



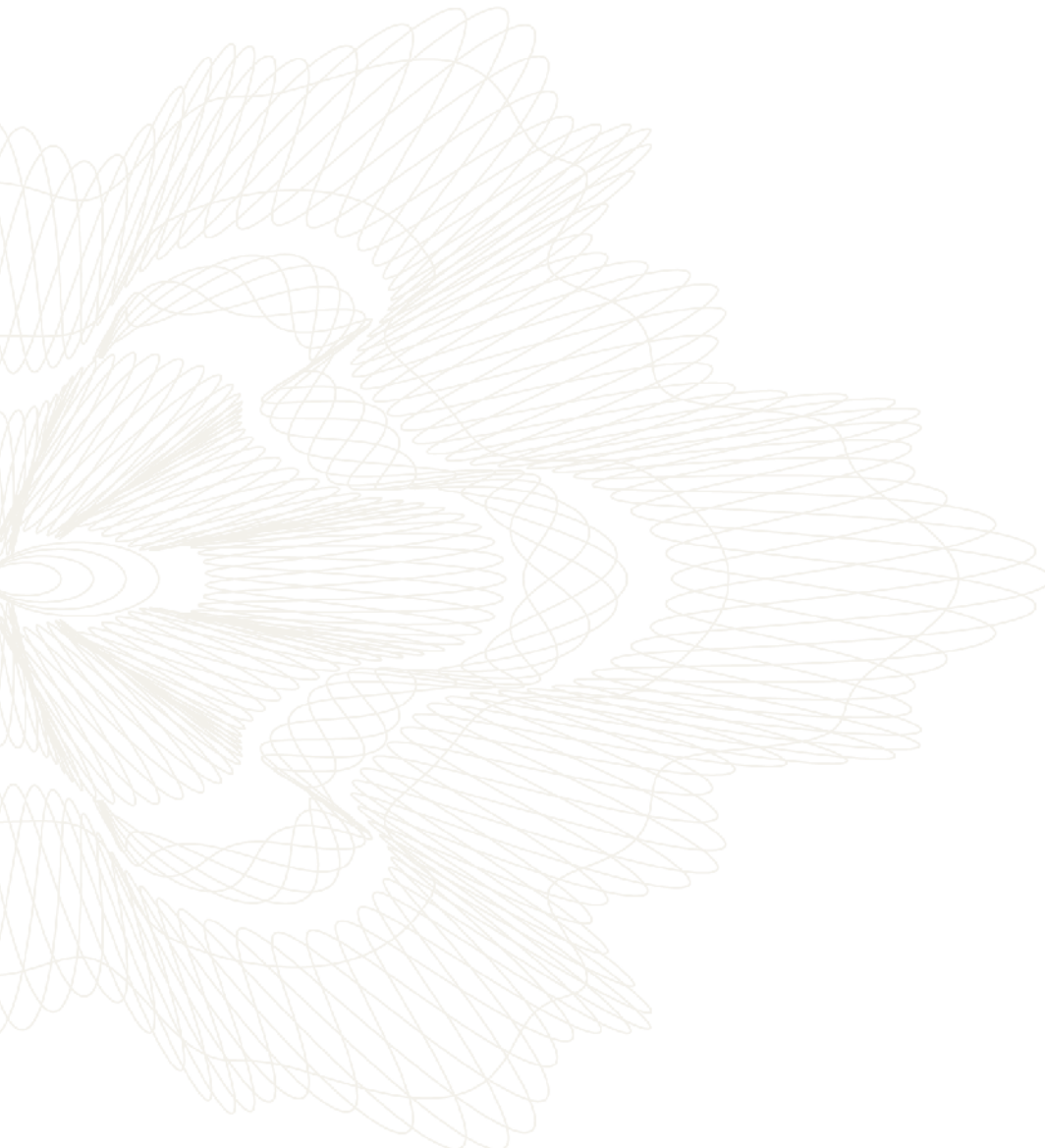
NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

3 | 08
oktober

Norges Banks rapportserie nr. 4-2008

Pengepolitisk rapport
3/2008



Norges Bank

Oslo 2008

Adresse: Bankplassen 2
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon: 22316000
Telefaks: 22413105
E-post: central.bank@norges-bank.no
Internett: <http://www.norges-bank.no>

Sentralbanksjef: Svein Gjedrem
Visesentralbanksjef: Jan F. Qvigstad

Ansvarlig redaktør: Svein Gjedrem
Omslag og grafisk utforming: Burston-Marsteller
Trykk: Tellus Works Reclamo 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, utdypinger av særskilte temaer og et sammendrag fra Norges Banks regionale nettverk.

I møtet 3. september diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 15. oktober drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 29. oktober en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 25. mars 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 17. desember, 4. februar og 25. mars.

Innhold

Leder	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	8
Oppsummering og hovedstyrets strategi	22
Rammer	
Tiltak mot finanskrisen i Norge	11
Endringer i rentebanen	20
Pengepolitikken siden forrige rapport	24
2. Verdensøkonomien, finans- og råvaremarkedene	26
Ramme	
NIBOR-markedet	27
3. Nærmere om utviklingen i norsk økonomi	37
Rammer	
Prisutviklingen den siste tiden	40
Hvordan påvirker finanskrisen veksten i norsk økonomi?	44
Utdypinger	55
Noen begivenheter i finansmarkedene siden juni	56
Anslagene i Pengepolitisk rapport 2/08 og 3/08	60
Vedlegg I Regionalt nettverk	65
Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag	74

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 23. oktober 2008

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 29. oktober 2008

Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Gjennomføring

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

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

Beslutningsprosess

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

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

Formidling av rentebeslutningen

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

Rapportering

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

Leder

Lavere rente demper utslagene

Tiltak fra myndighetene i mange land ser ut til å ha avverget et sammenbrudd i verdens banksystemer. Likevel er usikkerheten om den økonomiske utviklingen fremover uvanlig stor. Vi står ganske sikkert foran et magert år i verdensøkonomien. Også i Norge vil virkningene av finanskrisen komme raskere og bli mer markerte enn det syntes å være grunnlag for bare for kort tid siden. Vi har likevel et bedre utgangspunkt enn de fleste landene. Utenriksøkonomien og statsfinansene er solide. Det norske banksystemet er ikke stort, og norske banker har god soliditet. Dessuten er aktivitetsnivået fortsatt høyt, og inflasjonsforventningene godt forankret i det inflasjonsmålet Norges Bank styrer mot i pengepolitikken.

Kronen har svekket seg mye. Så lenge inflasjonen er lav og stabil, virker den svake kronen som en automatisk stabilisator. Lavere priser i utenlandsk valuta og vanskeligere avsetning for eksportprodukter motvirkes av fallet i verdien av kronen. Men utslagene har vært store, og vi venter at kronen vil styrke seg etter hvert som forholdene i penge- og valutamarkedene bedrer seg.

Analysen som legges fram i denne rapporten, tilsier både på kort og noe lengre sikt en lavere styringsrente enn vi så for oss i juni. Vi har lagt vekt på å fremskynde nedgangen i styringsrenten, slik at bankenes renter til husholdninger og bedrifter etter hvert kan bli lavere. Både norske banker, husholdninger og enkelte virksomheter har lånt mye de senere årene. Det er viktig at den nedbelåningen som må finne sted fremover ikke skjer for brått. En nedgang i rentene kan, sammen med likviditetstiltak, dempe virkningene av finanskrisen på produksjonen og inflasjonen.

Svein Gjedrem
29. oktober 2008

1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

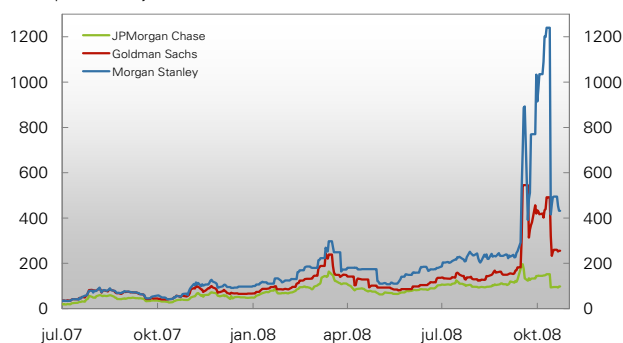
Finanskrisen og den økonomiske situasjonen

Det er uvanlig stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen fremover. Problemene som oppsto i det amerikanske banksystemet, har spredt seg til de fleste markeder og land. Amerikanske og europeiske finansinstitusjoner har pådratt seg store tap. Krisen tok en ny og dramatisk vending etter at den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs 15. september, og USAs største sparebank – Washington Mutual – etter store tap på boliglån, ble splittet og delvis overtatt av JPMorgan Chase 25. september. Prisen på forsikring mot tap på kreditter steg fram til midten av oktober, men har falt etter dette, se figur 1.1. Høy motparts- og oppgjørskriso førte til at tilliten bankene imellom ble betydelig svekket, og de har vært lite villige til å låne hverandre penger. Kredittkanalene tørket inn. Aksjekursene har falt, og olje- og råvarepriser har gått ned.

Rentepåslagene i pengemarkedene har vært høye og volatile, se figur 1.2. Differansen mellom pengemarkedsrentene og styringsrentene har vært på sitt høyeste siden den internasjonale finansuroen brøt ut i august i fjor. Norske pengemarkedsrenter økte markert som følge av at de internasjonale risikopåslagene smitter over i det norske markedet. Etter at myndighetene i flere land i midten av oktober offentliggjorde en rekke tiltak mot krisen, har forholdene i finansmarkedene bedret seg noe, men det er fortsatt begrenset tilgang på kreditt og høye risikopåslag i pengemarkedene. Ifølge prisingen i markedet vil påslagene avta noe fra dagens nivå, men fortsatt holde seg høye en tid fremover.

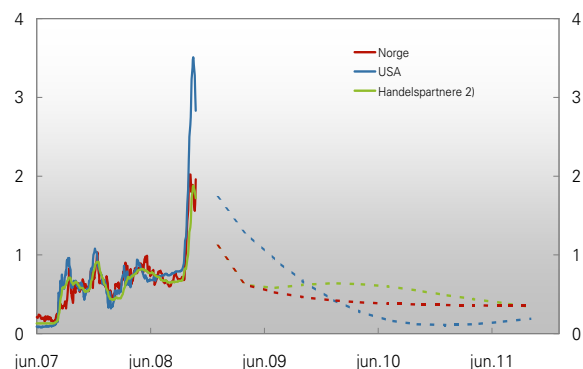
Også i valutamarkedene har det vært store svingninger, se figur 1.3. Det har vært interesse for å plassere i de store og mest likvide valutaene. Amerikanske dollar har styrket

Figur 1.1 Pris på sikring mot kredittrisiko. Et utvalg av amerikanske finansinstitusjoners 5-årige CDS-priser¹⁾. Basispunkter. 1. juli 2007 – 23. oktober 2008



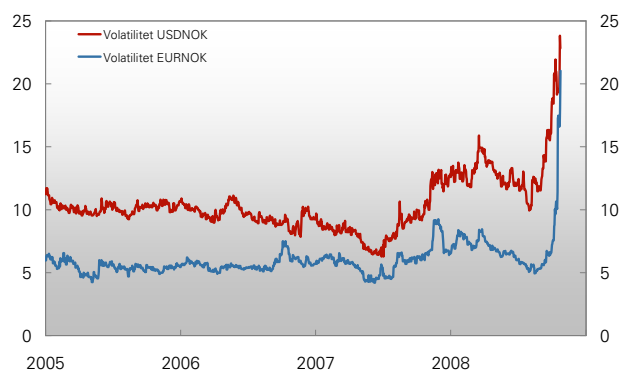
1) Credit Default Swap
Kilde: Bloomberg

Figur 1.2 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og markedets forventninger om styringsrenten.¹⁾ Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. Historisk (fra 1. juni 2007) og fremover (per 23. oktober 2008)



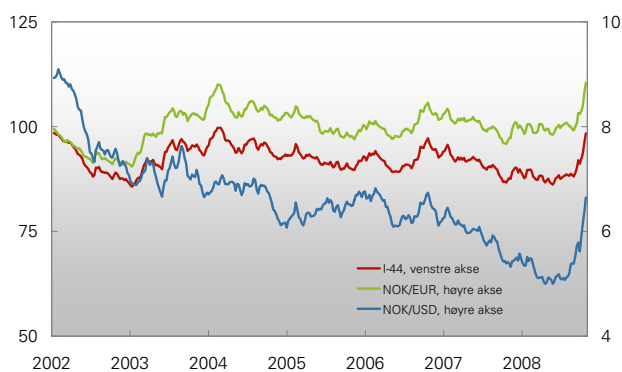
1) Forventet styringsrente er avledet fra Overnight Indexed Swap (OIS) renter. For Norge vises differansen mellom anslagene på pengemarkedsrenten og styringsrenten i denne rapporten
2) Storbritannia, Euroområdet, Japan, Sverige og USA
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Implisitt volatilitet i det norske valutamarkedet.¹⁾ Basert på prisene på en måneds valutaopsjoner. Prosent. 1. januar 2005 – 23. oktober 2008



1) Annualisert standardavvik. Gir en indikasjon på usikkerhet i valutamarkedet fremover
Kilde: Bloomberg

Figur 1.4 Valutakurser.¹⁾ Den importveide valutakursindeksen (I-44), 1995 = 100, NOK/EUR og NOK/USD. Uke 1 2002 – uke 44 2008



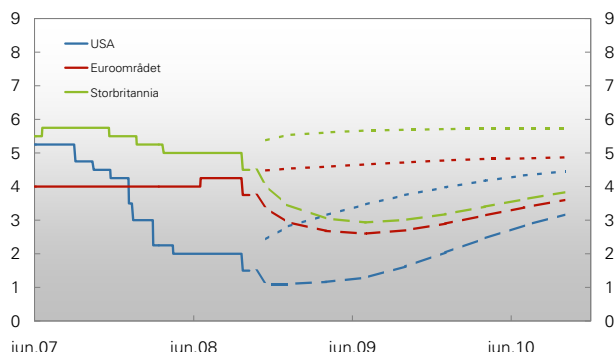
1) Stigende kurve betyr svakere kronkurs
Kilde: Norges Bank

seg fra rekordsvake nivåer. Liten vilje til å ta risiko har bidratt til at aktørene har redusert sin eksponering mot mindre likvide valutaer som norske kroner. Kronkursen har svekket seg siden slutten av juni, se figur 1.4. Nedgangen i prisene på olje og andre råvarer har trolig bidratt noe til svekkelsen. Vi legger til grunn at kronkursen etter hvert styrker seg når forholdene i finansmarkedene bedrer seg.

Amerikanske og europeiske myndigheter har gjennomført omfattende tiltak for å styrke likviditeten og balansene til store finansinstitusjoner, se egen utdyping side 56. Amerikanske finansinstitusjoner har bygget ned sine balanser og trukket dollar tilbake til USA. Det har trolig bidratt til mangel på dollarlikviditet i de europeiske markedene. De største sentralbankene har satt i verk koordinerte tiltak for å sikre tilgangen på dollar i pengemarkedet. Norges Bank har også tilført dollar og satt i verk en rekke tiltak for å bedre likviditeten i det norske pengemarkedet, se egen ramme side 11.

Krisen i finansmarkedene har svekket utsiktene for investeringer og forbruk i store deler av verden. Bankene har strammet til sine utlånsvilkår, særlig i USA og Storbritannia, men også i euroområdet og andre europeiske land. Det er utsikter til nedgang eller stagnasjon i produksjon og sysselsetting i flere store OECD-land. Veksten i fremvoksende økonomier og utviklingsland vil trolig også avta. Finanskrisen legger en demper på verdenshandelen, og det kan ta tid før vi ser bedring hos våre handelspartnere.

Figur 1.5 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 25. juni og 23. oktober.¹⁾ Prosent. 1. juni 2007 – 31. desember 2010



1) Prikkete linjer viser beregnede terminrenter per 25. juni 2008. Stiplede linjer viser terminrenter per 23. oktober 2008.
Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Svakere vekstutsikter og lavere inflasjonsforventninger har bidratt til lavere forventede styringsrenter internasjonalt. 8. oktober gjennomførte sentralbankene i USA, Storbritannia, Canada, euroområdet, Sveits og Sverige koordinerte rentereduksjoner. Også sentralbanken i Kina satte ned styringsrenten. Markedsaktørene venter at styringsrentene vil bli satt ytterligere ned hos de fleste av våre handelspartnere, se figur 1.5. Norges Bank reduserte sin styringsrente med 0,50 prosentenheter til 5,25 prosent 15. oktober.

Også her hjemme avtar veksten. Husholdningenes konsum har stagnert, og boligprisene faller. Igangsettingen

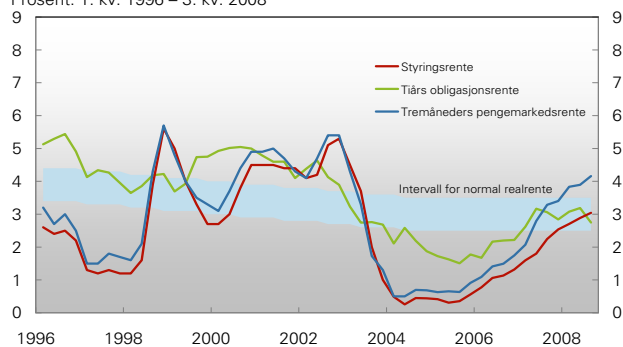
av boligbygg og ordreservene for boligbygg har falt betydelig. Samtidig er husholdningenes fremtidstro blitt svekket. På den andre siden er oljeinvesteringene på et høyt nivå, og offentlige utgifter vokser mye. Realkursen har svekket seg. Det er fortsatt god aktivitet i deler av norsk industri, særlig i de bedriftene som leverer varer og tjenester til petroleumssektoren. Det er likevel tegn til lavere aktivitet også i denne næringen. Arbeidsmarkedet er fortsatt stramt, men veksten i sysselsettingen har stoppet opp.

Lenge så det ut til at veksten i Asia og råvaremarkedene ville holde seg oppe til tross for uroen i finansmarkedene i USA og Europa. Siden slutten av september har også disse markedene snudd. Virkningene av finanskrisen for norsk økonomi vil trolig også bli større enn tidligere antatt og komme gjennom flere kanaler, se egen ramme på side 44. Svakere vekst i verdensøkonomien det nærmeste året vil gi lavere vekst i etterspørselen mot norske eksportnæringer. Innenlandsk etterspørsel vil påvirkes. Boligprisene og verdiene av aksjene på Oslo Børs har falt. Sammen med lavere forventninger til utviklingen fremover kan det føre til et ønske om å redusere gjeldsbelastningen. Det vil i så fall påvirke bedrifter og husholdninger når de tar beslutninger om investeringer, sparing og konsum.

Påslagene i pengemarkedet har trukket pengemarkedsrentene opp, og realrenten målt ved pengemarkedsrenten ligger over hva som anses som en normal realrente her hjemme, se figur 1.6. Høye påslag på både kortsiktig og langsiktig finansiering i penge- og kredittmarkedene bidro til at bankene økte sine utlånsrenter, se figur 1.7. Påslagene i pengemarkedsrentene er fortsatt høye og de varierer mye. Omfattende tiltak fra staten og Norges Bank har ført til at påslagene de siste to ukene har falt noe. Samtidig har flere av bankene satt ned sine innskudds- og utlånsrenter eller kansellert tidligere varslede økninger.

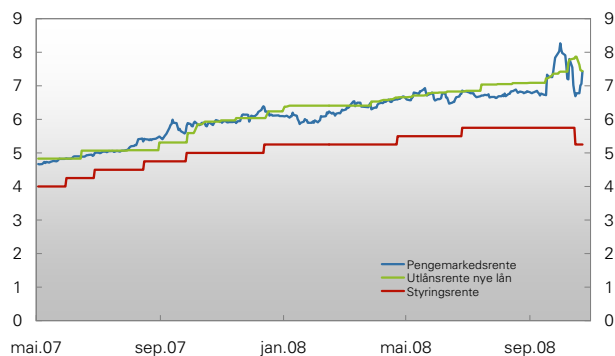
Bedrifter og virksomheter i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i august at kapasitetsutnyttningen fortsatt var høy, men på vei ned, se figur 1.8. Våre kontakter ga uttrykk for et stemningsskifte i norsk økonomi. Flertallet ventet nær nullvekst i produksjon og sysselsetting det nærmeste halvåret. De rapporterte også at det var blitt

Figur 1.6 Realrenter basert på tremåneders pengemarkedsrente¹, styringsrente¹, tiårs obligasjonsrente² og den normale realrenten i Norge³. Prosent. 1. kv. 1996 – 3. kv. 2008



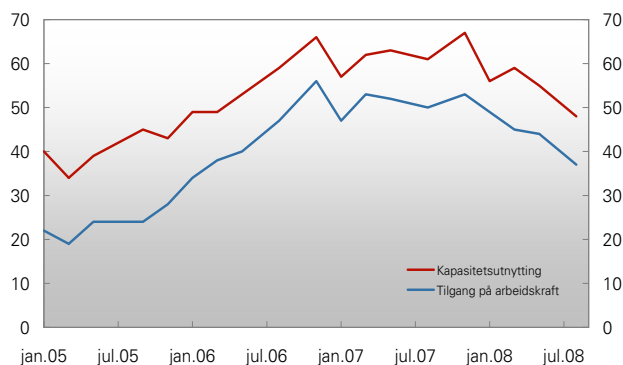
1) Deflatert med tolv kvartalers glidende gjennomsnitt (sentrert) av inflasjonen målt ved KPI. Anslag på KPI fra denne rapporten er lagt til grunn
2) Tiårs swaprente deflatert med inflasjonsmålet
3) Beregninger kan indikere at den normale realrenten for Norge for tiden ligger i den nedre delen av området 2½ – 3½ prosent
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Styringsrente, pengemarkedsrente¹ og vektet utlånsrente fra bankene på nye lån². Prosent. 3. mai 2007 – 23. oktober 2008



1) Tremåneders NIBOR (effektiv)
2) Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60% av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler
Kilder: Norsk familieøkonomi AS og Norges Bank

Figur 1.8 Kapasitetsutnyttning og tilgang på arbeidskraft. Andel bedrifter som vil ha problemer med å møte en vekst i etterspørselen. Prosent. Januar 2005 – august 2008



Kilde: Norges Bank

Tiltak mot finanskrisen i Norge

Finansuroen har ført til at bankene holder på pengene sine og vegrer seg for å låne til hverandre. Dette har gitt økte pengemarkedsrenter internasjonalt og i Norge. For å motvirke virkningene av uroen har Norges Bank gjennomført en rekke tiltak med sikte på å styrke bankenes likviditet:

- Norges Bank har økt lånevolumet til bankene mot sikkerhet i verdipapirer, såkalte F-lån. På det meste har bankene samlet sett hatt en overskuddslikviditet på nær 90 milliarder kroner. I normale tider er den rundt 20 milliarder kroner.
- Norges Bank har gitt F-lån med lengre varighet enn vanlig:
 - Flere av disse lånene går over årsskiftet. 1. oktober og 16. oktober lånte bankene til sammen 44,8 milliarder kroner med tre måneders løpetid. Et nytt lån med tre måneders løpetid vil bli gitt 30. oktober.
 - Norges Bank ga 16. oktober et F-lån på 2,85 milliarder kroner med seks måneders varighet til en på forhånd fastsatt rente på 5,7 prosent. Lånet var begrenset til maksimalt 1 milliard kroner per bank. I november vil det tilbys et 2-års lån med samme maksimalbeløp.
- Norges Bank har lempet på kravene til sikkerheten bankene må stille for å få F-lån. For visse

typer boliglånsobligasjoner er kravet om at obligasjonene må ha kredittvurdering og være børsnotert midlertidig opphevet. Tiltaket gjør at bankene kan øke sin adgang til å låne i Norges Bank raskere enn før. Norges Bank har også fjernet minstekravet til størrelsen på bankenes sikkerhetsstillelse for lån i Norges Bank. Tidligere var kravet at bankene skulle ha som sikkerhet et minste utestående volum på 300 millioner kroner for verdipapirer utstedt i norske kroner.

- Norges Bank har lånt ut kroner mot sikkerhet i euro. Disse lånene er også tilgjengelige for utenlandske banker som ikke er etablert i Norge, men er aktive i det norske pengemarkedet.
- Norges Bank har lånt ut amerikanske dollar til norske banker. Bankenes tilgang til å låne amerikanske dollar i markedet har i perioder vært dårlig. Prisene i det norske pengemarkedet er basert på at tilsvarende lån i amerikanske dollar er tilgjengelig. Den 16. september var tilgangen på dollar så liten at bankene sluttet å stille norske markedsrenter. Norges Bank lånte da ut 5 milliarder dollar til norske banker, slik at de igjen kunne kvotere norske pengemarkedsrenter. Norges Bank har senere tilbudt bankene lån i dollar mot sikkerhet i verdipapirer med en og tre måneders løpetid.

- Norges Bank har inngått en avtale med den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) om å låne inntil 15 milliarder dollar mot sikkerhet i norske kroner. Avtalen styrker Norges Banks handlefrihet til å møte uro i finansmarkedene fram mot og over årsskiftet.

Stortinget vedtok 24. oktober å gi finansdepartementet fullmakt til utlån av statspapirer med sikkerhet i eller bytte med obligasjoner med fortrinnsrett innenfor en samlet ramme på 350 mrd. kroner. Løpetiden på avtalene vil være tre år.

lettere å skaffe arbeidskraft. En ekstra ringerunde til enkelte kontakter i oktober ga inntrykk av at utsiktene er blitt forverret siden august.

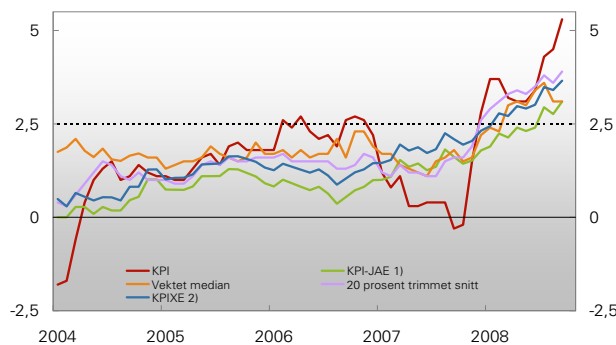
Prisveksten har tiltatt markert siden i fjor høst. I september var tolv månedersveksten i konsumprisene 5,3 prosent. Den høye prisveksten skyldes dels at strømprisene har steget kraftig i høst, men også ulike indikatorer for den underliggende prisveksten har tatt seg opp. Lønningene har steget mye, og veksten i produktiviteten har avtatt markert. Den høye kostnadsveksten har ført til økt prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Prisveksten på importerte konsumvarer har også tiltatt og er nå positiv. Den underliggende prisstigningen ser nå ut til å være nær 3½ prosent, se figur 1.9. Det er høyere enn ventet og 1 prosentenheter over inflasjonsmålet på 2,5 prosent.

Ifølge TNS Gallups forventningsundersøkelse for tredje kvartal har eksperter i finansnæringen og academia oppjustert sine langsiktige inflasjonsforventninger noe, mens de er nedjustert blant partene i arbeidslivet, se figur 1.10. De mer kortsiktige inflasjonsforventningene falt også fra andre til tredje kvartal blant partene i arbeidslivet, men fortsatte å stige blant eksperter i finansnæringen og academia. 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, se figur 1.11.

