



NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

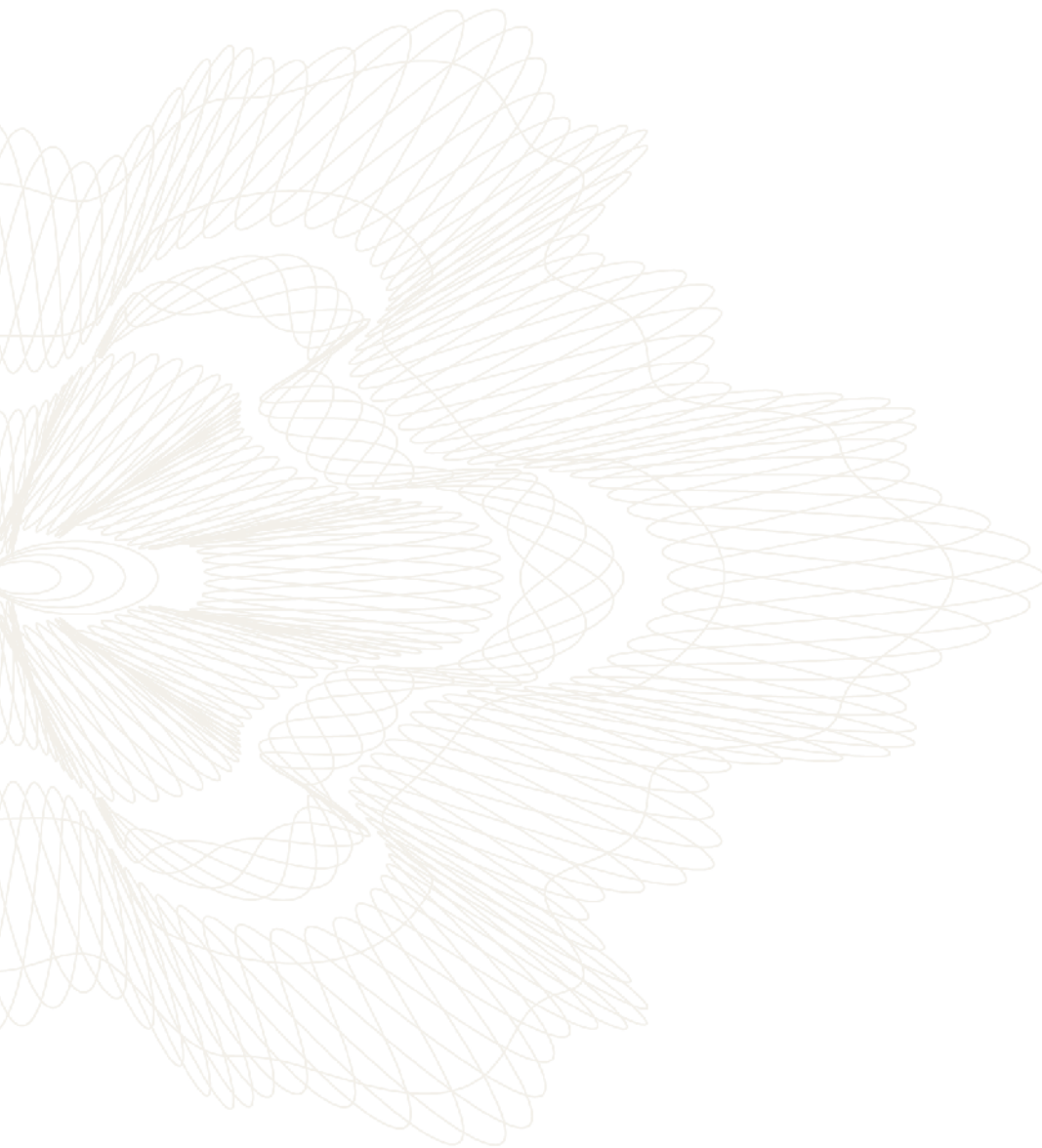
1 | 09

mars

Norges Banks rapportserie nr. 1-2009



Pengepolitisk rapport  
1/2009



Norges Bank

Oslo 2009

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto: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 17. desember diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 12. mars drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 25. mars en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 17. juni 2009. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i kapittel 1. I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 6. mai og 17. juni.

# Innhold

Leder	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	8
Den økonomiske situasjonen	8
Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger	11
Usikkerhet i anslagene	16
Oppsummering	22
Hovedstyrets strategi	23
Rammer:	
- Endringer i anslagene	19
- Pengepolitiske tiltak når styringsrenten er nær null	24
2. Nærmere om anslagene	26
Internasjonal økonomi	26
Norsk økonomi det neste året	28
Forutsetninger om finanspolitikken og oljeinvesteringene fra 2009 til 2012	34
Utdypinger	
Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien	37
Etterprøving av anslagene for 2008	40
Vedlegg	
Oversikt over bedrifter og virksomheter i regionalt nettverk	45
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	49
Tabeller og detaljerte anslag	50

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 19. mars 2009.

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 25. mars 2009.

## Pengepolitikken i Norge

### Mål

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

### Gjennomføring

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

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

### Beslutningsprosess

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

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

### Formidling av rentebeslutningen

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

### Rapportering

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

# Leder

## Pengepolitikken virker

Verdensøkonomien er i disse dager inne i den dypeste lavkonjunkturen i etterkrigstiden til tross for myndighetenes sterke bruk av ulike tiltak. Styringsrentene er redusert mye, og i noen land er de satt nær null. Sentralbankene i USA og Storbritannia kjøper opp ulike typer lån for å tilføre likviditet og bedre finansieringsmulighetene. I flere land tilføres banksystemet egenkapital, og underskuddene på offentlige budsjetter øker kraftig.

Krisen rammer de fleste markeder og land, også Norge. For å dempe utslagene i norsk økonomi er det riktig å sette styringsrenten videre ned.

Vi har allerede satt renten ned mye. I tiden som kommer vil vi gå mer gradvis fram for å vurdere hvordan de tiltakene som allerede er gjennomført, slår ut. Går det som vi venter, kan styringsrenten komme ned mot 1 prosent i andre halvår i år.

Men verden kan utvikle seg annerledes enn det vi ser for oss. Konjunktorene kan snu raskere enn ventet. Den lave renten kan føre til at sparingen her hjemme ikke tar seg opp slik vi antar, eller til at kronen svekker seg vesentlig. Da kan styringsrenten bli satt høyere enn vi nå anslår. På den annen side er det risiko for at tilbakeslaget i Norge blir kraftigere og varer lenger, eller at kronen styrker seg vesentlig. I så fall kan det bli nødvendig å forsterke virkemiddelbruken ytterligere.

Vi setter renten lavt for å dempe nedgangen i aktiviteten og motvirke at inflasjonen kommer for langt ned. Norges Bank har gjennom en årrekke lagt vekt på å forankre inflasjonsforventningene til inflasjonsmålet på 2,5 prosent, og har lyktes med det. Det gjør at pengepolitikken nå virker effektivt.

Jan F. Qvigstad  
25. mars 2009

# 1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

## Den økonomiske situasjonen

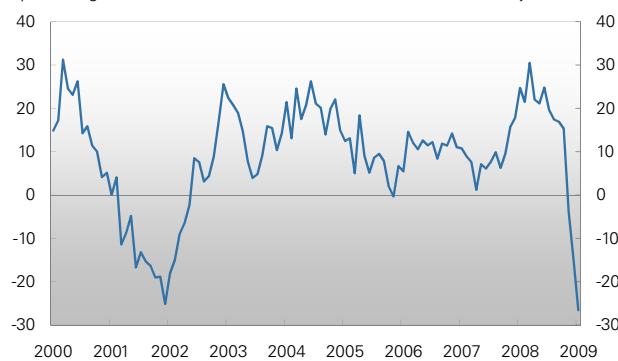
Verdensøkonomien er nå inne i den dypeste lavkonjunkturen i etterkrigstiden. Omslaget kom brått og kraftig, og det rammer de fleste vare- og tjenestemarkeder. Konkursen i Lehman Brothers i midten av september i fjor utløste en tillitskrise i finansmarkedene. Det har gitt høye risikopåslag på utlån. Lånevilkårene til husholdninger og bedrifter er blitt strammet inn betraktelig. Tillitsindikatorer for foretak og husholdninger er på rekordlave nivåer i mange land. Husholdningene har redusert sitt forbruk, og bedrifter har kuttet i produksjon og investeringer.

Både i industriland og fremvoksende økonomier falt industriproduksjonen og handelen kraftig mot slutten av fjoråret, se figur 1.1. Samlet produksjon i USA, Japan og euroområdet falt markert, se figur 1.2. Arbeidsledigheten er raskt på vei opp. Det var lenge et håp om at veksten i Kina og andre fremvoksende økonomier skulle holde seg oppe. Men de er også hardt rammet.

Konjunktorene her hjemme snudde allerede for litt over ett år siden, men fram mot høsten i fjor så det ut til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ville avta gradvis mot et normalt nivå. Etter hvert som utsiktene for den økonomiske veksten ute forverret seg, ble det tydelig at avmatningen i norsk økonomi ville komme raskere og bli mer markert enn vi så for oss i oktober. Bedriftene og virksomhetene i vårt regionale nettverk meldte i november om et brått og markert omslag i aktiviteten. Samtidig viste Norges Banks utlånsundersøkelse at bankene strammet betydelig inn på kredittvilkårene, særlig overfor foretakene.

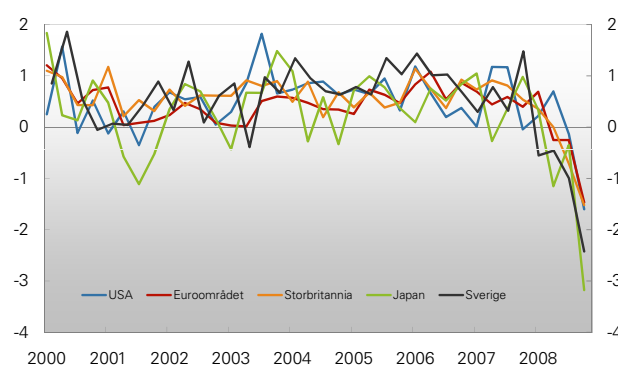
Etter en langvarig oppgang faller nå både produksjonen og sysselsettingen her hjemme. Eksportsektoren rammes særlig hardt av nedgangen ute. Den tradisjonelle eksport-

Figur 1.1 Indikator for verdenshandelen. Sum av eksport og import i USA, Japan, Tyskland og Kina i USD. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – januar 2009



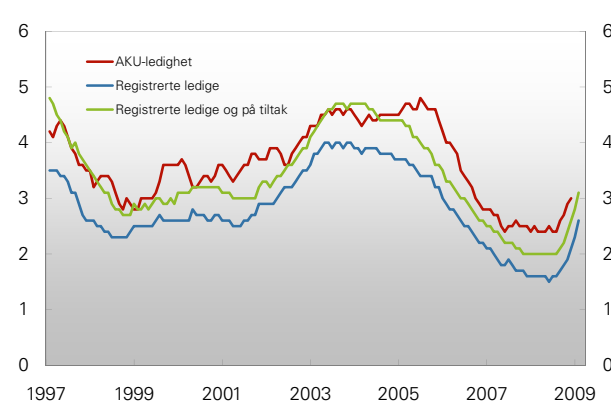
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.2 BNP i industriland. Vekst fra forrige kvartal. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2008



Kilde: Thomson Reuters

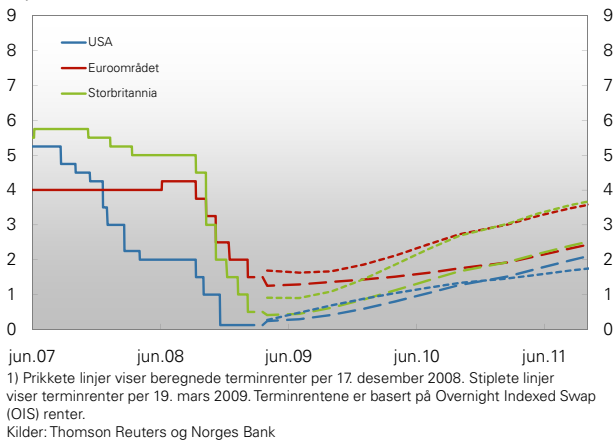
Figur 1.3 Arbeidsledige. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Februar 1997 – februar 2009



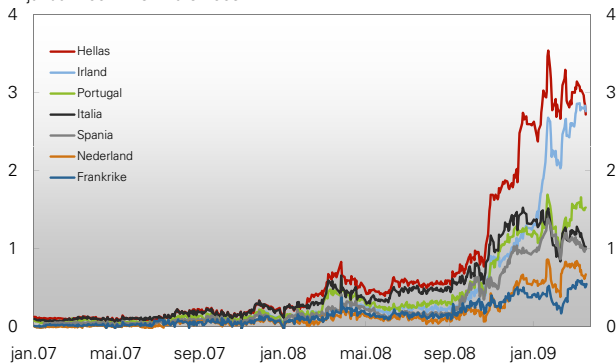
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Arbeids- og velferdsetaten (NAV) og Norges Bank



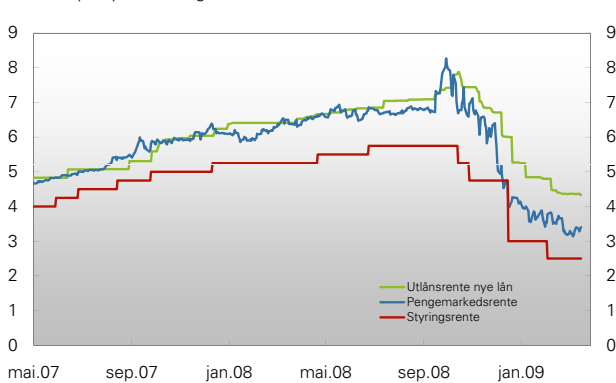
Figur 1.4 Styringsrenter (dagstall) og beregnede terminrenter (kvartalstall) per 17. desember 2008 og 19. mars 2009.<sup>1)</sup> Prosent. 1. juni 2007 – 31. desember 2011



Figur 1.5 Rentepåslag på statsgjeld. Differanse mot tyske 5-års statsobligasjonsrenter. Dagstall. Prosentenheter. 1. januar 2007 - 19. mars 2009



Figur 1.6 Styringsrente, pengemarkedsrente<sup>1)</sup> og vektet utlånsrente fra bankene på nye lån<sup>2)</sup>. Dagstall. Prosent. 3. mai 2007 – 19. mars 2009



ten har falt kraftig siden i fjor høst. Husholdningene har justert ned sine forventninger til utviklingen fremover, men tendensen til stadig mer negativ vurdering har bremsert opp. Varekonsumet fortsetter å falle, mens boligprisene har tatt seg noe opp de siste to månedene. Etterspørselen etter nye boliger er redusert, og boliginvesteringene har falt markert. Også bedriftsinvesteringene avtar. Arbeidsledigheten er fortsatt lav, men øker raskt, se figur 1.3. Norges Banks regionale nettverk rapporterer at arbeidskraft ikke lenger er en begrensende faktor for produksjonen. Bedriftene i nettverket venter ytterligere nedgang i produksjon og sysselsetting det nærmeste halvåret.

Offentlige myndigheter verden over setter inn omfattende tiltak for å øke etterspørselen etter varer og tjenester, bedre bankenes soliditet og få kredittmarkedene til å fungere. Styringsrentene er de siste månedene blitt satt mye og raskt ned, og nærmer seg null i flere land, se figur 1.4. De finanspolitiske tiltakene fører til store statlige låneopptak. Det har økt risikopremiene på statsgjelden i de fleste landene, se figur 1.5.<sup>1</sup>

Norges Bank reduserte styringsrenten med 0,5 prosentenheter både 15. og 29. oktober, med 1,75 prosentenheter 17. desember og med ytterligere 0,5 prosentenheter til 2,5 prosent 4. februar. Norges Bank har også trappet opp sin tilførsel av likviditet til bankene i form av kortsiktige og langsiktige lån. Staten har gitt bankene tilgang til likvide statspapirer i bytte mot obligasjoner utstedt av bankene. Staten har også gitt økte lån og garantier for norsk eksport og økt rammene for statsbankene. Samtidig får Folketrygdfondet øke sine kjøp av obligasjoner. Myndighetene legger opp til å tilføre risikokapital til norske banker. For å dempe fallet i aktiviteten i norsk økonomi, økes statens utgifter med over 10 prosent i år.

Tiltakene har virket. Pengemarkedsrentene, som en stund var over 8 prosent, er nå om lag 3½ prosent, se figur 1.6.<sup>2</sup> Bankenes utlånsrenter har gått mye ned. Kreditten flyter bedre, men er fortsatt vanskelig tilgjengelig for bedrif-

1) Se Aktuell kommentar 1/2009 "Økte risikopremier på statsgjeld" for nærmere utdyping.

2) Se Aktuell kommentar 2/2009 "Sammenhengen mellom styringsrenten og pengemarkedsrentene" for nærmere utdyping.

tene. Påslagene i pengemarkedsrentene har falt. I første kvartal 2009 var risikopåslaget i tremånedersrenten i Norge 1,2 prosentenheter. Påslagene i de norske penge- markedsrentene forventes å avta gradvis fremover i tråd med påslagene internasjonalt, se figur 1.7. Mot slutten av prognoseperioden legger vi til grunn at risikopåslagene vil være 0,35 prosentenheter. Dette er noe høyere enn før uroen tok til høsten 2007.

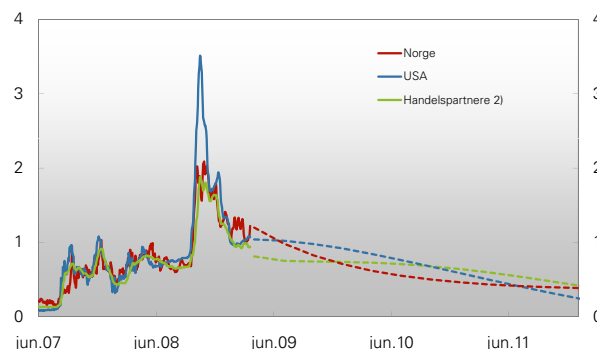
De internasjonale aksjemarkedene hentet seg først noe inn etter det kraftige fallet i oktober i fjor, men har falt tilbake igjen så langt i år. Samlet er Oslo Børs om lag uendret siden forrige pengepolitiske rapport i oktober, se figur 1.8.

I perioder med stor usikkerhet ønsker investorene å hente hjem plasseringer i fremmed valuta. I tillegg oppfattes store og likvide valutaer som sikrere enn små og lite likvide valutaer. Det førte til økt etterspørsel etter amerikanske dollar og japanske yen i fjor høst. Store svingninger i kronkursen og liten vilje til å ta risiko bidro til en rekordsvak norsk krone i desember i fjor. Kronen har siden styrket seg. Målt mot en importvektet valutakurv (I-44) har kronen styrket seg med i overkant av 9 prosent siden midten av desember, men den er fortsatt om lag 4 prosent svakere enn i august i fjor, se figur 1.9.

Oljeprisen og andre råvarepriser falt markert gjennom høsten. Oljeprisen har variert rundt 45 dollar per fat i mars. Fremtidsprisene for olje har falt og indikerer en oljepris rundt 55 USD per fat i 2010. Også fallet i andre råvarepriser synes å ha stoppet opp siden slutten av 2008. Lavere energipriser har bidratt til at prisveksten hos våre handelspartnere har falt betydelig og nærmer seg null i flere land. Forventningene til prisveksten fremover har avtatt mye.

