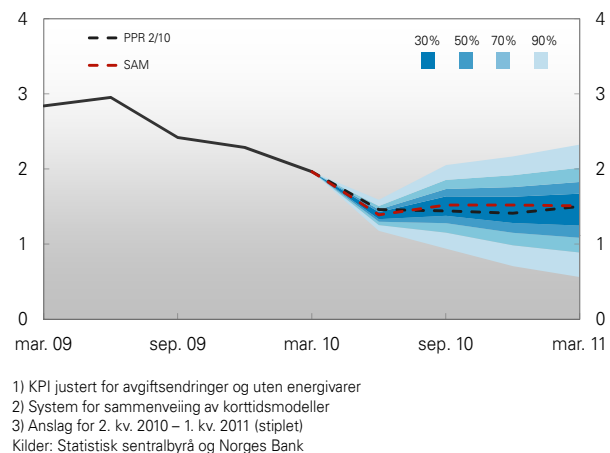


- 1) Norges Banks beregninger
 - 2) Anslag for 2. kv. 2010 – 1. kv. 2011 (stiplet)
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

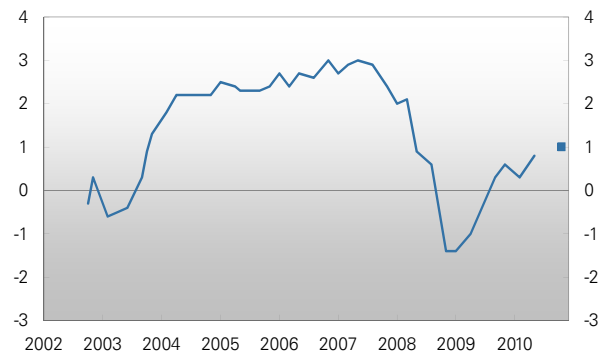
Figur 2.11 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – mars 2011²⁾



Figur 2.12 KPI-JAE¹⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾ med usikkerhetsvitte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2009 – 1. kv. 2011³⁾



Figur 2.13 Indikator for faktisk vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Indeks¹⁾. Oktober 2002 – november 2010²⁾



varer de siste månedene. Lavere priser i utlandet på varene vi importerer har også bidratt til fallet i prisveksten. Prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta anslås å falle med ½ prosent i 2010, om lag det samme som i 2009. Kronen ventes å bli om lag 3¾ prosent sterkere i 2010 enn gjennomsnittet for 2009. Årsveksten i prisene på importerte konsumvarer målt i norske kroner vil i så fall kunne falle fra 0,5 prosent i første kvartal til om lag -½ prosent i første kvartal neste år, se figur 2.11.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE vil falle fra 2 prosent i første kvartal til om lag 1½ prosent i andre kvartal og holde seg der ut året. Vi anslår at KPI-JAE vil stige med 1½ prosent fra 2009 til 2010. Anslagene er i tråd med fremskrivninger fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.12.¹

Fremtidsprisene i markedet for elektrisitet og olje tyder på at energiprisene vil holde seg høyere enn i fjor og bidra til å holde veksten i KPI oppe. Vi anslår at KPI vil stige med 2½ prosent fra 2009 til 2010, mens KPIXE anslås å stige med 1¾ prosent.

Produksjon og etterspørsel

Aktiviteten i norsk økonomi har vært om lag som ventet. Veksten i BNP for Fastlands-Norge avtok i første kvartal etter moderat oppgang i andre halvår i fjor. Produksjonsindeksen for bygg og anlegg er revidert etter at de siste nasjonalregnskapstallene ble lagt fram og viser at produksjonen var vesentlig høyere i 2009 og i første kvartal 2010. I andre kvartal venter vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil ta seg opp til ½ prosent blant annet som følge av at flere bygge- og anleggsprosjekter ble utsatt på grunn av kald vinter. I andre halvår venter vi at vekst i privat konsum og økte investeringer vil bidra til en vekst i BNP for Fastlands-Norge på rundt ¾ prosent per kvartal.

Våre kontakter i det regionale nettverket ventet i mai en moderat vekst i produksjonen de nærmeste kvartalene, se figur 2.13. Særlig i bygge- og anleggssektoren og i olje-

1 Se utdyping i PPR 2/2008

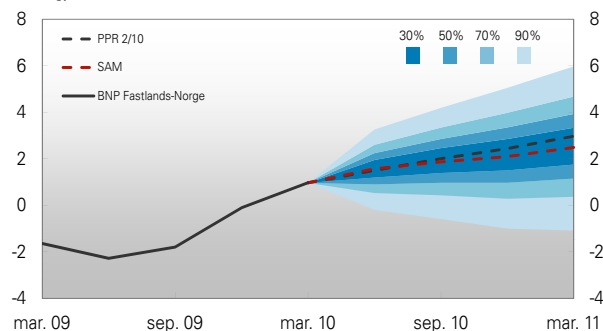
leverandørindustrien hvor det til nå har vært rapportert om fall i produksjonen, er kontaktene mer optimistiske til veksten fremover.

Anslagene for BNP for Fastlands-Norge i referansebanen ligger noe over anslaget fra vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM) i andre halvår, se figur 2.14. Anslagene i SAM bygger blant annet på tillitsindikatorer, som har falt i det siste. Det kan henge sammen med økt uro i finansmarkedene. I referansebanen legger vi til grunn at finansmarkedene normaliseres i løpet av høsten og at tilliten gradvis bedres. Det taler for at veksten i BNP blir noe høyere enn anslaget fra SAM. Referansebanen ligger likevel godt innenfor det mest sannsynlige utfallsrommet til SAM.

Kapasitetsutnyttningen er fortsatt ganske lav. Konjunkturbarometeret tyder på at det fortsatt er mye ledig kapasitet i industrien. I vårt regionale nettverk oppgir flere bedrifter enn normalt at de ville ha små problemer med å møte en økning i etterspørselen, se figur 2.15. Nivået på BNP og kapasitetsutnyttningen i begynnelsen av 2010 var trolig om lag som ventet. Veksten i BNP gjennom 2010 ser imidlertid ut til å bli noe lavere enn anslått i forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen vil dermed kunne bli litt lavere i år enn anslått sist. Vi legger til grunn at produksjonen vil vokse noe mer enn produksjonspotensialet fremover. Produksjonsgapet vil være negativt gjennom 2010 og deretter lukkes.