Pengepolitiske vurderinger

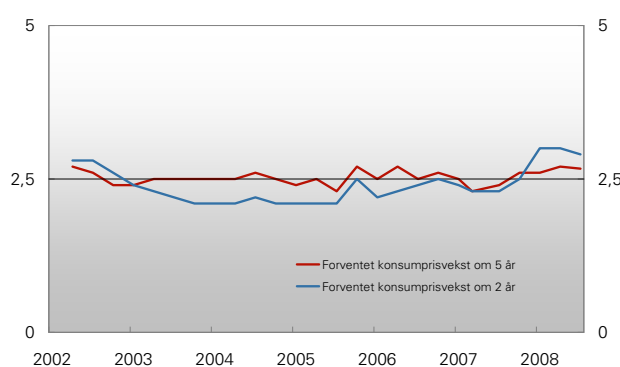
Pengepolitikken i Norge er innrettet mot at årsveksten i konsumprisindeksen over tid skal være nær 2,5 prosent. I gjennomsnitt har inflasjonen over de siste årene vært noe lavere, men ganske nær 2,5 prosent, se figur 1.12. Lav og stabil inflasjon er det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling. Det gir bedrifter og husholdninger et ankerfeste for forventningene om fremtidig prisvekst. Utviklingen i styringsrenten skal gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen, se egen ramme om kriteriene for en god rentebane på side 19.

Figur 1.9 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – september 2008



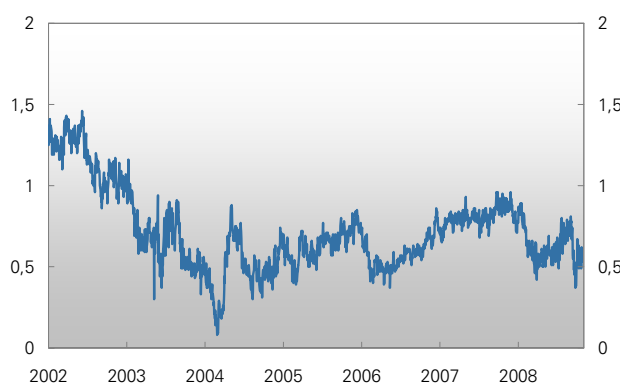
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.
Se *Staff Memo 2008/7* fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. 2. kv. 2002 – 3. kv. 2008



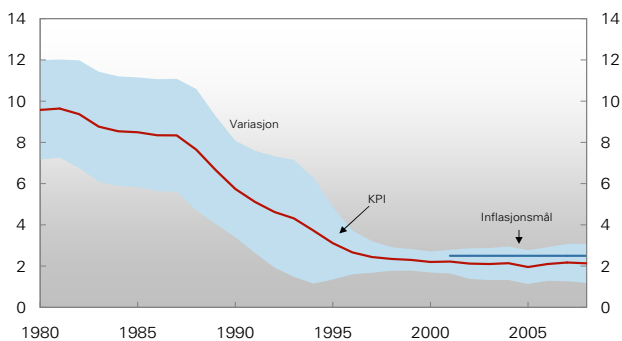
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og eksperter i finansnæringen og academia
Kilde: TNS Gallup

Figur 1.11 Differansen mellom langsiktige terminrenter i Norge og euroområdet.¹⁾ Prosentenheter. 1. januar 2002 – 23. oktober 2008



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

Figur 1.12 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI³⁾. Prosent. 1980 – 2008



- 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 snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
- 3) I beregningen er anslag for 2008 – 2010 fra PPR 3/08 lagt til grunn

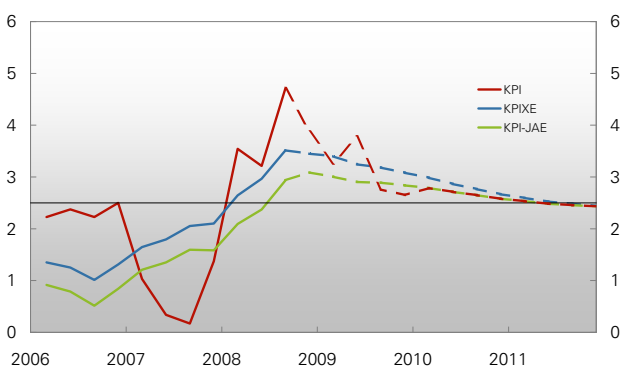
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at den globale veksten blir markert lavere enn antatt i forrige rapport. Lavere vekst- og inflasjonsforventninger ute har ført til at forventningene til styringsrentene hos våre handelspartnere har gått ned.

Svekkelsen av kronen kan virke som en automatisk stabilisator for lønnsomheten til norske eksportører. Det kan trolig likevel bli vanskeligere å finne avsetning for våre eksportvarer når veksten i andre land dempes. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk melder om avtakende vekst og til dels fall i de fleste regionene og næringene. Høyere finansieringskostnader, dårligere tilgang på kreditt, fall i aksjekurser, lavere priser på våre eksportprodukter og lavere etterspørsel vil trolig føre til at fastlandsbedriftene investerer vesentlig mindre enn hva vi har vært vant til de siste årene. Derimot ser det ut til at aktiviteten i oljerelaterte virksomheter vil holde seg godt oppe.

Krisen i finansmarkedene har ført til økte innlånskostnader hos bankene og til at utlånsrentene har holdt seg høyere enn det utviklingen i styringsrenten skulle tilsi. Sammen med fallende formuespriser og lavere forventninger til den økonomiske utviklingen kan det øke husholdningenes ønsker og behov for å bygge opp finansielle buffere. Vi anslår nær nullvekst i det private konsumet de nærmeste kvartalene. Færre igangsatte boliger, fallende ordreserver og vurderingene fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk tyder på at boliginvesteringene vil fortsette å falle markert neste år.

Figur 1.13 Anslag på KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾ i referansebanen. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011

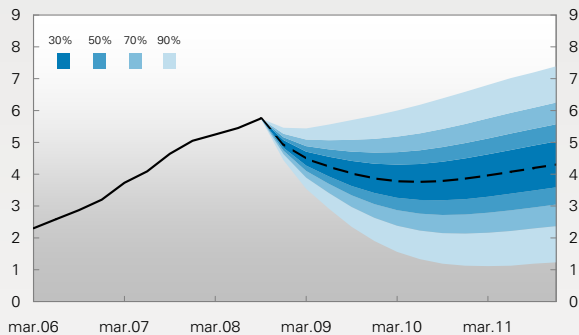


- 1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
- 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se *Staff Memo 2008/7* fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

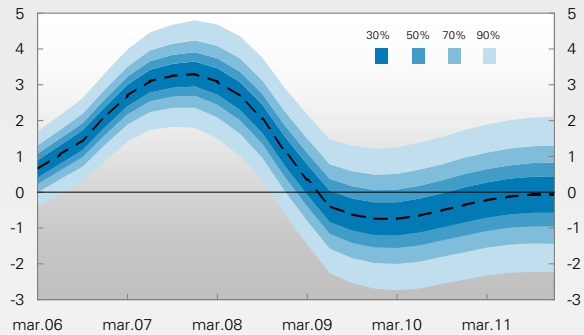
På den andre siden er den underliggende inflasjonen høy, og høyere enn det vi ventet i juni. Prisveksten i år har vært den sterkeste siden perioden med høy inflasjon tok slutt i 1990. Veksten i konsumprisene vil trolig avta noe i vinter, men det er utsikter til at prisveksten, målt ved KPI, vil holde seg mellom 3 og 4 prosent fram til sommeren 2009, se figur 1.13. Vi kan ikke utelukke at den høye konsumprisveksten vil slå ut i krav om kompensasjon i lønnsoppgjøret neste år, men vi tror den avmattingen i norsk økonomi vi nå ser for oss, vil veie tyngre når partene i arbeidslivet samles til våren. Lønnsveksten anslås å komme ned til 4¾ prosent i 2009. Det er ¾ prosentenheter lavere enn anslått i forrige rapport. Samtidig venter vi at produktiviteten nokså raskt tar seg opp igjen etter et betydelig fall inneværende år. En slik oppgang i produkti-

Figur 1.14a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



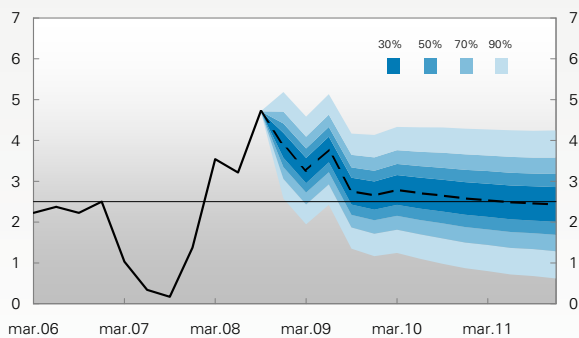
Kilde: Norges Bank

Figur 1.14b Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



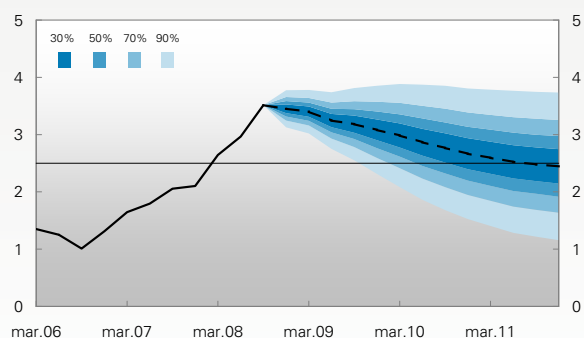
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14d Anslag på KPIXE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



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

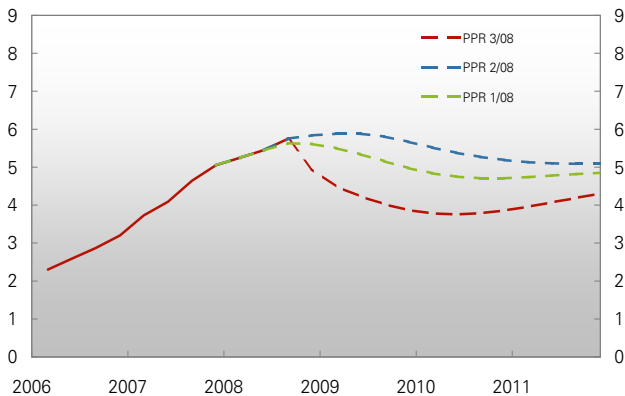
viteten er vanlig i denne delen av konjunktursyklusen. Det vil i så fall gi lavere samlet vekst i bedriftenes kostnader fremover, og dermed lavere prispress innenlands. Fallet i de internasjonale råvareprisene vil trolig bidra til å dempe prisstigningen på importerte varer, mens den svake kronen isolert sett vil bidra til høyere importert prisstigning. En svakere krone vil også bidra til å holde produksjon og sysselsetting oppe i konkurranseutsatt virksomhet og til å motvirke utslagene av nedgangen i råvareprisene.

Samlet ser avmattingen i norsk økonomi ut til å komme raskere og bli mer markert enn tidligere anslått. Sammen med lavere forventede styringsrenter ute trekker det i retning av en lavere styringsrente også her hjemme. Prisveksten er nå høy, men kreftene som har bidratt til den

høye prisveksten er svekket. Selv om kronkursen svinger mye og trolig er drevet av uroen i finansmarkedene, må vi ta hensyn til at en svakere krone over tid kan bidra til høyere prisvekst. Når styringsrenten settes, må vi også ta hensyn til utviklingen i pengemarkedsrentene, bankenes øvrige finansieringskostnader og bankenes innskudds- og utlansrenter. Det er disse rentene som har betydning for husholdningenes og bedriftenes tilpasning. Siden forrige rapport har påslagene i pengemarkedet steget betydelig.

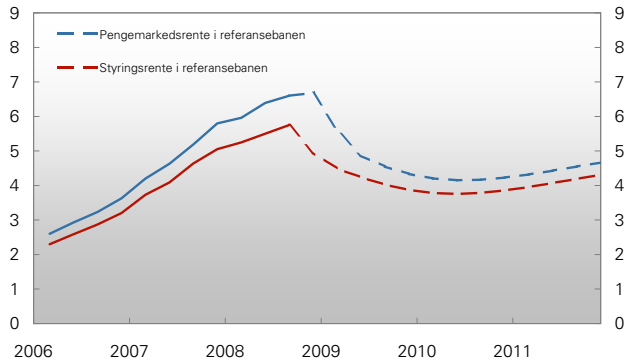
Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men dempe de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Pengepolitikken må være forutsigbar. Det vil virke stabiliserende på produksjon og sysselsetting. Med tillit til pengepolitikken vil forventet

Figur 1.15 Styringsrenten i referansebanen i PPR 1/08, PPR 2/08 og PPR 3/08. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



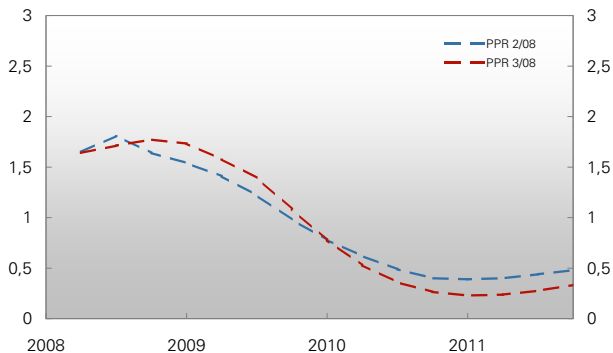
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 Styringsrente og tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



1) Anslag for styringsrenten tillagt anslag for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente
Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Anslått differanse mellom pengemarkedsrentene i Norge og hos handelspartnere i PPR 2/08 og PPR 3/08.¹⁾ Prosentenheter. 2. kv. 2008 – 4. kv. 2011



1) Differansen mellom pengemarkedsrenten i referansebanen og et vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnere i tidsrommet 17. – 23. oktober 2008
Kilde: Norges Bank

prisvekst over tid være nær inflasjonsmålet. Det er i seg selv med på å stabilisere inflasjonen og den økonomiske utviklingen.

Når økonomien blir utsatt for store forstyrrelser som nå, kan det være viktig å skille mellom ulike typer usikkerhet i avveiningen i pengepolitikken. Normalt er usikkerheten av en slik art at det er mulig å mene noe om sannsynligheter for ulike utfall. Næringsliv, husholdninger og myndigheter behøver da ikke å legge avgjørende vekt på de minst sannsynlige utfallene. Det er med andre ord mulig å bedømme hvilken risiko man utsetter seg for ved ulike avgjørelser, i hvert fall til en viss grad. I krisesituasjoner som nå står vi overfor en mer grunnleggende usikkerhet hvor det er svært vanskelig å anslå sannsynligheter for ulike utfall. I slike beslutningssituasjoner kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Det tilsier nå en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig, både i rentesettingen og gjennom likviditetspolitiske tiltak. Det er lagt vekt på å fremskynde nedgangen i styringsrenten, slik at utlånsrentene til husholdninger og bedrifter etter hvert kan bli redusert.

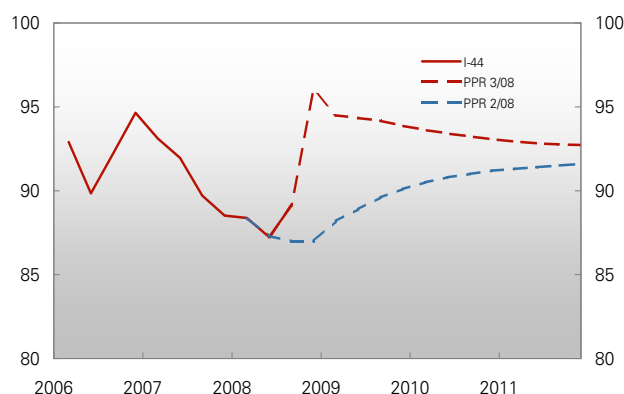
Samlet taler utsiktene og risikobildet for at styringsrenten nokså raskt bringes ned til et nivå som er lavere enn det vi anslo i forrige rapport, se figur 1.14a-d. I prognosen anslås styringsrenten til $3\frac{3}{4}$ – 4 prosent ved utgangen av 2009. Dette er om lag $1\frac{3}{4}$ prosentenheter lavere enn i Pengepolitisk rapport 2/08, se figur 1.15. Bidragene til endringer i renteprognosen er omtalt i en egen ramme, se side 20. Vi legger til grunn at påslagene i pengemarkedsrenten etter årsskiftet kommer noe ned fra de svært høye nivåene vi har sett den siste tiden, men at de vil holde seg oppe noe lenger enn det prisingen i markedet nå tyder på. Samlet venter vi en større nedgang i pengemarkedsrentene enn i styringsrenten, se figur 1.16. Vi venter at rentedifferansen mellom Norge og utlandet etter hvert vil avta, se figur 1.17. Kronen er påvirket av uroen i finansmarkedene.

Vi har lagt til grunn at kronkursen etter hvert styrker seg når forholdene i finansmarkedene bedres, se figur 1.18.

Når vi står ved så markerte vendepunkter som nå, er det vesentlig for stabiliteten i inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen at renten settes med vekt på utsiktene noen kvartaler fram i tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon veies mot hensynet til utviklingen i realøkonomien, se figur 1.19. Sammenliknet med anslagene i juni ser vi nå for oss at den underliggende inflasjonen blir liggende noe høyere den nærmeste tiden. Samtidig faller kapasitetsutnyttningen raskere. Skulle vi forsøke å bringe inflasjonen raskere til målet, måtte renten holdes klart høyere. Det kunne ført til et mer markert skift i produksjonen og sysselsettingen, og kunne ha påvirket stabiliteten i forbrukernes, prissetternes og kursstillernes forventninger i mange markeder. En vesentlig lavere rente og mer ekspansiv pengepolitikk ville økt risikoen for at inflasjonen holder seg høy. Det kunne gitt en svakere og mer ustabil krone. Forventningene til at inflasjonen i Norge vil holde seg lav og stabil er avgjørende for stabiliteten i økonomien.

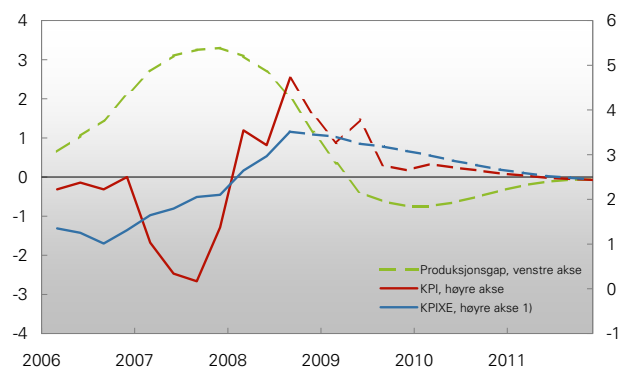
Utviklingen i renten kan også vurderes i lys av enkle regler som sjablongmessig anslår hva renten bør settes til med utgangspunkt i den faktiske utviklingen i inflasjonen og produksjonen. I beregningene av renteutviklingen i de enkle reglene har vi tatt utgangspunkt i anslagene for produksjonen og inflasjonen de nærmeste kvartalene fra denne rapporten. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen bygger i stedet på veksten i BNP og inflasjonen. Regelen med utenlandsk rente tar også hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. De enkle reglene er ikke fremoverskuende, men ser bare på den løpende økonomiske utviklingen. De ulike reglene spriker noe, men alle indikerer en nedgang i renten. Banen for styringsrenten som er skissert i denne rapporten ligger noe lavere enn Taylor-renten på kort sikt, men noe høyere enn regelen med utenlandsk rente og vekstregelen, se figur 1.20. I beregningene har vi tatt hensyn til de faktiske og forventede påslagene i pengemarkedsrentene. Reglene fanger derimot ikke opp at tilgangen på kreditt nå i seg selv kan være begrenset.

Figur 1.18 Importveid valutakurs (I-44) i referansebanen i PPR 2/08 og PPR 3/08.¹⁾ Indeks, 1995 = 100. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



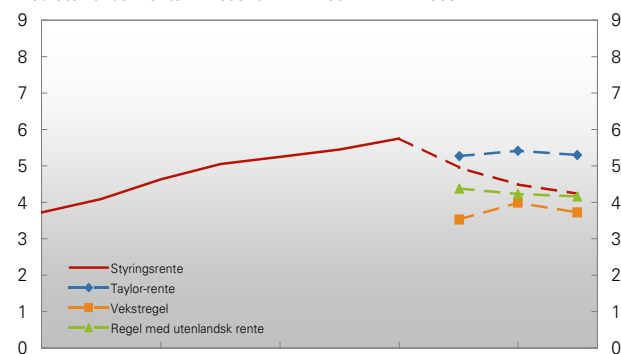
1) Stigende kurve betyr svakere kronkurs. Kursbanen er basert på udekket renteparitet
Kilde: Norges Bank

Figur 1.19 Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



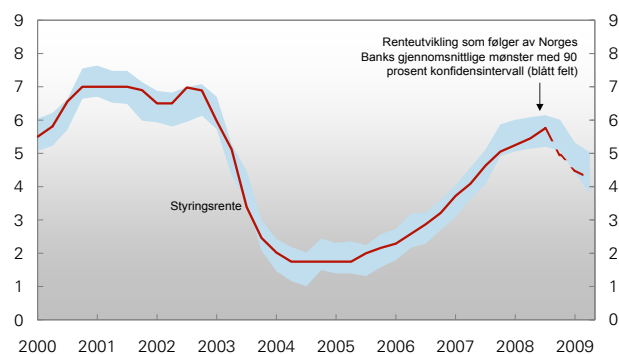
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se *Staff Memo* 2008/7 fra Norges Bank for en beskrivelse av KPIXE
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.20 Styringsrente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2007 – 2. 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 1.21 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen¹⁾. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2009



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og styringsrente hos handelspartnerne. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo* 3/08
Kilde: Norges Bank

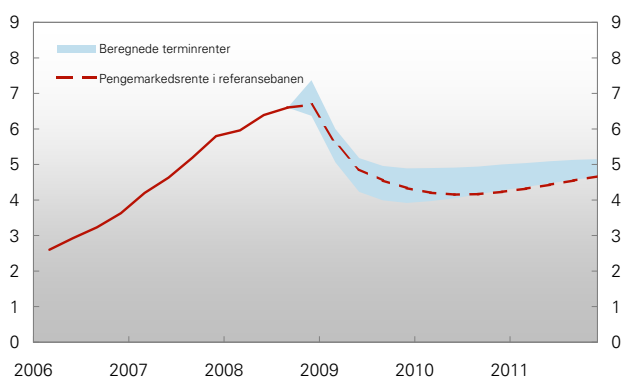
Norges Bank har beregnet en enkel renteregulering basert på bankens tidligere rentesetting.¹ I regelen inngår utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, Norges Banks anslag på veksten i BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Styringsrenten ligger nå i den nedre delen av det intervallet som anslås, se figur 1.21.

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 en klar nedgang i renten, se figur 1.22. Våre anslag er på linje med de beregnede terminrentene.

Usikkerhet i anslagene

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

Figur 1.22 Pengemarkedsrente i referansebanen og beregnede terminrenter¹⁾. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



1) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 10. – 23. oktober 2008
Kilde: Norges Bank

Vi har som vanlig søkt å illustrere usikkerheten i anslagene med sannsynligheter, se figur 1.14a-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.² Det er nå uvanlig stor usikkerhet om den fremtidige utviklingen i inflasjonen og produksjonen og derfor om renteutviklingen. Det er vanskelig å ha noen klar formening om sannsynligheten for ulike utfall av den pågående finanskrisen.

Som grunnlag for våre anslag har vi antatt at situasjonen i finansmarkedene blir noe mer normal i løpet av første halvår neste år. Vi tror krisen får betydelige virkninger

1 Se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04.

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

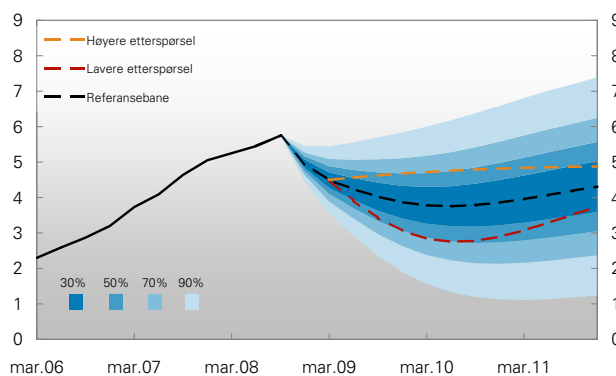
for veksten både ute og hjemme. Risikoen for en langt dypere og mer varig konjunkturedgang i industrilandene har økt siden uroen i finansmarkedene tiltok i midten av september. Vi har i denne rapporten derfor lagt vekt på å lage analyser som kan si noe om utfallsrommet for norsk økonomi. Fremover kan det komme begivenheter som på ny kan endre det økonomiske bildet, og Norges Bank vil løpende vurdere hvilke konsekvenser det kan få for pengepolitikken. Utslagene kan vise seg å bli større enn de vi har erfaring med i vår nære fortid. Pengepolitikken kan bidra til å dempe utslagene av forstyrrelser som økonomien blir utsatt for, men ikke hindre dem.

En dyp og langvarig nedgang i verdensøkonomien vil kunne redusere aktiviteten i norske eksportnæringer ytterligere og få ringvirkninger for andre deler av næringslivet. I tillegg vil risikoen øke for at oljeprisen og prisene på andre norske eksportvarer faller videre. Det vil kunne få virkninger på oljeinvesteringene og andre investeringer i norsk næringsliv. Høye finansieringskostnader, dårlig tilgang på kreditt og økt usikkerhet vil kunne gi et enda kraftigere fall i innenlandsk etterspørsel enn det vi nå ser for oss. Norske husholdninger vil kunne redusere sitt konsum ytterligere og øke sin sparing for å bygge opp finansielle buffere. Samlet kan det i så fall føre til en markert nedgang i norsk økonomi.

I figurene 1.23a-c (røde linjer) illustrerer vi en utvikling der finanskrisen får større virkninger for den økonomiske utviklingen enn anslått. Vi har beregningsteknisk gjort dette ved å vurdere virkningene av at utsiktene for etterspørselen gjennom vinteren forverres ytterligere. Det vil da være riktig å sette renten raskere og kraftigere ned enn i referansebanen for å stimulere norsk økonomi, slik at inflasjonen ikke blir for lav.

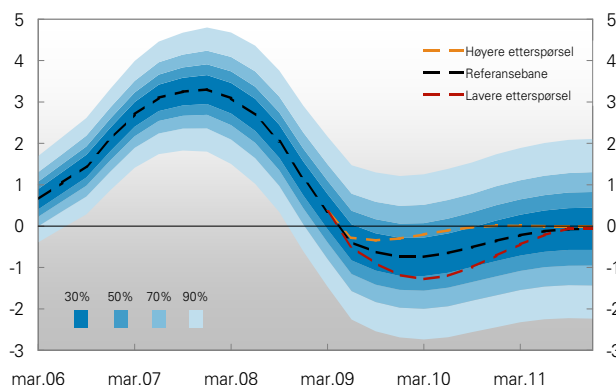
Det er også mulig at virkningene av finanskrisen blir mindre alvorlige enn det vi nå venter. Forholdene i finansmarkedene kan normalisere seg raskere og virkningene for verdensøkonomien bli mindre omfattende enn det ser ut til. Renteforskjellen mot utlandet vil da få større effekt på kronekursen og renten.