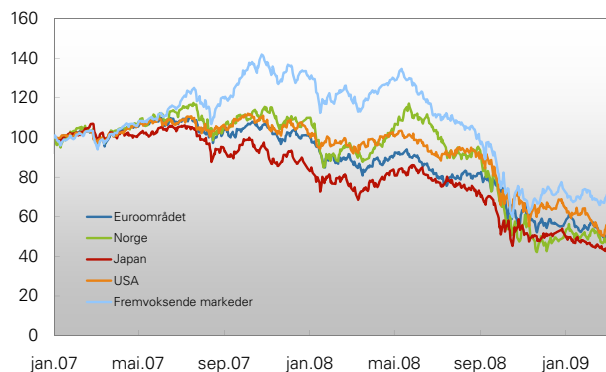
Konsumprisene i Norge steg samlet med 3,8 prosent fra 2007 til 2008. Veksten i konsumprisene tok seg opp gjennom året, og nådde en topp i oktober på 5,5 prosent. En vesentlig del av dette skyldes utviklingen i elektrisitets- prisene. Deretter avtok prisstigningen markert. I februar i år var den 2,5 prosent, se figur 1.10. Den underliggende prisveksten avtok også i løpet av høsten i fjor. I februar

Figur 1.7 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og markedets forventninger om styringsrenten.<sup>1)</sup> Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. Historisk (dagstall) og fremover (kvartalstall per 19. mars 2009)



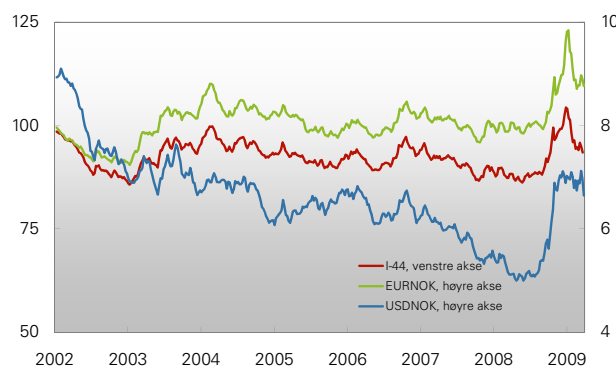
1) Forventet styringsrente er avledet fra Overnight Indexed Swap (OIS) renter. For Norge vises differansen mellom anslagene på pengemarkedsrenten og styringsrenten i denne rapporten  
2) Storbritannia, euroområdet, Japan, Sverige og USA  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.8 Utvikling i aksjemarkedene. Indeks, 1. januar 2007 = 100. Dagstall. 1. januar 2007 - 19. mars 2009



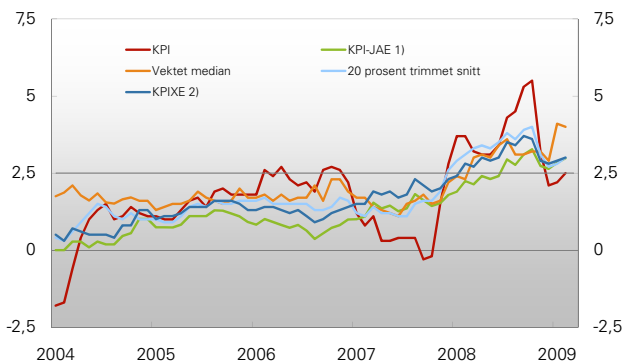
Kilde: Thomson Reuters

Figur 1.9 Valutakurser.<sup>1)</sup> Den importveide valutakursindeksen (I-44), 1995 = 100, EURNOK og USDNOK. Ukestall. Uke 1 2002 – uke 12 2009



1) Stigende kurve betyr svakere kronkurs  
Kilde: Norges Bank

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

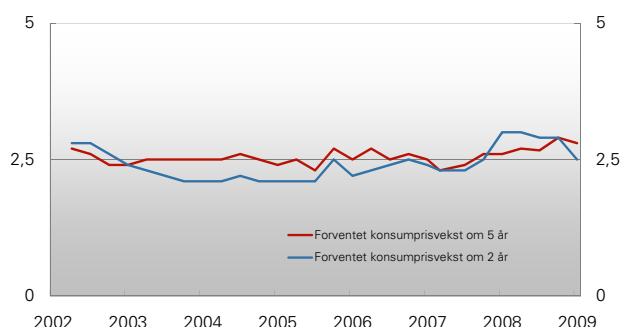


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.  
 Se *Staff Memo 2008/7* fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

var den underliggende prisveksten om lag 3 prosent. Prisveksten har vært noe høyere enn ventet i det siste, særlig på importerte konsumvarer. Trolig har det sterke fallet i verdien av kronen i fjor høst hatt raskere virkning på prisene enn vanlig.

I følge Perducos forventningsundersøkelse har ikke lavere prisvekst påvirket de langsiktige inflasjonsforventningene i særlig grad. Forventningene til prisstigningen om fem år hos eksperter i finansnæringen, partene i arbeidslivet og academia var i gjennomsnitt om lag uendret fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, se figur 1.11.

Figur 1.11 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 2. kv. 2002 – 1. kv. 2009



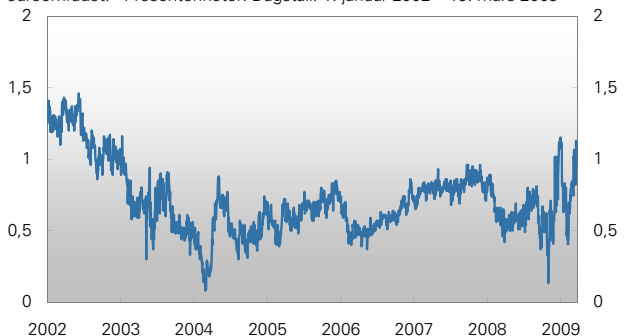
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og eksperter i finansnæringen og academia  
 Kilder: TNS Gallup og Perduco

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

## Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent, se figur 1.13. Prisveksten er på vei ned. Det er utsikter til at prisveksten vil avta videre fremover. Det er derfor riktig å sette renten lavt, slik at inflasjonen ikke faller for langt under målet. Lavere renter bidrar til å dempe nedgangen i produksjon og sysselsetting.

Figur 1.12 Differansen mellom langsiktige terminrenter i Norge og euroområdet.<sup>1)</sup> Prosentenheter. Dagstall. 1. januar 2002 – 19. mars 2009



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

Bedrifter og husholdninger, arbeidsgivere og arbeidstakere kan legge til grunn at inflasjonen over tid vil holde seg nær 2,5 prosent. Norges Bank har gjennom en årrekke lagt vekt på å forankre inflasjonsforventningene til inflasjonsmålet, være forutsigbar og ha et gjenkjennelig handlingsmønster. Det kan styrke tilliten til at inflasjonen vil holde seg nær målet. Renten var lav da inflasjonen var lav, og renten ble satt opp da inflasjonspresset tiltok.

Forankringen av inflasjonsforventningene til målet gir

handlefrihet i pengepolitikken. Uten slik handlefrihet kan pengepolitikken ikke gi noe vesentlig bidrag til å stabilisere produksjon og sysselsetting. I små land hvor det ikke har vært tillit til at inflasjonen vil holde seg stabil, har myndighetene måttet sette renten betydelig opp for å hindre en ukontrollert svekkelse av valutakursen. Det forsterker utslagene i produksjonen. I noen andre land er det utsikter til at inflasjonen vil avta mot null. Det fører til at realrenten holder seg oppe selv om styringsrenten settes ned. Da blir pengepolitikken lite effektiv.

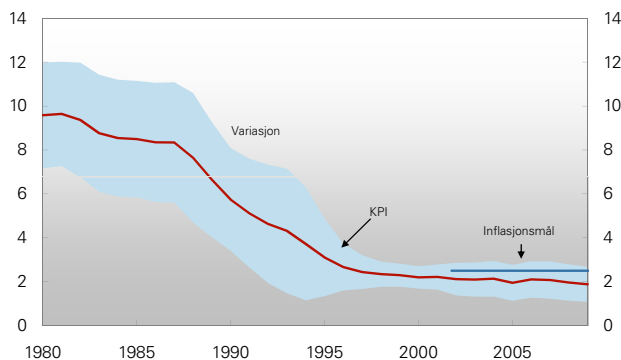
Utviklingen ute og utsiktene for norsk økonomi forverret seg kraftig etter at vår forrige pengepolitiske rapport ble lagt fram i oktober i fjor. I desember ble vår prognose for renten oppdatert. Det ble da stilt i utsikt en styringsrente ned mot 2 prosent i midten av 2009.

Samlet er det utsikter til at aktiviteten i norsk økonomi vil falle kraftigere enn vi tidligere har anslått. Lavkonjunkturen ute ser ut til å bli enda dypere enn vi ventet i desember. Vi anslår et fall i aktiviteten hos våre handelspartnere på 3 prosent i 2009, i så fall den største nedgangen i etterkrigstiden. Det vil ta tid før veksten tar seg opp, se egen utdyping side 37. Fall i aktiviteten ute vil føre til en betydelig nedgang i norsk eksport fremover. Det markerte fallet i råvareprisene har dessuten ført til at mange norske eksportvarer nå prises svært lavt. En svak krone kan bidra noe til å holde lønnsomheten i norske eksportbedrifter oppe, se figur 1.14.

Svakere utvikling i eksportnæringene vil få ringvirkninger for andre deler av norsk næringsliv. Mindre tilgang på kapital og lavere kapasitetsutnyttning kan føre til at bedriftsinvesteringene faller markert fremover. Oljeinvesteringene holder seg oppe i år, men vil så trolig gå noe ned.

Prisveksten var høyere enn ventet i februar. Det skyldes trolig at svekkelsen av kronen i fjor høst har virket raskere enn vanlig på prisene. Det ligger likevel an til at den underliggende prisveksten vil avta mer og raskere enn tidligere ventet. Prisveksten vil dempes av lavere kapasitetsutnyttning her hjemme. Svakere inntjening i bedriftene og økning i arbeidsledigheten vil trolig føre til lavere

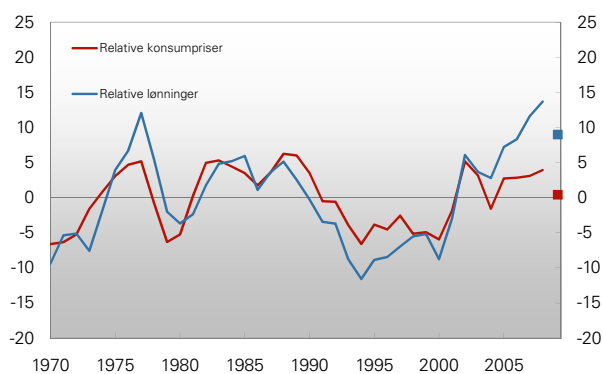
Figur 1.13 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI. Prosent. 1980 – 2009<sup>3)</sup>



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

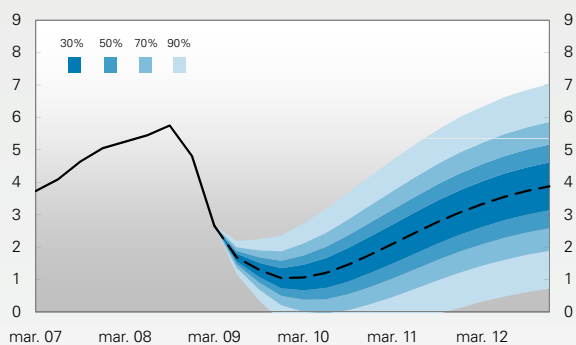
Figur 1.14 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet 1970 - 2008. Årstall. Prosent. 1970 – 2009<sup>1)</sup>



- 1) Tall for 2009 er gjennomsnitt for utviklingen fram til 19. mars. Punktene viser gjennomsnittet for denne perioden. Stigende kurve indikerer svakere konkurranseevne

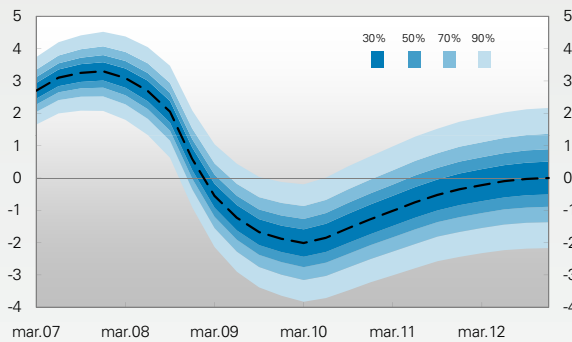
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

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



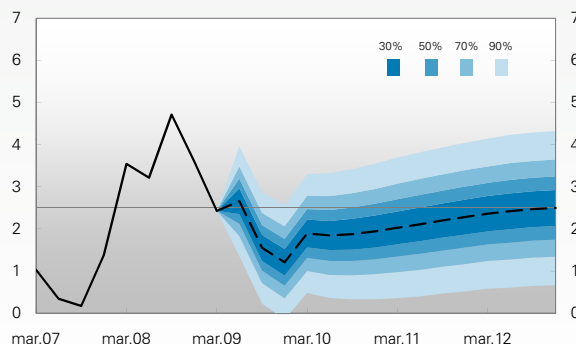
Kilde: Norges Bank

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



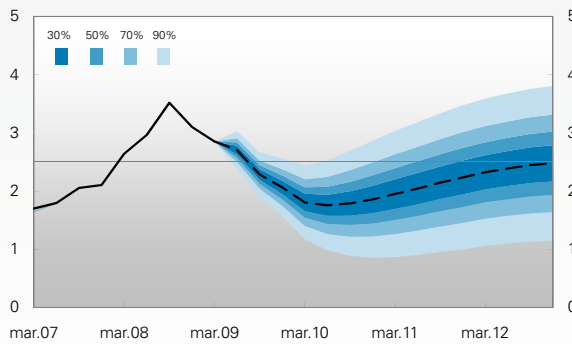
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15d Anslag på KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



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

lønnstillegg i år og neste år. Samtidig anslår vi at veksten i produktiviteten tiltar. Det reduserer veksten i bedriftenes kostnader. Prisstigningen ute avtar også mer enn ventet. Sammen med lavere kostnadsvekst og lavere fremtidspriser på olje og energi vil det trekke ned den underliggende prisveksten.

Utsikter til svakere vekst og lavere inflasjon enn tidligere antatt tilsier en lavere rente enn vi så for oss i desember. Det er dessuten risiko for at lavkonjunkturen ute blir dypere og mer langvarig enn vi ser for oss. Det vil i så fall føre til at veksten her hjemme ikke tar seg like raskt opp og inflasjonen faller mer enn vi nå legger til grunn. Hensynet til å unngå et kraftig tilbakeslag i norsk øko-

nomi taler isolert sett for at renten raskt settes ned til et lavt nivå.

På den annen side har vi allerede redusert styringsrenten mye. En lav rente kan føre til at husholdningene sparer mindre og konjunkturene i Norge snur raskere enn vi legger til grunn. Det taler isolert sett for å endre renten gradvis eller vente med ytterligere rentereduksjoner.

Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten gradvis settes videre ned og etter hvert når et nivå på rundt 1 prosent i andre halvdel av 2009, se figur 1.15a-d. Det er om lag en prosentenheter lavere enn i Norges Banks prognose fra 17. desember i fjor, se figur 1.16. Bidragene

til endringer i renteprognosen er omtalt i en egen ramme, se side 19.

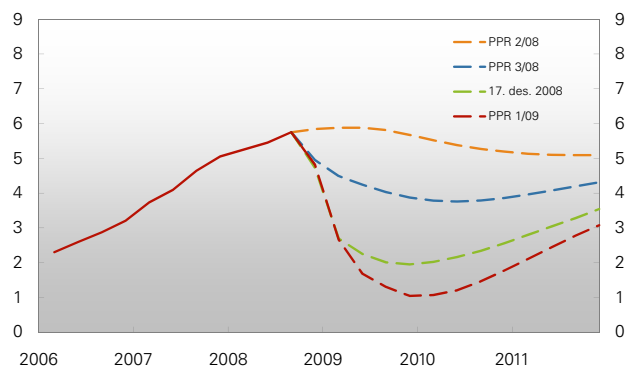
Med en slik prognose for renten tilsier vår analyse at veksten i norsk økonomi blir positiv fra andre halvår i år. Veksten blir drevet av en oppgang i det private konsumet som følge av en lav styringsrente, vekst i reallønningene og økte overføringer fra staten. Aktiviteten i norsk økonomi understøttes av sterk vekst i offentlige utgifter. Anslagene bygger på at våre renteendringer slår ut i lavere utlånsrenter til husholdningene og bedriftene. Samtidig gjør strammere kredittpraksis i bankene, pengepolitikken noe mindre effektiv enn normalt. Vi har i beregningene tatt hensyn til at kronkursen kan komme til å svekke seg som følge av en lavere prognose for renten enn tidligere anslått, se figur 1.17. Vi anslår en kronkurs, målt ved I-44, på 95 i annet kvartal. Vi venter at kronen deretter vil holde seg relativt stabil. Skulle kronen svekke seg mye mer enn vi legger til grunn, vil det kunne påvirke inflasjonsforventningene og få betydning for rentesettingen. Skulle kronen styrke seg vesentlig og inflasjonen falle markert, kan det på den andre siden bli nødvendig å forsterke virkemiddelbruken ytterligere.

Husholdningenes gjeld er på et høyt nivå, og de vil trolig ønske å redusere gjelden og øke sparingen. Lavere renter vil redusere rentebetalningene for husholdninger med gjeld og øke deres disponible inntekt. Tilgangen til mellomfinansiering av boligkjøp vil bli lettere. Det kan bidra til å stabilisere boligprisene. Vi venter at privat konsum etter hvert tar seg opp. Rentenedgangen vil også gjøre det lettere for bedriftene å betjene gjeld, og færre bedrifter vil gå konkurs.

Det vil ta tid før eksportmarkedene bedres. Det vil også ta tid før investeringene her hjemme tar seg opp. Vi venter at lavere renter, gjennomførte skattelettelser og de ulike tiltakene rettet mot banksektoren etter hvert vil bidra til at investeringene kan øke igjen.

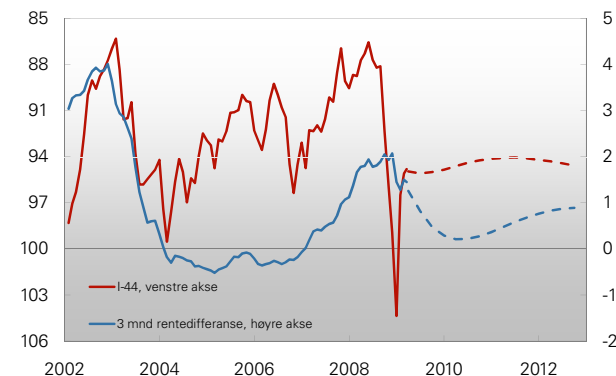
Høyere ledighet og lavere lønnsomhet i bedriftene vil sammen med lavere prisstigning bidra til at lønnsveksten kan komme ned mot 4 prosent inneværende år og noe under 4 prosent neste år. Først mot slutten av prognose-

Figur 1.16 Styringsrenten i referansebanen i PPR 2/08, PPR 3/08, 17. desember 2008 og PPR 1/09. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



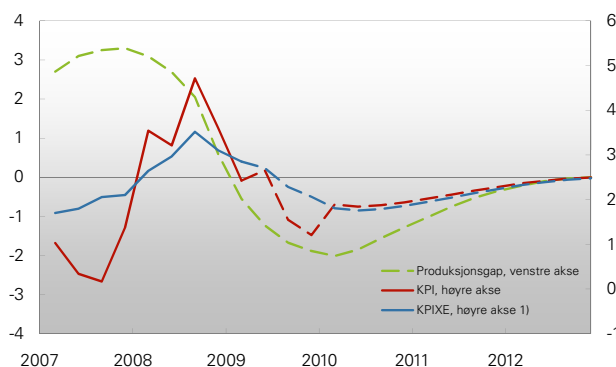
Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge og hos handelspartnere<sup>1)</sup>, og importveid valutakurs (I-44)<sup>2)</sup>. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2002 - desember 2012



1) Differansen mellom pengemarkedsrenten i referansebanen og et vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnere i tidsrommet 6. – 19. mars 2009  
2) Stigende kurve betyr sterkere kronkurs  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

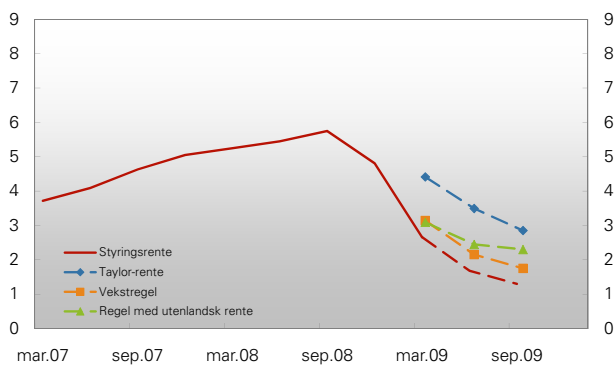
Figur 1.18 Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



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

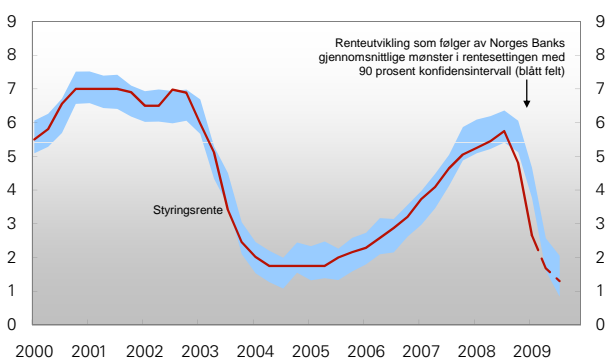


Figur 1.19 Styringsrente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2007 – 3. kv. 2009



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

Figur 1.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2009



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

perioden kan økt kapasitetsutnyttning og en nedgang i arbeidsledigheten bidra til at lønnsveksten tar seg noe opp igjen. Prisveksten faller under 2 prosent i 2010, før den gradvis tar seg opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden i takt med at produksjonsgapet gradvis lukkes. Det er risiko for at de strukturendringer som krisen vil innebære, kan gi varig lavere vekst i produktiviteten. I så fall kan veksten i økonomien bli lavere enn vi nå anslår, selv om kapasitetsutnyttningen blir omtrent som ventet. Inflasjonen ser ut til å bli liggende en god del lavere de nærmeste årene enn analysen fra desember indikerte. Både hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt inflasjonsmålet og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting taler for en lav rente, se figur 1.18.