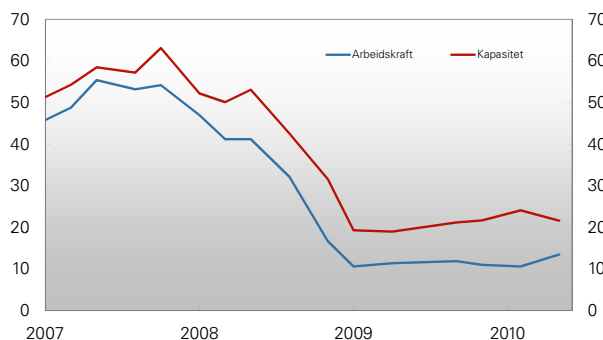
Finanskrisen og konjunkturtilbakeslaget svekket produksjonspotensialet i deler av økonomien. Dårligere tilgang på kreditt forsterket den konjunktuelle nedgangen i investeringene og bidro trolig til at nye virksomheter ikke ble startet opp. Et økt antall konkurser kan i tillegg ha bidratt til at realkapital har gått tapt i enkeltbedrifter og næringer. Lavere vekst i arbeidsinnvandringen har bidratt til å dempe veksten i arbeidsstyrken. I tillegg falt produktiviteten. Fremover venter vi at veksten i potensielt BNP tar seg noe opp. En normalisering av finansmarkedene vil bedre bedriftenes evne til å øke produksjonen. Økt etterspørsel vil bidra til at bedriftene igjen tar i bruk produksjonskapital som midlertidig har vært satt ut av drift. Vi legger til grunn at veksten i trendproduktiviteten grad-

Figur 2.14 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM¹⁾ med usikkerhetsvifte. Firekvarteralsvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2009 – 1. kv. 2011²⁾



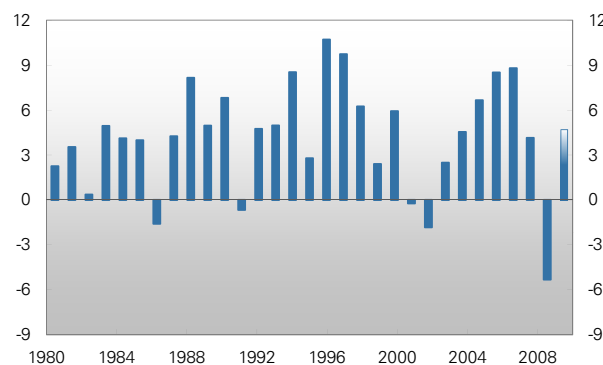
1) System for sammenveing av korttidsmodeller
2) Anslag for 1. kv. 2010 – 1. kv. 2011 (stiplet). Anslag for 1. kvartal 2010 er basert på kvartalsvis nasjonalregnskap og ny informasjon om produksjonen i bygg og anlegg fra Økonomiske analyser 3/2010 fra Statistisk sentralbyrå
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft.¹⁾ Prosent. Januar 2007 – mai 2010



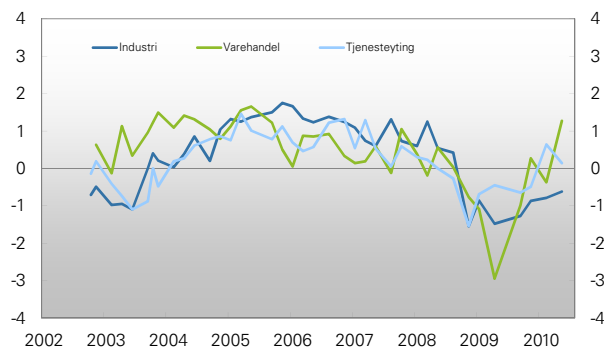
1) Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en (uventet/ventet) vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.16 Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Volum. Prosent. 1980 – 2010¹⁾



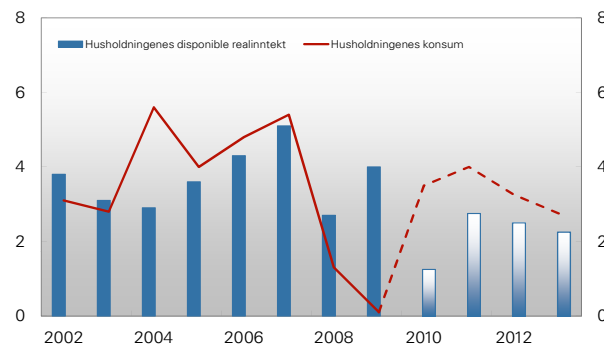
1) Anslag for 2010
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 Investeringsplaner for neste 12 måneder sammenliknet med foregående 12 måneder. Indeks¹⁾. Oktober 2002 – mai 2010



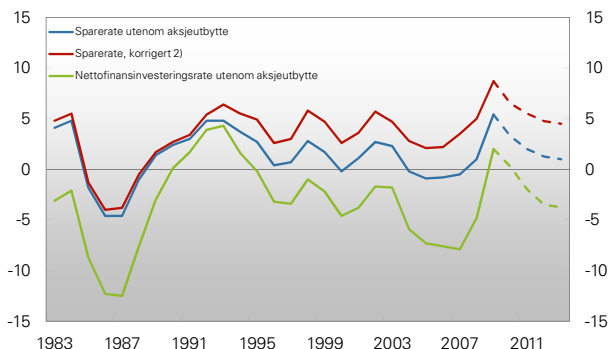
¹⁾ Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt 2/09* for nærmere omtale
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.18 Husholdningenes disponible realinntekt¹⁾ og konsum²⁾. Vekst fra året før. Prosent. 2002 – 2013³⁾



1) Ekskludert aksjeutbytte
2) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
3) Anslag for 2010 – 2013 (stiplet)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1983 – 2013¹⁾



1) Anslag for 2010 – 2013 (stiplet)
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2013
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vis normaliseres, men at produksjonspotensialet vil være lavere enn det ville vært hvis finanskrisen ikke hadde inntruffet.

Etter at eksporten av tradisjonelle varer og tjenester tok seg kraftig opp i andre halvår i fjor, falt eksporten noe igjen i første kvartal. Lavere eksport av kraft og tjenester bidro til nedgangen, mens det var vekst i eksporten fra industri og bergverk. Verditall fra utenrikshandelsstatistikken tyder på moderat vekst i eksportvolumet i andre kvartal. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk rapporterer om økt ordretilgang, og de venter at produksjonen skal stige de neste seks månedene. Vi legger til grunn at verdenshandelen vil fortsette å vokse fremover og anslår en vekst i eksporten fra Fastlands-Norge på 4¾ prosent fra 2009 til 2010, se figur 2.16.

Bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge falt med 4,6 prosent i første kvartal og var da 25 prosent lavere enn ved utgangen av 2007. Den siste investeringstillingen tyder på at investeringene i industri og bergverk vil falle ytterligere i 2010 og 2011, men at investeringene i kraftsektoren vil øke betydelig neste år. Ifølge kontaktene i Regionalt nettverk er det utsikter til at investeringene i varehandelen og privat tjenesteyting vil øke noe det neste året, se figur 2.17. Norges Banks utlansundersøkelse viser at bankene lettet ytterligere på kredittpraksisen overfor bedriftene i første kvartal. Bankene meldte også om økende låneetterspørsel fra bedriftene. Vi legger til grunn at investeringene vil ta seg opp i andre kvartal, delvis som følge av gjeninnhenting av forsinkelser på grunn av kulden i første kvartal. Veksten i investeringene vil trolig øke ytterligere fram mot vinteren. På grunn av nedgang gjennom fjoråret og i første kvartal i år anslår vi likevel at bedriftsinvesteringene vil falle med 7 prosent fra 2009 til 2010.

Veksten i privat konsum avtok mer enn ventet i første kvartal. De midlertidig høye strømprisene ga fall i husholdningenes disponible realinntekt. Høye boligpriser og lave renter støtter opp under fortsatt vekst i konsumet, men veksten inneværende år ser ut til å bli en god del lavere enn tidligere antatt. Indikatorer for varekonsumet tyder på relativt svak utvikling i husholdningenes forbruk

også i andre kvartal. Ulike tillitsindikatorer har vist gradvis økt optimisme blant husholdningene, men falt noe tilbake igjen i mai. Økt uro ute har trolig bidratt til økt usikkerhet. Sammen med noe strammere kredittpraksis kan det bidra til å dempe konsumveksten. Samtidig har vi nedjustert anslaget for inntektsveksten i år. Husholdningenes disponible realinntekt (utenom aksjeutbytte) anslås nå å vokse med om lag 1¼ prosent i 2010, se figur 2.18. Privat konsum anslås å øke med 3½ prosent i år. Spareraten (utenom aksjeutbytte) faller da fra 5,4 prosent til 3¼ prosent, se figur 2.19. Det er usikkerhet om husholdningenes sparing. Ifølge det finansielle sektorregnskapet var husholdningenes nettofinansinvesteringer i 2009 lavere enn det som kommer til uttrykk i det institusjonelle sektorregnskapet, se figur 2.20. Det kan indikere at husholdningenes sparing i 2009 var lavere enn 5,4 prosent. Dersom sparingen har vært lavere enn antatt, kan veksten i forbruket bli lavere i årene fremover enn vi nå anslår.

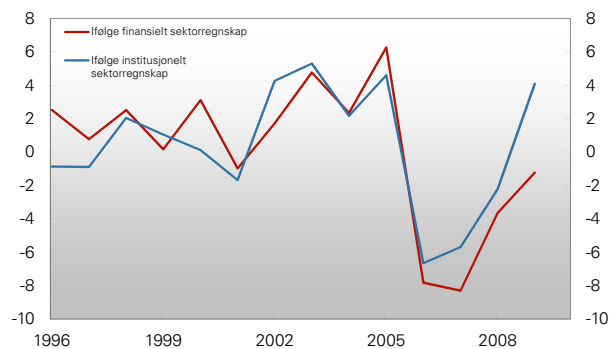
Boliginvesteringene var lave i 2009. Det ble igangsatt 19500 boliger, som er en god del lavere enn det den langsiktige boligetterspørselen tilsier. Vi venter derfor at boligbyggingen vil ta seg opp fremover. Igangsettingene ser ut til å ha økt noe mer enn vi la til grunn i forrige rapport, se figur 2.21. Tall fra Boligprodusentenes forening² bekrefter at igangsettingene øker. Ordresituasjonen for boligbygg fortsetter å bedre seg ifølge ordrestatistikken til Statistisk sentralbyrå. Økte boligpriser kan også bidra til økt boligbygging fremover. Ved utgangen av 2010 kan månedstallene for antall igangsatte boliger målt i årlig rate ha kommet opp i 26000. Boliginvesteringene vil likevel falle med litt over 3 prosent fra 2009 til 2010, på grunn av et sterkt fall gjennom 2009.

Arbeidsmarkedet

Fallet i etterspørselen etter arbeidskraft er trolig i ferd med å stanse, selv om foreløpige tall viste en ytterligere nedgang i både timeverkene og sysselsettingen også i første kvartal i år.

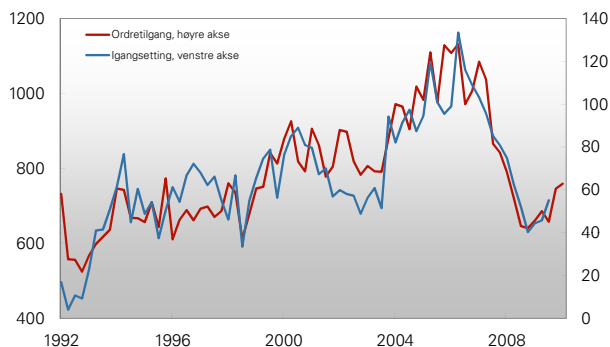
2 Spørreundersøkelse blant medlemsbedriftene som står for over halvparten av boligbyggingen i Norge

Figur 2.20 Husholdningenes nettofinansinvesteringer. I prosent av disponibel inntekt. 1996 – 2009



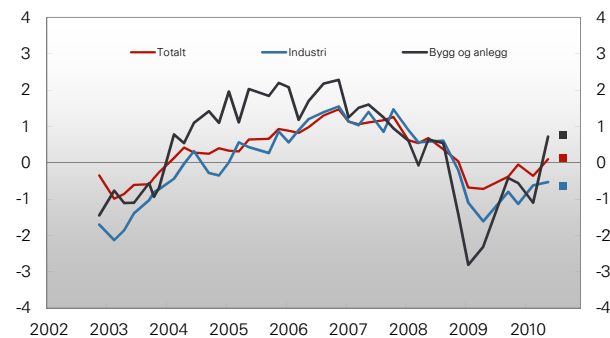
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.21 Igangsatt boligareal¹⁾ og ordretliggang for bygging av nye boliger²⁾. 3. kv. 1992 – 1. kv. 2010



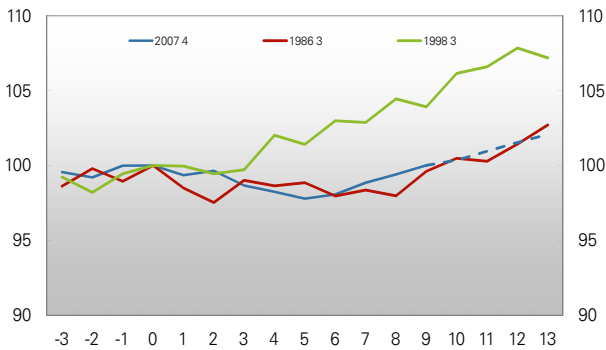
1) I 1000 kvadratmeter. Sesongjustert
2) Verdiindeks deflatert med prisindeksen for boliginvesteringer fra nasjonalregnskapet. Forskjøvet to kvartaler fram
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.22 Indikator for faktisk vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder.¹⁾ Prosent. Oktober 2002 – august 2010²⁾