Figur 1.23a Styringsrenten i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



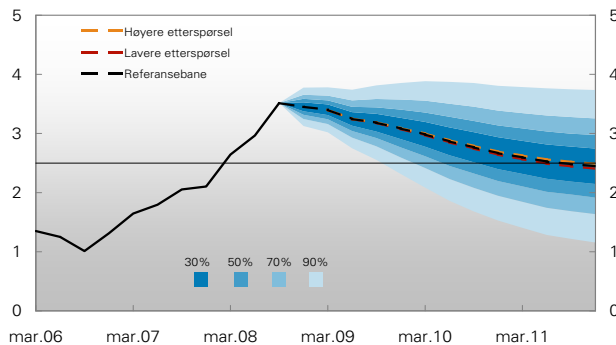
Kilde: Norges Bank

Figur 1.23b Produksjonsgapet i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.23c KPIXE¹⁾ i referansebanen og i alternativene med høyere og lavere etterspørsel. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



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

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 avveiling 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.

I figurene 1.23a-c (gule linjer) illustrerer vi en utvikling der finanskrisen får mindre virkninger for norsk økonomi enn anslått. Beregningsteknisk er dette gjort ved å anta at utsiktene for etterspørselen her hjemme bedres gjennom vinteren. Det vil da være riktig å sette renten mindre ned enn i referansebanen for å bringe pris- og kostnadsveksten ned mot 2,5 prosent.

Endringer i rentebanen

Prognosen for renten i denne rapporten er lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/08, se figur 1.¹ Anslagene er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og vår oppfatning om økonomiens virkemåte. I figur 2 har vi beregningsteknisk forsøkt å illustrere hvordan ulike nyheter og skjønnsmessige vurderinger har påvirket endringene i renteprognosen. Beregningen søker å gi et inntrykk av hvordan ulike faktorer har virket på prognosen for renten gjennom sin virkning på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Inflasjonen i Norge har vært høyere enn anslått, og anslagene for inflasjonen den nærmeste tiden er oppjustert. Hensynet til å forankre inflasjonsforventningene trekker isolert sett i retning av en høyere styringsrente i begynnelsen av perioden. Kraftene som har bidratt til den høye prisveksten, er nå svekket. Vi antar at veksten i produktiviteten nokså raskt tar seg opp igjen og at lønnsveksten avtar. Selv om den underliggende prisveksten nå er høyere, avtar den noe raskere enn i forrige rapport. Det tilsier en lavere styringsrente lenger ut i perioden (mørkeblå søyler).

Kronekursen er svekket. Det vil etter hvert kunne gi høyere inflasjon og økt aktivitet i norsk økonomi. Svakere krone trekker i retning av en høyere styringsrente (lyseblå søyler). Vi antar imidlertid at en vesentlig del av kronesvekkelsen er midlertidig og har sammenheng med uroen i finansmarkedene. Bidragene til endringene i rentebanen blir dermed mindre enn om kronesvekkelsen hadde vært mer varig.

Avmattingen i norsk økonomi ser ut til å komme raskere og bli mer markert enn tidligere anslått. Utsiktene for den globale veksten er vesentlig svekket. Isolert sett bidrar det til redusert aktivitet og etterspørsel også i norsk økonomi og etter hvert lavere pris- og kostnadsvekst. Husholdningenes sparing forventes å øke, samtidig som fastlandsbedriftene vil investere mindre. Fallende formuespriser og lavere forventninger til den økonomiske utviklingen gir større behov for å bygge opp finansielle buffere. Det vil bidra til at veksten i etterspørselen blir svakere den nærmeste tiden enn tidligere anslått. Den reduserte etterspørselen ute og i Norge taler for en lavere styringsrente (røde søyler).

Lavere vekst- og inflasjonsforventninger ute har ført til at forventningene til styringsrentene hos våre handelspartnere har gått markert

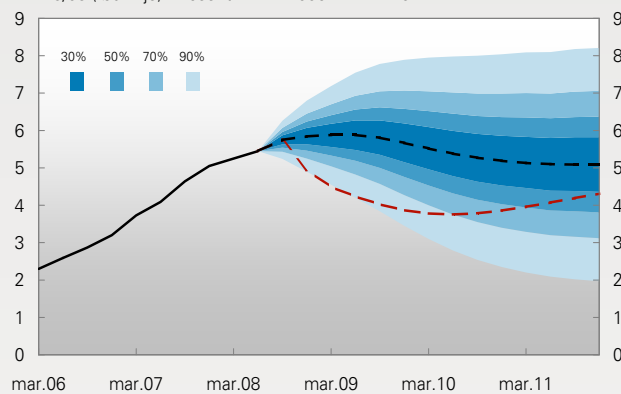
ned. Det trekker isolert sett i retning av en lavere styringsrente også her hjemme (oransje søyler).

Pengemarkedsrentene i Norge har steget siden forrige rapport, mens styringsrenten er satt ned. Vi legger til grunn at rentepåslagene vil holde seg høye fremover. Det trekker i retning av en lavere styringsrente (grønne søyler).

Det er uvanlig stor usikkerhet om utviklingen fremover og vanskelig å si noe om sannsynligheter for ulike utfall. I slike beslutningssituasjoner kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Det tilsier nå en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig, både i rentesettingen og gjennom likviditetspolitiske tiltak, og trekker i retning av en lavere styringsrente. Det er derfor lagt vekt på å fremskynde nedgangen i styringsrenten (lilla søyler).

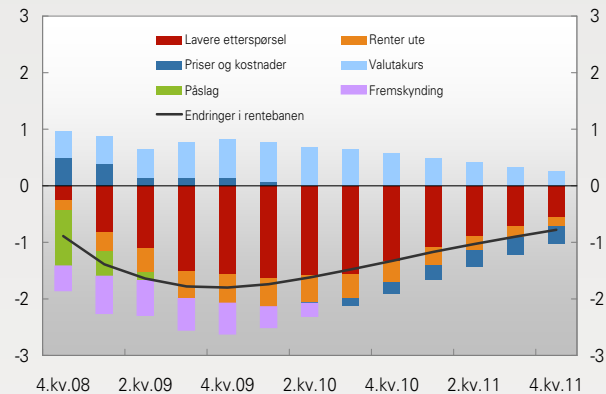
¹ Endringene i anslagene for inflasjon og kapasitetsutnyttning er omtalt på side 60.

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 2/08 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/08 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 2/08. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2008 – 4. kv. 2011



Kilde: Norges Bank

Oppsummering

Virkningene av finanskrisen vil mest sannsynlig bli større enn det kunne se ut til for bare kort tid siden. Uroen i finansmarkedene har påvirket husholdningenes og bedriftenes fremtidstro og svekket utsiktene for investeringer og forbruk i store deler av verden. Aksjekursene har falt betydelig. Olje- og råvarepriser har gått ned. Påslagene i pengemarkedsrentene har økt. Lavere forventninger til fremtidig vekst og inflasjon har bidratt til at styringsrenten er satt ned i flere land.

Avmattingen i norsk økonomi ser ut til å komme raskt og bli markert. Sammen med lavere forventede styringsrenter ute trekker det i retning av en lavere styringsrente også her hjemme. På den andre siden har kronekursen svekket seg mye. En svakere krone vil kunne bidra til å holde produksjon og sysselsetting oppe i konkurranseutsatt virksomhet og til å motvirke utslagene av nedgangen i råvareprisene. Anslagene i denne rapporten bygger på at kronekursen etter hvert styrker seg når forholdene i finansmarkedene bedrer seg.

Prisstigningen er fortsatt høy, men kreftene som har bidratt til den høye prisveksten er nå svekket. Skulle kronen holde seg svak lenge, kan det bidra til at inflasjonen holder seg oppe. Det vil kunne påvirke inflasjonsforventningene og få betydning for rentesettingen. Forventningene til at inflasjonen i Norge vil holde seg lav og stabil er avgjørende for stabiliteten i økonomien og effektiviteten av pengepolitiske tiltak.

Det er nå uvanlig stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen fremover. Det er vanskelig å si noe om sannsynligheter for ulike utfall. I slike beslutningssituasjoner kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Det tilsier nå en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig, både i rentesettingen og gjennom likviditetspolitiske tiltak. Når vi setter styringsrenten, må vi også ta hensyn til påslagene i pengemarkedsrentene, bankenes øvrige finansieringskostnader og bankenes innskudds- og utlånsrenter. Det er lagt vekt på å fremskynde nedgangen i styringsrenten, slik at utlånsrentene til husholdninger og bedrifter etter hvert kan bli redusert.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men dempe de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Samlet taler utsiktene og risikobildet for at styringsrenten nokså raskt bringes ned til et nivå som er lavere enn det vi anslo i forrige rapport.

Hovedstyrets strategi

Styringsrenten bør ligge i intervallet 4 – 5 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 25. mars 2009, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Pengepolitikken siden forrige rapport

Norges Banks anslag for den økonomiske situasjonen i Pengepolitisk rapport 2/08 – som ble lagt fram 25. juni 2008 – tilsa en styringsrente i intervallet 5¼ – 6¼ prosent i perioden fram til 29. oktober 2008, med mindre norsk økonomi ble utsatt for uventet store forstyrrelser. Analysene i rapporten tilsa at styringsrenten kunne bli liggende på samme nivå som i juni eller kanskje noe høyere det nærmeste året. Den norske høykonjunkturen var på vei inn i en ny fase. Lav inflasjon og høy vekst var i ferd med å bli avløst av noe høyere inflasjon og lavere vekst.

I rentemøtet 25. juni pekte hovedstyret på at prisveksten hadde vært litt høyere enn ventet og at det var utsikter til at inflasjonen kunne tilta videre. Samlet var den underliggende prisstigningen nær, men noe over 2,5 prosent. Kapasitetsutnyttingen var fortsatt høy. Vekstutsiktene ute var svekket. Samtidig hadde inflasjonen tiltatt i mange land, og renteforventningene ute hadde steget markert. Pengemarkedsrentene var betydelig høyere enn forventningene til utviklingen i styringsrentene normalt skulle tilsi. Utsikter til svakere

vekst ute og hjemme kunne isolert sett tale for at renten ble holdt uendret. Økningen i prisstigningen, utsiktene til tiltakende inflasjon og hensynet til å forankre inflasjonsforventningene nær inflasjonsmålet talte likevel for at styringsrenten ble satt opp til 5,75 prosent. I rentemøtet 13. august pekte hovedstyret på at inflasjonen hadde tiltatt og at den trolig ville holde seg høy det nærmeste året. Den underliggende prisveksten hadde vært høyere enn ventet og så ut til å være nær 3½ prosent. Kronekursen var noe svakere enn ventet. På den andre siden hadde veksten i verdensøkonomien avtatt markert. Forventningene til inflasjonen fremover var blitt noe lavere. Sammen med utsikter til lavere vekst hadde det bidratt til at markedsaktørene nedjusterte sine forventninger til styringsrentene. Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi var fortsatt høy, men også her hjemme var det som ventet tegn til mer dempet vekst. Renten ble holdt uendret på 5,75 prosent.

I rentemøtet 24. september la hovedstyret vekt på at den underliggende prisstigningen var høyere enn forventet og godt over infla-

sjonsmålet. Samtidig var det klare tegn til at den økonomiske veksten avtok. Det var uvanlig stor usikkerhet knyttet til uroen i finansmarkedene. Bevegelsene i pengemarkedsrentene, aksjekursene, kronkursen og olje- og råvareprisene var store fra dag til dag, og det var vanskelig å anslå varigheten av utslagene og virkningene for inflasjonen og aktiviteten i norsk økonomi. En samlet vurdering tilsa at det var riktig å holde renten uendret på 5,75 prosent ved dette møtet.

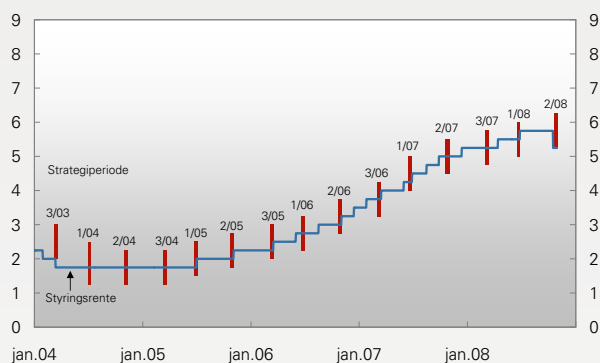
15. oktober ble det holdt et ekstraordinært rentemøte. Krisen i de internasjonale finansmarkedene var blitt dypere og ville derfor få større virkninger på norsk økonomi. Til tross for omfattende tiltak fra myndighetene hadde problemene som oppsto i det amerikanske banksystemet spredt seg til de fleste markeder og land, særlig etter 15. september. Mange land hadde satt ned sine styringsrenter. Norsk økonomi var utsatt for ganske store forstyrrelser. Avmattingen i norsk økonomi så ut til å komme raskere og bli mer markert enn tidligere anslått. Inflasjonen var fortsatt høy, men kreftene som hadde bidratt til den høye prisveksten var svekket.

Finansieringen for banker, bedrifter og husholdninger var blitt dyrere og til dels vanskeligere tilgjengelig. Bankene hadde satt opp sine utlånsrenter. Prisingen i markedet tydet på at rentepåslagene kunne komme til å holde seg høye en stund fremover, og at det ville ta

tid før tilliten mellom bankene ble gjenopprettet. Kredittkanalene hadde tørket inn. Det ble ansett som mest robust å iverksette tiltak som kunne dempe usikkerheten og demme opp for særlig ugunstige utfall for økonomien. Det tilsa en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig,

både i rentesettingen og gjennom likviditetspolitiske tiltak. Styringsrenten ble satt ned med 0,50 prosentenheter til 5,25 prosent.

Figur 1 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling.¹⁾ Prosent.
2. januar 2004 – 29. oktober 2008



1) Hovedstyrets beslutning 29. oktober er ikke innarbeidet, se tabell s. 75
Kilde: Norges Bank

2 Verdensøkonomien, finans- og råvaremarkedene

Turbulent høst i finansmarkedene

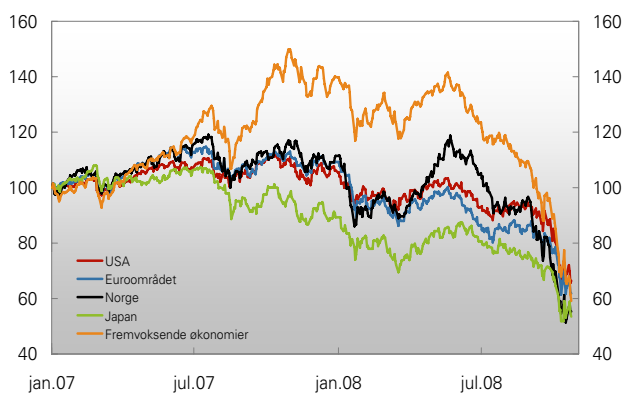
Krisen i finansmarkedene har forverret seg markert siden i sommer. Siden PPR 2/08 har både internasjonale aksjeindekser og Oslo Børs falt kraftig. Oslo Børs har falt over 50 prosent i perioden, se figur 2.1. Flere banker i USA og Europa har hatt så store problemer at de er blitt tatt over av andre banker eller blitt delvis nasjonalisert.

Investorenes tillit til bankene har falt. Utlån bankene imellom er også kraftig redusert. Bankene har i stor grad holdt på pengene sine og vegrer seg for å låne til hverandre. Det har ført til at pengemarkedsrentene har økt markert, til nivåer langt over styringsrentene. Utslagene har vært spesielt store i USA, men også pengemarkedsrentene i Europa har økt kraftig. Flyten av dollar mellom banker har tidvis stoppet opp. Særlig har det vært mangel på dollarlikviditet i europeisk åpningstid. Myndigheter verden over har gjennomført tiltak for å gjenopprette markedenes tillit til den finansielle stabiliteten. Se utdyping om utviklingen i finanskrisen på side 56.

Forskjellen mellom pengemarkedsrentene og forventet styringsrente har steget kraftig for alle løpetider, se figur 2.2. Økningen i påslagene var spesielt stor etter at Lehman Brothers måtte søke konkursbeskyttelse i midten av september. I USA har tre måneders pengemarkedsrente vært over 3 prosentenheter høyere enn forventet styringsrente. Prisingen i markedet tyder på at påslagene ventes å falle en del de nærmeste kvartalene. Påslagene er likevel ventet å ligge over normale nivåer inn i 2010. Det gjenspeiler at markedsaktørene tror det vil ta tid før tilliten til bankene er gjenopprettet, og at viljen til å ta risiko er redusert.

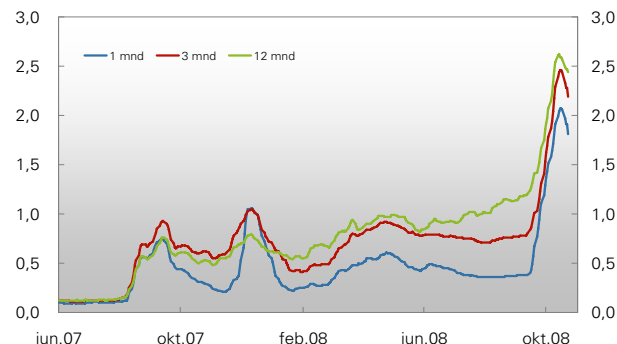
I kredittmarkedene er risikopåslagene fortsatt høye både i Europa og USA. Prisene for å sikre seg mot mislighold av obligasjonsgjeld er også betydelig høyere enn i slutten

Figur 2.1 Utviklingen i aksjemarkedene. Indeks. 1. januar 2007 = 100. 1. januar 2007 – 23. oktober 2008



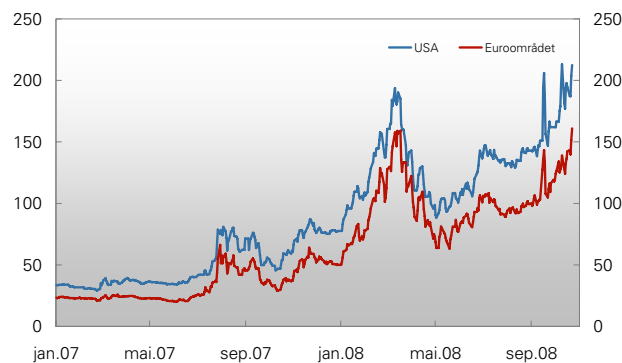
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.2 Differansen mellom pengemarkedsrentene og forventet styringsrente¹⁾ med ulike løpetider. Gjennomsnitt for USA, euroområdet og Storbritannia. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. juni 2007 – 23. oktober 2008



1) Forventet styringsrente er avledet fra Overnight Indexed Swap (OIS) renter
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 2.3 Kredittisiko på amerikanske og europeiske foretak¹⁾. Basispunkter. 1. januar 2007 – 23. oktober 2008



1) Foretak med minimum kredittvurdering BBB
Kilde: Bloomberg

NIBOR-markedet

Norges Banks styringsrente, foliorenten, er renten bankene får på sine innskudd i sentralbanken. Foliorenten danner et gulv for de kortsiktige rentene i pengemarkedet. Pengemarkedet er en viktig kilde til finansiering for norske banker. Banker som er aktive i det norske pengemarkedet, tar opp lån i dollar og veksler om til norske kroner. Dette kalles NIBOR-markedet. Både norske og utenlandske banker har siden midten av 1980-tallet benyttet seg av NIBOR-markedet for å skaffe seg likviditet i norske kroner.

Norske pengemarkedsrenter fastsettes i NIBOR-markedet. Prisen på et lån i norske kroner avhenger av to faktorer. Den første er prisen på å låne dollar, LIBOR-renten. Den andre er differansen mellom prisen på å bytte dollar om til norske kroner ved lånets inngåelse og å bytte tilbake til dollar igjen ved lånets forfall. Denne differansen kalles termintillegget.

$$\text{NIBOR-rente} = \text{LIBOR-rente} + \text{termintillegg}$$

Endrede forventninger til styringsrentene i Norge eller USA vil slå ut i termintillegget. Bevegelser i LIBOR-renten som skyldes endrede forventninger til den amerikanske styringsrenten, vil normalt motsvares av en tilsvarende endring i termintillegget. NIBOR-renten vil i så fall ikke endres. Store deler av endringen i LIBOR-renten det siste året skriver seg fra økte risikopremier i det amerikanske pengemarkedet. Disse økte risikopåslagene har smittet over i NIBOR-markedet. Risikopåslagene har også økt i land med pengemarkeder i egen valuta, som for eksempel Sverige. Ettersom renten på dollar inngår direkte i fastsettelsen av norske pengemarkedsrenter, har smitten over til norske renter kommet raskere og blitt større.

av juni, både for banker og for andre foretak, se figur 2.3. Også i Norge har økte risikopåslag gitt høyere finansieringskostnader for banker og foretak.

Sentralbanker både i Europa og USA har tilført banksystemet store mengder likviditet. Låneordningene til bankene er utvidet. Det gis blant annet lån med lengre løpetid enn før, og det godtas flere typer verdipapirer som sikkerhet for lånene. Flere sentralbanker har inngått avtaler med Federal Reserve slik at de kan låne ut amerikanske dollar i sine markeder. Også Norges Bank har opprettet en slik kredittavtale med den amerikanske sentralbanken. For å lette bankenes tilgang på kapital vil myndigheter i flere land garantere for lån som gis til banker. Vilkårene for garantiene varierer fra land til land. I USA vil sentralbanken i tillegg gi lån direkte til bedrifter, fordi bedriftene ikke lenger får tilstrekkelig finansiering i det kortsiktige lånemarkedet. Lånene gis ved at Federal Reserve kjøper gjeldsbrev utstedt av bedrifter.

De internasjonale risikopåslagene smitter over i det norske markedet. Rentene i det norske pengemarkedet har økt markert, blant annet fordi rentene på dollar inngår i fastsettelsen av de norske pengemarkedsrentene, se egen boks på denne siden. Når norske banker ikke får nok tilgang på dollar, blir det vanskelig for bankene å stille priser. Norges Bank har derfor i flere runder lånt ut amerikanske dollar til norske banker. Den internasjonale finansuroen har også ført til redusert aktivitet i det norske pengemarkedet. Den senere tiden har Norges Bank gitt store lån i norske kroner slik at bankenes samlede likviditet er på et høyere nivå enn det som er vanlig. Det reduserer bankenes behov for å låne av hverandre. Stortinget har i tillegg vedtatt en ordning der bankene kan bytte til seg statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett. Tiltaket har en ramme på 350 mrd. kroner. Statspapirene kan brukes som garanti for innskudd, sikkerhet for lån eller selges videre, se ramme om tiltak mot finanskrisen i Norge på side 11.

Krisen i det internasjonale kapitalmarkedet har gitt forventninger om svært lav vekst i flere land. Fall i prisene på mange råvarer har ført til at inflasjonsforventningene i industrilandene har avtatt siden i sommer. Forventningene til styringsrentene fremover har derfor falt markert

både i USA og i Europa. Renteforventningene i Norge har også falt kraftig. Markedets forventninger til pengemarkedsrenten i Norge ett år fram i tid er om lag 2½ prosentenheter lavere enn da forrige rapport ble publisert. Forventet risikopåslag i pengemarkedsrentene den nærmeste tiden er en god del høyere enn de var ved forrige Pengepolitiske rapport. Risikopåslagene er forventet å avta en del allerede fra årsskiftet.

Svingningene i valutakursene har økt markert som følge av finansuroen. Volatiliteten mellom hovedvalutaene er på rekordhøye nivåer, se figur 2.4. Amerikanske dollar har styrket seg fra lave nivåer. Dette har skjedd samtidig med at vekstutsiktene er svekket også i andre land enn USA, og at oljeprisen har falt markert. Som følge av økt usikkerhet om kursene fremover har aktørene redusert sine plasseringer i valutamarkedet. Mens en del investorer tidligere har lånt i valutaer med lav rente for å plassere i valutaer med høy rente, er det nå økt interesse for å plassere i mer likvide valutaer eller egen valuta. Siden juni har valutaer med lav rente, som japanske yen og sveitsiske franc, styrket seg, mens høyrentevalutaer, som australske og new zealandske dollar, har svekket seg, se figur 2.5.

Kronen har falt betydelig i verdi siden forrige rapport ble lagt fram, se figur 2.6. Bevegelsene i kursen har vært store, og fallet har vært spesielt stort siden midten av september. Dette har sammenfalt med økt bekymring og usikkerhet knyttet til problemene i finanssektoren. Kronkursen har svekket seg med 40 prosent mot amerikanske dollar og med 15 prosent mot euro. Ut fra historiske sammenhenger har kronen falt vesentlig mer i verdi enn utviklingen i rentedifferansen og oljeprisen skulle tilsi.¹ Redusert vilje til å ta risiko har bidratt til at aktørene har redusert sin eksponering mot mindre likvide valutaer som norske kroner. Norges underskudd på driftsbalansen, når det korrigeres for avsetninger til Statens pensjonsfond – Utland og oljeselskapenes anslåtte kontantoverskudd,² kan

1 Se utdyping på side 46 i Pengepolitisk rapport 1/08 for en nærmere omtale av en modell der blant annet oljepris og rentedifferanser forklarer utviklingen i valutakursen.

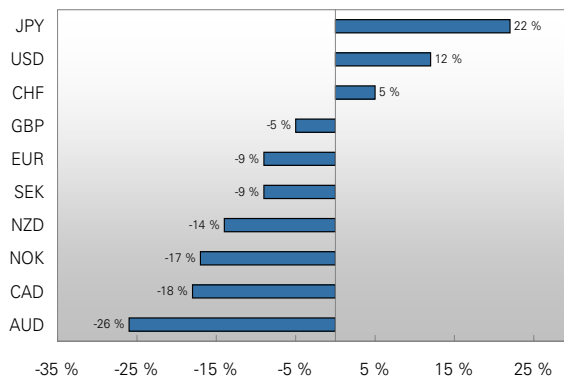
2 Den korrigerede driftsbalansen, grunnbalansen, er her definert som overskuddet på driftsbalansen korrigeret for årlig avsetning til Statens pensjonsfond – Utland og den delen av oljeselskapenes valutainntekter som anslås at blir beholdt i utenlandsk valuta, se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. Grunnbalansen er en svært usikker størrelse, men anslås til om lag -87 milliarder kroner i 2008.