Rentesettingen kan vurderes i lys av enkle regler som anslår hva renten bør settes til med utgangspunkt i faktisk inflasjon og produksjonsutvikling. I beregningene tar vi utgangspunkt i utviklingen i inflasjonen og produksjonen som anslått i denne rapporten. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen bygger på veksten i BNP og inflasjonen. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået til våre handelspartnere kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. I beregningene har vi tatt hensyn til de faktiske og forventede påslagene i pengemarkedsrentene. De ulike reglene spriker noe med hensyn til hva styringsrenten bør settes til, men alle reglene indikerer en nedgang, se figur 1.19. Prognosen for renten i denne rapporten ligger noe lavere enn det disse enkle reglene skulle tilsi. Slike regler vil ikke fange opp mulige restriksjoner i kredittgivingen som kan påvirke pengepolitikens virkemåte.

Norges Bank har beregnet en enkel renteregulering basert på bankens tidligere rentesetting.<sup>3</sup> I regelen inngår utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Styringsrenten ligger nå utenfor den nedre delen av intervallet som anslås, se figur 1.20. Norges Bank har lagt vekt på å demme opp for et særlig ugunstig utfall

3 Se Staff memo 2008/3 fra Norges Bank.

og fremskyndet derfor nedgangen i styringsrenten i fjor høst.

Terminrentene i markedet kan være en annen kryssjekk for renteprognozen. Under bestemte forutsetninger om risikopremiene kan de beregnede terminrentene være et uttrykk for markedsaktørenes forventninger til den fremtidige renteutviklingen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter ytterligere nedgang i renten. Våre anslag ligger likevel noe lavere enn de beregnede terminrentene, se figur 1.21.

## Usikkerhet i anslagene

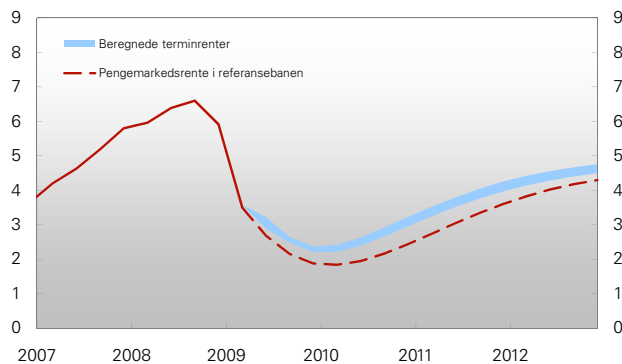
Anslagene for renten, inflasjonen, produksjonen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og vår oppfatning av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Skulle utviklingen i økonomien bli om lag som vi ser for oss, kan aktørene i økonomien regne med at renteutviklingen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

Vi har som vanlig søkt å illustrere usikkerheten i anslagene med sannsynligheter, se figur 1.15a-d. Bredden på viftene er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.<sup>4</sup> Det er nå stor usikkerhet knyttet til den fremtidige utviklingen i inflasjonen og produksjonen og dermed også pengepolitikken.

Vi har i referansebanen lagt til grunn at utsikter til økt arbeidsledighet, fall i boligpriser og et høyt gjeldsnivå gjør at husholdningene ønsker å bygge opp finansielle buffere og redusere sin gjeld. Spareraten ventes å øke betydelig, se figur 1.22. Nettofinansinvesteringene anslås å bli positive i år etter å ha vært negative siden 2004, se

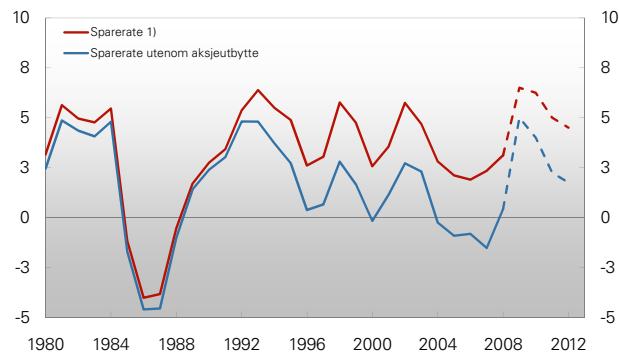
4 En nærmere gjennomgang av usikkerhetsviftene er gitt i Inflasjonsrapport 3/05. Fordi foliorenten i praksis har en nedre grense nær null, har vi som en teknisk forutsetning satt de utfallene som i den vanlige symmetriske fordelingen ville gitt negative verdier, til null. Teknisk sett blir dermed forventningsverdien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

Figur 1.21 Pengemarkedsrente i referansebanen og beregnede terminrenter<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



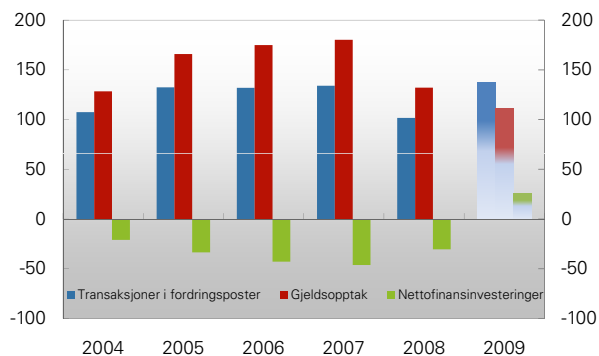
1) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 6. - 19. mars 2009  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22 Husholdningenes sparing. Prosent av disponibel inntekt. Årstall. 1980 – 2012



1) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital fra 2008 - 2012  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

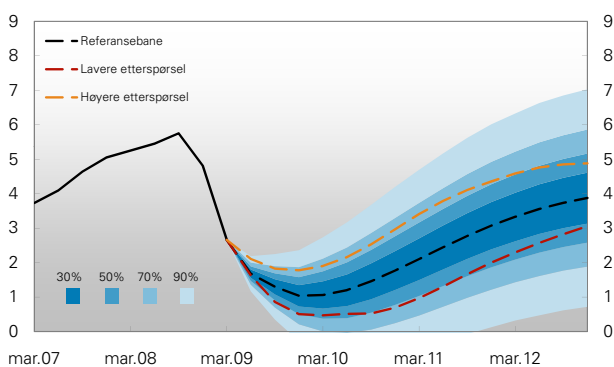
Figur 1.23 Husholdningenes nettofinansinvesteringer<sup>1)</sup>, gjeldsopptak og transaksjoner i fordringsposter.<sup>2)</sup> Milliarder kroner. Årstall. 2004 – 2009<sup>3)</sup>



1) Nettofinansinvesteringene er fra inntektsregnskapet  
2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2009. Transaksjoner i fordringsposter er beregnet som summen av nettofinansinvesteringer og gjeldsopptaket  
3) Anslag for 2009  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

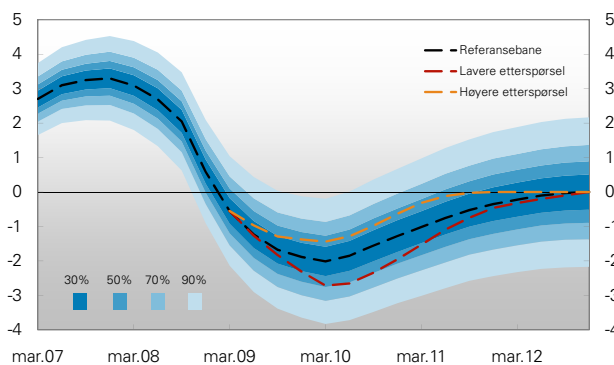


Figur 1.24a Styringsrenten i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



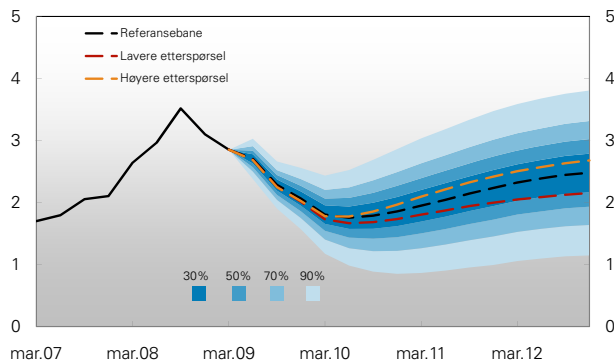
Kilde: Norges Bank

Figur 1.24b Produksjonsgapet i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.24c KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



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

figur 1.23. Det er viktig for den langsiktige stabiliteten i økonomien at det finner sted en nedbelåning i husholdningssektoren etter at husholdningene har lånt mye de senere årene. Husholdningenes inntektsvekst justert for rentebetalinger er imidlertid høy. Vi kan ikke utelukke at konsumet tar seg opp raskere enn anslått og at husholdningssektoren låner mer enn vi ser for oss. Etterspørselen og produksjonen i Norge vil da kunne ta seg hurtigere opp, og lønnsveksten og prisveksten kan bli sterkere enn ventet.

I figurene 1.24a-c (gule linjer) illustrerer vi virkningen av at veksten i privat konsum blir sterkere enn ventet og at konjunktorene i Norge snur hurtigere. Renten vil i så fall kunne gå mindre ned og raskere opp igjen enn vi nå ser for oss. Det vil bidra til å stabilisere pris- og kostnadsveksten slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent, og til å motvirke en for sterk nedgang i sparingen.

Som grunnlag for våre anslag har vi antatt at situasjonen ute etter hvert bedrer seg og at veksten hos våre handelspartnere begynner å ta seg opp i 2010. Det avhenger av at det kan skapes større tillit til finanssystemene i de største økonomiene. Lave renter ute demper nedgangen i investeringene og gjør det lettere for husholdningene å betale ned gjeld. Tilpasningen kan likevel ta lenger tid enn vi nå ser for oss. Det er lite trolig at husholdningene i USA og Europa vil drive en ny oppgang med det første. Også offentlig sektor vil etter hvert måtte stramme inn sin pengebruk og øke skatteinntektene for å hindre at gjelden øker for mye. Skulle lavkonjunktoren ute bli dypere og vare lenger enn vi ser for oss, vil aktiviteten i eksportnæringene i Norge reduseres mer enn vi nå anslår, og inflasjonen bli enda lavere. Norske husholdninger vil kunne redusere sitt forbruk og øke sin sparing ytterligere.

I figurene 1.24a-c (røde linjer) illustrerer vi en utvikling der lavkonjunktoren ute blir dypere, varer lenger, og får større virkninger for norsk økonomi enn anslått. Det vil da være riktig å sette renten lavere for å stimulere norsk økonomi, slik at ikke inflasjonen blir for lav. Beregningene er basert på at endringer i styringsrenten slår ut i utlånsrentene til bankene. Det er imidlertid usikkert i hvilken grad pengepolitikken vil ha effekt på bankenes

utlånsrenter når styringsrenten blir svært lav. Erfaringsmessig øker bankenes utlånsmarginer når rentenivået blir lavt, mens bankenes innskuddsmarginer avtar. Det vil trolig skje med større styrke jo lavere styringsrenten er. Effekten på bankenes utlånsrenter av en kraftig nedgang i styringsrenten kan derfor være begrenset. En styringsrente nær null vil trolig i første rekke få virkning via en svakere krone. Det vil da være aktuelt å vurdere andre virkemidler enn renten, se egen ramme om pengepolitiske tiltak når styringsrenten er nær null.

## Kriterier for en god rentebane

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

1) Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

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

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

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

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

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

## Endringer i anslagene

### Endringer i renteprognozen fra Pengepolitisk rapport 3/08

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er vesentlig lavere enn i Pengepolitisk rapport 3/08, se figur 1. Anslagene er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og vår oppfatning om økonomiens virkemåte, se tabell med endringer i anslagene. I figur 2 har vi beregningsteknisk forsøkt å illustrere hvordan ulike nyheter og skjønsmessige vurderinger har påvirket endringene i renteprognozen. Beregningen søker å gi et inntrykk av hvordan ulike faktorer har slått ut i prognosen for renten gjennom sin virkning på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. De isolerte bidragene fra de ulike

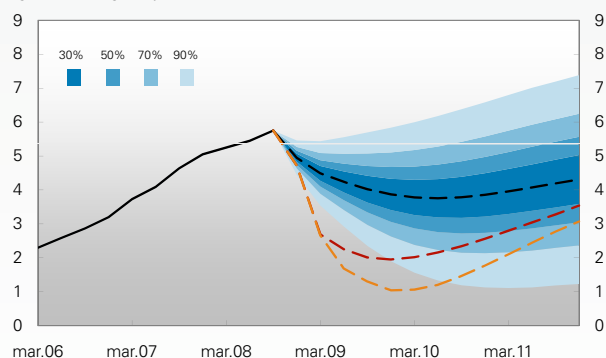
faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognozen er vist i den svarte linjen.

Utsiktene for veksten ute og hjemme er betydelig svekket siden oktober i fjor. Anslaget for veksten hos våre handelspartnere er kraftig nedjustert. Det bidrar til redusert aktivitet også i norsk økonomi og til lavere pris- og kostnadsvekst. Det er særlig norsk eksport som rammes av lavkonjunktoren ute. Samtidig ventes oljeinvesteringene å bli lavere enn anslått i oktober som følge av lavere oljepris. Lavere kapasitetsutnyttning og begrenset tilgang på kreditt vil bidra til at bedriftsinvesteringene faller markert fremover. Veksten i norsk økonomi understøttes av

ekspansiv finanspolitikk, men samlet er det utsikter til at aktiviteten vil falle mer enn vi anslo i oktober. Redusert etterspørsel ute og i Norge taler for en markert lavere styringsrente nå enn i oktober, se figur 2 (røde søyler).

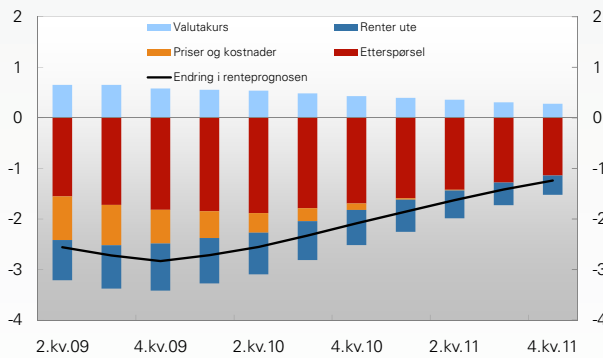
Prisanslagene er nedjustert siden oktober. Lavere prisstigning ute og redusert kapasitetsutnyttning i norsk økonomi vil bidra til å dempe prisveksten. Nedgangen i energiprisene bidrar også til å holde prisveksten nede. Vi ventet at lønnsveksten avtar og at produktiviteten tar seg opp, slik at bedriftenes kostnadsvekst reduseres. Lavere pris- og kostnadsvekst trekker isolert sett i retning av en lavere styringsrente, se figur 2 (oransje søyler).

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/08 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra 17. desember 2008 (rød linje) og PPR 1/09 (gul linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognozen fra PPR 3/08. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kvartal 2009 – 4. kvartal 2011



Kilde: Norges Bank

Kronekursen svekket seg markert fram mot slutten av 2008, og ble vesentlig svakere enn anslått i PPR 3/08. Dette har gitt høyere importert prisvekst enn anslått, og bidrar til å trekke renteprognosen opp (lyseblå søyler).

Betydelig lavere vekst- og inflasjonsforventninger og store reduksjoner i styringsrentene ute har ført til at markedsaktørens forventninger til styringsrentene hos våre handelspartnere er markert lavere enn i oktober. Det trekker i retning av en lavere styringsrente også her hjemme, se figur 2 (mørkeblå søyler)

### Endringer i renteprognosen fra 17. desember 2008

Prognosen for renten i denne rapporten er også lavere enn prog-

nosen vi publiserte i desember i fjor, se figur 1. Bidragene til endringene i renteprognosen er vist i figur 3.

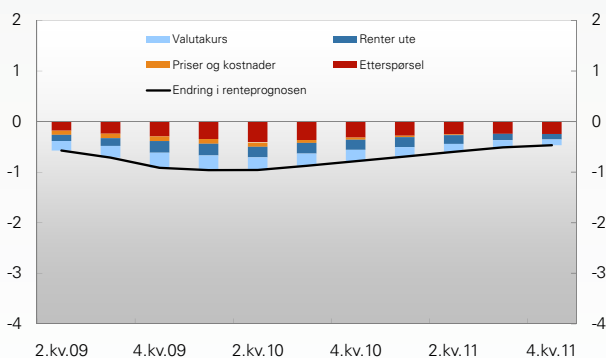
Utsiktene for den globale veksten er ytterligere svekket. Avmattingen i norsk økonomi ser ut til å bli mer markert enn ventet i desember. Lavere etterspørsel ute og hjemme taler for en lavere styringsrente enn vi anslo i desember (røde søyler).

Inflasjonen i Norge har vært høyere enn anslått i desember. Utsikter til lavere prisstigning ute og hjemme har likevel bidratt til at anslagene for inflasjonen fremover er nedjustert. Det taler isolert sett for en lavere styringsrente, se figur 3 (oransje søyler).

Lavere vekst- og inflasjonsforventninger ute har ført til at forventningene til styringsrentene hos våre handelspartnere har gått ned. Det trekker isolert sett i retning av en lavere styringsrente også her hjemme (mørkeblå søyler).

Kronekursen har vært sterkere enn anslått i desember. Det vil isolert sett gi lavere inflasjon og mindre aktivitet i norsk økonomi, og trekker i retning av en lavere styringsrente (lyseblå søyler).

Figur 3 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra 17. desember 2008. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kvartal 2009 – 4. kvartal 2011



Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/09. Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/08 i parentes.

	2008	2009	2010	2011
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	2,1 (-¼)	-1¼ (0)	3 (1½)	5 (1¼)
BNP Fastlands-Norge	2,4 (0)	-1 (-1¼)	2½ (0)	3¾ (¼)
Sysselsetting	3,2 (½)	-1½ (-¾)	-¼ (-¼)	1 (¼)
AKU-ledighet (rate)	2,6 (0)	4¼ (1)	4¾ (¾)	4¼ (¼)
KPIXE <sup>1)</sup>	3,1 (-¼)	2½ (-¾)	1¾ (-1)	2 (-½)
KPI-JAE	2,6 (0)	2½ (- ½)	2 (-¾)	2¼ (-¼)
KPI	3,8 (0)	2 (-1)	2 (-¾)	2¼ (-¼)
Årslønn	6 (0)	4 (-¾)	3¾ (-1)	4¼ (-½)

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

Kilde: Norges Bank

## Oppsummering

Det ser ut til at nedgangen i verdensøkonomien blir enda dypere og mer langvarig enn vi så for oss i desember. Den internasjonale handelen faller markert. Prisveksten ute avtar raskt, og forventningene til prisveksten fremover har falt. Styringsrentene er satt ned i mange land for å dempe utslagene av krisen. Offentlige myndigheter verden over setter inn tiltak for å øke etterspørselen etter varer og tjenester, bedre bankenes soliditet og få kredittmarkedene til å fungere. Det vil likevel ta tid før veksten tar seg opp ute.