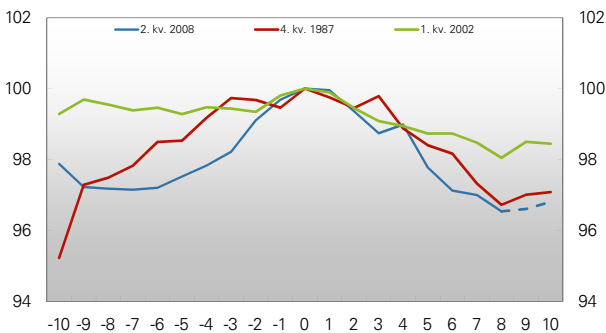
1) Blandet indikator t.o.m. 2004. Splittet i "siste tre måneder" og "neste tre måneder" f.o.m. 2005
2) Siste observasjon er mai 2010
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.23 Utvikling i produktiviteten i Fastlands-Norge etter vendepunktet i en høykonjunktur. BNP per timeverk. Sesongjusterte kvartalstall. Indeks¹⁾



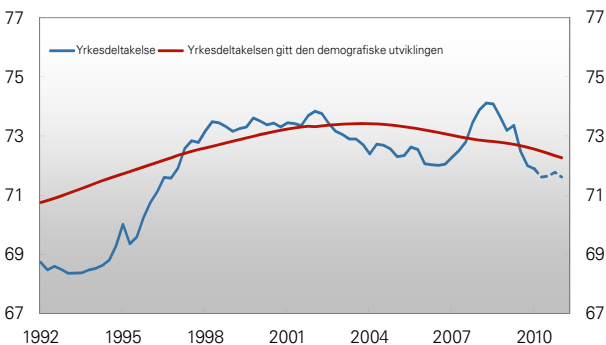
1) Indeksen settes lik 100 i det kvartalet kapasitetsutnytingen var på sitt høyeste. Serienavnene refererer til dette kvartalet. Kapasitetsutnytingen beregnes ved hjelp av HP-filter
2) Anslag for 2. kv. 2010 - 1. kv. 2011 (stiplet linje)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.24 Utvikling i yrkesdeltakelsen rundt den høyeste observasjonen i serien. Arbeidsstyrken som andel av befolkningen i alderen 15 - 74 år. Sesongjusterte kvartalstall. Indeks¹⁾



1) Indeksen settes lik 100 i det kvartalet arbeidsdeltakelsen var på sitt høyeste. Serienavnene refererer til dette kvartalet.
2) Anslag for 2. kv. 2010 - 4. kv. 2010 (stiplet linje)
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.25 Faktisk yrkesdeltakelse og utvikling i yrkesdeltakelsen gitt den demografiske utviklingen¹⁾. Prosent. Sesongjusterte kvartalstall. 1. kv. 1992 - 1. kv. 2011²⁾



¹⁾ Gjennomsnittlig yrkesdeltakelse gitt uendret yrkesdeltakelse i hver aldersgruppe fra 2007
²⁾ Anslag for faktisk yrkesdeltakelse fra 2. kv. 2010 til 1. kv. 2011.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

For første gang siden høsten 2008 rapporterte kontaktene i vårt regionale nettverk i mai om vekst i samlet sysselsetting, se figur 2.22. Kontaktene venter også moderat vekst i sysselsettingen den nærmeste tiden. Det er særlig kontaktene innen varehandelen og bygg og anlegg som har planer om å ansette flere, mens kontaktene i industrien ser for seg et fortsatt fall i sysselsettingen. Perducos undersøkelse for Norges Bank tyder på at næringslivslederne planlegger å øke bemanningen noe i løpet av de neste tolv månedene.

Bruken av arbeidskraft anslås å ta seg gradvis opp gjennom året, etter hvert som oppgangskonjunktoren får bedre feste. Vi regner med at den gjennomsnittlige arbeidstiden ikke endres vesentlig slik at sysselsettingen og timeverkene vil stige om lag i takt.

Produktivitetsutviklingen har vært svak de siste årene. I begynnelsen av en nedgangskonjunktur justerer bedriftene gjerne bruken av arbeidskraft mindre enn det utviklingen i produksjonen skulle tilsi, noe som gir lav vekst eller fall i produktiviteten, se figur 2.23. Siden i fjor sommer har produktiviteten økt, og vi legger til grunn at den vil stige i om lag samme tempo fremover etter hvert som økt produksjon gir bedre utnyttning av den eksisterende arbeidsstokken.

Til tross for fortsatt sterk vekst i befolkningen i arbeidsdyktig alder har ikke arbeidsstyrken økt siden høsten 2008. En del personer trekker seg ut eller velger å ikke gå inn i arbeidsstyrken når etterspørselen etter arbeidskraft avtar. Yrkesdeltakelsen har falt raskt i denne nedgangen, se figur 2.24, og særlig i de yngste aldersgruppene. Mange har valgt å studere fremfor å søke arbeid. Det betydelige fallet i yrkesdeltakelsen siden høsten 2008 må også ses i sammenheng med sterk vekst i arbeidsstyrken i årene før. Den demografiske utviklingen trekker isolert sett i retning av at den samlede yrkesdeltakelsen vil fortsette å falle noe fremover, se figur 2.25. Det følger av at de store etterkrigskullene nå er kommet over i aldersgrupper der yrkesdeltakelsen er relativt lav. Ettersom vi fortsatt er inne i en lavkonjunktur, legger vi til grunn at veksten i arbeidsstyrken vil bli lavere enn det den underliggende befolkningsutviklingen skulle tilsi også i 2010, se tabell 2.3.

Det kraftige fallet i yrkesdeltakelsen har bidratt til å dempe oppgangen i arbeidsledigheten. Ledigheten målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har steget gradvis siden høsten 2008, og var på 3,5 prosent av arbeidsstyrken i mars. Dette er nær det gjennomsnittlige ledighetsnivået de siste ti årene. Etter en rask oppgang vinteren 2008/09, har den registrerte arbeidsledigheten vært relativt stabil på rett under 3 prosent av arbeidsstyrken. Justert for sesongvariasjoner falt den registrerte ledigheten til 2,8 prosent i mai. Utviklingen i ledigheten har vært om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Fram mot årsskiftet legger vi til grunn at den registrerte ledigheten vil ligge nær det nivået vi har sett de siste månedene, se figur 2.26. Arbeidsledigheten målt ved AKU anslås å øke videre til om lag 3¾ prosent ved utgangen av 2010.