Figur 2.4 Global risikoindeks (GRI)¹. Forventet volatilitet mellom USD, EUR og JPY i prosent. 4. januar 1999 – 23. oktober 2008



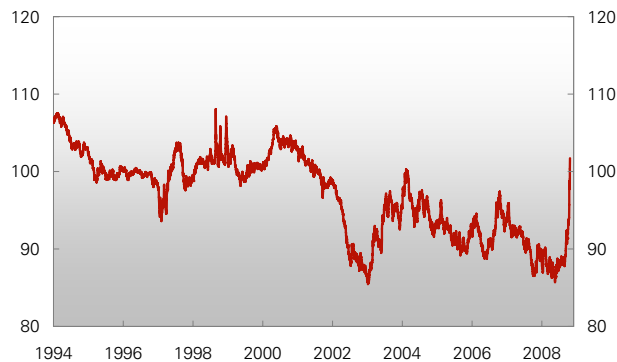
1) GRI gjenspeiler usikkerheten i valutamarkedene ved å veie sammen implisitt volatilitet fra opsjoner på valutakursene mellom amerikanske dollar, euro og japanske yen. Se Penger og Kreditt 3/2000 side 193-194 for en nærmere omtale
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.5 Endring i effektive valutakurser siden PPR 2/08¹



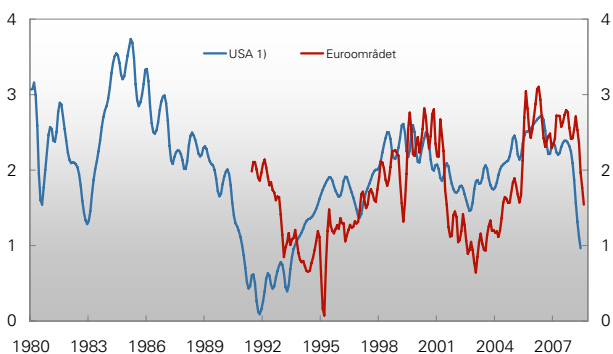
1) Positivt (negativt) tall betyr sterkere (svakere) valutakurs
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 2.6 Importveid kursindeks I-44¹. 3. januar 1994 – 23. oktober 2008



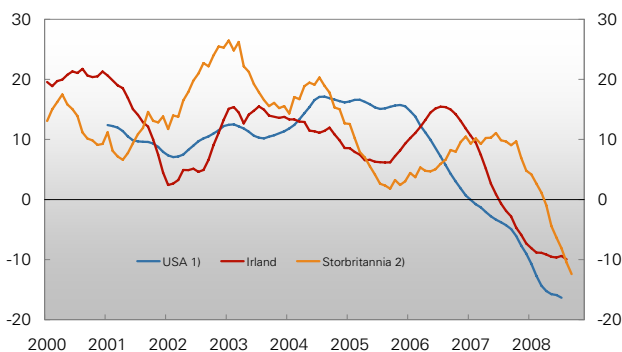
1) Stigende kurve betyr svakere valutakurs
Kilde: Norges Bank

Figur 2.7 Lån til privat sektor. Endring siste tre måneder. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 1980 – august 2008



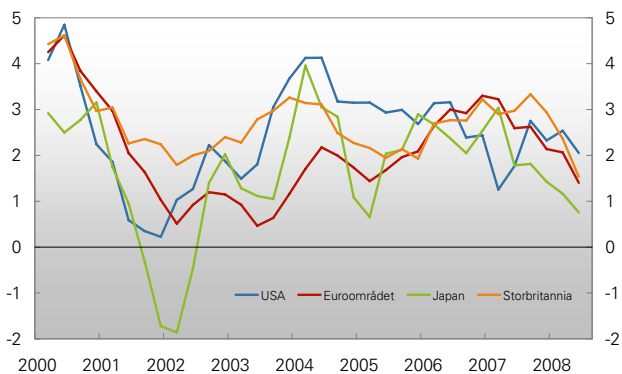
1) Omregnet fra kvartalstall
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.8 Boligpriser. Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2000 – september 2008



1) Case-Shiller 20 byområder
2) Nationwide Building Society
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.9 BNP i industriland. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2008



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

også ha bidratt til utviklingen i kronen. I tiden fremover er det utsikter til at kronkursen først og fremst vil påvirkes av situasjonen i de internasjonale finansmarkedene.

Utsikter til markert lavere vekst

Finansuroen svekker utsiktene for investeringer og konsum i store deler av verden. Tapene og strukturendringene i finanssektoren innebærer at mange og store finansinstitusjoner i lang tid fremover vil søke å øke sine rentemarginer og gebyrer, redusere utlånene og ta mindre risiko. Kredittvilkårene er strammet til, særlig i USA og Storbritannia, men også i euroområdet. Utlånsveksten faller, se figur 2.7, og rentene som husholdninger og bedrifter står overfor, holder seg oppe. I fremvoksende økonomier har finansinstitusjonene i liten grad vært direkte involvert i finanskrisen. Mindre vilje til å ta risiko blant utenlandske investorer og lavere vekstutsikter har likevel bidratt til aksjekursfall, mindre kapitalinngang og lavere omfang av utstedelse av verdipapirer. Utlånsveksten er på vei ned også der.

Strammere lånevilkår blant finansinstitusjonene bidrar til å forsterke fallet i boligprisene i flere land. Boligprisene i USA har falt siden andre kvartal 2006, se figur 2.8. Antall misligholdte boliglån øker, og et stort antall boliger er overtatt av långivere. Dette kan gi ytterligere fall i prisene. Også i mange andre OECD-land faller realprisene på boliger markert. Prisfallet demper aktiviteten i byggesektoren. Lavere boligpriser svekker også verdien av de lånesikkerhetene husholdningene kan anvende og dermed muligheten til å finansiere konsum ved å låne på boligen. Utviklingen i boligmarkedene fører til lavere verdi på finansinstitusjonenes pant, og nye kredittapp som følger av dette, kan tvinge fram ytterligere tilstramming av lånevilkårene.

Den sterke veksten i energi- og matvarepriser fram til i sommer har redusert realinntektene og etterspørselen fra husholdningene i både industriland og fremvoksende økonomier. Råvareprisene på energi og mat har falt markert siden i sommer. Etter hvert som dette slår ut i konsumprisene, kan fallet i realinntektene dempes. Utsikter til lavere inflasjon fremover gir i tillegg større rom for å bruke økonomiske virkemidler til å motvirke redusert

realøkonomisk vekst, både i industriland og fremvoksende økonomier.

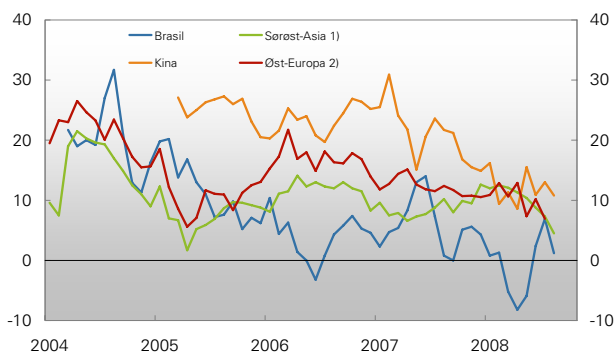
Vi venter svært lav vekst i den økonomiske aktiviteten i USA. De nærmeste kvartalene kan veksten bli negativ. Virkningen på privat konsum av de gjennomførte skatterabattene er trolig nær uttømt. Fall i sysselsettingen, stagnerende lønnsvekst, verdifall på boliger og aksjer og innstramning av lånevilkårene vil trekke husholdningenes forbruk ned. Finansuroen, sterkere dollarkurs og lavere vekst i andre land vil dempe eksporten og foretakenes investeringer.

Også i Europa bidrar finansuroen til et klart fall i den økonomiske veksten, se figur 2.9. Husholdningenes og bedriftenes fremtidstro er svekket. Høy konsumprisvekst og et markert fall i verdien på finansielle eiendeler trekker husholdningenes etterspørsel ned. Bedriftenes investeringer dempes av strammere kredittvilkår og lavere lønnsomhet. Også i mange europeiske land kan veksten bli negativ de nærmeste kvartalene.

Veksten har avtatt markert i de ny-industrialiserte landene i Asia. Også i fremvoksende økonomier har nedgangskonjunkturen blitt tydeligere, blant annet med svakere vekst i eksporten, se figur 2.10. Mens BNP-veksten i Brasil har holdt seg godt oppe, har veksten avtatt i Russland, India og Kina, se figur 2.11. I flere fremvoksende økonomier bremses den økonomiske utviklingen både av lavere markedsvekst i andre land og vanskeligere finansieringsforhold. Særlig i fremvoksende økonomier med underskudd på driftsbalansen med utlandet har finansieringskostnadene økt. Mange fremvoksende økonomier i Asia og Latin-Amerika har overskudd på driftsbalansen og solide offentlige finanser. De siste årene har de redusert utenlandsgjelden og økt valutaresservene. Disse landene er derfor bedre i stand til å takle lavere inntekter fra eksport enn de har vært under tidligere internasjonale lavkonjunkturer. Høy innenlandsk etterspørsel i fremvoksende økonomier har medvirket til at bidraget fra nettoeksport til BNP-veksten i G7-landene³ er betydelig større nå enn

3 USA, Japan, Tyskland, Frankrike, Storbritannia, Italia og Canada

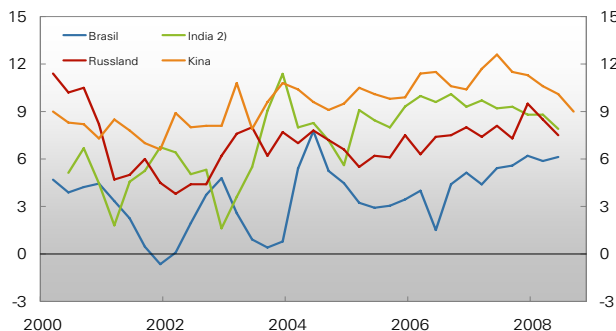
Figur 2.10 Fremvoksende økonomier. Eksportvolum. Tolv månedersvekst. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2004 – august 2008



1) Hong Kong, Sør-Korea, Singapore, Thailand og Taiwan
2) Polen, Tsjekia og Ungarn

Kilder: Thomson Reuters, CEIC og Norges Bank

Figur 2.11 BNP i BRIC-landene¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2008

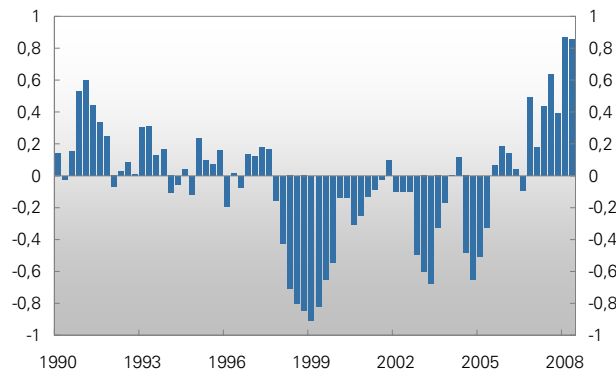


1) Brasil, Russland, India og Kina

2) Faktorpriser

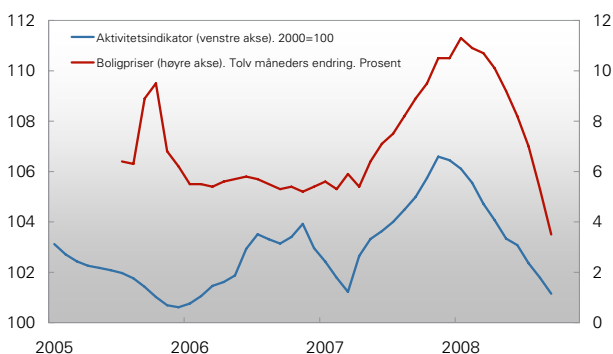
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.12 G7-landene. Bidrag fra nettoeksport til BNP-vekst. Prosentenheter. 1. kv. 1990 – 2. kv. 2008



Kilder: OECD og Norges Bank

Figur 2.13 Kina. Boligpriser og aktivitetsindikator for byggevirksomhet. Januar 2005 – september 2008



Kilde: Thomson Reuters

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

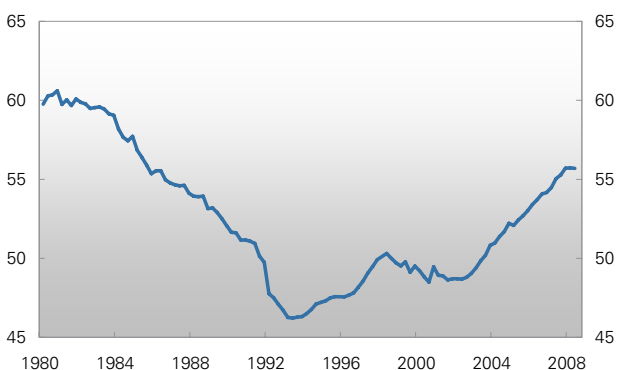
	2008	2009	2010-2011 ¹⁾
USA	1 ½	-½	2 ¼
Euroområdet	1	0	1 ¾
Japan	½	¼	1 ¼
Storbritannia	1	-½	2
Sverige	1 ¼	¼	2 ¼
Kina	9 ½	8 ½	8 ¾
Norges handelspartnere ²⁾	1 ¾	½	2 ¼

1) Gjennomsnittlig vekst per år

2) Eksportvekter, 26 handelspartnere

Kilder: Eurostat og Norges Bank

Figur 2.14 USA. Egenkapitalandel i ikke-finansielle foretak utenom landbruk. Prosent. 1. kv. 1980 – 2. kv. 2008



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

under nedgangsperiodene tidlig på 1990- og 2000-tallet, se figur 2.12.

I Kina faller veksten i eksporten som følge av lav markedsvekst. Fremover venter vi at den lave veksten i OECD-landene vil dempe oppgangen i Kina. I tillegg kan den svake utviklingen i boligmarkedet i det siste bidra til å redusere veksten i det private forbruket og investeringene, se figur 2.13. Vi legger likevel til grunn at fortsatt høy vekst i innenlandsk etterspørsel delvis vil veie opp for lavere etterspørsel fra utlandet.

Utsiktene for den økonomiske veksten internasjonalt er markert forverret som følge av utviklingen i finansmarkedene, særlig den siste måneden. Nedgangen i boligmarkedene trekker i samme retning. Samtidig bidrar fallet i råvareprisene siden forrige rapport isolert sett til å bedre utsiktene. Samlet er anslagene for den økonomiske veksten blant våre handelspartnere justert ned med om lag ½ prosentenheter til 1 ¾ prosent i 2008 og med 1 ½ prosentenheter til ½ prosent i 2009, se tabell 2.1. Vi venter svært lav vekst fram til høsten 2009.

Den internasjonale finanskrisen skaper særskilt stor usikkerhet om anslagene. Hvis risikopåslag på utlån og innstramming av kredittvilkår overfor bedrifter og husholdninger tiltar ytterligere og varer lenger enn antatt, vil de realøkonomiske konsekvensene bli større enn vi nå ser for oss. Den siste tidens uro kan også føre til at flere husholdninger brått ønsker å snu flere års gjeldsoppbygging, særlig i USA og Storbritannia. Konsumet kan i så fall bli vesentlig redusert. På den annen side kan myndighetenes tiltak for å dempe virkningene av krisen virke raskere enn vi har lagt til grunn for våre anslag. Husholdningene i euroområdet har en solid økonomisk stilling. Det gjelder også foretak utenom finanssektoren i USA, se figur 2.14. Realrentene er lavere enn ved tidligere tilbakeslag, og fremvoksende økonomier i Asia og Latin-Amerika ser ut til å være mer robuste.

Den høye prisveksten ventes å avta

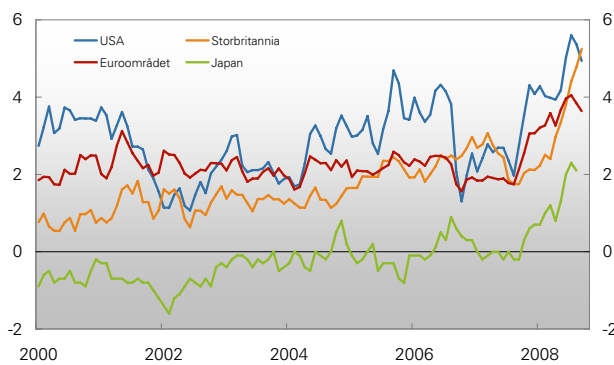
Veksten i konsumprisene tiltok fram til i sommer i industrilandene. De siste månedene har prisveksten avtatt noe i de fleste land, se figur 2.15. Prisene på energi og matvarer, som har bidratt til økt konsumprisvekst de siste par årene, faller nå. Samtidig øker produsentprisene fortsatt sterkt.

Utenom energi og matvarer har konsumprisveksten i industrilandene ikke endret seg mye de siste årene. Veksten i arbeidskostnadene har vært moderat, se figur 2.16. Sterk vekst i fremvoksende økonomier har bidratt til knapphet og kraftig prisvekst på flere råvarer og høy samlet konsumprisvekst i industrilandene. På den andre siden har reformer i flere industriland og økt konkurranse fra lavkostland bidratt til mer fleksible arbeids- og produktmarkeder. Det har trolig ført til at de sterke prisøkningene på energi og matvarer i liten grad har blitt kompensert med høyere lønnsvekst og økt prisvekst på andre varer og tjenester. Andrerundeeffekten av økte råvarepriser har derfor vært små.

I tillegg fører svakere vekstutsikter og fallet i prisene på olje og andre råvarer til mindre fare for at den tiltakende prisveksten fram mot sist sommer skal smitte over på inflasjonsforventningene og slik danne basis for varig høyere inflasjon. Siden i sommer har husholdningenes forventninger til inflasjonen falt både på kort og lengre sikt. Prisene på inflasjonsindekserte obligasjoner tyder på at langsiktige inflasjonsforventninger (5 år om 5 år) i USA og euroområdet har falt markert siden forrige rapport, se figur 2.17.

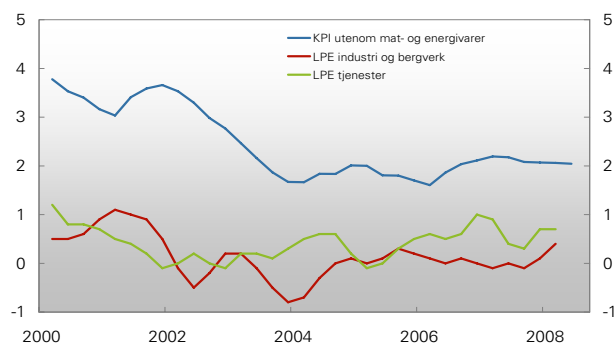
I fremvoksende økonomier og utviklingsland har konsumprisveksten tiltatt mer enn i industrilandene. I disse landene har inflasjonen særlig økt på grunn av høy prisvekst på matvarer, men også som følge av høyere energipriser og lite ledig produksjonskapasitet etter flere år med høy økonomisk vekst. I noen land har subsidier og andre prisregulerende tiltak dempet virkningen av økte råvarepriser på konsumprisene på energi- og matvarer. Flere land har det siste halvåret redusert tiltakene. Tidligere prisøkninger i råvaremarkedene kan derfor fortsatt i en tid trekke opp veksten i konsumprisene i disse landene.

Figur 2.15 Konsumpriser i industrilandene. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2000 – september 2008



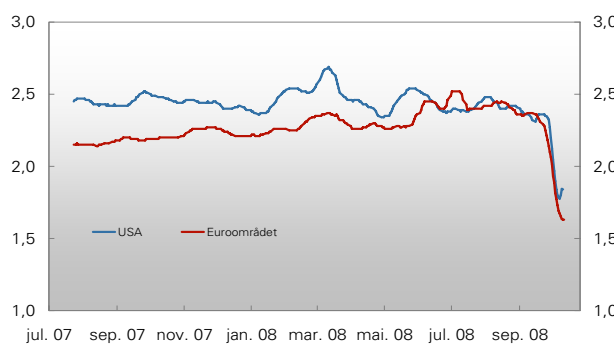
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.16 Konsumpriser (KPI) utenom mat- og energivarer og lønnskostnader per produserte enhet (LPE) i OECD-landene. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2008



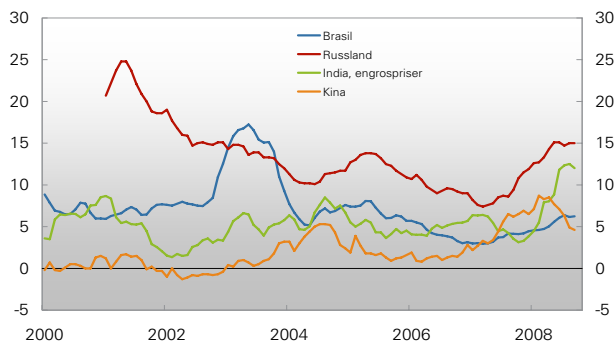
Kilder: OECD og Norges Bank

Figur 2.17 Markedsdeltakeres langsiktige inflasjonsforventninger.¹⁾ Prosent. 23. juli 2007 – 11. oktober 2008



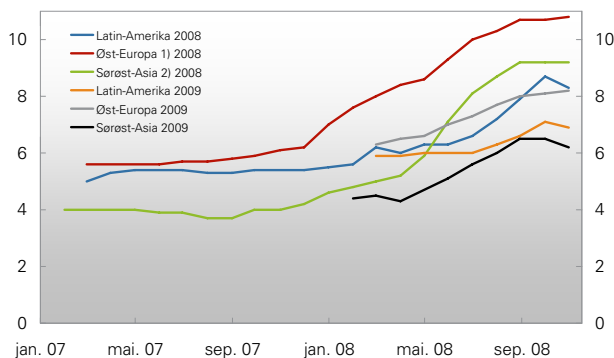
1) 5 år om 5 år. 10 dagers glidende gjennomsnitt
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.18 Konsumpriser i BRIC-landene¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – september 2008



1) Brasil, Russland, India og Kina
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.19 Fremvoksende økonomier. Consensus Economics' anslag for konsumprisvekst i 2008 og 2009. Prosent. Januar 2007 – oktober 2008



1) Øst-Europa inkluderer Russland
2) Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, Filippinene og Vietnam
Kilde: Consensus Economics

Fallet i valutakursene til mange fremvoksende økonomier den siste tiden kan også bidra til høyere inflasjon.

De siste månedene har konsumprisveksten stabilisert seg i Brasil, Russland og India, se figur 2.18. Prisveksten i Kina har gått markert ned, særlig for matvarer. I mange fremvoksende økonomier, inkludert BRIC-landene, er lønnsveksten høy. Den har avtatt noe i Kina. Ifølge Consensus Forecast har de fleste analytikerne i løpet av det siste året justert opp anslagene på inflasjon i fremvoksende økonomier for i år og neste år, se figur 2.19.

Våre anslag er basert på at prisene på olje og andre råvarer utvikler seg i tråd med terminprisene og holder seg på et lavere nivå enn i første halvår. Vi legger også til grunn at inflasjonsforventningene i industrilandene fortsatt er godt forankret og begrenser andrerundeeffekter i prisdannelsen. Svakere økonomisk vekst vil gjøre det vanskeligere for bedriftene å øke prisene og for lønsmottagere å ta ut høy lønnsvekst. På bakgrunn av høyere prisvekst enn ventet så langt i år, har vi likevel justert opp anslaget for konsumprisveksten hos våre handelspartnere i 2008 med ¼ prosentenheter til 3¾ prosent, se tabell 2.2. Anslaget for 2009 er justert ned med ¼ prosentenheter til 2¼ prosent. Anslagene innebærer at tolv månedersveksten i konsumprisene for handelspartnere samlet faller fra og med fjerde kvartal i år.

Tabell 2.2 Anslag på konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	2008	2009	2010-2011 ¹⁾
USA	4½	2	1¾
Euroområdet ²⁾	3½	1¾	2
Japan	1½	¾	¾
Storbritannia	4	3	2
Sverige	3¾	2¼	2
Kina	6½	4½	4
Norges handelspartnere ³⁾	3¾	2¼	2

1) Gjennomsnittlig vekst per år

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

3) Importvekter, 26 handelspartnere

Kilder: Eurostat og Norges Bank

Kraftig fall i prisene på energi og råvarer

Oljeprisen (Brent Blend) har falt med 69 dollar siden forrige pengepolitiske rapport. Gjennomsnittet hittil i oktober er 76 dollar per fat. Det er om lag som i fjor sommer.

Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Ifølge disse prisene vil oljeprisen være en del lavere de neste to årene enn gjennomsnittet for 2008, se figur 2.20. Dette er rundt 60 dollar lavere enn vi la til grunn i forrige rapport.

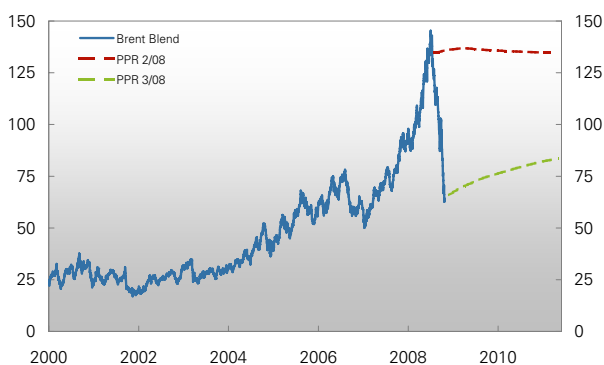
Veksten i etterspørselen etter olje er redusert som følge av svakere økonomisk utvikling. Reduksjonen er trolig også et resultat av endrede tilpasninger hos foretak og husholdninger etter den kraftige oppgangen i prisen fram til i sommer. I tillegg ventes det høyere produksjon i landene utenfor OPEC. Oljelagrene i OECD-landene kan dermed øke i resten av 2008 og i 2009. Samtidig er det utsikter til at OPEC vil ha mer ledig produksjonskapasitet i 2009, se figur 2.21. Sterkere dollar, økt usikkerhet og mindre vilje og evne blant finansielle investorer i fremtidsmarkedet for olje til å ta risiko har også bidratt til fallet i oljeprisen.

OPEC økte produksjonen sist sommer, men besluttet i september å redusere den. Hvis ikke produksjonen reduseres ytterligere, kan oljelagrene i OECD-landene fylles opp raskere enn tidligere lagt til grunn. Oljeprisen kan da falle mer. På det ekstraordinære møtet 24. oktober ventes det at OPEC vedtar nye kutt i produksjonen.

Et gjennomsnitt av analytikere som jevnlig utspørres av det amerikanske nyhetsbyrået Bloomberg, ventet i annen halvdel av oktober at oljeprisene i 2009 og 2010 ville bli en del høyere enn terminprisene. På den annen side tydet opsjonsprisene for olje i USA på at aktørene i dette markedet anså det som om lag like sannsynlig at oljeprisen ville falle under 50 dollar som at den ville øke over 90 dollar ved utgangen av 2009.