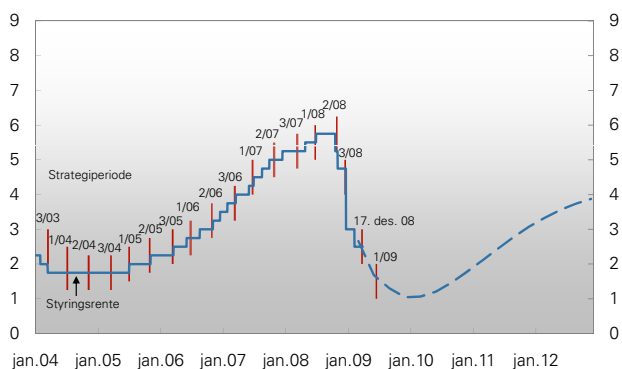
Også i norsk økonomi ser det nå ut til at aktiviteten vil falle kraftigere enn vi tidligere har anslått. Eksportnæringen vil rammes hardt av den kraftige lavkonjunkturen ute. Det vil få ringvirkninger for andre deler av norsk næringsliv. Nedgangen i rentene og sterk vekst i statlige utgifter vil dempe utslagene på produksjonen og sysselsettingen i Norge.

Det er utsikter til at prisveksten vil avta raskere enn tidligere antatt og en tid ligge under 2,5 prosent. Lavere prisstigning ute og lavere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi vil bidra til å dempe prisveksten fremover. Det er derfor riktig å sette renten lavt slik at inflasjonen ikke faller for langt under målet.

Både hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt inflasjonsmålet og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting taler for en lav rente, og lavere enn vi så for oss i desember. Risikoen for et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi taler for at renten raskt settes ned til et lavt nivå. På den annen side har vi allerede redusert styringsrenten mye. En lav rente kan føre til at konjunktorene i Norge snur raskere enn vi legger til grunn. Det taler isolert sett for å endre renten gradvis eller vente med ytterligere rentereduksjoner.

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. Privat konsum kan ta seg raskere opp, og nedbelåningen i husholdningssektoren kan bli mindre enn vi nå ser for oss. Et hurtigere konjunkturomslag eller en svakere krone

Figur 1.25 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling<sup>1)</sup> og anslag. Prosent. Januar 2004 - desember 2012



1) Hovedstyrets beslutning 25. mars 2009 er ikke innarbeidet, se tabell s. 49  
Kilde: Norges Bank

kan på den ene siden gi høyere inflasjon enn anslått. På den annen side kan inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår hvis kronen styrker seg markert eller lavkonjunktoren ute blir enda dypere og mer langvarig enn ventet.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men dempe de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten gradvis settes videre ned, se figur 1.25.

## Hovedstyrets strategi

Styringsrenten bør ligge i intervallet 1-2 prosent fram til neste rapport legges fram 17. juni, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

## Pengepolitiske tiltak når styringsrenten er nær null

### Lave styringsrenter internasjonalt

I USA satte Federal Reserve et intervall for styringsrenten på 0–0,25 prosent i desember.

I Canada og Storbritannia er styringsrentene nå 0,5 prosent, mens målet for styringsrenten er 0,25 prosent i Sveits og 0,1 prosent i Japan. Også i flere asiatiske land er styringsrentene svært lave.

Handlingsrommet i rentesettingen begrenses når styringsrenten nærmer seg null. Årsaken er at sedler og mynt gir null i nominell avkastning. Det setter et gulv for hvor lavt renten på finansielle plasseringer kan gå.

### Utfordringer når styringsrenten nærmer seg null

Den viktigste kanalen som pengepolitikken påvirker aktivitetsnivået i økonomien gjennom er *realrenten*. Realrenten bestemmes i hovedsak av følgende sammenheng:

$$\begin{aligned} \text{Realrenten} &= \text{et gjennomsnitt av faktisk og forventede styringsrenter} \\ &+ \text{risikopåslag} \\ &- \text{forventet inflasjon} \end{aligned}$$

I flere land faller nå inflasjonsforventningene, og risikopåslagene i markedet er store. Samtidig er styringsrentene satt svært lavt. Realrenten kan da bli høyere enn ønskelig til tross for svært lave styringsrenter. Dette er den såkalte likviditetsfellen. Realrenten kan være positiv selv om styringsrenten er satt til null.

### Alternative kanaler for pengepolitikken

Når styringsrenten nærmer seg sin nedre grense, kan sentralbanken bare påvirke realrenten gjennom å påvirke forventningene om fremtidige styringsrenter og inflasjon og gjennom å påvirke risikopåslagene. Ved å binde seg til å holde styringsrenten lav i en periode fremover kan sentralbanken stimulere økonomien selv om dagens styringsrente ikke kan settes lenger ned. Likeledes kan sentralbanken fremskynde rentenedsettelse for å veie opp for at pengepolitikken fremover kan bli mer stram enn ønskelig. I tillegg kan sentralbanken søke å påvirke ulike risikopremier i markedet for å få ned realrenten. Den teoretiske litteraturen har særlig fokusert på mekanismer for å få opp

inflasjonsforventningene.<sup>1</sup>

### Alternative virkemidler tatt i bruk internasjonalt

Federal Reserve i USA annonserte i desember at de forventer en svært lav styringsrente i en periode fremover. I mars understreket de at styringsrenten vil holdes lav lenge.<sup>2</sup>

De lave nominelle rentene internasjonalt motsvares av økninger i størrelsen på sentralbankenes balanser. Vanlige markedsoperasjoner benyttes for å tilføre nok likviditet til å understøtte de

1 Se for eksempel Klaus Adam og Roberto Billi (2006) "Optimal Monetary Policy under Commitment with a Zero Bound on Nominal Interest Rates", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2006, 38 (7), s. 1877-1905, Gauti Eggertsson og Michael Woodford (2003) "Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap", NBER working paper nr. 9968, <http://www.nber.org/papers/w9968>, Gauti Eggertsson og Michael Woodford (2003) "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", <http://www.columbia.edu/~mw2230/BPEA.pdf> og Lars E.O. Svensson (2003) "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, nr 4, s. 145-166

2 Federal Reserve's Federal Open Market Committee uttalte den 18. mars i en pressemelding at "...the Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to ¼ percent and anticipates that economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period."



lave rentene. I en periode med finansiell uro kan ekstra stor likviditetstilførsel være nødvendig for å redusere risikopremier i pengemarkedet. Både Bank of England og Federal Reserve i USA benytter i tillegg såkalte kvantitative lettelsler. Det innebærer likviditetstilførsel gjennom kjøp av statsobligasjoner eller private verdipapirer som normalt ikke benyttes til markedsoperasjoner.<sup>3</sup> Denne ekstra likviditetstilførselen fører til ytterligere økning i sentralbankenes balanser.

I mars begynte Bank of England og Federal Reserve med kvantitative lettelsler gjennom kjøp av statspapirer med lengre løpetid. Bank of England sier at ekstra tilførsel av sentralbanklikviditet på denne måten vil understøtte inflasjonsmålet ved at det gir høyere pengemengdevekst og kredittvekst. Det kan igjen føre til at privat etterspørsel øker.

<sup>3</sup> Bank of Japan benytter begrepet kvantitative lettelsler om politikken de førte i perioden 2001-2006. Også Bank of Japan tilfører nå likviditet ved å kjøpe verdipapirer som ikke vanligvis benyttes til likviditetsstyring. De kjøper både statsobligasjoner og verdipapirer utstedt av private.

Så langt ser kjøpene av statspapirer med lengre løpetider ut til å ha gitt lavere langsiktige renter både i USA og Storbritannia. En årsak kan være at kjøpene av statspapirer oppfattes som et signal om lave fremtidige styringsrenter, siden langsiktige renter gjerne reflekterer gjennomsnittet av forventede fremtidige kortsiktige renter. En annen årsak kan være at markedene for statspapirer med ulike løpetider er segmenterte. Store kjøp av statspapirer med bestemte løpetider kan da presse prisen på disse papirene opp og dermed senke forventet avkastning av å investere i slike papirer.

Federal Reserve har siden høsten 2008 tilført mye likviditet gjennom kjøp av private verdipapirer. I omtalen av disse kjøpene har de lagt vekt på at dette er kredittpolitikk. Hensikten med denne politikken er å lette finansieringsbetingelsene og bedre tilgangen på kreditt for privat sektor. Også Bank of England og den sveitsiske sentralbanken har den siste tiden kjøpt verdipapirer utstedt av private aktører med sikte på å lette finansieringsforholdene i økonomien.

Bank of Canada har etablert gjenkjøpsavtaler i private papirer for å bedre likviditeten i markedene for disse.

## 2 Nærmere om anslagene

### Internasjonal økonomi

Vi anslår nå den økonomiske veksten hos våre handelspartnere til -3 prosent i 2009 og  $\frac{3}{4}$  prosent i 2010, se tabell 2.1.

Dårligere tilgang på kreditt og sviktende tillit til den økonomiske utviklingen fører til fall i aktiviteten i 2009, se figur 2.1. Tiltak fra myndighetene og det markerte fallet i olje- og råvareprisene gjennom fjoråret, vil trolig dempe og etter hvert snu nedgangen. Flere forhold taler for at oppgangen blir moderat når den kommer, se egen utdyping på side 38.

Problemene i finansmarkedene synes å være særlig store i USA og Storbritannia. Her har også boligprisene falt markert. Behovet for nedbelåning er stort. Arbeidsledigheten har allerede steget mye, og den ventes å øke videre det neste året, se figur 2.2. Det demper etterspørselen innenlands. I tillegg vil bidragene fra netto eksport trolig være små. BNP ventes å falle gjennom hele inneværende år i Storbritannia og til utpå høsten i USA.

Eksporten har falt sterkt i både euroområdet og Sverige, og bidragene fra nettoeksport vil trolig være negative både i år og neste år i flere land i Europa. Det fører til lavere realinvesteringer og mindre sysselsetting. Problemene i kredittmarkedene er trolig noe mindre både i euroområdet og Sverige enn i USA, og husholdningenes finansielle stilling er i utgangspunktet solid i mange europeiske land. Det kan bidra til å dempe nedgangen i konsumet. Veksten ventes å komme i gang igjen i løpet av høsten i Sverige og tidlig neste år i euroområdet.

I de fleste fremvoksende økonomier har de realøkonomiske virkningene av krisen i finansmarkedene nå slått inn for fullt. Det er liten tilgang på finansiering av investeringer og eksport fra utenlandske kilder. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen blant husholdninger og foretak har økt. Eksporten har falt kraftig, og investerin-

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

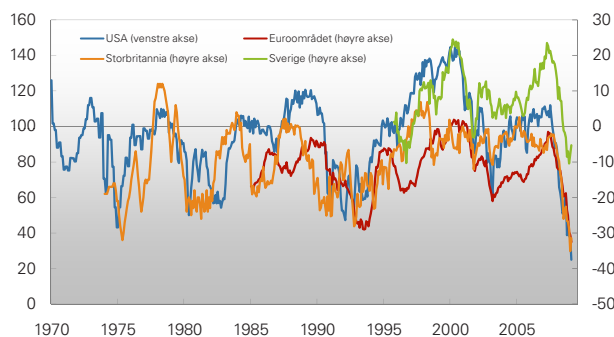
	2009	2010	2011-12 <sup>1)</sup>
USA	-3	$\frac{3}{4}$	$2\frac{1}{2}$
Euroområdet	$-3\frac{1}{4}$	0	2
Japan	-6	$\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{4}$
Storbritannia	$-3\frac{1}{2}$	$\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{4}$
Sverige	$-3\frac{1}{2}$	1	$2\frac{1}{4}$
Kina	$6\frac{1}{2}$	$7\frac{3}{4}$	$9\frac{3}{4}$
Norges handelspartnere <sup>2)</sup>	-3	$\frac{3}{4}$	$2\frac{1}{2}$

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

<sup>2)</sup> Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

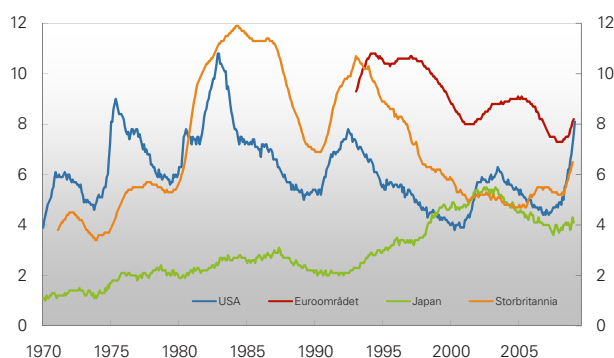
Kilder: Eurostat og Norges Bank

Figur 2.1 Konsumenttillit. Sesongjustert diffusjonsindeks for euroområdet, Storbritannia og Sverige. Sesongjustert indeks for USA. Januar 1970 – februar 2009



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.2 Arbeidsledige. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Januar 1970 – februar 2009



Kilde: Thomson Reuters

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

	2009	2010	2011-12 <sup>1)</sup>
USA	-½	1	1½
Euroområdet <sup>2)</sup>	½	1¼	1¼
Japan	-1	-½	¼
Storbritannia	¾	1¼	1½
Sverige	-¾	½	1¾
Kina	-¼	1¼	3
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	¼	1	1½
Oljepris Brent Blend <sup>4)</sup>	48,9	57,3	61,7

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

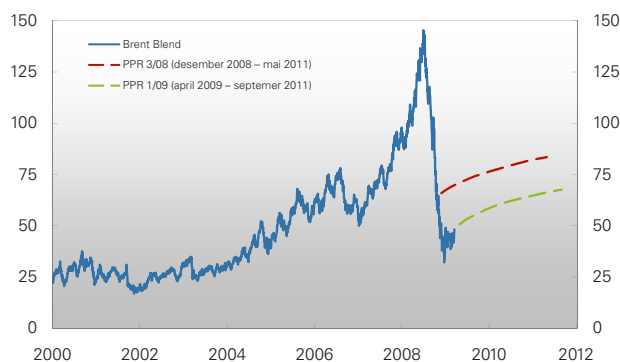
<sup>2)</sup> Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

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

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

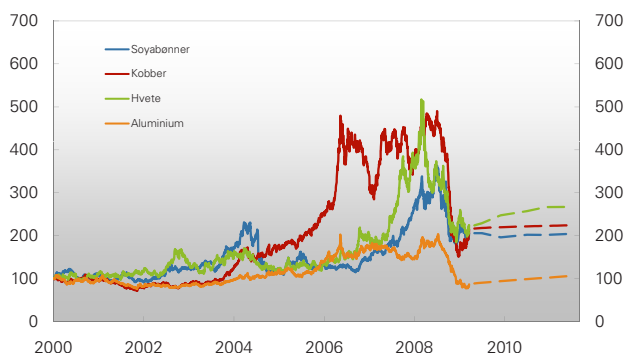
Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.3 Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. 3. januar 2000 – 19. mars 2009. Terminpriser (stiplede linjer) PPR 3/08 og PPR 1/09



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.4 Råvarepriser i dollar. Indeks. 4. januar 2000 = 100. 4. januar 2000 – 19. mars 2009. Terminpriser fra 19. mars 2009 (stiplet linje). April 2009 – juli 2011



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

ger og konsum har bremsset opp. Mange fremvoksende økonomier, særlig i Asia, er likevel mer robuste enn ved tidligere lavkonjunkturer, blant annet som følge av solide budsjettbalanser, overskudd på driftsbalansen, lav utenlandsgjeld og store valutareserver. I flere land, særlig i Kina, utnytter myndighetene handlefriheten og gjennomfører tiltak for å få privat etterspørsel i gang igjen. Vi legger til grunn at vekst i etterspørselen fra fremvoksende økonomier vil bidra til at nedgangen i verdenshandelen stopper opp i løpet av første halvår 2009.

Vi venter at veksten i konsumprisene hos handelspartnere holder seg lav de nærmeste årene, se tabell 2.2. I USA fører lavere energipriser til at konsumprisindeksen faller i 2009. Veksten i konsumprisene vil deretter være moderat. I Storbritannia og euroområdet gir den svake realøkonomiske utviklingen trolig lavere prisstigning enn inflasjonsmålet i hele perioden. I Sverige inngår renten i bokostnadene i konsumprisindeksen. Sammen med svak underliggende prisstigning gir rentefallet prisfall i år.

Oljeprisen har vært i underkant av 45 dollar per fat i gjennomsnitt så langt i år, etter at den falt med over 100 dollar i løpet av andre halvår i fjor. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se figur 2.3 og tabell 2.2. Høye oljelagre i OECD-landene og økende ledig produksjonskapasitet i OPEC tyder på et mindre stramt oljemarked fremover. Det samme gjør utsiktene for verdensøkonomien, slik de presenteres i denne rapporten. På tilbudssiden vil OPECs evne og vilje til å kutte i produksjonen være viktig på kort sikt. På litt lengre sikt kan tilbudet fra land utenfor OPEC rammes av manglende nyinvesteringer hvis oljeprisen forblir lav i en periode og problemene i finansmarkedene gjør tilgang på kreditt og egenkapital vanskeligere.

Economists råvareindeks falt mye i fjor høst, men har vært ganske stabil siden slutten av 2008. Prisene på industriråvarer vil fremover i stor grad bestemmes av den økonomiske veksten internasjonalt. Særlig metallpriser er konjunkturfølsomme. Matvareprisene er mer preget av klima og andre forhold på tilbudssiden. Terminprisene for et utvalg av råvarer tyder på uendrede eller moderat økende priser de nærmeste årene, se figur 2.4.

## Norsk økonomi det neste året

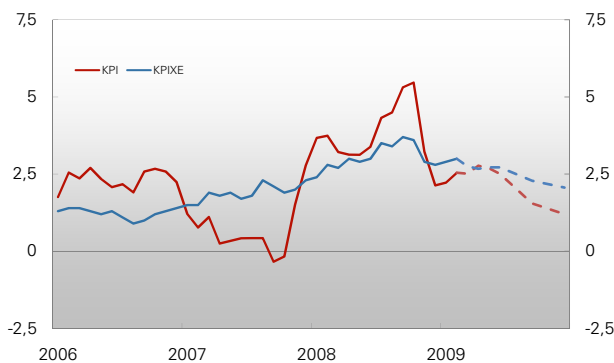
### Priser

I februar var konsumprisene (KPI) 2,5 prosent høyere enn i samme måned i fjor. Justert for avgifter og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 3,0 prosent, se figur 2.5. Prisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var også 3,0 prosent, se figur 2.6. Prisveksten i januar var om lag som anslått til rentemøtet 17. desember, men prisveksten i februar var høyere enn antatt. Fremover venter vi at prisveksten vil avta.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester nådde en topp i oktober i fjor på 4,6 prosent og avtok til 4,0 prosent i februar i år. Prisveksten i første halvår vil fortsatt være preget av den høye lønnsveksten og fallet i produktivitetsveksten gjennom 2008, se figur 2.7. Lav vekst i etterspørselen kan likevel dempe mulighetene til å velte økte kostnader over i prisene. Sterk vekst i husleiene og en markert økning i prisene på matvarer i forbindelse med jordbruksforhandlingene trakk prisveksten opp i 1. kvartal. I andre halvår vil nedgangen i råvare- og energiprisene, stigende vekst i produktiviteten og lavere lønnsvekst gi lavere prisvekst på varer og tjenester produsert i Norge. Nedgangen i boligbyggingen kan gi fall i prisene på varer og tjenester til vedlikehold og reparasjon av boliger. Husleiene og matvareprisene vil trolig stige lite fremover, etter den sterke veksten i begynnelsen av året. Veksten i husleiene kan også dempes av nedgangen i renteutgiftene til utleiere. Samlet venter vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester kommer under 3 prosent ved utgangen av året.