Lønn

Lønnsveksten inneværende år ser ut til å bli noe lavere enn tidligere anslått. Ifølge partene i arbeidslivet innebærer resultatene fra de sentrale forhandlingene i privat sektor en lønnsramme på rundt 3 prosent. Denne rammen forutsetter at lønnsglidningen gjennom året blir lavere enn gjennomsnittet de siste ti årene. Dersom aktiviteten øker kan lønnsglidningen komme til å bli noe høyere enn det partene har lagt til grunn. En moderat og forholdsvis stabil arbeidsledighet kan trekke i samme retning. På den annen side vil en reserve av personer som midlertidig har trukket seg ut av arbeidsstyrken og lav lønnsvekst ute kunne bidra til å dempe lønnsglidningen. Resultatet av forhandlingene i offentlig sektor ser ut til å gi en ramme på om lag 3½ prosent. Foreløpig ser det ut til at samlet lønnsvekst i år kan ende på 3½ prosent, men det er en viss usikkerhet om lønnsutviklingen gjennom året.

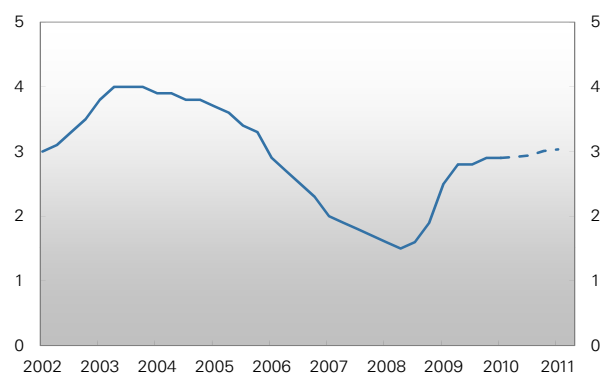
Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterer om en forventet lønnsvekst i år på mellom 3,0 og 3,6 prosent, se figur 2.27. Ifølge Perducos undersøkelse for Norges Bank forventer partene i arbeidslivet at lønnsveksten i 2010 blir mellom 3,2 og 3,5 prosent.

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

	2010	2011
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1½	1¼
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-½	-½
Konjunkturelt bidrag	-¾	0
Vekst i arbeidsstyrken	¼	¾

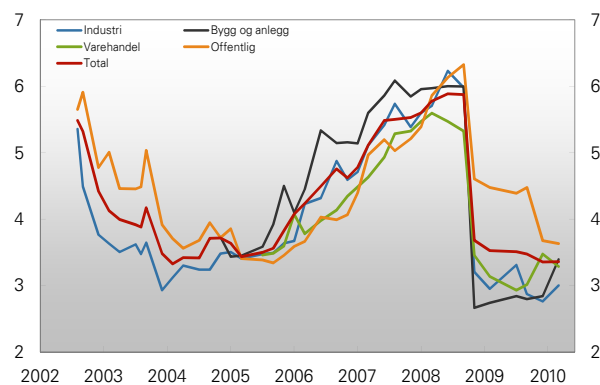
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.26 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. 1. kv. 2002 – 1. kv. 2011¹⁾



1) Anslag for 2. kv. 2010 – 1. kv. 2011 (stiplet)
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.27 Forventet årslønnsvekst inneværende år. Prosent. Oktober 2002 – mai 2010



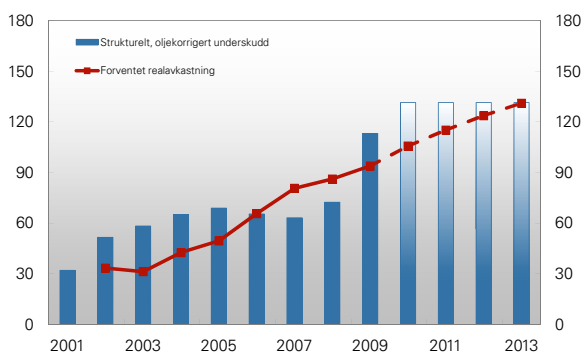
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2010 til 2013

Finanspolitikken

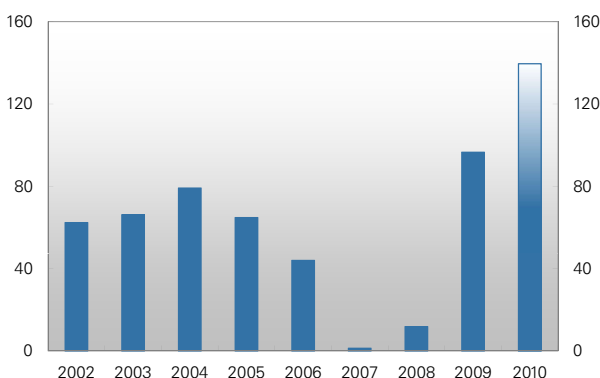
Finanspolitikken var ekspansiv i 2009. Endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet utgjorde 2,1 prosent av BNP for Fastlands-Norge. I Nasjonalbudsjettet for 2010 ble det lagt opp til en ytterligere, men mindre ekspansiv impuls i år. I det reviderte nasjonalbudsjettet for 2010 er endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslått til 0,8 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Den nominelle underliggende utgiftsveksten på statsbudsjettet er anslått til 5,6 prosent.

Figur 2.28 Strukturelt, oljekorrigeret underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Milliarder 2010-kroner. 2001 – 2013¹⁾



1) Anslag for 2010 – 2013 (stiplet)
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.29 Oljekorrigeret budsjettunderskudd. Milliarder kroner. 2002 – 2010¹⁾



1) Anslag for 2010
Kilde: Finansdepartementet

Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i 2010 anslås til 131,5 milliarder kroner, se figur 2.28. Det er knappe 26 milliarder kroner over forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland, og utgjør 5,0 prosent av fondskapitalen. Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet utgjør 6,8 prosent av BNP for Fastlands-Norge i 2010.

Det oljekorrigerede underskuddet i 2009 var 96,6 milliarder kroner, se figur 2.29. Bruken av oljeinntekter anslås å øke med om lag 43 milliarder kroner fra 2009 til 2010. Av statens anslåtte netto oljeinntekter i 2010 vil dermed 139,6 milliarder kroner brukes over statsbudsjettet, mens 121,9 milliarder kroner overføres til Statens pensjonsfond utland.