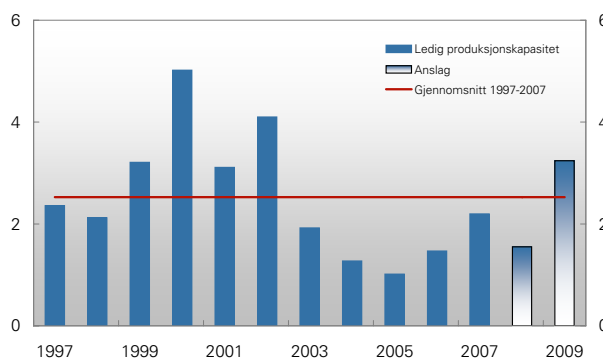
Det internasjonale energibyrådet (IEA) la i juli i år fram anslag for oljemarkedet ut 2013.⁴ Ifølge IEA vil tilbudet

Figur 2.20 Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. 3. januar 2000 – 23. oktober 2008. Terminpriser (stiplede linjer) 20. juni 2008 (august 2008 – mars 2011) og 23. oktober 2008 (desember 2008 – mai 2011)



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

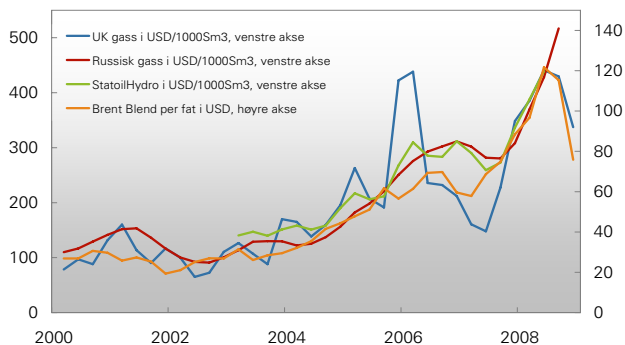
Figur 2.21 Ledig produksjonskapasitet for råolje i OPEC. Millioner fat per dag. 1997 – 2009¹⁾



1) Anslag for 2008 og 2009
Kilde: Energy Information Administration

4 International Energy Agency: Medium-Term Oil Market Report (MTOMR) - July 2008

Figur 2.22 Priser på naturgass og råolje. 1. kv. 2000 – 4. kv. 2008¹⁾

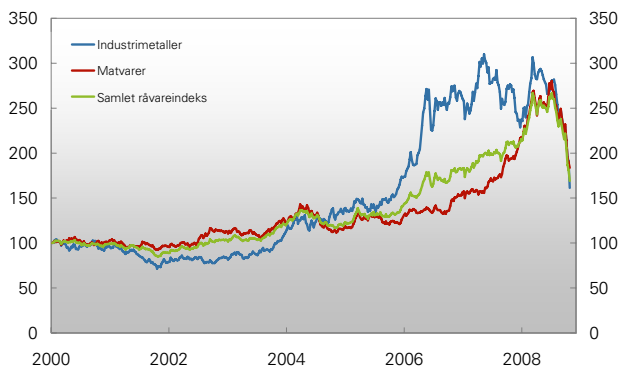


1) For 4. kvartal 2008 er gjennomsnittet av dagstall fra 01.10.2008 til 23.10.2008 brukt for Brent Blend og UK gass
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters, StatoilHydro, IMF og Norges Bank

fra landene utenfor OPEC øke de nærmeste årene. Nedgangen i verdensøkonomien og den høye oljeprisen vil bremse oljeetterspørselen. Siden IEA la fram rapporten, er utsiktene for verdensøkonomien ytterligere svekket. Etterspørselen rettet mot OPEC vil derfor trolig dempes de nærmeste årene.⁵

Når den økonomiske veksten over tid tar seg opp igjen, vil etterspørselen etter olje øke. Fortsatt industrialisering, urbanisering og økt forbruk vil gi sterk vekst i etterspørselen fra landene utenfor OECD. IEA ser samtidig for seg at veksten i tilbudet fra landene utenfor OPEC ikke vil vare ved. I tillegg kan stadig høyere kostnader ved nye oljeprosjekter i disse landene bidra til at OPEC kan holde en høy oljepris.

Figur 2.23 Internasjonale råvarepriser i dollar. Indeks. Uke 1 2000 = 100. Uke 1 2000 – uke 43 2008

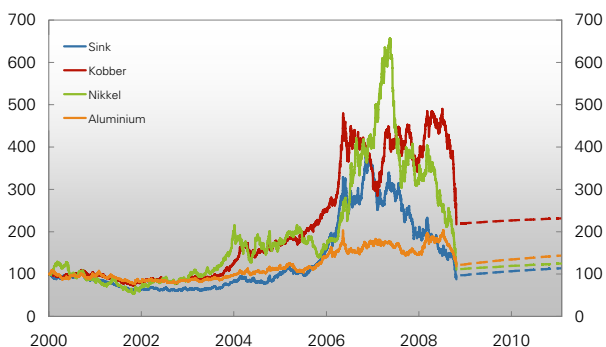


Kilder: Thomson Reuters og *The Economist*

Prisen på norsk gass har fortsatt å stige, se figur 2.22. Norsk gass selges for det meste på langsiktige kontrakter der prisen følger prisen på oljeprodukter med et visst tidsetterslep. Deler av norsk gass selges til markedspris i Storbritannia. Der har gassprisen falt, men langt mindre enn oljeprisen. Prisen på norsk gass vil ventelig reduseres etter hvert som nedgangen i oljeprisen veltes over i gassprisene både på kontinentet og i Storbritannia.

Også prisene på andre råvarer har avtatt fra høye nivåer siden forrige pengepolitiske rapport, se figur 2.23. Economists prisindeks for råvarer har falt 32 prosent målt i amerikanske dollar. Delindeksen for industriemetaller har gått ned med 31 prosent. Reduserte metallpriser reflekterer utsikter til lavere vekst i verdensøkonomien. Lagrene for industriemetaller notert på London Metal Exchange (LME) har steget gjennom sommeren og utover høsten. Terminprisene tyder på at markedsaktørene venter at prisene på industriemetaller blir værende på dagens nivå i årene fremover, se figur 2.24.

Figur 2.24 Metallpriser i dollar. Indeks. 4. januar 2000 = 100. 4. januar 2000 – 23. oktober 2008. Terminpriser fra 23. oktober 2008 (stiplet linje). Desember 2008 – februar 2011



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Matvareprisene har falt de siste månedene. Economists prisindeks for matvarer har falt 32 prosent siden forrige

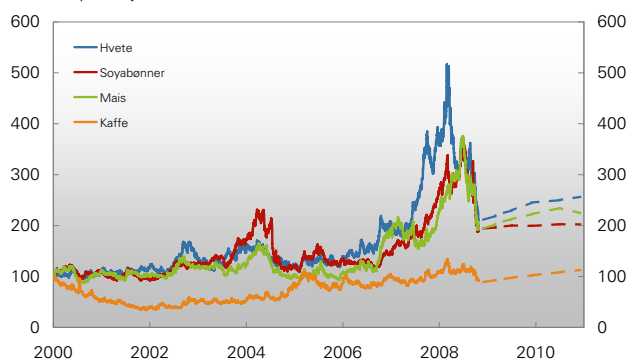
5 Etterspørselen rettet mot OPEC – den såkalte Call on OPEC – er global oljeetterspørsel fratrukket tilbudet fra landene utenfor OPEC og fratrukket OPECs produksjon av NGL og kondensat. At det sistnevnte også trekkes fra, skyldes at OPECs produksjonskvoter omfatter råoljeproduksjonen. Når OPEC produserer mer (mindre) enn etterspørselen rettet mot dem, øker (faller) lagrene.

rapport, hovedsakelig fordi produksjonen har økt. Mer dyrket areal og gode værforhold denne sesongen vil trolig gi store avlinger, særlig av korn. Etter hvert som mer matvarer brukes i produksjonen av biodrivstoff, har oljeprisen fått større betydning for matvareprisene. Nedgangen i oljeprisen har også bidratt til lavere matvarepriser.

Ifølge terminprisene venter markedsaktørene at prisene på matvarer skal stige noe i årene fremover, se figur 2.25. Fortsatt god vekst i etterspørselen etter mat fra fremvoksende økonomier og økt bruk av biodrivstoff kan bidra til å holde prisene oppe.

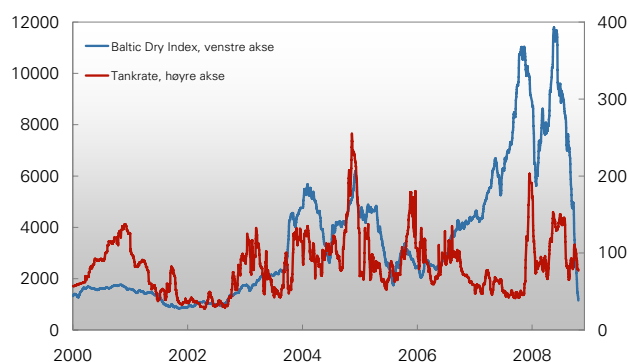
Fraktratene for tørrbukk (Baltic Dry Index) har falt med 88 prosent siden forrige rapport, mens tankratene har falt med 44 prosent, se figur 2.26. Markert nedgang i fraktrater og metallpriser tyder på at veksten i verdensøkonomien nå avtar raskt.

Figur 2.25 Matvarepriser i dollar. Indeks. 4. januar 2000 = 100. 4. januar 2000 – 23. oktober 2008. Terminpriser fra 23. oktober 2008 (stiplet linje). Desember 2008 – desember 2010



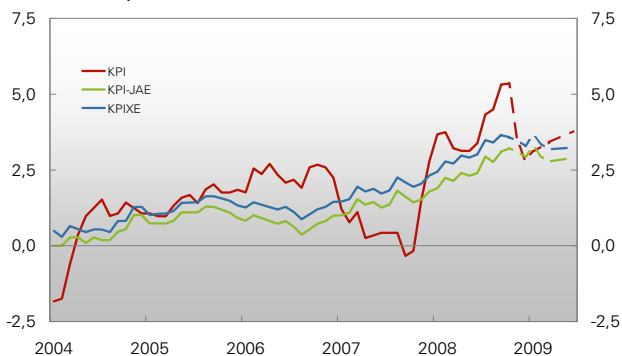
Kilder: Thomson Reuters, Chicago Board of Trade, Intercontinental Exchange og Norges Bank

Figur 2.26 Fraktrater. Indekser basert på rater i dollar. Tank: World Scale vestover fra Midtøsten. Tørrlast: Baltic Dry Index. 4. januar 2000 – 23. oktober 2008



Kilde: Thomson Reuters

Figur 3.1 KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – juni 2009³⁾



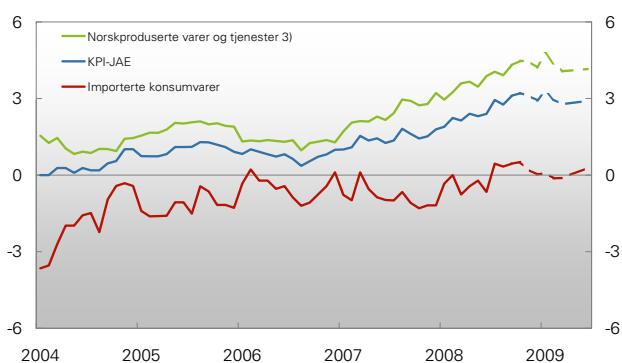
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.
 Se Staff Memo 2008/7 fra Norges Bank for en nærmere beskrivelse av KPIXE
 3) Anslag for oktober 2008 – juni 2009
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3 Nærmere om utviklingen i norsk økonomi

Høy prisvekst

Veksten i norsk økonomi har avtatt, samtidig som prisveksten har tiltatt. Det vil ta tid før et omslag i realøkonomien påvirker prisveksten. Fram mot neste sommer venter vi at avmattingen i realøkonomien begynner å gi lavere prisvekst.

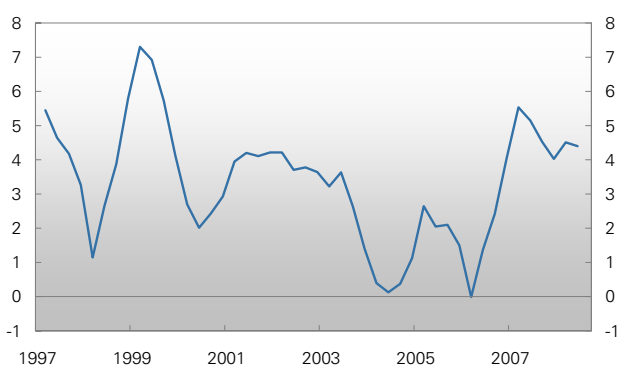
Figur 3.2 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – juni 2009²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) Anslag for oktober 2008 – juni 2009
 3) Norges Banks beregninger
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I september var konsumprisindeksen (KPI) 5,3 prosent høyere enn samme måned året før, se figur 3.1. Strømprisene steg markert gjennom sommeren etter å ha vært uvanlig lave gjennom store deler av fjoråret. Bensinprisene nådde en topp da oljeprisen var på sitt høyeste i juli, men har siden falt noe tilbake. Likevel har bensinprisene så langt i år vært vesentlig høyere enn på samme tid i fjor. Vi anslår at veksten i KPI fra 2007 til 2008 blir 3¼ prosent. Ulike indikatorer for underliggende inflasjon var i september mellom 3,1 og 3,9 prosent. Prisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 3,1 prosent. Justert for avgifter og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 3,7 prosent.¹ Den underliggende prisveksten anslås å være nær 3½ prosent. Det er høyere enn ventet i Pengepolitisk rapport 2/08 og én prosentenheter over inflasjonsmålet på 2,5 prosent.

Figur 3.3 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Fire kvartalers glidende gjennomsnitt. 1. kv. 1997 – 2. kv. 2008



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den underliggende prisveksten har tiltatt raskt siden sommeren 2006. Det er i første rekke prisveksten på norskproduserte varer og tjenester som har steget mye, se figur 3.2. I september var prisene på norskproduserte varer og tjenester 4,3 prosent høyere enn i samme måned året før, mens prisene på importerte konsumvarer var 0,4 prosent høyere. Prisutviklingen den siste tiden er nærmere omtalt i en egen ramme, se side 40.

1 Beregningene av KPIXE for september er basert på terminprisene for olje og elektrisitet de siste ti handledagene i september. Beregningene av KPIXE er beskrevet nærmere i Staff Memo 2008/7.

Veksten i lønningene har tiltatt, og veksten i produktiviteten har stoppet opp. Lønnskostnadene per produsert enhet har økt betydelig de siste to årene, se figur 3.3. Årets jordbruksoppgjør ga høy prisvekst på mange matvarer. Den sterke veksten i etterspørselen de siste årene kan også ha gjort det lettere for bedriftene å velte økte kostnader over i prisene.

Vi legger til grunn at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil holde seg høy inn i 2009. Årets jordsbruksoppgjør vil føre til ytterligere økning i prisene på norske jordbruksvarer fra nyttår. I tillegg kan sammenslåinger i dagligvarebransjen gjøre det lettere for butikkjedene å øke sine marginer. Det kan også bidra til høyere matvarepriser fremover. Veksten i husleiene kan tilta videre. Forventninger om lav vekst i boligprisene kan gjøre det mer attraktivt å leie. Mange eksisterende husleiekontrakter er indeksert mot KPI. Den høye KPI-veksten vi har bak oss, kan derfor bidra til høyere husleier fremover. I tillegg har renteutgiftene for utleiere økt.

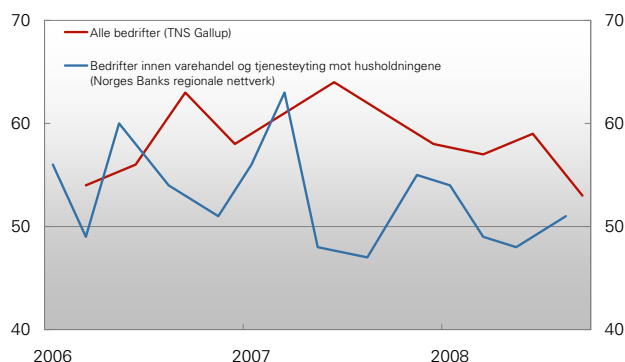
I TNS Gallups forventningsundersøkelse for tredje kvartal venter næringslivslederne fortsatt høyere vekst i bedriftenes utsalgspriser de neste tolv månedene, se figur 3.4. Andelen som venter høyere prisvekst har imidlertid falt, samtidig som andelen som venter lavere prisvekst har steget. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk fra varehandel og tjenesteyting mot husholdningene venter om lag uendret prisvekst fremover.

Lav vekst i husholdningenes etterspørsel kan gjøre det vanskeligere å velte økte kostnader over til kundene. Med et brått omslag i norsk økonomi vil lønnsveksten trolig komme raskere ned enn vi tidligere har lagt til grunn. Veksten i produktiviteten anslås å ta seg opp neste år. Det vil etter hvert kunne dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester.

Prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta har steget siden 2007, etter å ha falt i flere år, se figur 3.5.²

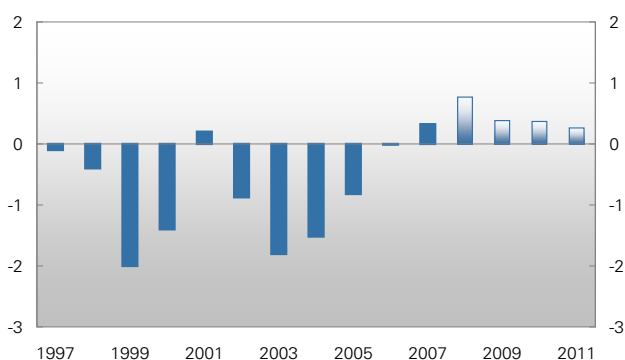
2 Sammenliknet med forrige rapport har vi oppjustert den historiske prisveksten på importerte konsumvarer, målt i utenlandsk valuta. Dette skyldes at nye beregninger fra Verdensbanken har vist at prisenivået i Kina og andre lavkostland har vært høyere enn vi tidligere har lagt til grunn. Dermed blir også den anslåtte, negative prisenivåeffekten av vridningen av importen mot lavkostland mindre.

Figur 3.4 Forventninger til vekst i bedriftenes utsalgspriser neste 12 måneder. TNS Gallup og Norges Banks regionale nettverk. Diffusjonsindekser¹⁾. Januar 2006 – september 2008



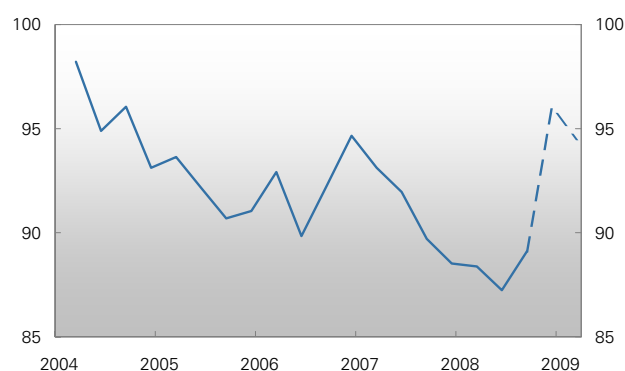
1) Andel som venter høyere vekst + 0,5*andel som venter uendret vekst. Tall over 50 indikerer forventning om høyere vekst
Kilder: TNS Gallup og Norges Banks regionale nettverk

Figur 3.5 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 1997 – 2011¹⁾



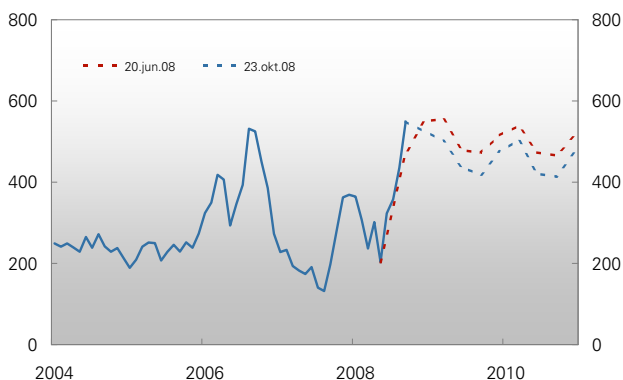
1) Anslag for 2008 – 2011
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Importveid valutakurs (I-44).¹⁾ Faktisk utvikling og referansebanen. Indeks. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2009



1) Stigende kurve betyr svakere kronekurs
Kilde: Norges Bank

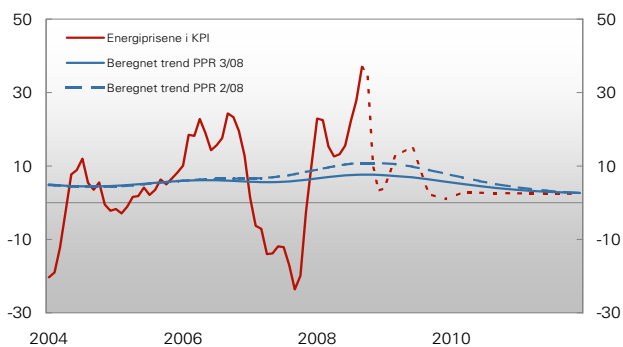
Figur 3.7 Strømpris Nord Pool. NOK/MWh. Faktiske priser. Januar 2002 – september 2008. Terminpriser, gjennomsnitt siste 10 dager (stiplet) 1. kv. 2009 – 4. kv. 2010



Kilder: Nord Pool og Norges Bank

Prisveksten hos handelspartnerne har økt, og det er mindre vridning av import mot lavkostland enn tidligere. Butikkprisene på importerte konsumvarer fortsatte likevel å falle inntil for få måneder siden. Prisveksten dempes trolig av styrkingen av kronekursen fra slutten av 2006 og fram til sommeren 2008, se figur 3.6. Kronekursen påvirker normalt prisene på importerte konsumvarer med et tidsetterslep. De siste månedene har kronekursen svekket seg kraftig. Det vil etter hvert bidra til høyere prisvekst på importerte konsumvarer. I tillegg ventes prisene på disse varene, målt i utenlandsk valuta, å fortsette å stige i årene fremover, men i noe lavere takt enn i år. Vi legger til grunn at prisveksten på importerte konsumvarer vil være nær null fram mot sommeren.

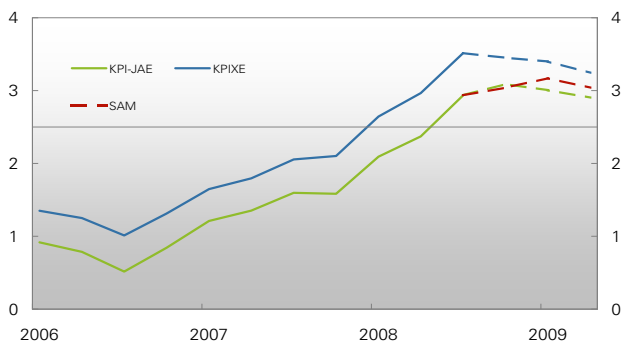
Figur 3.8 Energiprisene i KPI.¹⁾ Faktisk og beregnet trend²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – desember 2011³⁾



1) Varegruppene elektrisitet og brensel og drivstoff og smøremidler
2) Trenden er beregnet ved hjelp av et HP-filter (lambda = 14400) på den faktiske og anslåtte utviklingen i energiprisene i KPI
3) Anslag for oktober 2008 – desember 2011
Kilder: Nord Pool, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det er utsikter til noe lavere strømpriser fremover enn vi la til grunn i forrige rapport, se figur 3.7. Prisfall på energivarer, som kull og olje, har trukket ned strømprisforventningene på Kontinentet, og dette bidrar til lavere prisforventninger også i Norge. Fallet i oljeprisene vil kunne gi lavere bensinpriser. Den beregnede energipris-trenden som inngår i anslagene for KPIXE, er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.8.³

Figur 3.9 KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM³⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 2. kv. 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 omtale av KPIXE
3) System for sammenveining av modeller for kortsiktige prognoser
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fortsatt høy prisvekst på norskproduserte varer og tjenester vil bidra til at veksten i KPI-JAE blir liggende nær tre prosent det nærmeste halve året. Anslagene for KPI-JAE er noe lavere enn fremskrivningene fra SAM⁴⁾, vårt system for sammenveining av korttidsmodeller, se figur 3.9. Vi legger til grunn at veksten i KPI vil avta og trolig ligge mellom tre og fire prosent de neste kvartalene. Veksten i KPIXE avtar til noe under 3½ prosent fram mot sommeren. Veksten i KPI-JAE, KPI og KPIXE anslås etter hvert å falle sammen og stabilisere seg på inflasjonsmålet mot slutten av prognoseperioden.

3 Anslaget for KPIXE fra og med oktober er basert på terminprisene for olje og elektrisitet i tidsrommet 10. oktober til 23. oktober.

4 SAM, system for sammenveining av modeller, er beskrevet i en utdyping i Pengepolitisk rapport 2/08.

Prisutviklingen den siste tiden

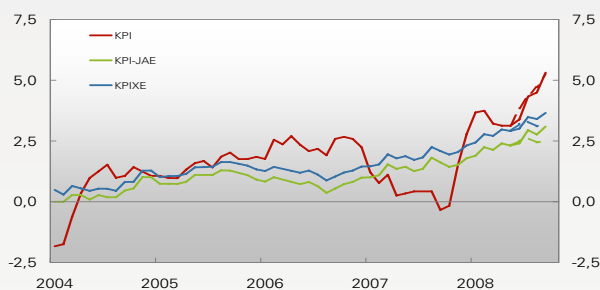
Tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) var over tre prosent i første halvdel av 2008. De siste tre månedene har veksten tatt seg ytterligere opp, og i september var KPI 5,3 prosent høyere enn samme måned året før. Dette er den høyeste veksten i konsumprisene siden 1988. Den kraftige veksten skyldes blant annet at veksten i strømprisene har vært høy, samtidig som strømprisene var usedvanlig lave på samme tid i fjor. I september var tolv månedersveksten i strømprisene over 60 prosent. Justert for avgiftsendrings-

ger og uten midlertidige endringer i energiprisene (KPIXE) var prisveksten 3,7 prosent i september. Det var 0,5 prosentenheter høyere enn anslått i forrige rapport, og skyldes i hovedsak at konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) har vært høyere enn ventet. Anslaget på trendveksten i energiprisene holdt seg nokså stabilt fra juni til utgangen av september.