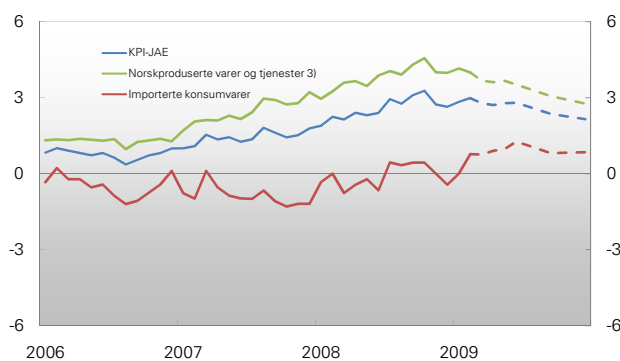
Prisveksten på importerte konsumvarer har tiltatt de siste månedene. I februar var prisene 0,8 prosent høyere enn i februar i fjor. Målt i utenlandsk valuta steg prisene på disse varene i 2007 og første halvdel av 2008 som følge av sterk økning i råvareprisene på verdensmarkedet og tiltakende prisvekst i mange land, se figur 2.8. Siden sommeren i fjor har råvareprisene falt. Vi venter at prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta faller 1½ prosent i 2009. Virkningen på prisene målt i norske kroner avhenger av kronkursen. Kronen svekket seg raskt og mye i fjor høst. Vi legger til grunn at krone-

Figur 2.5 KPI og KPIXE<sup>1)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2006 – desember 2009<sup>2)</sup>



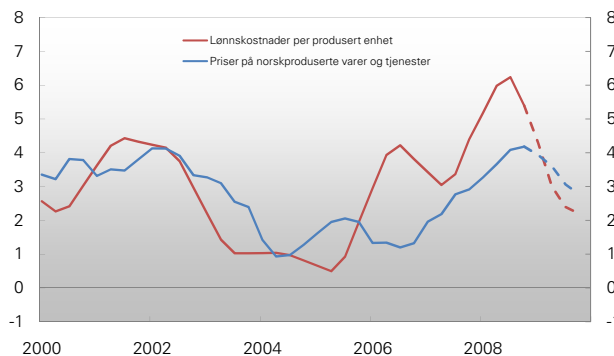
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se Staff Memo 2008/7 fra Norges Bank for en omtale av KPIXE  
2) Anslag for mars 2009 – desember 2009 (stiplet). Månedstall frem til juni 2009, deretter kvartalstall  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.6 KPI-JAE<sup>1)</sup> Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2006 – desember 2009<sup>2)</sup>



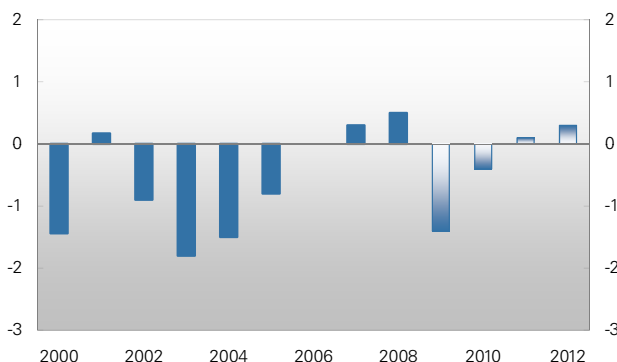
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Anslag for mars 2009 – desember 2009 (stiplet). Månedstall frem til juni 2009, deretter kvartalstall  
3) Norges Banks beregninger  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.7 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge og priser på norskproduserte varer og tjenester<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2009<sup>2)</sup>



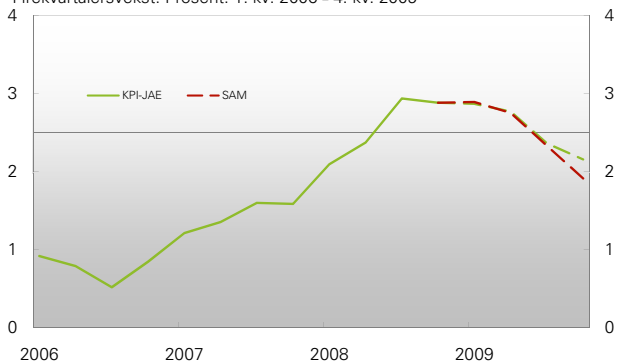
1) Norges Banks beregninger  
2) Anslag for 2009  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2000 – 2012<sup>1)</sup>



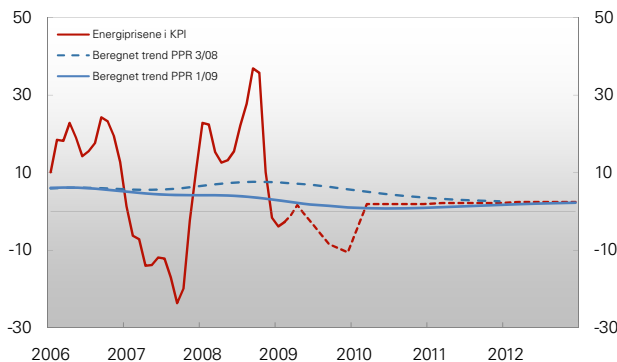
1) Anslag for 2009 – 2012  
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup>. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2009<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) System for sammenveining av modeller for kortsiktige prognoser  
3) Anslag for 2009  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Enerprisene i KPI<sup>1)</sup> og beregnet energitrend<sup>2)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2006 – desember 2012<sup>3)</sup>



1) Varegruppene elektrisitet, brensel, drivstoff og smøremidler  
2) Trenden er beregnet ved hjelp av et HP-filter (lambda = 14 400) på den faktiske og anslåtte utviklingen i energiprisene i KPI  
3) Anslag for mars 2009 – desember 2012  
Kilder: Nord Pool, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kursen vil være om lag 5 prosent svakere i 2009 enn gjennomsnittet for 2008. Normalt tar det 1-2 år før valutakursendringer slår fullt ut i konsumprisene. Den sterke prisveksten på mange importerte konsumvarer i februar, til tross for nedgangen i etterspørselen, kan tyde på at virkningen av kurssvekkelsen kommer raskere enn normalt. Det kan ha sammenheng med at bevegelsen i kronen har vært stor, og at svekkelsen antas å vare ved. Flere bedrifter i Norges Banks regionale nettverk har gitt signaler om prisøkninger i første og andre kvartal som følge av den svake kronen. Vi har derfor lagt til grunn at den største effekten av kronesvekkelsen på prisveksten kommer i første halvår, som er tidligere enn historiske erfaringer skulle tilsa. Samlet anslår vi at prisveksten på importerte konsumvarer vil ligge på om lag  $\frac{3}{4}$  prosent gjennom 2009.

Fortsatt høy vekst i prisene på norskproduserte varer og tjenester vil bidra til at veksten i KPI-JAE blir liggende rundt  $2\frac{3}{4}$  prosent i første halvår. Vi anslår at prisveksten avtar mot  $2\frac{1}{4}$  prosent i andre halvår. Anslagene for KPI-JAE for de første tre kvartalene i år er forholdsvis nær fremskrivningene fra SAM, vårt system for sammenveining av modeller<sup>1)</sup>, se figur 2.9. For fjerde kvartal holdes vårt anslag fortsatt oppe av kronesvekkelsen. I SAM er det få modeller som på en god måte fanger opp de direkte virkningene av valutakursen på prisene.

Energiprisene steg betydelig i 2008, men har falt de siste månedene. Det er nå utsikter til lavere strømpriser fremover. Den beregnede energipristrenden som inngår i anslagene for KPIXE, er lavere enn vi la til grunn både i Pengepolitisk rapport 3/08 og til rentemøtet 17. desember, se figur 2.10.<sup>2)</sup> Tolvmånedersveksten i KPIXE anslås å falle ned mot 2 prosent ved utgangen av året. Årsveksten i KPI antas å øke i 2. kvartal, men faller under  $1\frac{1}{2}$  prosent mot slutten av året, se figur 2.5. Vi anslår at veksten i KPI fra 2008 til 2009 blir 2 prosent.

1) SAM er beskrevet i en utdypning i Pengepolitisk rapport 2/08.  
2) Anslaget for KPIXE er basert på terminprisen for olje og elektrisitet i tidsrommet 6. til 19. mars.

## Produksjon og etterspørsel

Dårlig og dyr tilgang på kreditt, høye renteutgifter og usikkerhet om utviklingen fremover forsterket nedgangen i norsk økonomi mot slutten av 2008. Det private forbruket falt markert, nedgangen i boliginvesteringene tiltok og fastlandsbedriftenes investeringer begynte å falle. Svakere utvikling ute ga nedgang i fastlandseksporten. I 4. kvartal i fjor falt BNP for Fastlands-Norge med 0,2 prosent. Tilbakeslaget ute og de unormale forholdene i finansmarkedene vil fortsette å prege norsk økonomi fremover.

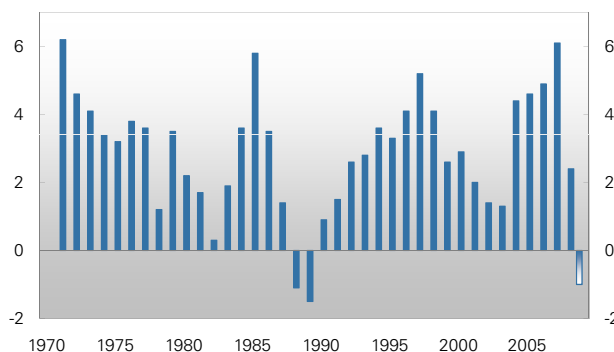
Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge vil falle med 1½ prosent i første halvår før veksten tar seg noe opp i andre halvår. Samlet anslår vi at BNP for Fastlands-Norge vil falle med 1 prosent fra 2008 til 2009, se figur 2.11. Nedgangen i industriproduksjonen fortsatte i januar. Bedriftsledernes forventninger slik de måles i Konjunkturbarometeret og innkjøps sjefenes forventningsindeks (PMI), peker i retning av et ytterligere fall i produksjonen. Bedriftene i vårt regionale nettverk forventer også fall i aktiviteten i de nærmeste seks månedene, se figur 2.12.

Vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller, SAM, anslår en noe høyere vekst i BNP fremover enn vi legger til grunn, se figur 2.13. De unormale forholdene i kredittmarkedene og nedgangen i forventningsindikatorerne påvirker i liten grad anslaget i SAM. Anslagene i denne rapporten ligger innenfor usikkerhetsintervallene i korttidsmodellene.

Produksjonsgapet falt raskt gjennom 2008, og vi anslår at det er negativt i 1. kvartal i år. Et negativt produksjonsgap er i tråd med informasjonen fra vårt regionale nettverk hvor bare litt over 20 prosent av bedriftene nå oppgir at de ville ha problemer med å møte en eventuell vekst i etterspørselen. Vi venter at BNP-veksten vil være lavere enn veksten i produksjonspotensialet fram til og med 1. kvartal neste år. Da anslås produksjonsgapet å være -2 prosent.

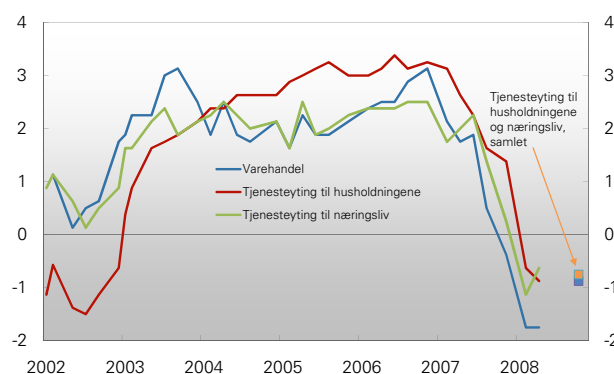
Vi anslår at eksporten fra Fastland-Norge faller 7 prosent i år i tråd med nedgangen i produksjonen hos våre handelspartnere, se figur 2.14. Sist høst var det særlig etter-

Figur 2.11 BNP for Fastlands-Norge. Årlig volumvekst. Prosent. 1971 – 2009<sup>1)</sup>



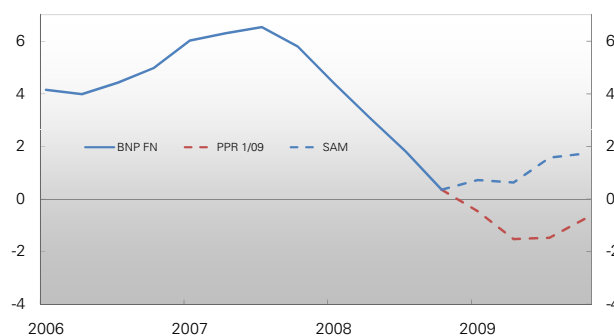
1) Anslag for 2009  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 Faktisk produksjon og forventet produksjon neste 6 måneder. Indeks<sup>1)</sup>. Oktober 2002 – juli 2009



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

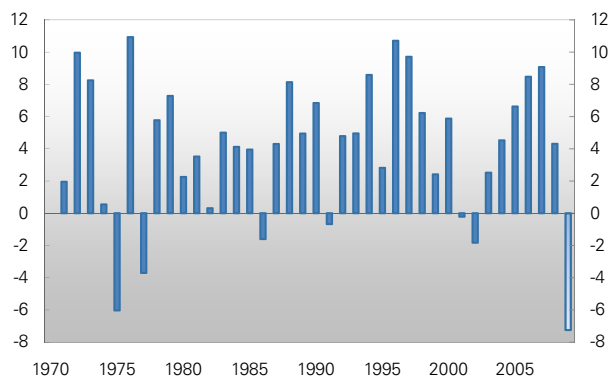
Figur 2.13 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2009<sup>2)</sup>



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

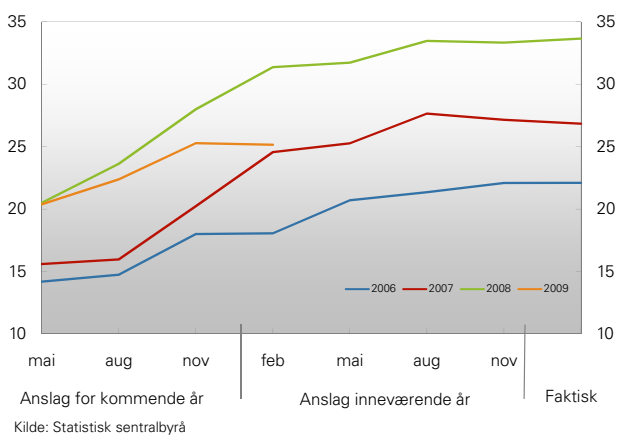


Figur 2.14 Eksport fra Fastlands-Norge. Årlig volumvekst. Prosent. 1971 – 2009<sup>1)</sup>



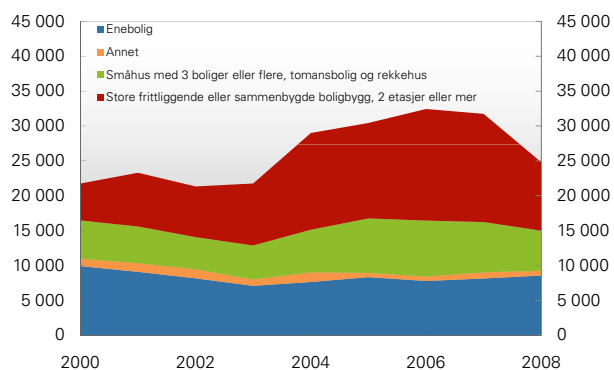
1) Anslag for 2009  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 Investeringsstatistikk for industrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2006 – 2009



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.16 Antall igangsatte boliger etter boligtype. 2000 – 2008



Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

spørnelsen etter varige konsumgoder som falt på verdensmarkedet. Etter hvert er etterspørselen etter metaller og andre innsatsvarer, som Norge eksporterer mye av, også blitt rammet. Tilgangen på nye ordre har falt, og ordreservene har begynt å avta, men fra et høyt nivå. Vi legger til grunn at eksporten faller markert i 1. og 2. kvartal. Utenrikshandelsstatistikken for januar og februar bekrefter fallet i eksporten. Svekkelsen av kronen, samt at nedgangen i etterspørselen hos våre handelspartnere antas å stoppe opp mot slutten av året, kan gi en utflating av eksporten i andre halvår.

*Bedriftsinvesteringene* anslås å falle med nesten 20 prosent i 2009, men fra et forholdsvis høyt nivå. Lavere etterspørsel både fra hjemme- og eksportmarkedene gir lavere investeringer. Bedriftene i vårt regionale nettverk melder at investeringer avlyses eller utsettes på grunn av finansieringsproblemer og svake markedsutsikter. I tillegg har lønnsomheten i mange industribedrifter falt som følge av høy kostnadsvekst og nedgang i råvareprisene, og det reduserer evnen til å investere. Investeringstelingen for industrien i 1. kvartal tyder på et markert fall i industriinvesteringene i 2009, se figur 2.15. Norges Banks utlansundersøkelse for 4. kvartal viste at bankene ville fortsette å stramme inn sin utlånspraksis overfor bedriftene i 1. kvartal i år. Det kan særlig ramme investeringer i næringsbygg som normalt har en høy andel gjeldsfinansiering og hvor markedsprisene falt med 20 prosent i 2008. Først inn i neste år venter vi at fallet i investeringene dempes som følge av at vekstutsiktene bedres, bedriftene får lettere tilgang på finansiering og renten er lav.

Vi anslår en nedgang i *boliginvesteringene* på litt over 20 prosent i år. Igangsettingen av boliger har fortsatt å falle ifølge byggearealstatistikken. Ordrestatistikken for bygg og anlegg viser nedgang i både ordretilgangen og ordreservene av boligbygg. Vi legger til grunn at igangsettingen av nye boliger vil falle til rundt 20 000 i 2009. Det er lavere enn i 2002/2003, men noe høyere enn på begynnelsen av 1990-tallet. Vi venter spesielt at det settes i gang bygging av færre leiligheter, som det ble bygd mye av i perioden vi har bak oss, se figur 2.16. Vi venter at fallet i boliginvesteringene avtar gjennom året, etter hvert som

bedre tilgang på kreditt og en lavere rente øker etterspørselen etter boliger.

Etter at det *private konsumet* falt i siste del av fjoråret, venter vi at nedgangen stopper opp i første halvår i år. Bilsalget var lavt i januar og februar, men konsumet av andre varer tok seg noe opp i januar ifølge detaljomssetningsindeksen. Husholdningene ble noe mer positive til utviklingen fremover i januar og februar i forhold til siste halvdel av fjoråret ifølge MakroSikts forventningsundersøkelse. TNS Gallups trendindikator fra 1. kvartal viser at tendensen til stadig mer negativ vurdering av egen og landets økonomi har bremsset opp. Lavere renter og redusert prisstigning gir høyere disponibel realinntekt i år enn i fjor til tross for nedgang i lønnsveksten og sysselsettingen, se figur 2.17.

Vi legger til grunn at utsikter til økt arbeidsledighet, fall i boligprisene og et høyt gjeldsnivå gjør at husholdningene ønsker å bygge opp finansielle buffere og redusere sin gjeld. Sparingen ventes å øke til rundt 5 prosent av disponibel inntekt i 2009 og nettofinansinvesteringene anslås å bli positive. Lave renter og god realinntektsvekst gir likevel grunnlag for et klart oppsving i husholdningenes konsum i andre halvår i år.

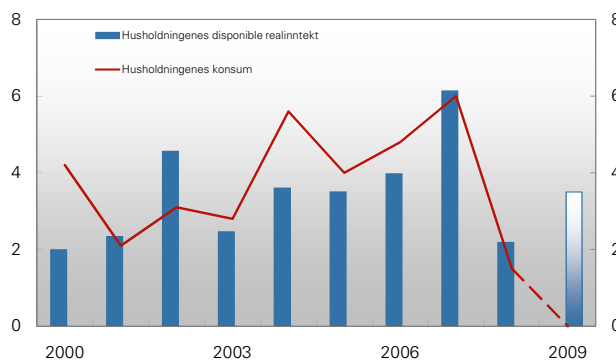
### Arbeidsmarkedet

Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) falt sysselsettingen med 0,4 prosent i 4. kvartal. Fremover venter vi at nedgang i produksjonen vil gi lavere etterspørsel etter arbeidskraft. Sysselsettingen anslås å falle med 1½ prosent i 2009. Dette er i tråd med forventningene fra bedriftene i vårt regionale nettverk, se figur 2.18.