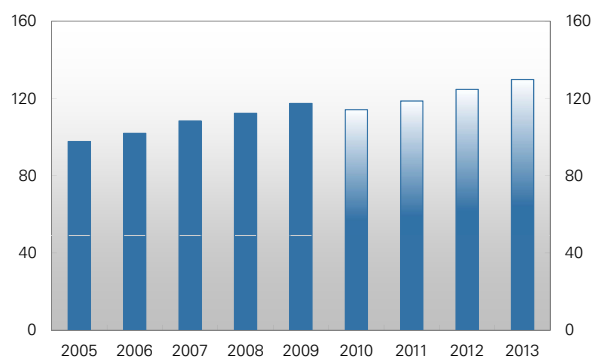
I våre anslag for offentlig sektor for 2010 legger vi anslagene i Revidert Nasjonalbudsjett til grunn. For 2011, 2012 og 2013 legger vi beregningsteknisk til grunn at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet videreføres på nivået fra 2010, se figur 2.28. Disse fremskrivningene innebærer at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet gradvis vender tilbake til 4 prosent av Statens pensjonsfond utland i 2013.

Petroleumsinvesteringene

Investeringene i petroleumsvirksomheten har økt betydelig de siste årene, men falt gjennom 2009. Vi legger til grunn at petroleumsinvesteringene vil falle i år før så å ta seg opp i 2011, se figur 2.30. Dette er i tråd med den siste investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå.

Investeringsnedgangen i år gjenspeiler at prosjekter er utsatt som følge av finanskrisen og at flere store investeringsprosjekter går mot slutten. Nedgangen dempes imidlertid av at prosjektene Goliat og Gudrun, samt bygging av den nye boligplattformen på Ekofisk, ser ut til å komme i gang i løpet av året. Disse prosjektene og store investeringer på Valemon og i Ekofisk-området vil bidra til å trekke opp investeringene de neste årene.

Figur 2.30 Petroleumsinvesteringer. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 2005 – 2013¹⁾



¹⁾ Anslag for 2010 – 2013

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vedlegg

Oversikt over utdypinger 2006 – 2010

Publikasjoner i 2009 og 2010 på Norges Banks nettsider

Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over utdypinger 2006 – 2010

1/2010:

Nivået på den normale renten
Etterprøving av anslagene for 2009

3/2009:

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

2/2009:

Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner
Strukturell likviditet
Husholdningenes tilpasning

1/2009:

Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien
Etterprøving av anslagene for 2008

3/2008:

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

2/2008:

Underliggende inflasjon
SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

1/2008:

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

3/2007:

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

2/2007:

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

1/2007:

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

3/2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

2/2006:

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

1/2006:

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

Publikasjoner i 2009 og 2010 på Norges Banks nettsider

Aktuell kommentar

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

- 2010/3 *Hva bestemmer utviklingen i langsiktige amerikanske statsrenter over tid?* Erlend Hellum
- 2010/2 *Offentlige finanser – den krevende veien tilbake til en bærekraftig situasjon.* Unni Larsen og Bente Støholen
- 2010/1 *Hva er nivået på den normale renten?* Tom Bernhardsen og Arne Kloster
- 2009/9 *Bolig og gjeld.* Bjørn Helge Vatne
- 2009/8 *Fremvoksende økonomier – en stadig større drivkraft for verdensøkonomien.* Sofie Jebsen, Unni Larsen og Bente Støholen
- 2009/7 *KPI-FV: En frekvensvektet indikator for underliggende prisvekst.* Agnes Marie Simensen og Fredrik Wulfsberg
- 2009/6 *En foreløpig stopp i arbeidsinnvandringen?* Kaj W. Halvorsen, Marie Norum Lerbak og Haakon Solheim
- 2009/5 *IMF i endring – Lån fra Norges Bank.* Morten Jonassen, Bente Støholen og Pål Winje
- 2009/4 *Har husholdningene for høy gjeld i forhold til inntekten?* Tor Oddvar Berge og Bjørn Helge Vatne
- 2009/3 *Norske kroner ingen trygg havn.* Aleksander Flatner
- 2009/2 *Sammenhengen mellom styringsrenten og pengemarkedsrentene.* Ida Wolden Bache og Tom Bernhardsen
- 2009/1 *Økte risikopremier på statsgjeld.* Tom Bernhardsen og Terje Åmås

Staff Memo

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

- 2010/7 *En oversikt over Norges Banks analyser av kronekursen.* Alexander Flatner, Preben Holthe Tornes og Magne Østnor
- 2010/6 *Betalingskort og tosidige markeder – noen implikasjoner for policy.* Bent Vale
- 2010/5 *Calculation of weights for the regional network.* Kjetil Martinsen and Fredrik Wulfsberg
- 2010/4 *Liquidity management system: Floor or corridor?* Tom Bernhardsen and Arne Kloster
- 2010/3 *Risikopremien på norske kroner.* Leif Andreas Alendal
- 2010/2 *Background information, annual address 2010.* Norges Bank Monetary Policy
- 2010/1 *Dokumentasjon av enkelte beregninger til årstalen 2010.* Norges Bank Pengepolitikk
- 2009/11 *Beregning av vektorer til regionalt nettverk.* Kjetil Martinsen og Fredrik Wulfsberg
- 2009/10 *Banking crisis resolution policy – different country experiences.* David G. Mayes
- 2009/9 *Norges Bank. Grunntrekk i administrasjon, oppgaver og historie.* Egil Borlaug og Turid Wammer
- 2009/8 *Money and credit in Norway.* Christian Kascha

2009/7	<i>Grunnbalansen/The basic balance.</i> Kathrine Lund
2009/6	<i>Solvensavstand og andre risikoinndikatorer for banker.</i> Per Atle Aronsen og Kjell Bjørn Nordal
2009/5	<i>Costs in the Norwegian payment system: questionnaires.</i> Olaf Gresvik og Harald Haare
2009/4	<i>Costs in the Norwegian payment system.</i> Olaf Gresvik and Harald Haare
2009/3	<i>Teknisk beregning av KPIXE.</i> Marius Nyborg Hov
2009/2	<i>Renter og rentemarginer.</i> Asbjørn Fidjestøl
2009/1	<i>Effekten av en inndragning av 50-øremynten på inflasjonen.</i> Fredrik Wulfsberg

Penger og Kreditt

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

2010/1:

Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterk vekst. Bjørn Bakke, Kjetil Rakkestad og Geir Arne Dahl

Hva er virkningen av reguleringer av boliglån? Bjørn Helge Vatne

A model for predicting aggregated corporate credit risk. Kjell Bjørn Nordal and Haseeb Syed

Ein europeisk marknad for betaling. Gunnvald Grønvik

TARGET2-securities – billigere og sikrere verdipapir oppgjør i Europa? Vigdis Husevåg

Utdyping om stresstesten av bankenes kapitaldekning i Finansiell stabilitet 1/2010

2009/2:

Produktivitetsutviklingen i Norge 1948–2008. Kåre Hagelund

Regionalt nettverk: Fersk og nyttig informasjon. Henriette Brekke og Kaj W. Halvorsen