KPI-JAE har vært høyere enn anslått i forrige rapport, se figur 1. I september var tolv månedersvek-

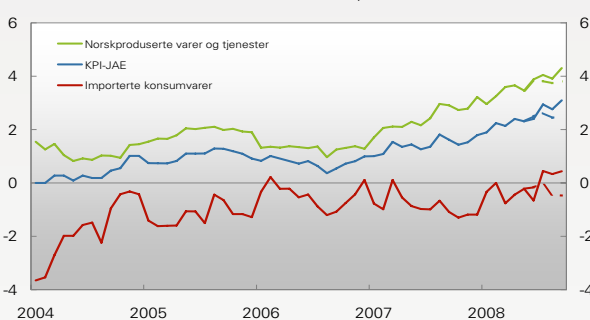
sten i KPI-JAE 3,1 prosent, 0,6 prosentenheter høyere enn anslått i PPR 2/08. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har også tatt seg opp siden forrige rapport. Den vektete medianen viste en vekst på 3,1 prosent i september. Tolv månedersveksten i et trimmet snitt av undergruppene i KPI var 3,9 prosent i september, opp fra 3,6 prosent i august.¹ Prisveksten målt ved KPI-JAE og ved det trimmede snittet har ikke vært høyere siden 1991.²

Figur 1 KPI, KPI-JAE¹⁾ og KPIXE²⁾. Anslag fra PPR 2/08 (stiplet) og faktisk utvikling. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – september 2008



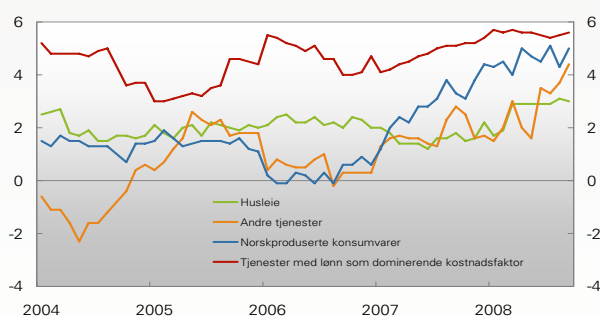
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se Staff Memo 2008/7 fra Norges Bank for en nærmere beskrivelse av KPIXE
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges

Figur 2 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Anslag fra PPR 2/08 (stiplet) og faktisk utvikling. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – september 2008



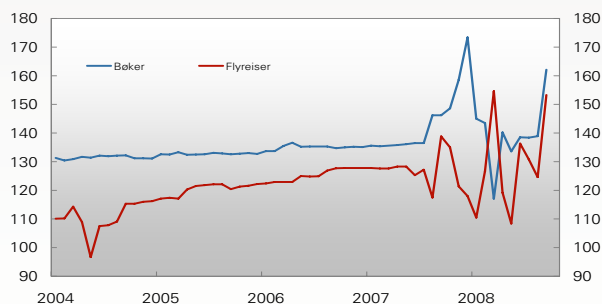
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Norskproduserte varer og tjenester¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 - september 2008



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

Figur 4 Prisnivå på varegrupper i KPI med endret beregningsmetode fra august 2007. Indeks, 1998 = 100. Januar 2004 – september 2008



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Økt prisvekst på norskproduserte varer og tjenester

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tiltatt ytterligere og har vært noe sterkere enn ventet, se figur 2. I september var tolv månedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester 4,3 prosent. I mai, som var det siste publiserte tallet vi hadde da PPR 2/08 ble lagt fram, var tolv månedersveksten i disse prisene 3,5 prosent. Prisene på tjenester med andre viktige priskomponenter enn lønn var 4,4 prosent høyere i september enn samme måned året før, opp fra 1,6 prosent i mai, se figur 3. Særlig har prisveksten på flyreiser tiltatt som følge av høyere drivstoffpriser. Flyprisene, slik de måles av Statistisk sentralbyrå, svinger imidlertid mye, se figur 4. Prisveksten på tjenester med lønn som viktigste kostnadsfaktor har holdt seg relativt stabil siden forrige rapport. I september var tolv månedersveksten 5,6 prosent, uendret fra mai. Veksten i prisene

på norskproduserte konsumvarer ligger fortsatt på et høyt nivå. I september var tolv månedersveksten på 5,0 prosent. Prisene på bøker steg mye i september, men disse prisene varierer også mye, se figur 4. Matvareprisene øker fortsatt og i september var tolv månedersveksten på 4,7 prosent. Det er fremdeles prisveksten på norskproduserte matvarer som har tiltatt mest, se figur 5. Tolv månedersveksten i husleiene har ligget rundt tre prosent det siste halve året. Den betalte husleien vokser fortsatt raskere enn den beregnede husleien.³

Positiv prisvekst for importerte konsumvarer

De siste tre månedene har tolv månedersveksten for importerte konsumvarer vært positiv og sterkere enn ventet i forrige rapport, se figur 2. I september var prisene 0,4 prosent høyere enn i september i fjor. Tolv månedersveksten har ikke vært så høy siden 2001. Sterk prisvekst på teletstyr har trolig bidratt til å trekke opp prisveksten

på importerte konsumvarer. Det er vanskelig å si nøyaktig hva prisøkningen på teletstyr i KPI har vært da indeksen ikke er publisert, men vi antar at veksten fra juni til juli var på rundt 40 prosent.⁴ I så fall bidro dette til å trekke opp veksten i KPI med en knapp tiendedel. Prisene på importerte konsumvarer dempes fortsatt av prisfall på klær og sko og audiovisuelt utstyr, se figur 6.

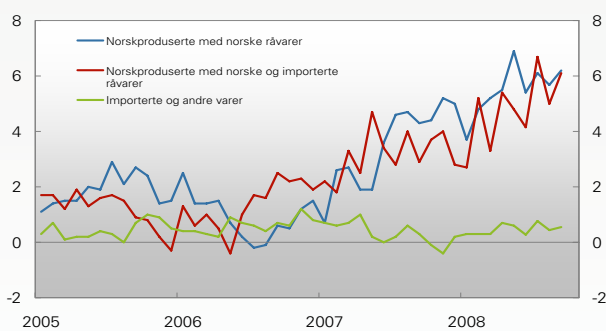
1 I beregningen av den vektete medianen og det trimmede snittet inngår 146 varegrupper i KPI, justert for avgifter. I begge indikatorene rangeres prisveksten på de forskjellige varegruppene hver måned i stigende rekkefølge. Prisveksten ifølge den vektete medianen er prisveksten på den varegruppen som kommer i midten av fordelingen når det tas hensyn til de ulike varegruppene vekt i KPI. I det trimmede snittet fjernes de varegruppene som utgjør ti prosent av vektgrunnlaget i KPI øverst og nederst i fordelingen. Prisveksten beregnes som et vektet gjennomsnitt av prisveksten på de gjenværende varegruppene.

2 Tolv månedersveksten i KPI-JAE for september er den høyeste siden SSB begynte å publisere indikatoren i 2000. I følge våre beregninger må vi tilbake til 1991 for å finne en kraftigere tolv månedersvekst.

3 Den betalte husleien måler prisutviklingen for de husholdningene som leier bolig, mens den beregnede husleien skal være et mål på bokostnadene for de husholdningene som eier egen bolig.

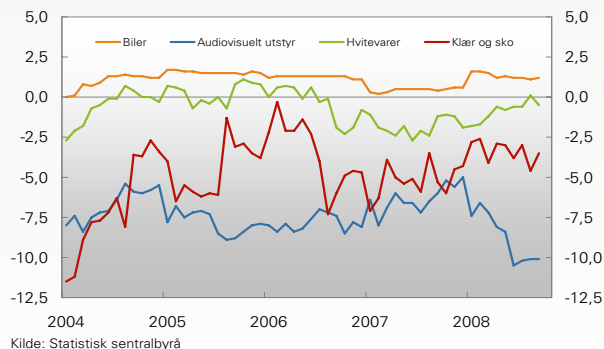
4 SSB begynte å publisere delindeksen for teletstyr i august i år.

Figur 5 Prisutviklingen på matvarer i Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – september 2008



Kilder: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF) og Norges Bank

Figur 6 Priser på varegrupper i KPI som i hovedsak importeres. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – september 2008



Kilde: Statistisk sentralbyrå

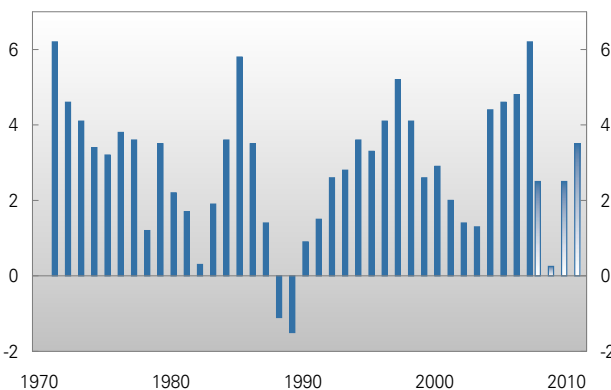
Finanskrisen gir lavere økonomisk vekst

Norsk økonomi blir preget av de unormale forholdene i finansmarkedene. Innenlandsk etterspørsel blir påvirket gjennom flere kanaler. Økte risikopremier i penge- og obligasjonsmarkedene har bidratt til at finansieringskostnadene for bedrifter og husholdninger har økt i det siste. Bankene har strammet inn sin kredittpraksis. Boligprisene og verdiene av aksjene på Oslo Børs har falt. Lavere forventninger til utviklingen fremover kan føre til et ønske om å redusere gjeldsbelastningen. Disse forholdene vil påvirke bedrifter og husholdninger når de tar beslutninger om investeringer, sparing og konsum. I tillegg vil svakere vekst i verdensøkonomien det nærmeste året gi lavere vekst i etterspørselen rettet mot norske eksportnæringer. De ulike kanalene er nærmere drøftet i egen ramme på side 44.

Veksten i norsk økonomi avtok markert i første halvår i år. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var den annualiserte sesongjusterte veksten i BNP for Fastlands-Norge 1,6 prosent i første halvår sammenliknet med andre halvår i fjor, etter at økonomien vokste med 6,2 prosent fra 2006 til 2007, se figur 3.10. Annualisert vekst i privat konsum var 1,3 prosent, og boliginvesteringene falt med 15,6 prosent fra andre halvår 2007 til første halvår 2008.

Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) tyder på at veksten i sysselsettingen stoppet opp i andre kvartal i år. Vi venter fall i sysselsettingen fra 2008 til 2009, se figur 3.11. Ifølge NAV har tilgangen på ledige stillinger falt markert. Norges Banks regionale nettverk gjennomførte sin siste ordinære runde i august. Bedriftene i det regionale nettverket rapporterte da at de hadde mindre behov for å øke sysselsettingen fremover. Innen varehandel og bygg- og anleggsbransjen meldte flere bedrifter om nedgang i sysselsettingen. Det hadde jevnt over blitt enklere å rekruttere nye medarbeidere. I en ekstra runde i midten av oktober som omfattet et begrenset antall kontakter, meldte bedriftene at den store usikkerheten om utviklingen fremover kan føre til at flere bedrifter avlyser eller utsetter planer om nye ansettelser.

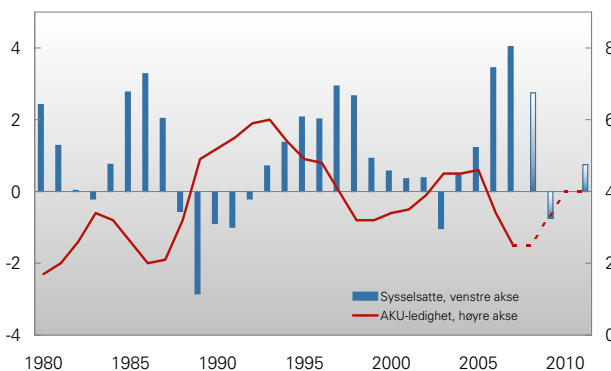
Figur 3.10 BNP for Fastlands-Norge. Årlig volumvekst. Prosent. 1971 – 2011¹⁾



1) Anslag for 2008 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

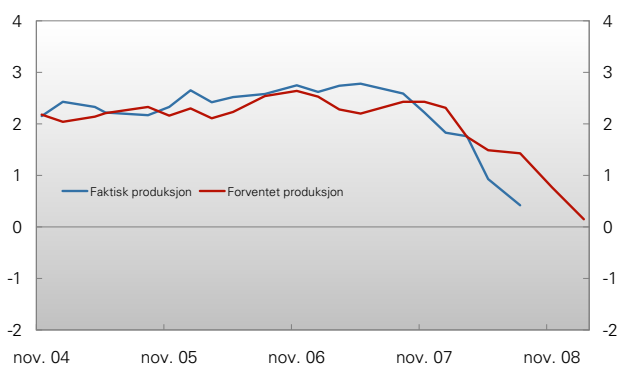
Figur 3.11 Endring i sysselsetting (KNR) fra året før i prosent og arbeidsledighet (AKU) i prosent av arbeidsstyrken. 1980 – 2011¹⁾



1) Anslag for 2008 – 2011

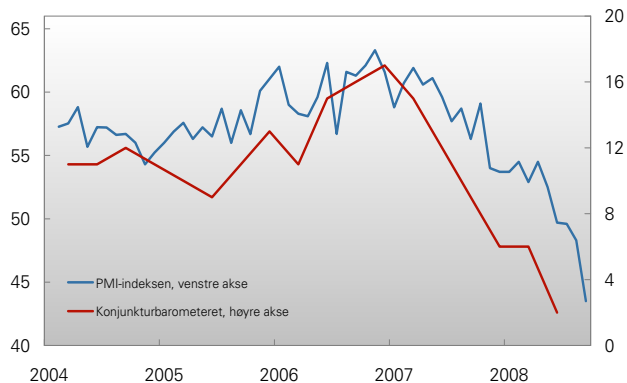
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Faktisk og forventet produksjon siste kvartal. Indeks¹⁾.
November 2004 – februar 2009



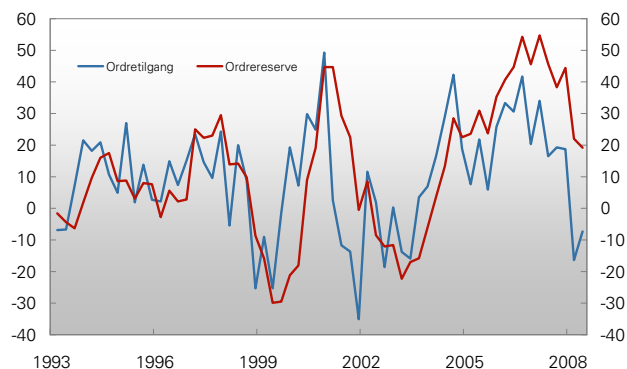
1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst.
Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i Penger og Kreditt 2/05 for nærmere omtale
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 3.13 Sammensatt konjunkturindikator i Konjunkturbarometeret og PMI-indeksen. Diffusjonsindekser. Sesongjustert. Kvartals- og månedstall.
1. kv. 2004 – 2. kv. 2008 (februar 2004 – september 2008)



Kilder: Statistisk sentralbyrå og NIMA/Fokus Bank

Figur 3.14 Ordretilgang og ordreservert i industrien (løpende priser).
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1993 – 2. kv. 2008



Kilde: Statistisk sentralbyrå

I august rapporterte bedriftene i Norges Banks regionale nettverk at aktiviteten i bygge- og anleggssektoren og i varehandelen hadde falt. Innen tjenesteyting mot husholdningene hadde veksten stoppet opp. I ekstrarunden i oktober rapporterte flere bedrifter om fall i omsetningen mot slutten av tredje kvartal.

Industrinæringer som produserer for det norske markedet, opplever redusert etterspørsel. Produksjonen av konsumvarer har falt. Veksten innen tjenesteyting mot næringslivet og i eksportindustrien holdt seg opp gjennom første halvår i år. Det var fortsatt god vekst i sektorer som leverer til petroleumsnæringen og i deler av den kjemiske industrien.

Lavere vekst i disponibel realinntekt og økte finansinvesteringer gjør at etterspørselen fra husholdningene anslås å falle i tredje kvartal. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk ventet i august svakere vekst og lavere investeringer i alle næringer det neste halve året, se figur 3.12. I hjemmemarkedsindustrien og i bygge- og anleggsbransjen ventet bedriftene fall i produksjonen. Bedriftsledernes forventninger slik de måles i Konjunkturbarometeret for industrien og innkjøpsjefenes forventningsindeks (PMI) bekrefter dette bildet, se figur 3.13. Igangsettingstall for boligbygg, ordrestatistikken og signaler fra kontaktene i Norges Banks regionale nettverk tyder på at boliginvesteringene vil falle videre de nærmeste kvartalene.

Prisene på råvarer som Norge eksporterer svinger nå mye. Vi har tidligere sett at norsk industriproduksjon reagerer på endringer i råvarepriser. Det er fortsatt god vekst i oljeinvesteringene. I noen næringer, særlig innenfor produksjon av skip og plattformer og kjemisk industri, har ordretilgangen lenge vært så stor at bedriftene har bygget opp betydelige ordreserver, se figur 3.14. Hvis disse ordrene blir realisert, kan en del bedrifter opprettholde høy aktivitet en god stund fremover. Høye ordreserver er likevel ingen garanti for fortsatt produksjon. Økte finansieringskostnader og større usikkerhet om utviklingen i verdensøkonomien kan føre til at planlagte prosjekter skrinlegges og ordre blir kansellert.

Hvordan påvirker finanskrisen veksten i norsk økonomi?

Virkningene av finanskrisen for aktiviteten i norske husholdninger og bedrifter kommer i hovedsak gjennom fire ulike kanaler:

Rente- og kredittkanalen

- Finansieringskostnadene for bedrifter og husholdninger har steget noe mer enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi siden forrige rapport. Det bidrar til lavere vekst i disponibel inntekt hos husholdningene og lavere etterspørsel etter investeringsvarer hos husholdninger og bedrifter.
- Bankene stiller strengere krav til sikkerhet og betalingsevne enn før, og de har begrenset muligheten til å ta opp nye lån. Det påvirker både boliginvesteringene og foretaksinvesteringene.

Forventningskanalen

- Forventingene om svakere utvikling i økonomien og økt arbeidsledighet kan føre til at husholdningene ønsker å redusere sin gjeld eller bygge opp sine finansielle buffere. Det kan gi økt sparing og lavere konsum.
- Økt usikkerhet om utviklingen fremover kan gjøre at bedrifter og husholdninger utsetter eller avlyser investeringsbeslutninger.

Formueskanalen

- Fall i boligpriser og aksjeverdier gir et fall i privat formue. Lavere panteverdier på bolig kan føre til at husholdningene vil ønske

å redusere gjeld, og det kan bli vanskeligere å få lån. Det vil virke dempende på konsum og realinvesteringer.

- Lavere aksjekurser og høy volatilitet i aksjemarkedene kan gjøre det vanskeligere for bedriftene å hente inn ny egenkapital.

Eksportkanalen

- Finanskrisen rammer også våre handelspartnere. Det vil dempe etterspørselen i utlandet etter norske varer.
- Fallende priser i verdensmarkedet gir lavere lønnsomhet. Det kan gi lavere investeringer i norske bedrifter.

Det er usikkerhet knyttet til både styrken og varigheten av finanskrisen og hvor raskt og sterkt den vil virke på realøkonomien. I våre anslag legger vi til grunn at finanskrisen i hovedsak får virkninger for veksten i norsk økonomi mot slutten av 2008 og i 2009. Våre anslag på veksten i norsk økonomi er derfor betydelig nedjustert for denne perioden. Fra begynnelsen av 2010 vil pengepolitikken bidra til noe høyere vekst i konsum og investeringer sammenliknet med anslagene i forrige rapport.

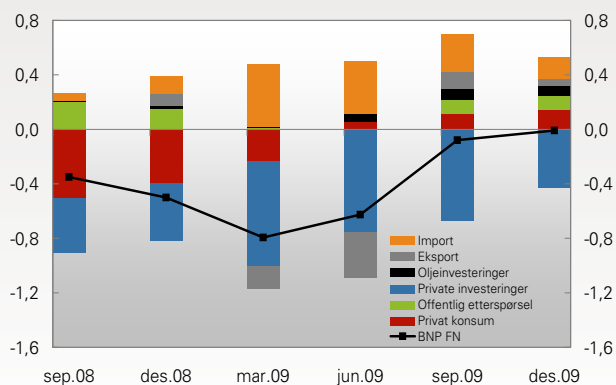
Figuren viser hvordan våre anslag på de ulike etterspørselskomponentene – privat konsum, private investeringer, eksport, import og offentlig konsum – har endret seg

fra Pengepolitisk rapport 2/08 til denne rapporten.¹ På årsbasis er veksten i BNP for Fastlands-Norge nedjustert med ¾ prosentenheter i år og 1¾ prosentenheter neste år. Vi har i hovedsak nedjustert privat konsum og private investeringer. Våre anslag er også nedjustert for tredje kvartal 2008, selv om denne perioden trolig i liten grad ble påvirket av utviklingen i finanskrisen den siste tiden. Konsumet er justert mest ned for inneværende halvår, mens vi antar at den største effekten på private investeringer kommer i 2009. Boliginvesteringene, som allerede har falt mye, vil fortsette å falle i første del av 2009.

Vi legger til grunn at de negative effektene på eksporten i hovedsak vil komme i første halvår 2009. Svak kronekurs demper noe av virkningen knyttet til lavere etterspørsel ute. Samtidig vil svakere vekst i privat konsum og investeringer innenlands bidra til redusert vekst i importen. Det demper det negative bidraget til veksten i BNP for Fastlands-Norge. I sum antar vi at endringer i nettoeksporten bidrar positivt til veksten i fastlandsøkonomien gjennom det meste av 2009.

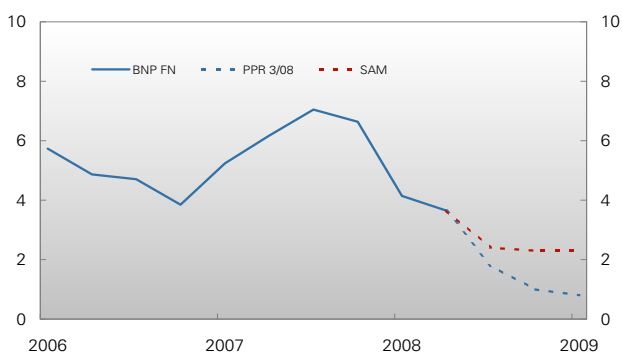
¹ En mer detaljert gjennomgang av endringene i anslagene finnes i utdypingen "Anslagene i Pengepolitisk rapport 2/08 og 3/08" som står på side 60.

Figur 1 Dekomponering av endringene i vårt anslag for veksten i BNP Fastlands-Norge



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 BNP for Fastlands-Norge i markedsverdi.¹⁾ Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM²⁾. Faste 2005-priser. Firekvarteralsvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2006 – 1. kv. 2009

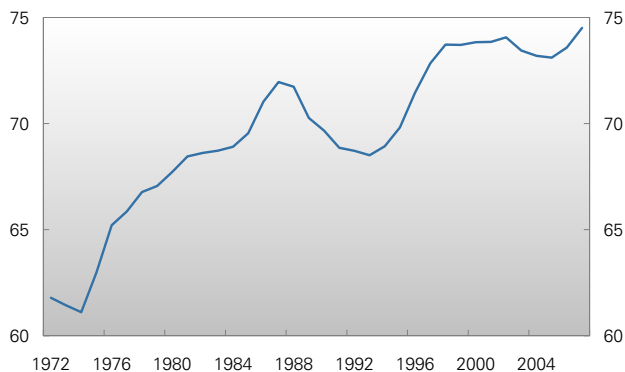


1) Anslag for 3. kv. 2008 – 1. kv. 2009

2) System for sammenveining av modeller for kortsiktige prognoser

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Arbeidsstyrken som andel av befolkningen mellom 16 og 74 år. Årstall. Prosent. 1972 – 2007



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge blir nær null de nærmeste kvartalene. Vårt system for sammenveining av kortidsmodeller, SAM, anslår lavere vekst fremover enn tidligere, se figur 3.15. Våre anslag er lavere enn anslagene fra SAM. Kortidsmodellene fanger ikke fullt ut opp effektene av økte finansieringskostnader og innstramming i bankenes kredittpraksis, samt utviklingen så langt i oktober. Informasjonen fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk gir også grunnlag for å anslå lav vekst de nærmeste kvartalene. Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås å bli svært lav i 2009, men ta seg opp i 2010 og 2011.

Svakere vekst i arbeidstilbudet

Høy vekst i arbeidstilbudet bidro lenge til at norsk økonomi kunne vokse mye. Arbeidsdeltakelsen i befolkningen mellom 16 og 74 år var i 2007 på det høyeste nivået siden registreringen startet i 1972, se figur 3.16, og arbeidsinnvandringen har økt kraftig siden 2004. Arbeidstilbudet, korrigert for sesongvariasjoner, vokste fortsatt i første kvartal. Siden april har arbeidstilbudet vært om lag uendret.

Økt arbeidsdeltakelse blant de under 25 år og de over 55 år har gitt et betydelig bidrag til arbeidsstyrken de siste årene. Andelen av befolkningen som er over 55 år stiger. Det kan innebære at antallet som går av med førtidspensjon vil øke. Fram til i dag har de fleste som velger å ta i mot pensjon, trukket seg helt ut av arbeidslivet. Arbeidsdeltakelsen i aldersgruppen under 25 år varierer

mer med konjunktorene enn i andre aldersgrupper. Når det er stor etterspørsel etter arbeidskraft, er det gjerne en stigende andel som velger å arbeide fremfor å fortsette utdanningen. Når etterspørselen etter arbeidskraft dempes, vil trolig en større andel av denne gruppen velge høyere utdanning.

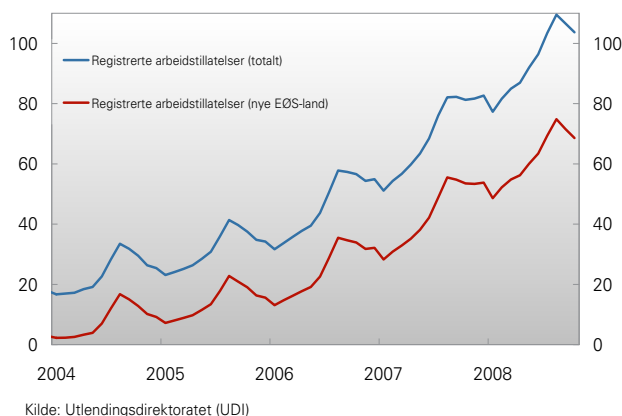
Høy innvandring har vært den viktigste årsaken til den sterke veksten i arbeidsstyrken de siste årene. Innflyttingen tiltok markert etter utvidelsen av EØS i 2004, se figur 3.17. Antallet arbeidstillatelser utstedt av Utlendingsdirektoratet har fortsatt å øke i 2008, men veksttakten har avtatt noe de siste månedene. Antallet registrerte arbeidstakere hos Sentralskattekontoret for utenlandssaker har også økt videre i 2008, se figur 3.18.

Mange av arbeidsinnvandrerne velger å bosette seg i Norge. De siste fire årene har nettoinnflyttingen vært større enn fødselsoverskuddet. Befolkningsveksten i 2007 var om lag 55 000 personer, hvorav nettoinnflytting utgjorde 73 prosent.

Storbritannia og Irland har vært de største mottakerne av arbeidskraft fra Øst-Europa. Det rapporteres nå at arbeidsinnvandrere til disse landene har begynt å reise tilbake til sine hjemland. I Norge er det også stor bevegelse i antallet nye EØS-borgere som flytter inn og ut, men innflyttingen er fortsatt betydelig større enn utflyttingen. Erfaringene fra tidligere perioder med høy innflytting tilsier at svært mange av dem som har kommet, blir værende i Norge. På den andre siden har en stor andel av arbeidsinnvandrerne vært ansatt i bygge- og anleggssektoren. Fall i sysselsettingen i denne næringen kan tilsi at arbeidsinnvandringen kan avta noe, og at enkelte flytter tilbake til sine hjemland. Vi legger til grunn at arbeidsinnvandringen gradvis vil avta i årene som kommer.