Timeverkene falt med 0,7 prosent i 4. kvartal, og den gjennomsnittlige arbeidstiden avtok. Vi venter at arbeidstiden vil falle ytterligere gjennom 2009, blant annet som følge av redusert overtid. Timeverkene anslås derfor å falle med 2 prosent i 2009.

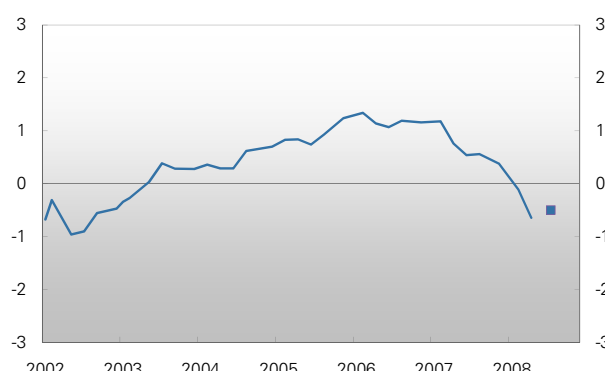
Etter fall i første halvår økte produktiviteten noe i andre halvår i fjor. Vi venter at produktiviteten vil fortsette å stige gjennom 2009, etter hvert som bedriftene tilpasser arbeidstyrken til produksjonen, se figur 2.19.

Figur 2.17 Husholdningenes disponible realinntekt<sup>1)</sup> og konsum<sup>2)</sup>. Vekst fra året før. Prosent. 2000 – 2009<sup>3)</sup>



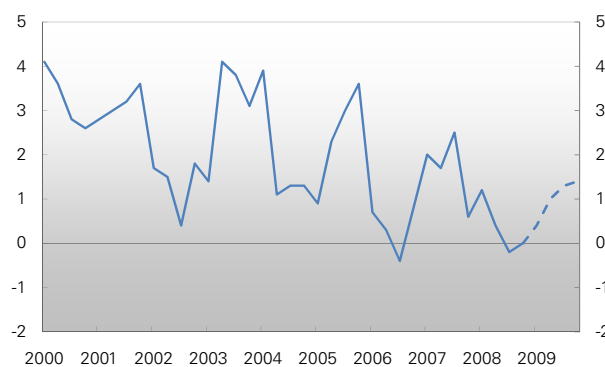
1) Korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2009  
 2) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
 3) Anslag for 2009  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.18 Faktisk sysselsetting og forventet sysselsetting neste 3 måneder. Indeks<sup>1)</sup>. Oktober 2002 – april 2009



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

Figur 2.19 Bruttoprodukt per arbeidstime. Fjerkvartalersvekst. Sesongkorrigerede tall. Basisverdi. 2000 – 2009<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2009  
 Kilde: Norges Bank

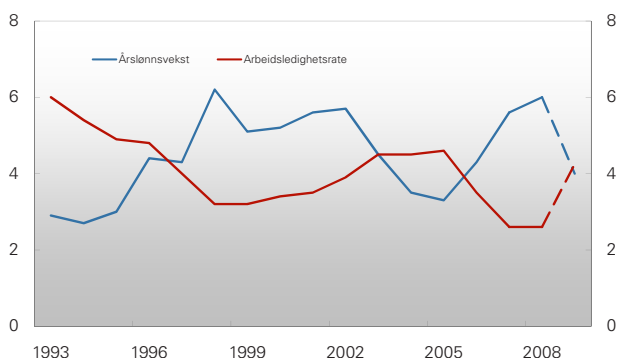


Tabell 2.3 vekst i befolkningen og arbeidsstyrken.  
Prosentvis endring fra foregående år

	2008	2009
Vekst i befolkningen i alderen 15–74 år	1¼	1¼
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-¼	-¼
Konjunktorelt bidrag	1¼	-1
Vekst i arbeidsstyrken	3,4	0

Kilde: Norges Bank

Figur 2.20 Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU).  
Prosent. 1993 – 2009<sup>2)</sup>

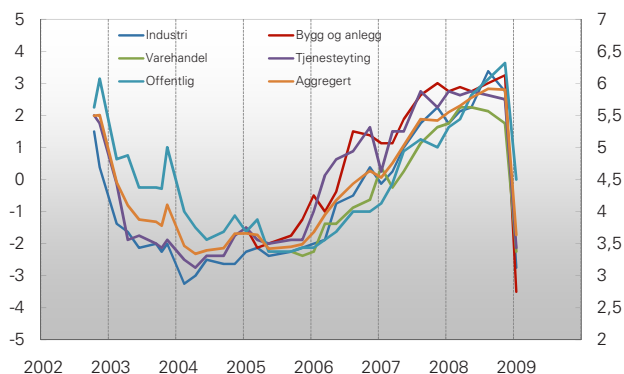


1) Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon

2) Anslag for 2009

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

Figur 2.21 Forventet årslønnsvekst inneværende år. Indeksverdi<sup>1)</sup> og prosent. Oktober 2002 – januar 2009



1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst.

Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i Penger og Kreditt 2/05 for nærmere omtale  
Kilde: Norges Bank

Veksten i arbeidsstyrken fortsatte gjennom høsten i fjor, selv om veksten i sysselsettingen stoppet opp. Vi anslår at arbeidsstyrken vil holde seg uendret i 2009, til tross for at vi har lagt til grunn en vekst i befolkningen på 1¼ prosent, se tabell 2.3. Arbeidstilbudet har tidligere vist seg å være fleksibelt. Tilbudet av arbeidskraft steg da etterspørselen økte. Da må vi også vente at yrkesfrekvensene reduseres når etterspørselen etter arbeidskraft dempes. Blant annet venter vi at flere vil velge utdanning og at en større andel i de eldste aldergruppene nå vil gå av med AFP. I anslaget for befolkningsveksten er det lagt til grunn en avdemping i innvandringen.

Arbeidsledigheten har økt siden høsten i fjor. Ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU) steg arbeidsledigheten, justert for sesongvariasjoner, fra 2,4 prosent i august til 3,0 prosent i desember. Antall registrerte ledige hos NAV steg fra i overkant av 41 000 personer i august til 64 000 i februar. Med fortsatt fall i sysselsettingen gjennom 2009 og uendret arbeidsstyrke, vil ledigheten øke ytterligere. Vi ser for oss at AKU-ledigheten vil stige til 4¾ prosent ved utgangen av året.

### Lønnsveksten

Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslår at lønnsveksten i 2008 var 6 prosent og at overhenget inn i 2009 er 2¼ prosent. I kommunesektoren er det allerede avtalt tillegg for 2009 som vil bidra med 0,3 prosentenheter til den samlede årslønnsveksten i økonomien. Lavere lønnsomhet i bedriftene, økende ledighet og lavere konsumprisvekst vil trolig gi moderat lønnsglidning og lave sentrale tillegg i år. Lønnsveksten anslås til 4 prosent i år, se figur 2.20.

Kontaktene i vårt regionale nettverk forventer at årslønnsveksten i 2009 vil bli mellom 2¾ og 4½ prosent i de ulike næringene, se figur 2.21. Perducos forventningsundersøkelse for 1. kvartal viser at partene i arbeidslivet venter en lønnsvekst på 4,1 prosent i år.

## Forutsetninger om finanspolitikken og oljeinvesteringene fra 2009 til 2012

### Finanspolitikken

Vi legger til grunn at offentlige utgifter og inntekter i 2009 vokser som anslått i Nasjonalbudsjettet for 2009 med de endringer som ble vedtatt av Stortinget 13. februar. Fra 2008 til 2009 anslås offentlig konsum å vokse nominelt med 8¾ prosent, mens offentlige investeringer anslås å vokse med 14½ prosent.

Fra 2008 til 2009 anslås det oljekorrigerte underskuddet å øke med 90 milliarder kroner, eller 5 prosent av trend-BNP, se figur 2.22. Det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet for 2009 ventes å bli 120,5 milliarder kroner. Det er 29,5 milliarder kroner over forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland, og 5,3 prosent av fondskapitalen. Det strukturelle budsjettunderskuddet anslås å øke med 2,4 prosentenheter av trend-BNP fra 2008 til 2009.

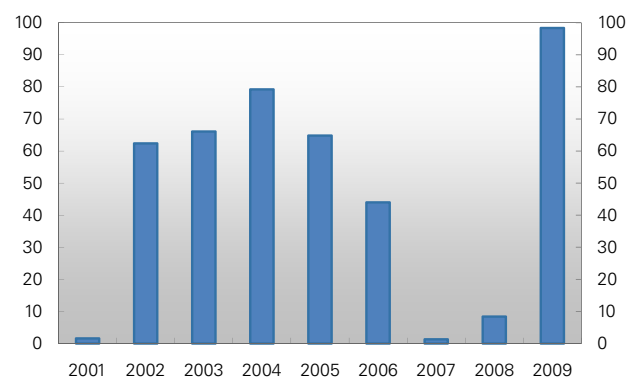
For årene 2010-2012 legger vi til grunn at finanspolitikken blir mindre ekspansiv. I tråd med handlingsregelen for finanspolitikken venter vi at det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet gradvis vender tilbake til 4 prosent av pensjonsfondet etter hvert som konjunktursituasjonen normaliseres, se figur 2.23. Beregningsteknisk er det lagt til grunn uendrede skatte- og avgiftssatser for årene 2010-2012.

Vi legger til grunn at offentlig konsum vokser nominelt med 7½ prosent i 2010, men at veksten avtar i 2011 og 2012. Offentlige investeringer antas å fortsette å vokse i 2010 til et forholdsvis høyt nivå, for så å falle noe i 2011 og 2012.

### Oljeinvesteringene

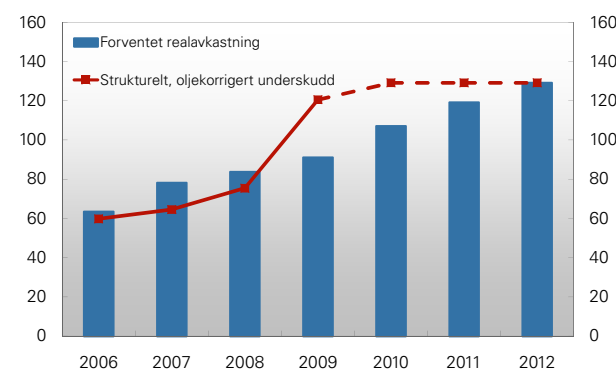
Oljeinvesteringene vokste med 7,1 prosent i 2008. Investeringstillingen for 1. kvartal tyder på at veksten i oljeinvesteringene stopper opp i 2009, se figur 2.24. Oljeinvesteringene reagerer normalt kraftig på svingninger i oljeprisen, men det tar noe tid fra oljeprisen endres til investeringene justeres. Oljeprisen har falt veldig raskt,

Figur 2.22 Oljekorrigert budsjettunderskudd. Milliarder kroner. 2001 – 2009



Kilde: Finansdepartementet

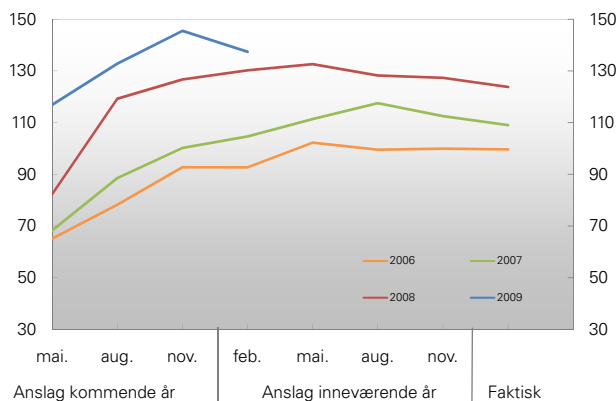
Figur 2.23 Strukturelt oljekorrigert underskudd<sup>1)</sup> og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder 2009-kroner. 2006 – 2012



1) Norges Banks anslag for 2010 – 2012

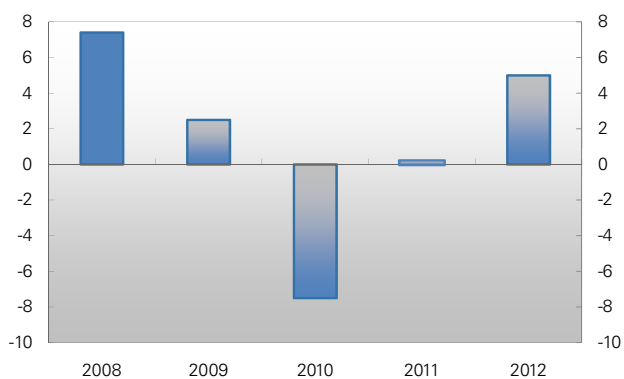
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.24 Investeringsstatistikk for petroleumsindustrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2006 – 2009



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.25 Oljeinvesteringer. Årlig volumvekst. Prosent, 2008 – 2012<sup>1)</sup>



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

og terminprisen er redusert. Oljeprisen er nå lavere enn det som er antatt å være lønnsomhetsgrensen for en del planlagte feltutbygginger i Nordsjøen.

På kort sikt vil oljeinvesteringene trolig holde seg oppe som følge av allerede planlagte investeringer, selv om noe av det som er planlagt, kan bli avlyst eller utsatt. Mindre investeringer, for eksempel knyttet til leting og nye oljebrønner, kan kanselleres på kort varsel. Vi anslår en vekst i oljeinvesteringene på 2½ prosent i 2009.

Lavere priser på råvarer, som metaller, kan føre til at investeringskostnadene etter hvert faller. Det vil gjøre at flere prosjekter blir attraktive også med dagens oljepris. Vi har lagt til grunn at oljeprisen vil stige i takt med terminprisene. Det vil gi grunnlag for et nytt oppsving i oljeinvesteringene. Vi anslår at oljeinvesteringene kan falle med 7½ prosent i 2010 og legger til grunn et om lag undret nivå i 2011 før de tar seg opp i 2012, se figur 2.25.

# Utdypinger

Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien  
Etterprøving av anslagene for 2008

## Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien

Konkursen i Lehman Brothers i midten av september 2008 utløste en tillitskrise i verdensøkonomien. Bankene vegret seg for å gi lån til hverandre, og markedet for lån mellom bankene tørket inn. For husholdningene og bedriftene ble vilkårene for å få lån strammet inn. Husholdningene reduserte sitt forbruk, og bedriftene kuttet i produksjon og investeringer.

Aktiviteten i verdensøkonomien har falt brått. Fra februar i fjor til februar i år falt industriproduksjonen i USA med 13 prosent. I euroområdet falt industriproduksjonen med 20 prosent fra januar i fjor til januar i år, og i Japan med 31 prosent over samme periode, se figur 1. Vi forventer at samlet BNP i OECD-landene vil falle i 2009. Det blir i så fall første gang etter andre verdenskrig.

Økt handel har vært en sentral

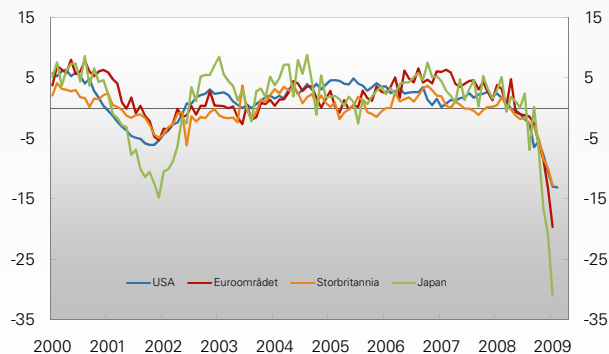
drivkraft bak den høye globale veksten de siste ti årene, og veksten i verdenshandelen har vært særlig viktig for de fremvoksende økonomiene. Svekket etterspørsel fra OECD-landene, mangel på finansiering av eksport og import og redusert kapitalinngang fra utlandet førte til at mange fremvoksende økonomier ble hardt rammet, se figur 2. Industriproduksjonen falt da eksporten gikk ned, se figur 3. På sikt vil også veksten i realinvesteringer avta ettersom investeringene er nært knyttet til eksportsektoren i disse landene. I flere av de fremvoksende økonomiene falt BNP kraftig på slutten av fjoråret.

Den kraftige og samtidige nedgangen i realøkonomien har virket negativt tilbake på finansmarkedene. Tapene i banker og andre finansinstitusjoner har hittil i stor grad vært knyttet til problemene

i bolig- og finansmarkedene. Fremover vil tapene også påvirkes av økt arbeidsledighet og flere foretakskonkurser. Tapene reduserer bankenes evne og vilje til å yte kreditt. Dårligere tilgang på kreditt forsterker fallet i boligprisene i flere land. Prisfallet demper aktiviteten i byggesektoren og svekker husholdningenes formue og mulighet til å ta opp lån. Husholdningene konsumerer mindre og bedriftene strammer inn i sine budsjetter. Handelen faller ytterligere. På denne måten har svikt i tilliten, reduserte formuespriser og svakere realøkonomisk utvikling virket negativt på hverandre. Resultatet er en verdensøkonomi i resesjon.<sup>1</sup>

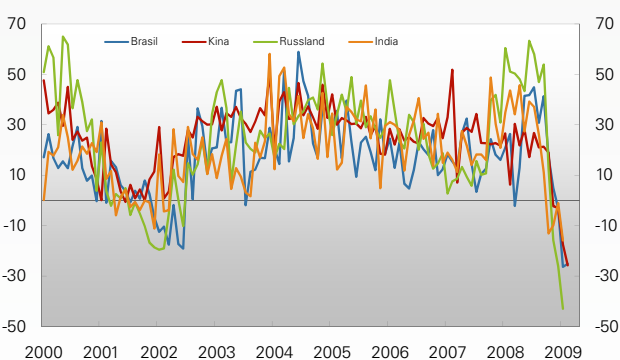
1 Det internasjonale valutafondet, IMF, definerer global resesjon som en periode hvor veksten internasjonalt (gjennomsnitt for industriland, fremvoksende økonomier og utviklingsland) er under 3 prosent i året.

Figur 1 Industriproduksjon i store industriland. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2000 – februar 2009



Kilde: Thomson Reuters

Figur 2 Eksport fra store fremvoksende økonomier. Verdi. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2000 – februar 2009



Kilde: Thomson Reuters

Myndigheter over hele verden gjennomfører nå omfattende tiltak for å motvirke svekket tillit og lavere etterspørsel. Sentralbanker og regjeringer har satt inn virkemidler for å holde kredittmarkedene åpne. Styringsrentene settes ned og nærmer seg null i mange land. Sentralbankene tilfører bankene ekstra mye likviditet. I tillegg har myndighetene gått direkte inn i deler av kredittmarkedet ved å kjøpe opp rentepapirer og øke utlånene til privat sektor. Regjeringer verden over har vedtatt redningspakker for banksektoren. Det planlegges dessuten finanspolitiske tiltak for å holde oppe den samlede etterspørselen etter varer og tjenester. Det er imidlertid grenser for hvor aktiv den økonomiske politikken kan være. Flere land er ikke lenger kredittverdige og har tapt sin økonomiske handlefrihet. De må søke støtte hos naboland og Det

internasjonale valutafondet, IMF. Mange land med høy gjeld eller store underskudd må betale dyrt for sin kreditt, se figur 4. På lengre sikt må store underskudd i budsjettene bli redusert.