Husholdningenes nettofinansinvesteringer – hva sier mikrodataene? Magdalena D. Riiser

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

Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 2/10

Adecco Norge AS, Bodø	Caranord AS	GE Money Bank
Advanced Production and Loading AS	CHC Norway AS	Gjensidige forsikring, privatmarked region Nord
Airlift AS	Christie & Opsahl AS	Gjesdal kommune
Aker Seafoods Finnmark AS	City syd AS	Gjøco AS
Aker Seafoods J. M. Johansen AS	Clear Channel Norway AS	Glava AS
Aker Solutions ASA	CrediCare AS, Førde	Glava AS, Stjørdal
Akershus fylkeskommune	Daldata AS	Glåma bygg AS
Aksel L. Hansson AS	DnB NOR bank ASA, Tønsberg	Grilstad AS
Albert E Olsen AS	Domstein ASA	Grimstad kommune
Alfr. Nettet AS	Domstein Enghav Haugesund AS	H.J. Økelsrud AS
Alliero AS	Drag industrier AS	Hagen og Godager AS
Alta kommune	EFG Hov Dokka AS	Handelsbanken
Amfi Moa	Eidskog Stangeskovene AS	Harstad sparebank
Anlegg Øst AS	Eidsvaag AS	Hatteland Display AS
Applica AS	Eiendomsmegler 1 Norge AS	Haugesund sparebank
Arnes bilutleie AS	Einar Valde AS	Havila Shipping ASA
Atlantic Auto AS	Elektrotema Agder AS	Hedmark eiendom AS
Backe gruppen	Elkem AS, Materials Kristiansand	Heimdal eiendomsmegling AS
BDT Viken revisjon AS, Horten	Elkem AS, Salten verk	Heimdal gruppen AS
Bergen kommune	Elkjøp Finnsnes AS	Helgelandssykehuset HF
Berggren AS	Elmo AS	Helly Hansen Group AS
Bertel O. Steen AS	ErgoGroup AS, Trondheim	Helse Nordmøre og Romsdal HF
Bewi produkter AS	Ernst & Young AS	Hennig-Olsen is AS
Bilalliansen AS	Ernst & Young AS, Bergen	Herregalleriet AS
BioMar AS	Ernst & Young AS, Lillehammer	Hitra kommune
Block Watne AS	Euro sko Norge AS	Hotel Continental AS
Bodø megleren AS	Farstad Shipping AS	Hotelldrift Ålesund AS
Boliden AS	Farveringen AS	Hunter Douglas Norge AS
Bring Logistics AS	Fesil AS, Rana metall	Huse I P
Brødrene Midthaug AS	Finnøy Gear & Propeller AS	Hustadmarmor AS
Brødrene Pedersen AS	Fiskars Brands Norge AS	Hydraulikk Finnmark AS
Brødrene Sperre AS	Fjord 1 Nordfjord-Ottadalen AS	Hydrolift AS
Buer entreprenør AS, Skien	Fjällräven AS	Hymax AS
Bussen trafikkselskap AS	Fokus bank bedriftsmarked	Ibas AS
Byggmo eiendom AS	Framo Engineering AS	Ica distribusjon AS, Arendal
Bø kommune	Fresenius Kabi Norge AS	Idecon AS
Bølgen og Moi AS	Frøya havbruksservice AS	Impec AS
Capgemini Norge AS	Frøya kommune	Indre Sogn sparebank
	Frøysland industriservice AS	

Ineos Norge AS, Rafnes	Lunde Group AS	Peterson Linerboard AS
Intra AS	Lørenskog kommune	Petroleum Geo-Services ASA
Island Offshore AS	Løvenskiold handel AS	Polarkonsult AS
ISS Facility Services AS, Kristiansand	Løvenskiold-Fossum	Poseidon Maritime AS
Istad kraft AS	Madla handelslag SA	PricewaterhouseCoopers AS, Førde
IT partner Bodø AS	Mainstream Norway AS	PricewaterhouseCoopers AS, Trondheim
Jadargruppen AS	Mandal kommune	Proaktiv eiendomsmegling AS
Jangaard Export AS	Maritime hotell, Flekkefjord	Proffice AS
Jemar Norpower AS	Martin M. Bakken AS	Profil lakkering AS
Johan G Olsen betong AS	Meca Norway AS	Profilhuset Meny-Ultra
Johs J Syltern AS	Melhus sparebank	Prosjekt- og teknologiledelse AS
Jonas B. Gundersen AS, Mandal	Mesterjobb bemanning AS	På håret frisør AS
Julius Jakhelln AS	Meyership AS	Ramsvik frisør AS
Jøtul ASA	Min Boutique gruppen AS	Rapp Hydema AS
K. Haneseth AS	Mindus AS	Remvik & Standal AS
K. Lund AS	Moelven Nordia AS, Trondheim	Retro AS
Kantega AS	Multiconsult AS, Trondheim	Rica Hotel Hamar
Keno reklame AS	Møller bil Sør-Rogaland AS	Rica ishavshotell Tromsø
Kewa Invest AS	Mørenot AS	Rieber & søn ASA
Kirkenes byggservice AS	Narud Stokke Wiig	Rieber & søn ASA, Elverum
Kitron Arendal AS	Natre Vatne	Ring mekanikk AS
Kiwi Norge AS	NAV Sør-Trøndelag	Ringsaker kommune
KL regnskap Hitra AS	NAV Telemark	Rogaland fylkeskommune
Kluge advokatfirma DA	Nedre Eiker kommune	Rolfs elektro AS
Klaastad brudd DA	Net Trans Services AS, Tønsberg	Rolls-Royce Marine AS
Kolo veidekke distrikt Trøndelag	Nexans Norway AS	Rosenvold klær AS
Kontali analyse AS	Norconsult AS	Royal Garden Hotel
KPMG AS, Bodø	Nordlandsbanken ASA	Ruukki Norge AS, Trondheim
Kristiansand næringsforening	Norges handels- og sjøfartstidende AS	Rørlegger D Åsheim AS
Kristiansund kommune	Norisol Norge AS	SAS Norge AS
Kvadrat kjøpesenter	NorSea AS	Schenker AS, Trondheim
Kverneland Group ASA	Nor-sport Bodø AS	Schlumberger Norge AS
Lefdal elektromarked AS Tiller	Nortura BA	Sektor Kongssenteret drift AS
Lerøy Midnor AS	NOR-WAY bussekspress AS	Selva arctic Trondheim AS
Lerøy Seafood Group ASA	Nycomed Pharma AS	Selstad AS, avd LNT
Lillrent AS	Nymo AS	SG finans AS
Lindesnes kommune	OKK entreprenør AS	Sig. Halvorsen AS
Linjebygg Offshore AS	Oppegård kommune	Signal bredbånd AS
Living AS	Os kommune	Sintef MRB AS
Livsforsikringssselskapet Nordea Liv Norge AS	Parker ScanRope AS, Tønsberg	Sjåtil og Fornæss AS
	Pedersens lastebiltransport AS	