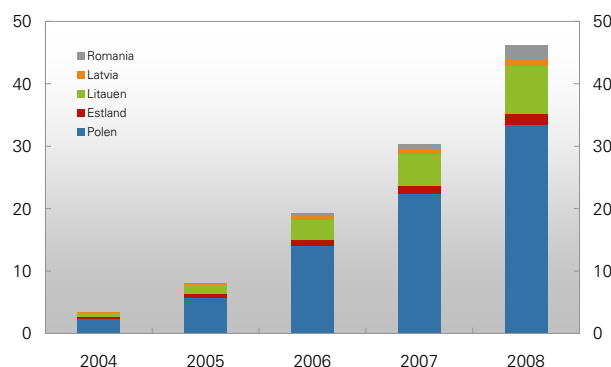
Befolkningsveksten blir trolig høy også i år. Fremover venter vi at veksten avtar noe, men at den fortsatt vil være på et historisk høyt nivå. Arbeidsstyrken har vist seg å være fleksibel, med økt tilfang når etterspørselen etter arbeidskraft har vært stor. Historiske erfaringer tilsier også at det trolig vil være noe frafall fra arbeidsstyrken

Figur 3.17 Arbeidstillatelser utstedt av Utlendingsdirektoratet (UDI), totalt og til borgere fra nye EØS-land. I tusen. Januar 2004 – oktober 2008



Kilde: Utlendingsdirektoratet (UDI)

Figur 3.18 Registrerte sysselsatte fra nye EU-land ved utgangen av september. Antall personer i tusen. 2004 – 2008



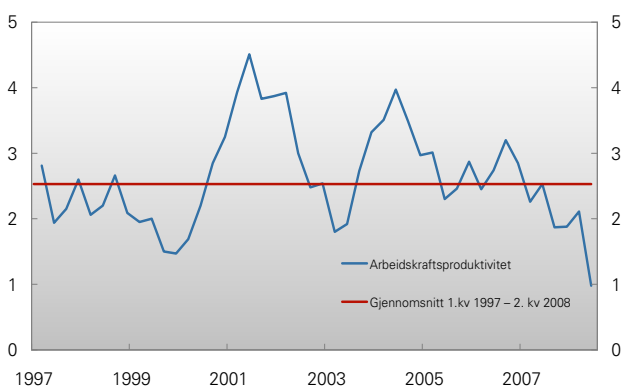
Kilde: Sentralskattekontoret for utenlandssaker

Tabell 3.1 Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	2008	2009	2010	2011
Vekst i befolkningen i alderen 15 – 74 år	1¼	1¼	1¼	1¼
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-¼	-¼	-¼	-¼
Konjunkturt bidrag	1¼	-1	-½	-¼
Vekst i arbeidsstyrken	2¼	0	½	¾

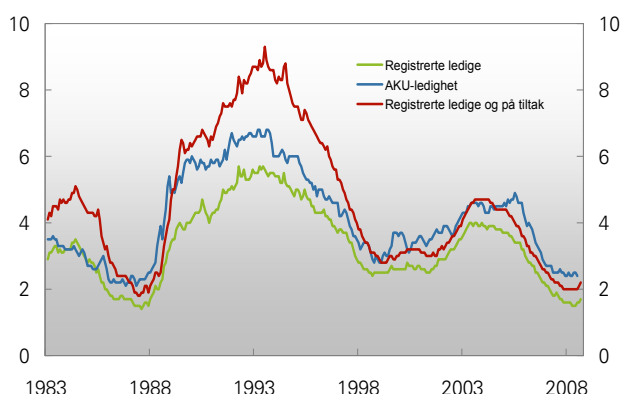
Kilde: Norges Bank

Figur 3.19 Bruttoprodukt per time i Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst (volum). Fem kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 1997 – 2. kv. 2008



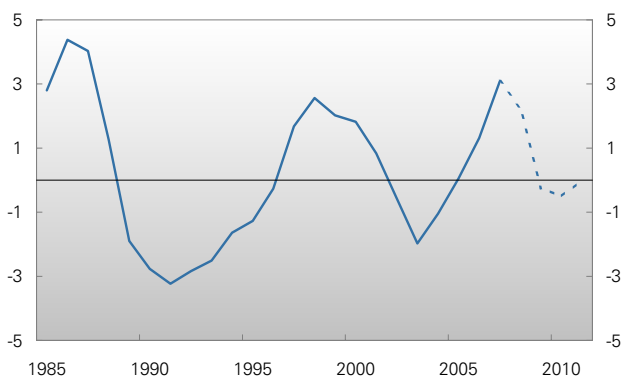
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.20 Arbeidsledige. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Februar 1983 – september 2008



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

Figur 3.21 Anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1985 – 2011



Kilde: Norges Bank

når etterspørselen avtar. Demografiske effekter bidrar til at veksten i arbeidsstyrken blir noe mindre enn veksten i befolkningen de nærmeste årene, se tabell 3.1.

Kapasitetsutnyttningen dempes

Foreløpige tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap tyder på at veksten i produktiviteten blir svært lav i år, se figur 3.19. Mot slutten av en konjunkturoppgang møter bedriftene gjerne økt etterspørsel ved å øke antall ansatte eller antallet timeverk i produksjonen. Det tar normalt noe tid før bedriftene tilpasser arbeidsstyrken til lavere veksttakt i produksjonen. Veksten i produktiviteten kan derfor bli svak når produksjonen avtar. Timeverkene anslås å falle fremover og bidra til at veksten i produktiviteten tar seg forholdsvis raskt opp igjen.

Arbeidsledigheten har det siste året vært like lav som på midten av 1980-tallet, se figur 3.20. Sesongjustert var den registrerte ledigheten i september 1,7 prosent, mens ledigheten målt i AKU var 2,4 prosent i juni – august.

Tilgangen på ledige stillinger registrert hos NAV har falt de siste månedene. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk signaliserer noe nedgang i arbeidsstokken fremover. Bruk av permitteringer har økt noe. Fremover vil bedriftene trolig gradvis tilpasse arbeidsstyrken til lavere vekst i produksjonen, samt redusere bruken av overtid. Vi anslår et fall i sysselsettingen fram mot neste vår og venter at ledigheten stiger til 3¼ prosent i 2009 og videre til fire prosent i 2010 og 2011.

Produksjonsgapet gir uttrykk for vår vurdering av kapasitetsutnyttningen i økonomien. Produksjonsgapet nådde en topp i andre halvår 2007. Det har avtatt inn i 2008 og vil fortsette å falle gjennom 2009, i takt med den svake utviklingen i produksjonen, se figur 3.21. Produksjonsgapet anslås å være negativt i 2009 og 2010 og lukkes i 2011.

Lønnsveksten vil avta

Lønnsveksten har steget siden 2004. Lønnsveksten i 2008 anslås til om lag seks prosent. Veksten i produktiviteten og bedringen i bytteforholdet overfor utlandet førte lenge til at kapitaleierne kunne øke sin andel av verdiskapingen

samtidig som arbeidstakerne fikk høyere reallønn, se figur 3.22. Nå øker arbeidstakernes andel av verdiskapingen igjen.

Forhandlingene mellom LO, YS og NHO i vår endte i en avtale som innebærer en årslønnsramme for 2008 på 5,6 prosent. Partene anslår lønnsglidningen til 2½ prosent. Anslaget på lønnsglidningen er litt lavere enn i 2007, men fortsatt høyere enn under forrige høykonjunktur i årene 1996 – 99. God lønnsomhet og høy lønnsvekst i enkelte næringer, som oljenæringen, kan ha påvirket lønnskravene i andre sektorer.

Rammene for offentlig sektor tilsier en lønnsvekst i 2008 på om lag 6¼ prosent. Det er lagt til grunn lav lønnsglidning innenfor denne rammen. Vi har også tidligere sett at lønnsveksten er høyere i offentlig enn i privat sektor sent i konjunkturoppgangen.

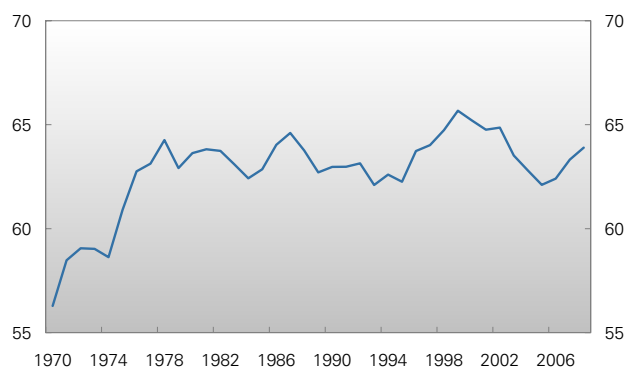
I tidligere konjunkturoppganger har høye lønnstillegg til enkeltgrupper smittet over i lønnskravene hos andre grupper. Det har skapt «lønnsspiraler» som har bidratt til at det har tatt tid før lønnsveksten har kommet ned. Kommunesektoren har allerede avtalt tariff tillegg for 2009. Sammen med et høyt overheng anslår vi at dette gir et bidrag til lønnsveksten i kommunene i 2009 på om lag 4½ prosent allerede før forhandlingene for 2009 starter.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i august at lønnsomheten avtok. TNS Gallups forventningundersøkelse gir også inntrykk av lavere lønnsomhet. Svak vekst i etterspørselen fremover vil kunne gi ytterligere fall i lønnsomheten, selv om dette delvis vil kunne motvirkes av en svakere kronekurs. Økt arbeidsledighet og lavere lønnsomhet i bedriftene vil trolig føre til moderasjon i forhandlingene neste år. Samtidig er 2009 et mellomoppgjør, hvor det tradisjonelt gis lavere tillegg. Lønnsveksten anslås til 4¾ prosent i perioden 2009 – 2011, se figur 3.23.

Svak vekst i konsumet

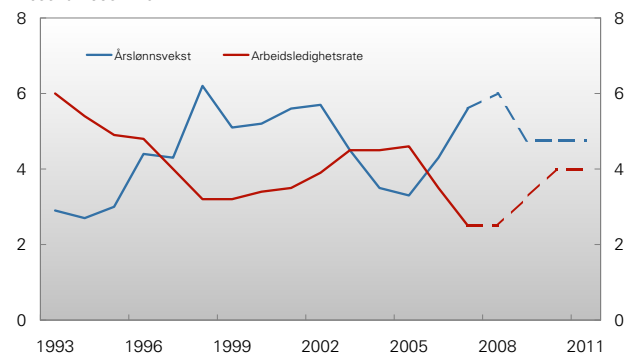
Veksten i privat konsum var lenge sterk, se figur 3.24. Veksten i varekonsumet stoppet opp i fjor høst. Bilsalget har falt betydelig. Norges Banks regionale nettverk rap-

Figur 3.22 Samlede lønnskostnader i Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1970 – 2008¹⁾



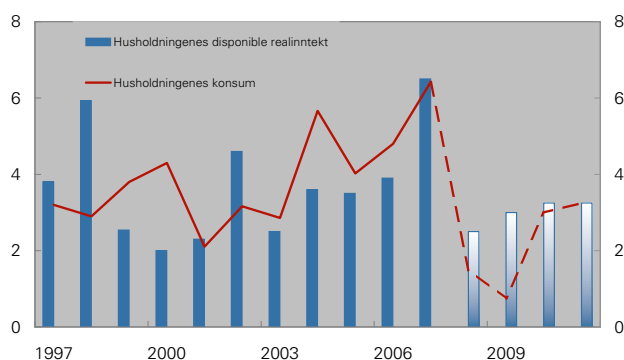
1) BNP i basisverdi. Tall for 2008 er 1. og 2. kvartal 2008
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2011²⁾



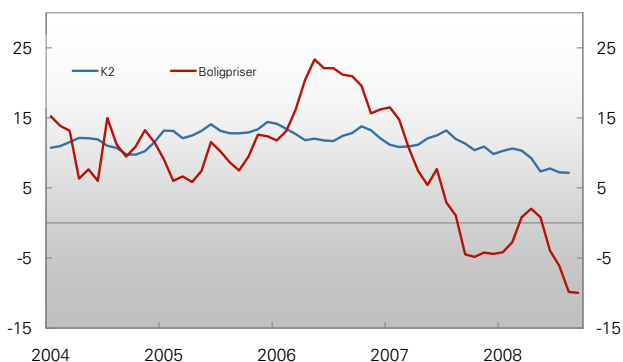
1) Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon
2) Anslag 2008 – 2011
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.24 Husholdningenes disponible realinntekt¹⁾ og konsum²⁾. Vekst fra året før. Prosent. 1997 – 2011³⁾



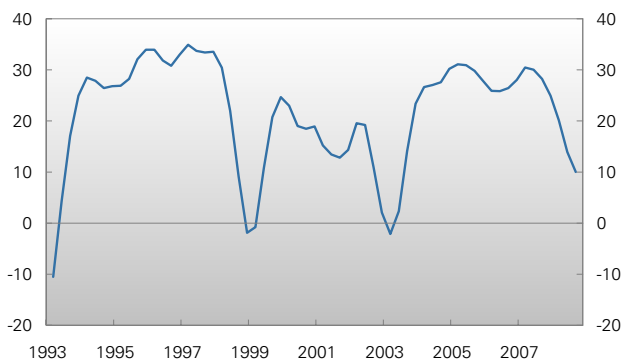
1) Korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/redsettelse av egenkapital 2006 – 2011
2) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum
3) Anslag for 2008 – 2011
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.25 Boligpriser og kreditt til husholdninger (K2). Vekst i tremåneders glidende gjennomsnitt. Årlig rate. Sesongjustert. Prosent. Januar 2004 – september 2008



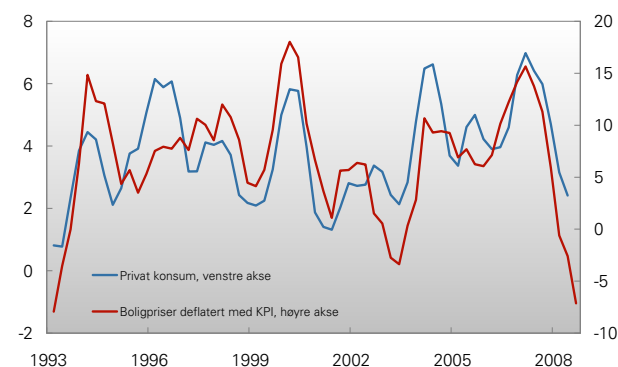
Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes Forening, FINN.no, Econ Pöyry, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 Husholdningenes forventninger. Diffusjonsindeks. Kvartalstall. 1. kv. 1993 – 3. kv. 2008



Kilde: TNS Gallup

Figur 3.27 Privat konsum¹⁾ og realpriser på boliger²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1993 – 3. kv. 2008



1) Sesongjustert og glattet

2) Nominell boligprisindeks deflatert med konsumprisindeksen

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

porter om fall i etterspørselen etter varer knyttet til skifte av bolig, som hvite- og brunevarer og oppussingsutstyr. Høyere prisvekst og høyere utlånsrenter har sammen med lavere forventninger til utviklingen fremover trolig bidratt til å dempe veksten i konsumet.

Siden forrige rapport har utlånsrentene økt mer enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi, som følge av økte påslag i penge- og obligasjonsmarkedene. Norges Banks utlånsundersøkelse for tredje kvartal viser innstramning i bankenes kredittpraksis overfor husholdningene. Bankene venter også ytterligere innstramning fremover. Tiltakende uro og mangel på likviditet i finansmarkedene den siste tiden har ført til at bankene har økt kravene til sikkerhet og låntakernes betalingsevne. Kredittveksten til husholdningene har avtatt de siste månedene, se figur 3.25.

Husholdningenes forventninger til utviklingen fremover er svekket det siste året. TNS Gallups trendindikator, som måler husholdningenes vurderinger av og forventninger til egen og landets økonomi, gikk ytterligere ned fra andre til tredje kvartal i år, se figur 3.26. Trendindikatoren falt til det laveste nivået siden 2003 og er nå betydelig lavere enn gjennomsnittet de siste 15 årene. ForbrukerMeteret fra MakroSikt viste ytterligere fall i forbrukertilliten i september, blant annet på grunn av større usikkerhet om utviklingen i arbeidsmarkedet. Lavere reallønnsvekst og nedgang i sysselsettingen vil bidra til at veksten i husholdningenes disponible inntekt vil avta i 2009.

Fallende boligpriser og aksjekurser samt lavere forventninger til den økonomiske utviklingen øker husholdningenes behov for å bygge opp finansielle buffere og redusere gjeld. Husholdningene har en betydelig andel av sin formue i bolig. Realboligprisen, deflatert ved KPI, har falt med 8,2 prosent siden pristoppen i tredje kvartal i fjor, se figur 3.27. Boliger har derfor mindre verdi som pant for låneopptak. Norske husholdninger har en liten andel av sin formue i aksjer. Fall i børsverdier har derfor trolig liten direkte effekt på utviklingen i konsumet.

Sparingen har tatt seg noe opp. Husholdningenes inntektsregnskap viste oppgang i spareraten utenom aksjeutbytte fra -2,4 prosent i første kvartal til -1,9 prosent i andre

kvartal⁵, se figur 3.28. Husholdningenes nettofinansinvesteringer har også tatt seg noe opp.

Høyere utlånsrenter, strammere kredittbetingelser, fallende boligpriser og aksjekurser samt større usikkerhet om den økonomiske utviklingen vil trolig føre til at husholdningene fortsetter å øke sin sparing. Vi ventet derfor en svært lav vekst i konsumet en periode fremover. Mot slutten av neste år ventes veksten i privat konsum å ta seg opp igjen.

Veksten i private investeringer i Fastlands-Norge avtar

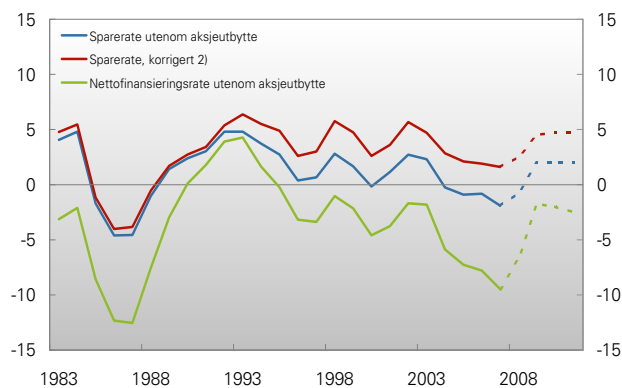
Investeringene i Fastlands-Norge har steget kraftig de siste årene, men veksten er nå i ferd med å avta. Ifølge nasjonalregnskapet vokste bedriftenes investeringer fortsatt i første halvår, men det var en betydelig nedgang i boliginvesteringene, se figur 3.29.

Færre bygg er satt i gang det siste året. Nedgangen er størst for igangsettingen av boligbygg. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap falt boliginvesteringene med fem prosent i andre kvartal. Det er tredje kvartalet på rad med fall. Ordrestatistikken for boligbygg for andre kvartal tyder på ytterligere fall i byggeaktiviteten fremover. I oktober varslet bedriftene i Norges Banks regionale nettverk svært lav igangsetting av nye boligprosjekter den nærmeste tiden.

I første halvår i år ble det satt i gang flere næringsbygg enn i samme periode i fjor. Ordreservene for næringsbygg og fritidsboliger ligger fortsatt på et høyt nivå. Næringsbygg er i stor grad kredittfinansiert, og byggingen kan derfor bli påvirket av endringer i rente- og kredittbetingelser. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterer om nedgang i igangsetting av næringsbygg de siste månedene.

Foretakenes gjeldsvekst er fortsatt høy, men har avtatt noe de siste månedene, se figur 3.30. Norges Banks utlånsundersøkelse viser at etterspørselen etter lån fra ikke-finansielle foretak har falt. Bankene har fortsatt å stramme

Figur 3.28 Husholdningenes sparing og netto finansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1983 – 2011¹⁾

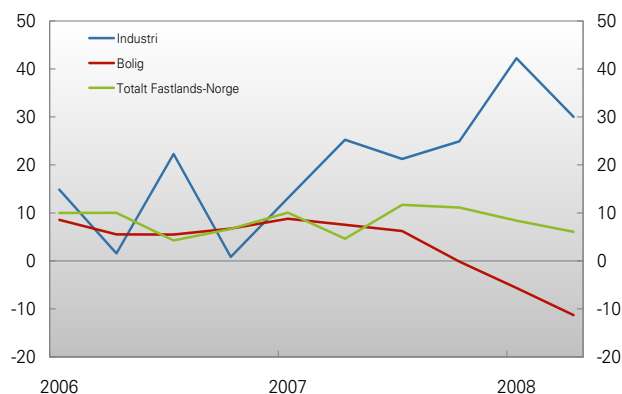


1) Anslag for 2008 – 2011

2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/hedsettelse av egenkapital 2006 – 2011

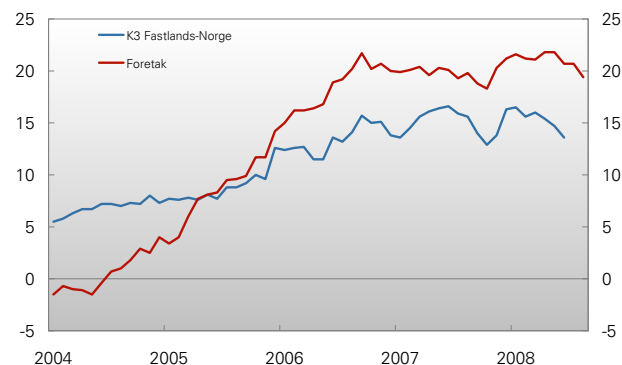
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.29 Realinvesteringer i industri, bolig og for Fastlands-Norge totalt. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 2. kv. 2008



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.30 Tolv månedersvekst i kreditt til Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. Januar 2004 – august 2008

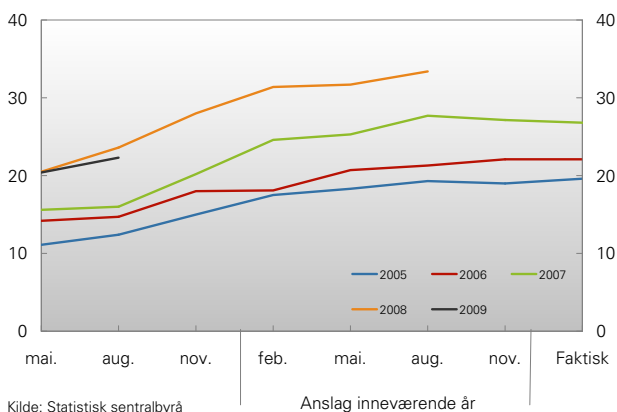


1) Det antas at all utenlandsk kreditt til Fastlands-Norge gis til foretakene

Kilde: Statistisk sentralbyrå

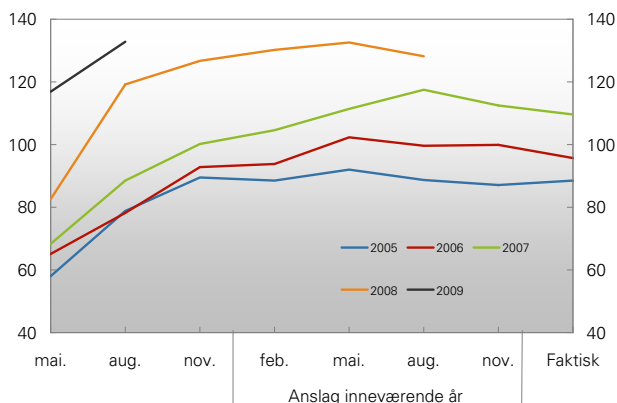
5 Spareraten måles som gjennomsnittet for de fire siste kvartalene.

Figur 3.31 Investeringsstatistikk for industrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2005 – 2009



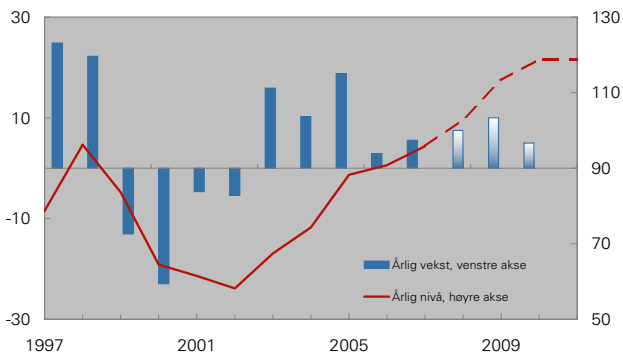
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.32 Investeringsstatistikk for petroleumsindustrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2005 – 2009



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.33 Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringsnivå i milliarder kroner (faste 2005-priser) og årlig vekst i prosent. 1997 – 2011¹⁾



1) Anslag for 2008 – 2011
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

inn kredittpraksisen, særlig overfor næringseiendom, og de ser for seg en ytterligere tilstramning i kredittpraksisen fremover. Bygging av næringsbygg vil trolig avta videre i tiden som kommer.

Investeringene i industrien har så langt holdt seg oppe. Store investeringer i fabrikker som produserer solceller har bidratt til å øke de samlede investeringene de siste årene. I verkstedsindustrien har investeringene økt for å kunne dekke høyere etterspørsel fra oljenæringen. Fremover kan ferdigstilling av store prosjekter bidra til at investeringene avtar noe. Usikkerhet i kredittmarkedene får også konsekvenser for investeringene i disse næringene, selv om lønnsomheten så langt har vært god. Investeringstelingen for industrien fra tredje kvartal viser at forventede investeringer i 2009 er lavere enn hva forventningene for 2008 var på samme tid i fjor, se figur 3.31. Vi anslår at foretaksinvesteringene blir lav neste år og i 2010, før de tar seg opp i 2011.

Høye oljeinvesteringer var en viktig drivkraft gjennom konjunkturoppgangen, se figur 3.32. Vi venter at oljeinvesteringene holder seg høye også i årene som kommer, se figur 3.33. En del investeringer kan bli utsatt hvis oljeprisen varig faller under 60–70 USD per fat. Dette gjelder særlig mindre investeringer og oppgraderinger av felt i produksjon. I tillegg kan leteaktiviteten bli mindre. Store feltutbygginger påvirkes trolig lite av finanskrisen foreløpig, men små selskaper og mindre investeringsprosjekter kan bli rammet av redusert tilgang på kreditt.

Lavere vekst i eksport og import

Siden høsten 2007 har forventningene til veksten ute blitt nedjustert. Så langt har norsk eksport likevel holdt seg oppe. Særlig har det vært god vekst i eksporten av verkstedsprodukter. Eksporten av tjenester har avtatt. Ordretilgangen fra eksportmarkedene var fortsatt god i andre kvartal.

Markert svakere vekst i verdensøkonomien vil måtte bidra til lavere vekst i eksporten. Råvarepriser og utviklingen i kronekursen påvirker også utviklingen i norsk eksport. Råvareprisene har falt tilbake fra sine historiske toppnoteringer, se figur 3.34. Kronekursen har svekket seg. Det

kan bidra til å holde lønnsomheten i eksportbedriftene oppe. Den kostnadmessige konkurransevnen er likevel fortsatt svak etter flere år med høyere nominell lønnsvekst i Norge enn hos handelspartnerne, se figur 3.35. Vi venter at eksportveksten vil bli lav neste år, men at den etter hvert tar seg opp i takt med at veksten ute tar seg opp.

Importen av varer og tjenester har fortsatt å stige. Svak vekst i konsumet og fall i investeringene kan føre til at veksten i importen blir lavere i tiden fremover.

Samlet venter vi at nettoeksport av varer og tjenester, uten olje og skip, vil gi et positivt bidrag til veksten i fastlandsøkonomien.