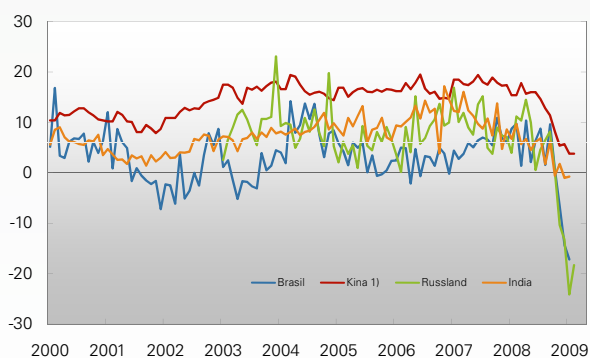
I mange land i den vestlige verden står også privat sektor overfor en periode med finansiell konsolidering. Gjelden må ned, og sparingen må øke. Bankene må gjenopprette kapitaldekningen etter store tap og nedskrivninger. Samtidig øker behovet for at husholdningene i industrilandene bygger opp buffere og reduserer sin gjeld etter at boligprisene og forventningene til fremtidige inntekter har falt. Mens husholdningene blant annet i Storbritannia og i USA har høy opplåning, er gjeldsandelen blant husholdninger i enkelte europeiske land som Tyskland og Frankrike lavere, se figur 5. Finanspolitiske tiltak vil

i noen grad flytte det finansielle underskuddet fra privat til offentlig sektor i industrilandene, og lave renter vil lette nedbelåningen.

En analyse fra IMF<sup>2</sup> viser at en resesjon i OECD-området i gjennomsnitt varer i omtrent 1 år, og at bruttonasjonalproduktet faller med omtrent 2 prosent over denne perioden. Denne analysen, samt tilsvarende analyser av Reinhart og Rogoff<sup>3</sup>, viser at episoder med sterk kredittreduksjon og fall i boligprisene og aksjekursene, typisk gir nedgangsperioder som varer lengre og er dypere enn andre resesjoner. Til forskjell fra tidligere resesjoner etter andre verdenskrig opplever vi nå i tillegg

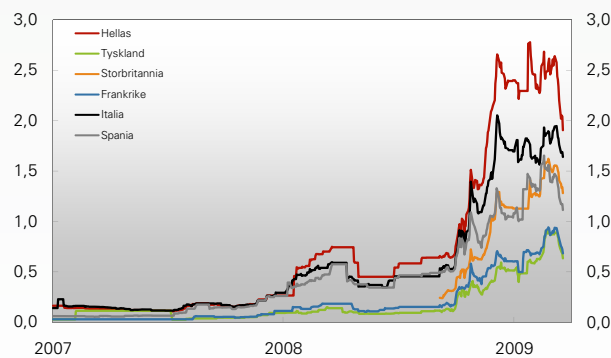
- 2 Claessens, Stijn, Kose, M. Ayhan og Terrones, Marco (2008): "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?," IMF Working Paper No. 08/274
- 3 Reinhart, Carmen M. og Kenneth Rogoff (2008): "The Aftermath of Financial Crises," Harvard University, desember 2008.

Figur 3 Industriproduksjon i store fremvoksende økonomier. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – februar 2009



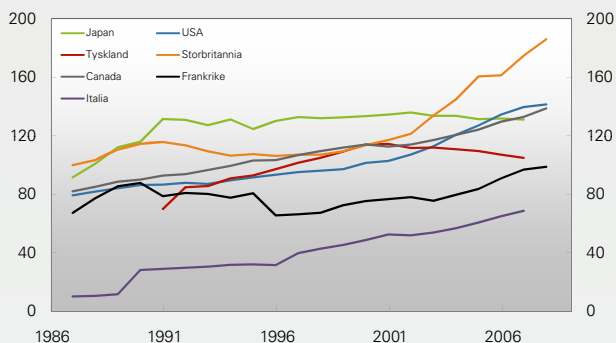
1) Industri med mer. Omfatter blant annet energiproduksjon. For å unngå nytårseffekter, er tall for januar og februar måned for Kina beregnet som gjennomsnittlig tolv månedersvekst for de to månedene  
Kilder: Thomson Reuters, CEIC og Norges Bank

Figur 4 Pris på sikring mot kredittrisiko for utvalgte land. Prosentenheter. Dagstall. 1. januar 2007 – 19. mars 2009



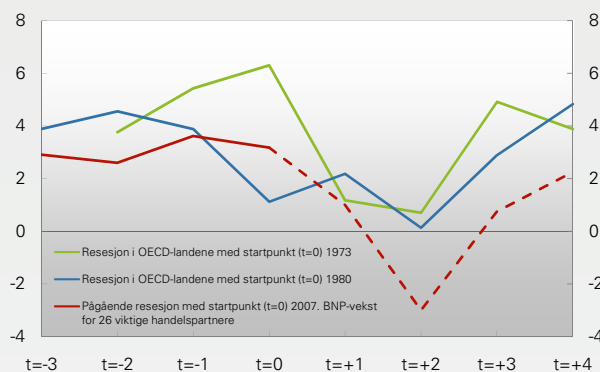
Kilde: Bloomberg

Figur 5 Husholdningers gjeldssituasjon.  
Bruttogjeld i prosent av disponibel inntekt. 1986 – 2007



Kilde: OECD Economic Outlook

Figur 6 Anslått BNP-vekst for våre handelspartnere fremover. Sammenlignet med utviklingen i BNP-veksten i OECD-landene ved tidligere nedgangskonjunkturer.<sup>1)</sup> Årlige tall



1) t=0 er året da resesjonen startet i USA. Anslag for våre handelspartnere fra og med 2008  
Kilder: OECD og Norges Bank

at omslaget treffer samtidig nesten alle land og alle finans-, vare- og tjenestemarkeder.

I figur 6 sammenlignes våre anslag for den økonomiske utviklingen hos våre handelspartnere i denne rapporten med de to kraftigste nedgangsperiodene for OECD-området etter andre ver-

denskrig. Vi venter at denne lavkonjunktoren blir både dypere og lengre enn tidligere nedgangsperioder i etterkrigstiden. Myndighetenes tiltak ventes likevel å føre til at produksjon og etterspørsel tar seg opp igjen fra slutten av 2009. Se kapittel 2 for nærmere omtale av våre anslag.

## Etterprøving av anslagene for 2008

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen de nærmeste kvartalene er en viktig del av grunnlaget for pengepolitikken. Etterprøving av anslagene kan gi oss bedre innsikt i økonomiens virkemåte og bidra til å utvikle vårt modellverktøy.

I denne utdypingen vurderer vi Norges Banks anslag for 2008 gitt ved utgangen av 2007, i Pengepolitisk rapport 3/07.<sup>1</sup> De kortsiktige anslagene er basert på en samlet vurdering av løpende informasjon og fremskrivninger fra flere typer modeller. Norges Bank har utviklet et nytt system (SAM) for sammenveining av korttidsanslag fra ulike modeller for prisveksten og bruttonasjonalproduktet for

Fastlands-Norge.<sup>2</sup> SAM har vært benyttet i anslagsarbeidet siden midten av 2008.

### Sterkt omslag i økonomien

I Pengepolitisk rapport 3/07 anslo Norges Bank at kapasitetsutnyttningen hadde nådd en topp og at den gradvis ville avta mot et normalnivå fram til slutten av 2010. Prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) ble anslått å øke gradvis opp mot 2½ prosent i 2010. Prisveksten ble ventet å være 1¾ prosent og veksten i BNP for Fastlands-Norge ble ventet å være 2¾ prosent i 2008. Styringsrenten ble anslått å være noe over 5 prosent i årene 2008-2011.

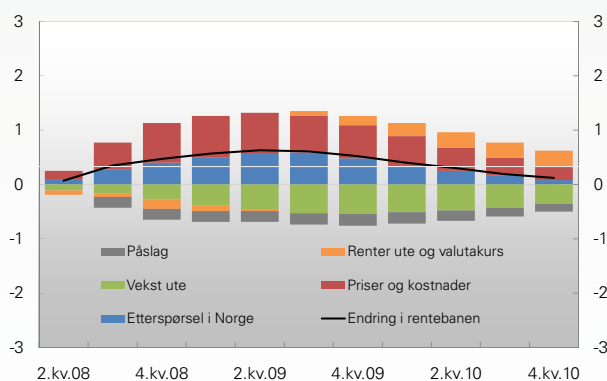
Konsumprisene og aktiviteten i fastlandsøkonomien økte mer enn anslått mot slutten av 2007 og fram til sommeren 2008. Rentebanen ble derfor hevet i Pengepolitisk rapport 1/08 og 2/08, se figur 1. I tillegg var styringsrenten ved utgangen av første halvår i fjor noe høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/07.

Verdensøkonomien gikk inn i en kraftig nedgangskonjunktur sist høst. Utsiktene for norsk økonomi ble svekket, og det var utsikter til at inflasjonen ville avta raskere enn tidligere anslått. Det bidro til at styringsrenten ble redusert med 1 prosentenheter i løpet av oktober og med 1,75 prosentenheter ved rentemøtet 17. desember. Rentebanen ble senket betydelig både i Pengepolitisk

1 Se også artikkelen "Etterprøving av Norges Banks anslag for 2008" som kommer i Penger og Kreditt 1/09.

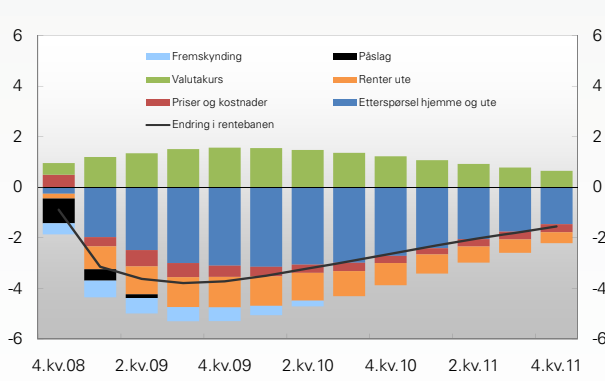
2 Se utdypingen "SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser" i PPR 2/08.

Figur 1 Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 3/07 til PPR 2/08 (1. halvår 2008). Prosentenheter. 2. kv. 2008 – 4. kv. 2010



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 2/08 til rentemøtet i desember 2008 (2. halvår 2008). Prosentenheter. 4. kv. 2008 – 4. kv. 2011



Kilde: Norges Bank



rapport 3/08 og i nye prognoser som ble lagt fram ved rentemøtet 17. desember, se figur 2.<sup>3</sup>

### Høyere prisvekst enn anslått

I 2008 ble veksten i konsumprisindeksen (KPI) og prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/07, se tabell 1 og figurene 3 og 4. Også andre prognosemakere anslo for lav prisvekst for 2008, se figurene 5 og 6.<sup>4</sup>

Prisveksten målt ved KPI-JAE økte mer enn anslått fram til i fjor sommer. Lønnsveksten ble om-

lag som ventet, men lavere vekst i produktiviteten enn anslått førte til høyere vekst i lønnskostnadene per produsert enhet enn lagt til grunn. Den høye etterspørselen mot slutten av 2007 og tidlig i 2008 kan ha gjort det enklere enn ellers for bedriftene å velte økte kostnader over på kundene. I tillegg ble prisimpulsene fra utlandet høyere enn ventet, og kronkursen noe svakere mot slutten av 2007 og i begynnelsen av 2008 enn lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 3/07. Prisveksten målt ved KPI økte mer enn anslått gjennom sommeren og høsten i fjor. Energiprisene hadde økt uventet mye. Inflasjonen avtok mot slutten av 2008. Husholdningenes etterspørsel utviklet seg svakt gjennom høsten, og det ga økt tilbudsaktivitet. I tillegg falt oljeprisen kraftig.

### Lavere vekst og kapasitetsutnyttning

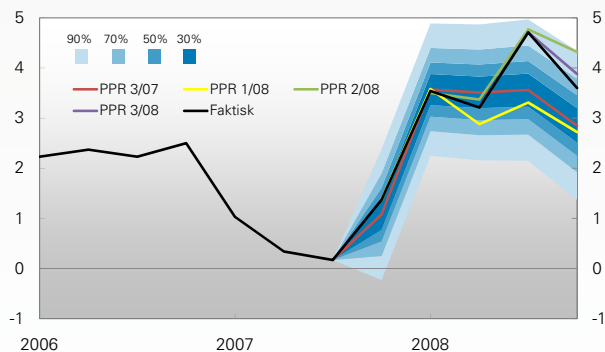
De foreløpige nasjonalregnskaps-tallene viser at veksten i BNP for Fastlands-Norge fra 2007 til 2008 ble om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 3/07, men forløpet gjennom året ble annerledes enn vi hadde sett for oss. I tillegg tiltok den økonomiske veksten mer enn ventet mot slutten av 2007, slik at kapasitetsutnyttningen var kommet opp på et høyere nivå ved starten av 2008 enn anslått, se figur 7. Fram mot høsten i fjor så det ut til at norsk økonomi ville få en myk landing.

Situasjonen endret seg dramatisk utover høsten. Etter at uroen i finansmarkedene gikk over i en finanskrisen i september i fjor, økte bankene sine utlånsrenter som følge av økte risikopåslag i penge-markedet. Samtidig ble bankene

3 Se utdypinger i de pengepolitiske rapportene fra i fjor og notatet "Nye anslag for renten" fra 17. desember for nærmere omtale av endringene i rentebanen i 2008.

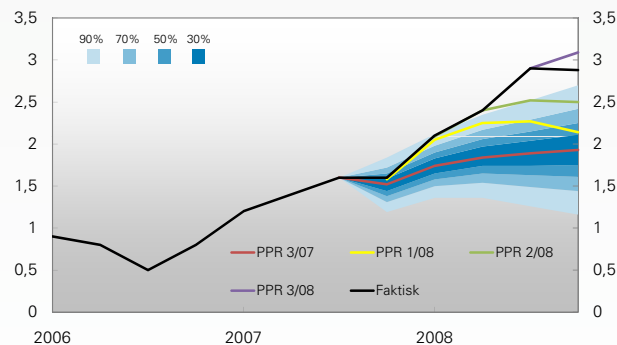
4 Prognosemakere: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå, DnB NOR, Nordea, Handelsbanken, Danske Bank, Skandinaviska Enskilda Banken og Næringslivets Hovedorganisasjon.

Figur 3 KPI. Anslag i ulike rapporter og faktisk utvikling. Usikkerhetsvifte fra PPR 3/07. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2008



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Anslag i ulike rapporter og faktisk utvikling. Usikkerhetsvifte fra PPR 3/07. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2008



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

mer tilbakeholdne med å gi lån til forbruk og investeringer. Aksjekursene og prisene på olje og andre råvarer falt markert. BNP hos Norges handelspartnere falt med over en prosent i fjerde kvartal 2008, og utviklet seg dermed klart svakere enn anslått.

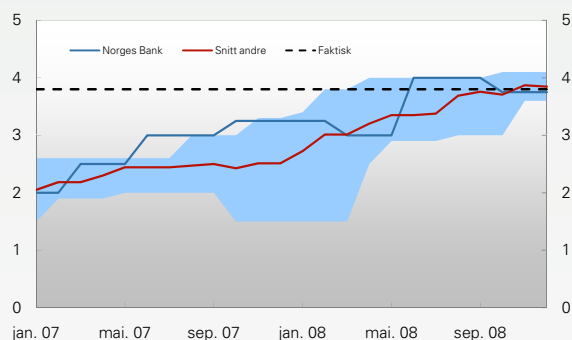
For 2008 sett under ett ble veksten i privat konsum og i private

bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge klart lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/07. Eksportveksten ble samlet sett som vi hadde anslått, men sterkere enn ventet i første halvår og svakere enn ventet mot slutten av året. Veksten i petroleumsinvesteringene ble om lag som ventet, mens offentlig konsum ble sterkere enn lagt til grunn. Kapasitets-

utnyttningen var lavere enn ventet ved utgangen av 2008, se figur 7.

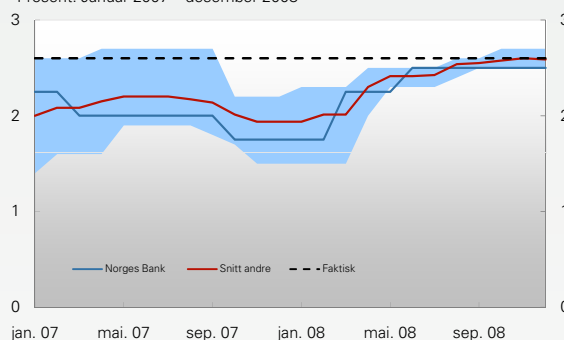
Samlet sett traff Norges Banks anslag for veksten i BNP for Fastland-Norge fra 2007 til 2008 om lag like godt som gjennomsnittet av anslagene fra andre prognosemakere, se figur 8.

Figur 5 KPI. Anslag på årsvekst for 2008 gitt ved ulike tidspunkter.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2007 – desember 2008



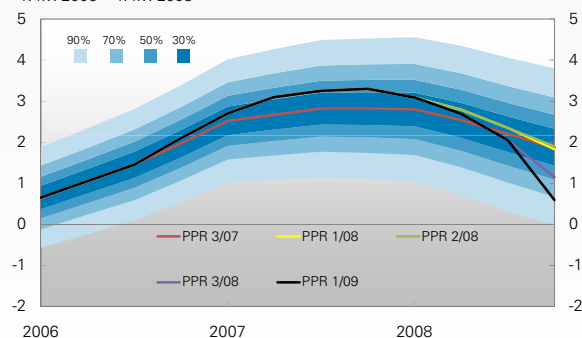
1) Høyeste og laveste anslag fra andre prognosemakere enn Norges Bank er markert med det blå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av de andre prognosemakernes anslag  
Kilder: Norges Bank og rapporter fra de ulike prognosemakerne

Figur 6 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Anslag på årsvekst for 2008 gitt ved ulike tidspunkter.<sup>2)</sup> Prosent. Januar 2007 – desember 2008



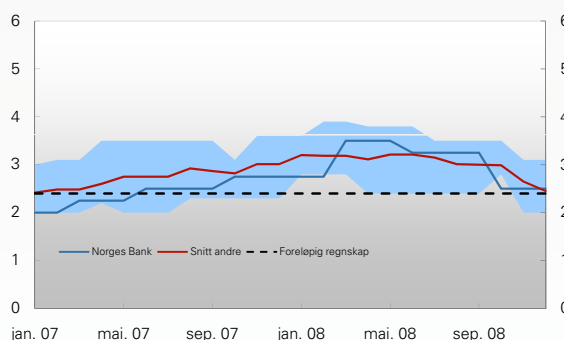
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) Høyeste og laveste anslag fra andre prognosemakere enn Norges Bank er markert med det blå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av de andre prognosemakernes anslag  
Kilder: Norges Bank og rapporter fra de ulike prognosemakerne

Figur 7 Produksjonsgapet. Anslag i referansebanen i PPR 3/07 med usikkerhetsvifte og anslag i andre rapporter. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2008



Kilde: Norges Bank

Figur 8 BNP Fastlands-Norge. Anslag på årsvekst for 2008 gitt ved ulike tidspunkter.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2007 – desember 2008



1) Høyeste og laveste anslag fra andre prognosemakere enn Norges Bank er markert med det blå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av de andre prognosemakernes anslag  
Kilder: Norges Bank og rapporter fra de ulike prognosemakerne

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser for 2008. Fra Pengepolitisk rapport 3/07 til Pengepolitisk rapport 3/08. Prosentvis endring fra 2007 der annet ikke fremgår.