Skeidar AS
Skeikampen Resort
Skipsteknisk AS
Solsiden spa og velværesenter AS
Solstrand fjordhotell AS
Sortland kommune
Sparebanken Hedmark
Sparebanken Sør, Arendal
Sparebanken Vest
Spørre støperi AS
Spice AS
Sport 1 gruppen AS
St. Olavs hospital HF
Stabburet AS
Statens vegvesen, region Sør
Stavanger aftenblad ASA
Steertec Raufoss AS
Stiftelsen Sintef
Stjern AS
Storebrand ASA
Støren trelast AS
Swix sport AS
Sykehuset i Vestfold HF
Sykehuset Innlandet HF
Sykehuset Østfold HF
Södra interiør AS
Sønnico installasjon AS
Sørensen maskin AS
T. Johansen drift AS
Taubåtkompaniet AS
Thon Hotels
Tibe reklamebyrå AS
Tine BA
Topp auto AS
Toten sparebank
Toten transport AS
Trebetong AS
Tromsø kommune
Trotan AS
Trysilfjellet alpin AS
TV 2 gruppen AS
Tønsberg kommune
Umoe IKT AS, region Vest, Bergen
Veidekke ASA
Veidekke entreprenør AS, distrikt
Bergen
Veolia transport Sør AS
Vestre Toten kommune
Vestvatn villmarkssenter AS
Ving Norge AS
Vital eiendom AS
Våler kommune
Weber Saint-Gobain byggevarer
AS
West Contractors AS
Wiersholm Mellbye & Bech Adv.
AS
Wonderland
Yamaha senter Sør AS
Yara International ASA
Øveraasen AS
Øyer kommune
Ålesund kommune
Aarbakke AS
Aas mek verksted AS
Åsen & Øvrelid AS

Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente ¹⁾	Endring
22. september 2010		
11. august 2010		
23. juni 2010	2,00	0
5. mai 2010	2,00	+0,25
24. mars 2010	1,75	0
3. februar 2010	1,75	0
16. desember 2009	1,75	+0,25
28. oktober 2009	1,50	+0,25
23. september 2009	1,25	0
12. august 2009	1,25	0
17. juni 2009	1,25	-0,25
6. mai 2009	1,50	-0,50
25. mars 2009	2,00	-0,50
4. februar 2009	2,50	-0,50
17. desember 2008	3,00	-1,75
29. oktober 2008	4,75	-0,50
15. oktober 2008	5,25	-0,50
24. september 2008	5,75	0
13. august 2008	5,75	0
25. juni 2008	5,75	+0,25
28. mai 2008	5,50	0
23. april 2008	5,50	+0,25
13. mars 2008	5,25	0
23. januar 2008	5,25	0
12. desember 2007	5,25	+0,25
31. oktober 2007	5,00	0
26. september 2007	5,00	+0,25
15. august 2007	4,75	+0,25
27. juni 2007	4,50	+0,25
30. mai 2007	4,25	+0,25
25. april 2007	4,00	0
15. mars 2007	4,00	+0,25
24. januar 2007	3,75	+0,25
13. desember 2006	3,50	+0,25
1. november 2006	3,25	+0,25

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer ¹⁾	Eksport F-Norge ²⁾	Import	
2006	2,3	4,9	4,8	1,9	11,9	4,3	8,5	8,4	
2007	2,7	5,6	5,4	3,0	15,7	6,3	8,8	8,6	
2008	1,8	2,2	1,3	4,1	1,0	3,7	4,1	2,2	
2009	-1,6	-1,6	0,1	4,8	-11,7	4,6	-5,3	-10,3	
2009 ³⁾	2. kv	-1,1	0,0	1,3	1,0	1,8	-7,2	-0,1	1,7
	3. kv	0,5	0,3	1,3	1,1	-5,3	-7,6	5,0	0,7
	4. kv	0,1	0,4	1,3	-0,7	5,4	-0,2	2,4	0,6
2010 ³⁾	1. kv	-0,1	0,1	0,6	1,0	-12,3	2,9	-0,4	-0,5
Nivå 2009, mrd. kroner	2401	1847	1014	533	361	134	418	657	

¹⁾ Utvinning og røtransport

²⁾ Tradisjonelle varer, reisetrafikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

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⁾	
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	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3	
2010	januar	2,5	2,3	2,4	2,6	2,4	2,7
	februar	3,0	1,9	2,1	3,0	1,8	3,1
	mars	3,4	1,7	1,9	3,5	1,6	3,6
	april	3,3	1,7	2,0	3,3	1,6	3,4
	mai	2,5	1,5	1,9	2,7	1,5	2,6

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

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

³⁾ KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

⁴⁾ KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2009	2009	2010	2011	2012	2013
Priser og lønninger						
KPI		2,1	2½	1½	2¼	2¼
KPI-JAE ¹⁾		2,6	1½	1¾	2¼	2¼
KPIXE ²⁾		2,6	1¾	2	2¼	2¼
Årslønn ³⁾		4,5	3½	4	4½	4¾
Realøkonomi						
BNP	2401	-1,6	¾	1¾	2¼	1¾
BNP for Fastlands-Norge	1847	-1,6	1¾	2¾	2¾	2¾
Produksjonsgap for Fastlands-Norge ⁴⁾		-1	-¾	-¼	0	¼
Sysselsetting, personer		-0,4	-¼	¾	1	½
Arbeidsstyrke, AKU		0	¼	¾	¾	½
AKU-ledighet (rate)		3,2	3½	3¾	3½	3½
Registrert ledighet		2,7	3	3	2¾	2½
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	1908	-1,1	1¾	4	3¼	2½
- Privat konsum	1014	0,1	3½	4	3¼	2¾
- Offentlig konsum	533	4,8	2½	2¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	361	-11,7	-4¼	6½	.	.
Petroleumsinvesteringer ⁶⁾	134	4,6	-2¾	4	5	4
Eksport fra Fastlands-Norge ⁷⁾	418	-5,3	4¾	2¼	.	.
Import	657	-10,3	2¾	5¼	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁸⁾		1,8	1¾	2½	3¼	4
Importveid valutakurs (I-44) ⁹⁾		93,8	90	91	91	92

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

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

³⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

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

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

⁶⁾ Utvinning og rørtransport

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

⁸⁾ Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

• Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 2 - juni

2010