	PPR 3/07	PPR 1/08	PPR 2/08	PPR 3/08	Foreløpig regnskap
KPI	3¼	3	4	3¾	3,8
KPI-JAE	1¾	2¼	2½	2½	2,6
Årslønn	5¾	6	6	6	6
BNP	3¾	3	2¾	2	2,0
BNP for Fastlands-Norge	2¾	3½	3¼	2½	2,4
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>1)</sup>	2¼	2½	2½	2¼	2
Sysselsetting, personer	1¼	2¼	2¾	2¾	3,2
Arbeidsstyrke, AKU	1¼	2¼	2¾	2¾	3,4
AKU-ledighet, rate (nivå)	2½	2½	2½	2½	2,6
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3¼	3¼	3¼	2¼	2,1
- Privat konsum	3½	3½	2¾	1½	1,5
- Offentlig konsum	2¾	2¾	3¼	3¾	3,7
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	3¼	5¼	4¾	2¼	1,9
Oljeinvesteringer	7½	7½	7½	7½	7,1
Tradisjonell eksport	4	5	5	5½	4,3
Import	4¾	5¼	5¼	4	4,2
Styringsrente (nivå)	5¼	5½	5½	5¼	5,3
Importveid valutakurs (I-44)(nivå)	88¼	87	87½	90,2	90,8
BNP, handelspartnere	2½	2	2¼	1¾	0,9
Internasjonale prisimpulser <sup>1),2)</sup>	-¼	0	½	¾	½
Oljepris, USD per fat (nivå)	84	101	122	100	97

<sup>1)</sup> Norges Banks anslag

<sup>2)</sup> Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Vedlegg

Oversikt over bedrifter og virksomheter i regionalt nettverk

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

## Bedrifter og virksomheter som har vært kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 1/09

3B-fiberglass Norway AS	Bardu kommune	Capgemini Norge AS, Trondheim
3T produkter AS	Bates United AS	CC Mart'n Gjøvik drift AS
Acando AS	Bautas AS, Trondheim	Central Hotel, Elverum
Accenture AS	BDT Viken revisjon AS, Horten	City syd AS
Account-IT AS	BearingPoint Norway AS	Clarion Hotel Ernst AS
Adecco Norge AS, Tromsø	Beitostølen Resort AS	Clas Ohlson AS
Adecco Norge AS, Trondheim	Berg Hansen NOR AS, Bodø	Color Line AS
Aditro HRM AS	Bergen group ASA	Comrod AS
Adresseavisen AS	Bergene Holm AS	ConocoPhillips Norge
Advokat Ole Morten Husmo AS	Bergens Tidende AS	Coop Inn-Trøndelag BA
Ahlsell Norge AS, Trondheim	Berg-Hansen reisebureau AS	Coop NKL BA
Air Products AS	Berg-Hansen reisebureau Vestfold AS	Coop nord BA
Aker MH AS	Bernhard Olsen AS	Coop sambo BA
Aker offshore partner AS	Bertil O. Steen Rogaland AS	Cowi AS
Aker offshore partner AS, Kristiansund	Betong øst AS	CSC Norge AS
Aker Stord AS	Big Horn Steak House Norge AS	Dagligvare leverandørenes forening
Aker Verdal AS	Bil i nord AS	Dale bruk AS
Aktietrykkeriet AS	Biobag International AS	Dark AS
Akva group maritech AS	Bjerkreim kommune	Deloitte AS, Stavanger
Alfr. Nesset AS	Bjørge ASA	Den nationale scene AS
Alléen auto AS	Bjørn bygg AS	Devold of Norway AS
American Express Company AS	BKK AS	DnB NOR eiendom AS, Heimdal
Amfi drift AS	Black design AS	DnBNOR næringsmegling Midt-Norge AS
Amfi Moa	BN entreprenør AS	DNH Den norske høytalerfabr AS
A-møbler AS	Bodø kommune	Dokken og Moen murmesterforretning AS
Aquaterm AS	Bodø sildoljefabrikk AS	Doosan Moxy AS
Arbor-Hattfjelldal AS	Borealis arkitekter AS	EFD Induction AS
Arendal Auto AS	Br. Dyrøy AS	Egersund trål AS
Arki arkitektar AS	Br. Reme AS	Eidskog kommune
Arkitektfirmaet C. F. Møller Norge AS	Bravida AS	Eidsvoll kommune
Arntzen de Besche Advokatfirma AS	Brude Safety AS	Eiendomsfordlingen AS
Artec aqua AS	Brunvoll AS	Eiendomsmegler 1 SR-eiendom AS
AS Jotunheimen og valdresruten bilselskap	Brødrene Dahl AS	Eiendomsmegler vest AS
AS miljøbygg	Brødrene Røsand AS	Eiendomsmegleren Nord Norge AS
ASKO Agder AS	BSH husholdningsapparater AS	Eiendomsspar AS
Asko Midt-Norge AS	Busengdal transport AS	EKA Chemicals AS
Asplan Viak AS, Stavanger	Bygg og maskin AS	Ekornes ASA
Asplan Viak AS, Trondheim	Byggmester Fritzøe AS	Elektro Bodø AS
Atlantic auto AS	Byggmester Grande AS	Elektrotema Agder AS
Audio video Grimstad AS	Byggmester Markhus AS	Elkem aluminium ANS
Aukra Midsund offshore AS	Markhus bygg AS	Elkem aluminium ANS, Farsund
Avantor AS	Bø kommune	Elkem AS, Materials
Avinor AS, Trondheim lufthavn	Bøhmer entreprenør AS	Elkem AS, Salten Verk
Axess AS	Bømlo kommune	Elkjøp stormarked Bodø
	Båtservice holdning AS	
	Båtsfjordbruket AS	

Elko AS	Gjøvik kommune	Interfil AS
Engers lefsebakeri AS	Glamox ASA	Intersport Sortland AS
Engerdal kommune	Glomsrød mekaniske verksted AS	Intra AS
Engum Elkjøp AS	Glåmdalen AS	Ipark AS
Eramet Norway AS	Godstrafikk og bilspedisjon AS	IT partner Bodø AS
ErgoGroup AS, Furnes	Goman bakeriet AS, Trondheim	Itab Industrier AS
Esko-Graphics Kongsberg AS	Granit kleber AS	Itella Logistics AS
Estatia Resort Hotels AS	Gravdahl AS	Ivar Mjåland AS
Euronics Norge AS	Grenland Group ASA	Iver Bil AS
Evensen & Evensen AS	Grieg Logistics AS	J. M. Nilsen ANS
Exact-Obos eiendomsめglere AS	Grimstad kommune	Jako AS
Exbo Sørlandet AS	Gudbrandsdalens uldvarefabrik AS	Jangaard Export AS
Expert Langnes	Gunnar Hippe AS	Jiffy Products International AS
Fabelaktiv AS	H & M Hennes & Mauritz AS	JM byggholt AS
Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS	H. Mydland AS	Johan G Olsen betong AS
Falkanger sko AS	H.J Økelsrud AS	Johan Kjellmark AS
Fame fotografene AS	Hafjell alpínsenter AS	John Galten AS
Fauske hotell AS	Halden kommune	Jotun AS
Fauske kommune	Hamar kommune	K. Haneseth AS
Felleskjøpet Rogaland Agder	Hammerfest kommune	Kaffebrenneriet AS
Fesil AS	Hamworthy Gas Systems AS	Kaffehuset Friele AS
Fesil AS, Rana metall	Handelsbanken	Kirkestuen transport AS
Finsbråten AS	Handelsbanken, Trondheim	KIS nord AS
Firda media AS	Handelshuset Martinsen AS	Kitron Microelectronics AS
Fiskars Brands Norge AS	Handicare AS, Lillehammer	Kleive betongbygg AS
Fjord 1 MRF AS	Haram kommune	Komplett ASA
Fjord Line AS, Egersund	Hauans AS	Kongsberg Automotive AS, Raufoss
Flekkefjord kommune	Hedalm Anebyhus AS	KPMG AS
FMC Technologies AS	Hedalm Anebyhus AS, nord-vest	KPMG AS, Bergen
Fokus bank	Heimdal gruppen AS	KPMG AS, Tromsø
Fokus bank, Bodø	Helgeland holding AS	KPMG AS, Trondheim
Fokus Krogsveen AS	Hellvik hus AS	Kraft Foods Norge AS
Fokus Krogsveen AS, Trondheim	Helse Midt-Norge RHF	Entreprenør M Kristiseter AS
Fossberg hotell AS	Helse nord RHF	Kruse Smith AS
FotoKnudsen AS	Hepro AS	Laerdal Medical AS
Franzefoss pukk AS	Holberg Forvaltning AS	Landskapsentreprenørene AS
Fredrikstad kommune	Holm Grafisk AS	Landteknikk fabrikk AS
Fuglefjellet AS	Holmen fjordhotell	Langmorkje almenning
Fugro Oceanor AS	Hordaland fylkeskommune	Lebesby kommune
Fundator AS	Hotel Continental AS	Lefdal elektromarked AS, Tiller
Furnes hamjern holding AS	HTH kjøkken Oslo AS	Leiv Sand transport AS
Fædrelandsvennen AS	Hydraulikk Finnmark AS	Lerum fabrikk AS
Gapro Norge AS	Håg AS	Lerøy Hydrotech AS
Gauppen-Henger AS	Ibas AS	Lerøy Midnor AS
Gausdal Bruvoll BA	ICA Norge AS	Lillehammer sport holding AS
GE Healthcare AS	Ide møbler Bodø AS	Lindex AS
GE Money Bank	IKEA AS varehus Forus	Lindex AS, Tromsø
Gilstad trelast AS	Indre Sogn sparebank	Lofoten pelagiske AS
Gjensidige forsikring BA, Hamar	Ingeniør Gunnar M. Backe AS	Logica Norge AS
Gjensidige forsikring BA, Ålesund	Innoventi AS	Lom kommune

Lom møbelindustri AS	Nilsson AS	Pallin AS
Lom og Skjåk sparebank	Norac AS	Partner mote AS
Lundegården drift AS	NorDan AS	Peab AS
Luxo Norge AS, Kirkenær	Nord-Aurdal kommune	Per Aaland AS
Lyst Bodø AS	Nordea bank Norge ASA	Peterson Linerboard AS
Lørenskog kommune	Nordea bank Norge ASA, Bodø	PipeLife Norge AS
Løvold AS	Nordea bank Norge ASA, Ålesund	Pitney Bowes Norge AS, Eidsiva Gjøvik
M3 anlegg AS	Nordfjord turisthotell AS	Porsgrunds porselænsfabrik AS
Madsen bil AS	Nordic Paper AS	PriceWaterhouseCoopers AS
Madshus AS	Nordlaks AS	PriceWaterhouseCoopers AS, Sandnes
Majas salong AS	Nordox AS	Proffice AS, Gjøvik
Manpower AS	Norfolier AS	Proffice AS, Sandefjord
Manpower AS, Hedmark og Oppland	Norplasta AS	Proffice Nord-Norge AS
Manpower AS, Kristiansund	NorSea AS	Promens AS, Kristiansand
Manpower AS, Trondheim	Norsk stein AS	Protech AS
Marine Cybernetics AS	Norsk stål AS, Brumunddal	Proviantgruppen AS
Marine installasjon AS	Norsk tipping AS	PS Data
Maxit AS	Norske skogindustrier ASA	Q-Free ASA
MaxMat AS	Norske skogindustrier ASA, Skogn	Quality Hotel Sogndal
Melvær & Lien ide-entreprenør AS	Norspace AS	Radisson SAS Hotel Tromsø
Mercursenteret AS	Nor-Sport Bodø AS	Radisson SAS hotell Norge
Mesta AS, Bodø	Nortrans Touring AS	Radisson SAS Lillehammer Hotell
Meyership AS	Nortura BA, Forus	Ragasco AS
Mezina AS	Nortura BA, Trondheim	Rambøll Norge AS, Lillehammer
Midsund bruk AS	Norwegian Air Shuttle ASA	Rana kommune
Mjøsplast AS	Notar eiendom Nordland AS	Rapp Hydema AS
Mo mekaniske AS	Notar eiendom Telemark og Vestfold	Rauma kommune
Modern Design AS	Notar eiendom Ålesund AS	Reber Schindler heis AS, Tiller
Moderne byggfornytelse AS	Nysted AS	Reinertsen AS
Moelven Eidsvold Værk AS	Næringsforeningen i Trondheim	Reitan servicehandel Norge AS
Molab AS	Nøsted kjetting AS	REMA 1000 Norge AS region vest
mpDesign AS	Officelink AS	Remvik & Standal AS
MTU gruppen AS	Offshore Simulator Centre AS	Renates dag spa AS
Multiconsult AS	Olaf Olsens Snekkerfabrikk AS	Renés barnevogner AS
Multimaskin AS	Olympic Shipping AS	Renseriet Sandnes AS
Myklebust AS	Optimera AS, Sandnes	Rescon Mapei AS
Møbelhuset AS	Optimera Vige	Reslab Reservoir Laboratories AS
Møllergruppen AS	Opus AS	Hotel Norge AS, Kristiansand
Møre båtservice AS	Oras AS	Rica hotels Midt-Norge AS
Møretre AS	Oras Nordland AS	Rikshospitalet – Radiumhospitalet HF
Nammo AS	Oras Trondheim AS	Ringnes AS, Arendal
Naper informasjonsindustri AS	Orica Mining Services	Rio Doce Manganese Norway AS
National Oilwell Varco Hjelset AS	Oscar Sylte mineralvannsfabrikk AS	Risa AS
NAV Sør-Trøndelag	Oshaug metall AS	Rissa kommune
NAV Vest-Agder	Oslo kommune	Risør kommune
Nedre Eiker kommune	Oslo sportslager AS	Rofiskgruppen AS
Nerland granitindustri AS	Oswo AS	Rogne bygg AS
Net Transe Services AS	Ottadalen mølle AL	Romsdals budstikke AS
Netcom AS	Otteren AS	
Nettbuss sør AS	Ottesen & Dreyer AS	

Rosenborg malerteam AS	Stange kommune	Trafikk & Anlegg AS
Rosenvold klær AS	Statens vegvesen	Trelleborg Viking AS
Røros tweed AS	Stavanger kommune	Trend trim Lillesand AS
Rørosbanken Røros sparebank	Stavanger universitetssykehus HF	Triplex AS
Rørteknikk AS	Stella Polaris AS	Trondheim kommune
Saga fjordbase AS	Steni AS	Trondheim stål AS
Saint Gobain Ceramic Materials AS	Stillasservice AS	Trondheim torg
Sandnes kommune	Stjørdal kommune	Tvedestrand kommune
Sandnesgarn AS	Stoltz entreprenør AS	Tyrholm & Farstad AS
Sarpsborg kommune	Stord kommune	Ulstein verft AS
SAS Ground Services Molde	Stordal kommune	Universitetssykehuset Nord-Norge HF
SAS Norge AS	Stordal møbler AS	Valdres auto AS
SB transport AS	Storebrand ASA	Valdres last AS
ScanPartner AS	Storvik AS	Valdres regnskap AS
Selvaag gruppen AS	Strandtorget kjøpesenter	Valle sparebank
Sentrum bygg AS	Studentsamskipnaden i Agder	Varner-gruppen AS
Servi Cylinderservice AS	STX Norway Offshore AS, Aukra	Verdal kommune
SF kino Stavanger/Sandnes AS	Sulland AS	Vestbase AS
SG Finance AS, Trondheim	Sulland auto AS, Hamar	Vestvatn villmarkssenter AS
Siemens AS, Bergen	Surnadal kommune	Veøy AS
Siemens AS, Industry Solutions	Sykehuset Asker og Bærum HF	VIBO entreprenør AS
Siemens Oil & Gas Offshore AS	Sykehuset Telemark HF	Viken regnskap AS
Sjøvik AS	Sykehuset Østfold HF	Vikomar AS
Skanska Norge AS, sør (Arendal)	Syljuåsen AS	Vintervoll AS
Skanska Norge AS	Sylteosen holding AS	Vital forsikring ASA
Skanska Norge AS, indre østland (Moelv)	Synnøve Finden ASA	Voice Norge AS
Skanska Norge AS, vest (Stavanger)	Synsam Norge AS	Vågå kommune
Skanska Norge AS, øst (Tønsberg)	Sørco AS	Wartsila Norway AS
Skibspplast AS	Sørensen maskin AS	WellDynamics Norge AS
Skien kommune	Sørlandet sykehus HF	Wennbergs trykkeri AS
Skodje byggvare AS	Sør-Trøndelag fylkeskommune	West Wacker Holding Norway AS
Skretting AS	T Stangeland maskin AS	Wikborg, Rein & Co
Slatlem & Co AS	Tallaksen Rasmus AS	Windy Boats AS
SMV Hydraulic AS	Tamnes transport AS	XL-bygg Sortland AS
Snadder og snaskum AS	Tele2 Norge AS	X-partner nord AS, Bodø
Sodexo Remote Sites Norway AS	Tele-Connect Gjøvik AS	YC rør AS
Softspring AS	Terra forsikring AS	YIT Building Systems AS, Kristiansand
Solsiden spa og velværesenter AS	Thon Hotel Bergen Brygge	YIT Building Systems AS, Kristiansund
Sortland entreprenør AS	Thon hotell, Gjøvik	Ø M Fjeld AS
Sparebank1 SR-bank	Ti Group Automotive Systems AS	Økonor Flisa AS
Sparebanken Nord-Norge	Tide ASA	Ørland transport AS
Sparebanken Pluss	Time kommune	Øster hus gruppen AS
Sparebanken sør	Timpex AS	Østereng & Benestad AS
Sparebanken sør, Farsund	Tine meierier vest BA	Øystre Slidre kommune
Sparebanken vest	Tinn kommune	Åmot kommune
Spenncon AS	To rom og kjøkken	Aarsland møbelfabrikk AS
Grilstad AS, Brumunddal	Top temp bemanning AS	Aasen bygg AS
Sporten Nesttun senteret AS	Toten bygg og anlegg AS	
Sportshuset AS	Toyota Norge AS	
	Toyota Stavanger AS	



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

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

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

## Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Oljeinves- teringer <sup>1)</sup>	Eksport F-Norge <sup>3)</sup>	Import
2004	3,9	4,4	5,6	1,5	9,3	10,2	4,5	8,8
2005	2,7	4,6	4,0	0,7	12,7	18,8	6,6	8,7
2006	2,3	4,9	4,8	1,9	11,9	4,3	8,5	8,4
2007	3,1	6,1	6,0	3,4	9,3	5,5	9,1	7,5
2008	2,0	2,4	1,5	3,7	1,9	7,1	4,3	4,2
2008 <sup>2)</sup>								
1. kv	0,0	-0,3	0,1	0,8	-6,9	1,6	0,4	-1,4
2. kv	0,1	0,5	-0,3	0,8	0,5	-2,1	-0,2	-0,7
3. kv	-0,7	0,3	-0,7	1,3	1,7	3,9	-0,6	2,2
4. kv	1,3	-0,2	-0,5	1,0	-3,1	6,5	-1,6	-4,7
Nivå 2008, mrd. kroner	2538	1843	992	489	379	123	458	731

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

<sup>2)</sup> Sesongjusterte kvartalstall

<sup>3)</sup> Tradisjonelle varer, reisetraffikk og andre tjenester

Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/ Tolv måneders vekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPIXE <sup>2)</sup>	KPI-JA <sup>3)</sup>	KPI-JE <sup>4)</sup>	HKPI <sup>5)</sup>
2005	1,6	1,0	1,4	1,2	1,4	1,5
2006	2,3	0,8	1,2	2,0	1,0	2,5
2007	0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009						
jan	2,2	2,8	2,9	2,2	2,8	2,6
feb	2,5	3,0	3,0	2,4	3,1	2,8

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

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

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

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

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
	2008	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		3,8	2	2	2¼	2½
KPI-JAE <sup>1)</sup>		2,6	2½	2	2¼	2½
KPIXE <sup>2)</sup>		3,1	2½	1¾	2	2½
Årslønn <sup>3)</sup>		6	4	3¾	4¼	4¾
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	2538	2,0	-1¼	2¼	3½	2¾
BNP for Fastlands-Norge	1843	2,4	-1	2½	3¾	3
Produksjonsgap for Fastlands-Norge <sup>4)</sup>		2	-1¼	-1¼	-¾	0
Sysselsetting, personer		3,2	-1½	-¼	1	¾
Arbeidsstyrke, AKU		3,4	0	¼	½	¼
AKU-ledighet (rate)		2,6	4¼	4¾	4¼	3¾
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5)</sup>	1860	2,1	-1¼	3	5	3½
- Privat konsum	992	1,5	0	5¼	4¾	3¼
- Offentlig konsum	489	3,7	5¼	4	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	379	1,9	-13½	-5	.	.
Oljeinvesteringer <sup>6)</sup>	123	7,1	2½	-7½	0	5
Eksport Fastlands-Norge <sup>7)</sup>	458	4,3	-7¼	-¼	.	.
Import	731	4,2	-5¼	¼	.	.
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>8)</sup>		5,3	1¾	1¼	2½	3½
Importveid valutakurs (I-44) <sup>9)</sup>		90,8	95	95	94	94

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

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

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

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

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

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

<sup>7)</sup> Tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

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

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

- Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 1 - mars  
**2009**