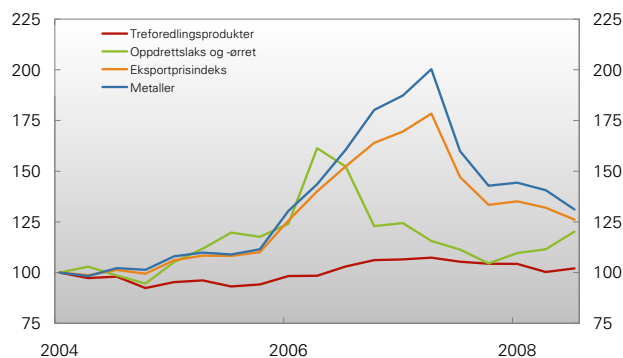
Finanspolitikken motvirker nedgangen i veksten

I Nasjonalbudsjettet 2009 anslås det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet for 2009 til 92 milliarder kroner,⁶ likt med den forventede realavkastningen av Statens pensjonsfond – Utland, se figur 3.36. De tre foregående årene har det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet vært lavere enn den forventede realavkastningen. Handlingsreglen for finanspolitikken innebærer at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet i gjennomsnitt skal utgjøre fire prosent av inntående på Statens pensjonsfond – Utland ved inngangen av året. Det er i tråd med handlingsregelen at det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet er lavere enn den forventede realavkastningen i perioder med høy aktivitet i økonomien.

Sammenliknet med Nasjonalbudsjettet 2008 er anslaget på fondskapitalen ved inngangen til 2009 nedjustert med 167 milliarder kroner til 2300 milliarder kroner i Nasjonalbudsjettet 2009. Dette skyldes i hovedsak at avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland har vært lav som følge av finansuroen. På den annen side vil svakere kronekurs øke fondets markedsverdi målt i norske kroner. Fremover vil avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland spille en stadig større rolle for verdien av statens formue.

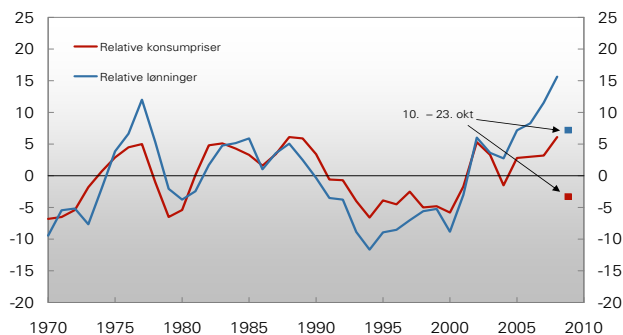
6 Det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet er et mål på hvor mye av inntektene fra oljevirkingsomheten som fases inn i økonomien når det justeres for at statens inntekter og utgifter varierer med konjunktursituasjonen.

Figur 3.34 Prisindekser¹⁾ for norsk eksport i NOK. 2004 = 100. 1. kv. 2004 – 3. kv. 2008



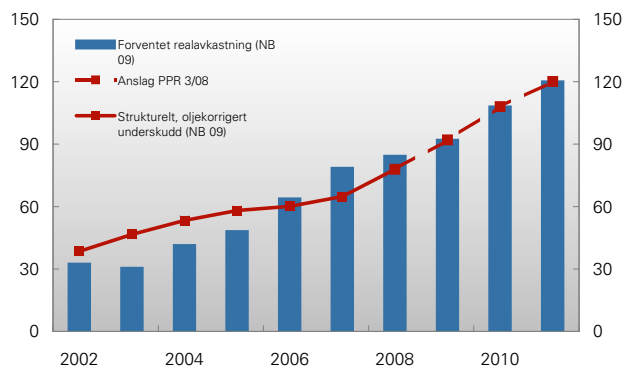
1) Norges Banks beregninger basert på verdensmarkedspriser
Kilder: Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.35 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet 1970 – 2007. Prosent. 1970 – 2008¹⁾



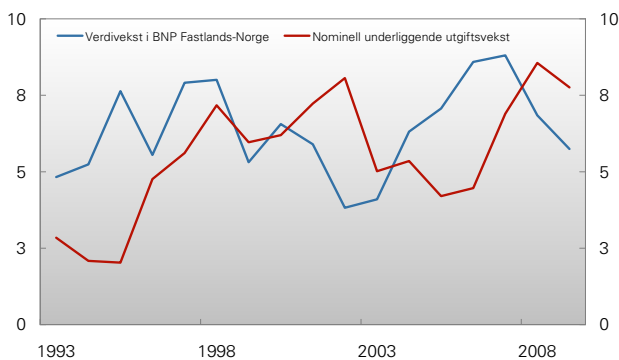
1) Tall for 2008 er gjennomsnitt for utviklingen fram til 30. september. Punktene viser gjennomsnittet for perioden 10. - 23. oktober 2008.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.36 Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder 2009-kroner. 2002 – 2011



Kilder: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2009) og Norges Bank

Figur 3.37 Statsbudsjettets nominelle, underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1993 – 2009



Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslås å øke med 14 milliarder kroner fra i år til neste år, målt i faste 2009-priser. Underskuddet utgjør fem prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2009, en økning på 0,7 prosentenheter fra 2008 og 1,4 prosentenheter fra 2007. Budsjettet bidrar dermed til økt etterspørsel i norsk økonomi neste år. Den nominelle, underliggende veksten i statsbudsjettets utgifter ventes å bli på 7,8 prosent fra 2008 til 2009, se figur 3.37. Regjeringens anslag for den nominelle veksten i BNP for Fastlands-Norge er på 5,7 prosent.

Vi legger til grunn at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i 2010 og 2011 vil være i tråd med anslaget på den forventede realavkastningen i Nasjonalbudsjettet.

Det oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet er mindre enn det strukturelle underskuddet på grunn av at høykonjunkturen har gitt høye skatteinntekter og lave utgifter til arbeidsledighetstrygd. Finansdepartementet anslår at det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet i år er 61 milliarder større enn det oljekorrigerede underskuddet. I 2009 venter departementet at denne forskjellen vil være 43 milliarder. Denne reduserte inndragningen av kjøpekraft fra privat sektor vil gi et bidrag til å dempe fallet i veksten i norsk økonomi. Virkningen av slike automatiske stabilisatorer vil bli større dersom aktiviteten i økonomien skulle bli svakere enn det departementet anslo i Nasjonalbudsjettet for 2009.

Veksten i kommunenes samlede inntekter har vært forholdsvis sterk de siste årene. Fra 2004 til 2007 økte kommunesektorens nominelle inntekter i gjennomsnitt med nær syv prosent årlig. Veksten i kommunenes kostnader var i gjennomsnitt 3,5 prosent i disse årene. For i år anslår Regjeringen en inntektsvekst for kommunene på 6,8 prosent, mens veksten i kostnadene anslås til 5,6 prosent. Nær to tredjedeler av kommunenes utgifter går til lønn. Det foreslåtte statsbudsjettet for 2009 anslås å gi kommunene en inntektsøkning på 7,1 prosent. Kostnadsveksten neste år anslås til 4,5 prosent.

Utdypinger

Noen begivenheter i finansmarkedene siden juni
Anslagene i Pengepolitisk rapport 2/08 og 3/08

Noen begivenheter i finansmarkedene siden juni

De første tegnene på at en krise i finansmarkedene var i emning kom i begynnelsen av 2007. Tiltakende prisfall på boliger i USA økte risikoen knyttet til finansielle produkter med underliggende sikkerhet i amerikanske boliglån. Etter hvert ble det klart at mange finansinstitusjoner både i USA og Europa var eksponert mot slike produkter, men ingen visste hvor store tap de ulike institusjonene var utsatt for. Dette la grunnlag for gradvis tap av tillit bankene imellom.

Siden Pengepolitisk rapport 2/08 ble publisert i juni, har forholdene i kreditt- og pengemarkedene forverret seg vesentlig. Svikt i likviditeten og store tap har ført til at flere store finansinstitusjoner enten er blitt slått sammen med andre, blitt helt eller delvis overtatt av myndighetene eller er i ferd med å bli avvirket. Kredittkanalene mellom bankene har til tider sluttet å fungere. Pengemarkedene er i noen grad blitt erstattet av at hver enkelt bank på kort sikt finansierer seg i sentralbanken.

Finanskrisen og utsikter til lav vekst i verdensøkonomien har ført til store fall i aksjekursene både i industrialiserte og fremvoksende økonomier. Økt usikkerhet har også bidratt til store svingninger i valutakursene.

Fra begynnelsen av september førte økt usikkerhet om den finan-

sielle stillingen til flere finansinstitusjoner i USA og problemer med finansieringen til omfattende strukturendringer blant noen av verdens største finansinstitusjoner. Amerikanske myndigheter tok over de to boliglånselskapene Fannie Mae og Freddie Mac. Selskapene eier eller garanterer for om lag 42 prosent av boliglånene i USA og hadde store tap på slike lån. Størrelsen på selskapene gjorde det trolig vanskelig å få inn ny kapital eller fusjonere med et annet selskap. Selskapene fortsetter sin virksomhet med staten som hovedeier inntil videre.

Lehman Brothers, USAs fjerde største investeringsbank, søkte konkursbeskyttelse. Konkursen bidro til betydelig svekket tillit mellom aktørene i finansmarkedene, og mange finansmarkeder – både nasjonalt og internasjonalt – sluttet nesten å fungere. I etterkant har alle de tre store gjenværende investeringsbankene i USA endret selskapsform til forretningsbanker. De er dermed under tilsyn av og har låneadgang i den amerikanske sentralbanken og har tillatelse til å ta i mot ordinære innskudd sikret i den amerikanske ordningen for innskuddsgaranti (FDIC).

American International Group (AIG), USAs største forsikrings-selskap, ble nasjonalisert etter akutte problemer med refinansiering av lån. Selskapet hadde en sentral

rolle i flere markeder som andre finansinstitusjoner bruker for å forsikre kredittrisiko. En rekke andre strukturendringer har også funnet sted i USA, blant annet ble landets største sparebank - Washington Mutual - etter store tap på boliglån, overtatt av JPMorgan Chase.

Frykt for at amerikanske pengemarkedsfond ville få tap etter konkursen i Lehman Brothers førte til omfattende innløsning av andeler i fondene. Amerikanske myndigheter har gitt en midlertidig garanti for andelseiere i pengemarkedsfondene. Sentralbanken i USA har innført lånefasiliteter for å finansiere kjøp av bank- og bedriftssertifikater for å bedre likviditeten i disse markedene.

Siden midten av september har krisen tiltatt i flere europeiske land. Banker i Storbritannia og Danmark har blitt overtatt av andre finansinstitusjoner eller av myndighetene. Virksomheten til Fortis Bank i Nederland er blitt overtatt av den nederlandske stat, mens virksomheten i Belgia og Luxembourg er blitt kjøpt opp av en fransk bank. I Danmark etablerer myndighetene en institusjon som skal kunne overta og avvikle insolvente banker. På Island har de omfattende problemene til banksektoren ført til alvorlige vanskeligheter for landets økonomi, med blant annet en kraftig svekkelse av valutaen. Alltinget vedtok 6. oktober en lov

med vidtgående fullmakter til tillsynsmyndighetene, som siden har satt landets tre store banker under offentlig administrasjon.

Utover sentralbankenes tiltak for å sikre likviditeten til banksystemene, møtte myndighetene i USA og Europa først finanskrisen som problemer i enkeltinstitusjoner. I USA ble et mer generelt tiltak vedtatt av Kongressen fredag 3. oktober. Kongressen bevilget 700 milliarder dollar for å kjøpe aktiva som ikke er likvide, fra finansinstitusjoner. Formålet var å redusere usikkerheten om bankenes fremtidige tap og gjøre det mer attraktivt for private investorer å skyte inn ny egenkapital i bankene. En utfordring i gjennomføringen er å velge ut og sette en pris på de aktiva som skal kjøpes, da disse ofte ikke vil ha en markedspris. Dette vedtaket bidro ikke i særlig grad til å berolige markedene.

Regjeringen i Storbritannia annonserte 8. oktober en rekke tiltak for å stabilisere finansmarkedene. Staten vil kunne skyte inn inntil 50 milliarder pund i egenkapital i de britiske bankene. For å bedre bankenes finansieringsmuligheter vil regjeringen kunne gi garantier for opp til 250 milliarder pund for ny kort- og mellomlangsigte gjeld utstedt av banker. En betingelse for å gi garanti er at bankene øker sin egenkapital, enten fra offentlige eller private kilder. Åtte store banker har forpliktet seg til å øke egenkapitalen innen utgangen av

2008. Så langt har staten inngått avtale om å skyte inn egenkapital på til sammen 37 milliarder pund i tre av disse. Andre banker har reist ny egenkapital i markedet eller fra sine utenlandske eiere.

I uken fram til fredag 10. oktober falt aksjekursene i flere land enkelte dager svært mye. Utslagene i penge- og valutamarkedene var betydelige. Med bakgrunn i at selve det finansielle system kunne være truet, annonserte G7-landene 10. oktober en aksjonsplan¹ for å stabilisere finansmarkedene. I sitt halvårlege møte dagen etter sluttet medlemslandene i IMF seg til denne planen.² Planen er senere blitt fulgt opp av vidtgående, konkrete tiltak i USA og en rekke land i Europa. Felles trekk ved tiltakene er:

- Finansinstitusjoner som er viktige for det finansielle system, vil ikke bli avvirket
- Sentralbankene tilfører så mye likviditet som er nødvendig, både i egen valuta og i amerikanske dollar
- Staten kjøper egenkapital i finansinstitusjoner, garanterer for nye gjeldsinstrumenter og kan kjøpe aktiva fra finansinstitusjoner
- Innskuddsgarantiordningene er utvidet i flere land, enten ved å garantere innskudd fullt ut eller ved å øke de garanterte beløpene
- Støtte andrehåndsmarkedene for verdipapirer og vurdere regnskapsreglene for verdsetting av

finansinstrumenter som ikke er likvide.

Eurolandene ble 12. oktober enige om å gjennomføre tiltak etter dette mønster, men tilpasset hvert lands situasjon. Tyskland har for eksempel opprettet et stabiliseringsfond som vil kunne garantere innenfor en ramme av 400 milliarder euro for verdipapirer med løpetid opp til tre år utstedt av finansinstitusjoner. Fondet vil også kunne skyte inn ny egenkapital i finansinstitusjoner og kjøpe opp lite likvide verdipapirer for opptil 80 milliarder euro. Særlig viktige institusjoner kan få midler fra fondet som ledd i restrukturering, selv om de ikke er solvente. I tillegg er myndighetene i ferd med å endre regnskapsregler for verdsetting av finansinstrumenter som ikke er likvide. Liknende tiltak settes i verk også i andre europeiske land. I Sverige innfører regjeringen et garantiprogram på høyst 1500 milliarder svenske kroner for bankenes og boligbankenes mellomlangsigte finansiering. Regjeringen setter av 15 milliarder svenske kroner til et stabilitetsfond som opprettes for å håndtere eventuelle fremtidige solvensproblemer i finanssektoren. Fondet skal bygges opp til 2,5 prosent av BNP innen 15 år, blant annet gjennom en ny avgift som alle utlånsinstitusjoner må betale.

I USA har staten annonsert at den vil kjøpe preferanseaksjer i en rekke finansinstitusjoner for opp til 250 milliarder dollar av det

bevilgede beløp på 700 milliarder dollar. Finansministeren har uttrykt at også institusjoner som ikke er spesielt utsatt, kan selge aksjer til staten.

I tilknytning til kjøp av aksjer i finansinstitusjoner har myndighetene satt betingelser blant annet knyttet til utbetalinger av dividende og kompensasjon til ledere. Med bakgrunn i finanskrisen vil myndighetene i flere land styrke tilsynet med finansinstitusjoner og finansmarkeder.

Selv om finansinstitusjonene i USA er krisens senter, blir alle markeder og alle land direkte eller indirekte berørt. Også i Norge merker vi utslagene av den internasjonale finanskrisen. Norske institusjoner og norsk økonomi er gjennomgående godt rustet til å møte vanskelige tider, og norske myndigheter har større økonomisk handlefrihet enn myndighetene i de fleste andre land. Derfor har også tiltakene i Norge hittil hatt et noe mindre omfang enn i andre europeiske land, se egen ramme om tiltak mot finanskrisen i Norge på side 11.

1 Se <http://www.treasury.gov/press/releases/hp1195.htm>

2 Se <http://www.imf.org/external/np/cm/2008/101108a.htm>

Anslagene i Pengepolitisk rapport 2/08 og 3/08

I denne utdypingen redegjøres det for endringene i anslagene siden forrige pengepolitiske rapport.

Ny informasjon som har kommet siden juni, påvirker vår vurdering både av nåsituasjonen i økonomien og av hvordan ulike drivkrefter vil påvirke utviklingen i årene som kommer. Til slutt sammenlikner vi Norges Banks anslag for 2009 med anslag fra andre institusjoner.

Nyheter siden Pengepolitisk rapport 2/08

Punktene nedenfor oppsummerer utviklingstrekk ved økonomien som har ført til endringer i våre anslag for i år og for tiden fremover:

- Finansmarkedene er preget av store verdissingninger og usikkerhet. Siden Pengepolitisk rapport 2/08 ble lagt fram har aksjekursene verden over falt kraftig. Flere banker i USA og Europa er blitt tatt over av andre banker eller blitt delvis nasjonalisert. Utlån bankene imellom er kraftig redusert. Påslagene i penge- og kredittmarkedene er svært høye.
- Sentralbanker og myndigheter verden over har iverksatt flere tiltak for å bedre bankenes likviditet og muligheter for finansiering. Tiltak mot finansuro i Norge er omtalt i en egen ramme på side 11.
- Anslagene for BNP-veksten hos våre handelspartnere er nedjustert med ½ prosentenheter

i 2008, 1½ prosentenheter i 2009 og med ¼ prosentenheter per år i resten av prognoseperioden. Prisveksten ute steg mer enn ventet tidligere i år, men har avtatt noe de siste månedene. Anslaget for prisveksten er oppjustert med ¼ prosentenheter i år og nedjustert tilsvarende neste år. Lengre fram er anslagene uendret.

- Styringsrentene er satt ned både i USA og i Europa, og markedet venter flere rentereduksjoner. Norges Bank satte ned styringsrenten 0,50 prosentenheter til 5,25 prosent 15. oktober.
- Bankene både ute og hjemme har strammet til sine lånevilkår for bedrifter og husholdninger. Boliglånsrenten for norske husholdninger har steget noe mer enn anslått i forrige rapport.
- Kronen har vært svakere enn lagt til grunn.
- Prisveksten har vært høyere enn anslått. Både prisveksten på importerte konsumvarer og prisveksten på norskproduserte varer og tjenester utenom energivarer har steget mer enn ventet, se figur 1.
- Prisen på olje har falt betydelig, og terminprisene er vesentlig lavere enn sist. Samlet sett er det utsikter til lavere energipriser fremover enn det som lå til grunn i forrige rapport.
- Foreløpige nasjonalregnskapstall tyder på at veksten i BNP for

Fastlands-Norge avtok i 1. halvår, i tråd med våre anslag. Privat etterspørsel utviklet seg svakere enn ventet, mens etterspørselen fra offentlig sektor var noe sterkere enn ventet.

- Sysselsettingen har vært om lag uendret siden april. Arbeidsledigheten er litt lavere enn ventet i forrige rapport. Veksten i produktiviteten har vært lavere enn anslått.
- Finanspolitikken vil virke noe mer ekspansivt på økonomien fra 2008 til 2009 enn lagt til grunn i forrige rapport.
- Forventingene til utviklingen fremover blant bedriftene og husholdningene er svekket. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter svært lav vekst i norsk økonomi.

Endringer i anslagene

Prognosen for renten som anslagene i denne rapporten bygger på, er lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/08. I kapittel 1 er det gjort nærmere rede for renteutviklingen fremover.

Våre anslag bygger på at tiltakene som sentralbanker og myndigheter har iverksatt for å bedre forholdene i finansmarkedene vil få effekter forholdsvis raskt. Påslaget i det norske rentemarkedet utover styringsrenten ventes å avta fra om lag 1¼ prosentenheter i 4. kvartal i år til ½ prosentenheter i 3. kvartal neste år. I 2011 anslås

påslaget å være ¼ prosentenheter. Påslagene er noe høyere enn anslått i forrige rapport.

Veksten i konsumprisene justert for avgifter og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) anslås noe høyere i 2008 og 2009 enn i forrige rapport. I 2010 og 2011 er anslaget for KPIXE om lag uendret, se figur 2. Prisstigningen målt ved KPI anslås noe lavere i 2008 og 2009 enn i forrige rapport. Det gjenspeiler at energiprisene anslås å bli noe lavere enn lagt til grunn sist.

Sammenliknet med forrige rapport er anslaget for veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2008 og 2009 nedjustert, i hovedsak som følge av finanskrisen. På årsbasis er veksten i BNP for Fastlands-Norge nedjustert med ¾ prosentenheter i år og 1¾ prosentenheter neste

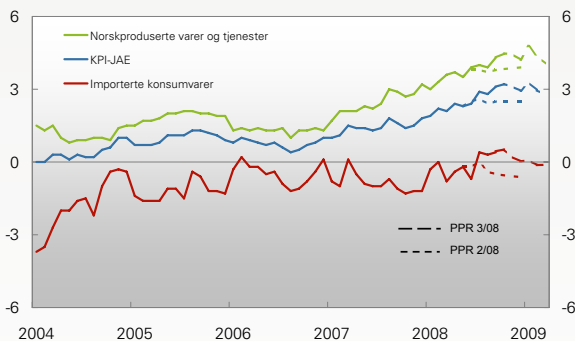
år, se tabell 1. Vi venter svært lav vekst i husholdningenes etterspørsel den nærmeste tiden. Husholdningenes sparerate anslås å ta seg mer opp enn vi anslo sist. Boliginvesteringene anslås å falle kraftigere både i år og neste år enn tidligere anslått. Høyere sparing og lavere boliginvesteringer vil gi en markert økning i husholdningenes netto finansinvesteringer det neste året. Gjeldsveksten ventes å falle ytterligere i tiden fremover, og noe mer enn anslått sist.

Innstramming i kredittbetingelsene og økte finansieringskostnader bidrar til at vi nå anslår et klart sterkere fall i foretaksinvesteringene fremover enn i forrige rapport. Selv om kronen har svekket seg er anslaget for eksportveksten neste år justert ned, som følge av svakere utsikter for verdensøkonomien enn lagt til grunn sist.

Lavere eksportvekst, svakere vekst i privat konsum, sterkere fall i investeringene og svakere krone enn anslått sist vil bidra til lavere vekst i importen i år og neste år enn tidligere anslått.

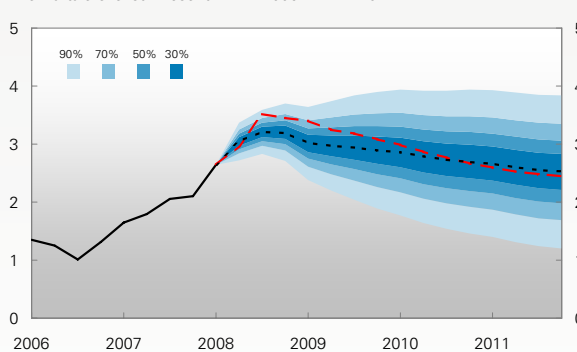
Vi venter at lavere styringsrente og bedring av forholdene i finansmarkedene etter hvert vil gi økte investeringer og økt konsumvekst. Konsumet ventes å ta seg opp i 2010 og 2011. Private investeringer anslås å vokse mer mot slutten av prognoseperioden enn anslått i forrige rapport. I takt med sterkere vekst ute vil også eksporten ta seg opp. Oljeinvesteringene ventes, som i forrige rapport, å holde seg høye gjennom hele prognoseperioden. Finanspolitikken ventes å ha en noe sterkere ekspansiv virkning på økonomien neste år enn lagt til grunn i forrige rapport, mens innretningen

Figur 1 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mars 2009³⁾



1) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
 2) Norges Banks beregninger
 3) Anslag for oktober 2008 – mars 2009
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Anslag for KPIXE¹⁾ i referansebanen i PPR 2/08 med usikkerhetsvifte og KPIXE i referansebanen i PPR 3/08 (rød linje). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



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

fremover er om lag som sist. Samlet sett venter vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge tar seg opp mot slutten av prognoseperioden, og at veksten etter hvert blir noe sterkere enn anslått sist.

Veksten i produktiviteten i år og neste år blir trolig lavere enn anslått i forrige rapport. Sysselsetningsveksten er nedjustert neste år, men ventes å ta seg noe raske opp i 2010 og 2011 enn i forrige rapport. Veksten i arbeidsstyrken fra 2008 til 2009 er nedjustert. Arbeidsledigheten anslås å øke noe mer fra i år til neste år enn anslått sist. Vi venter at arbeidsledigheten øker til 4 prosent i 2010, ½ prosent høyere enn sist.

Samlet sett er vår vurdering at kapasitetsutnyttningen utviklet seg om lag som anslått i 1. halvår i år. Fremover ventes kapasitetsutnyttningen å bli lavere enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Produksjonsgapet anslås nå til 2¼ prosent i 2008 for så å bli negativt i 2009 og 2010, se figur 3. Produksjonsgapet lukkes gradvis mot slutten av prognoseperioden.

Andre institusjoners anslag

Vårt anslag for den økonomiske veksten i 2009 er lavere enn anslaget fra Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og gjennomsnittet i Consensus Forecasts, se figur 4. Vi anslår veksten i BNP for Fastlands-Norge til ¼ prosent

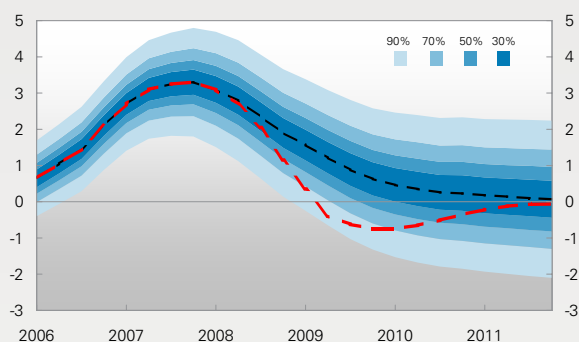
neste år. Finansdepartementet anslår i Nasjonalbudsjettet 2009 en BNP-vekst på 1,9 prosent for 2009. Da Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag i midten av oktober, anslo de veksten i BNP for Fastlands-Norge til 1,1 prosent. Dette er lavere enn deres anslag fra mai på 1,9 prosent. Det gjennomsnittlige anslaget for BNP-veksten fra Consensus Forecasts er nedjustert fra 2,2 prosent i juni til 1,3 prosent i oktober.

I denne rapporten anslår vi at prisveksten målt ved KPI vil bli 3 prosent i 2009, det samme som anslått av Finansdepartementet, se figur 5. Siden mai har Statistisk sentralbyrå økt sitt anslag for veksten i KPI i 2009 med 0,1 prosentenheter til 3,2 prosent. Det gjennomsnittlige anslaget for KPI-veksten fra Consensus Forecasts er også oppjustert, fra 2,6 prosent i juni til 2,8 prosent i oktober. Prisveksten målt ved KPI-JAE anslås til 3 prosent neste år i denne rapporten, se figur 6. Finansdepartementet anslår en vekst i KPI-JAE på 2¾ prosent. Siden mai har Statistisk sentralbyrå økt sitt anslag for veksten i KPI-JAE i 2009 med 0,4 prosentenheter til 2,7 prosent.

Finansdepartementets anslag ble offentliggjort 7. oktober 2008. Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag 29. mai og 13. oktober. Consensus Forecasts samlet inn sine anslag 9. juni og 13. oktober.

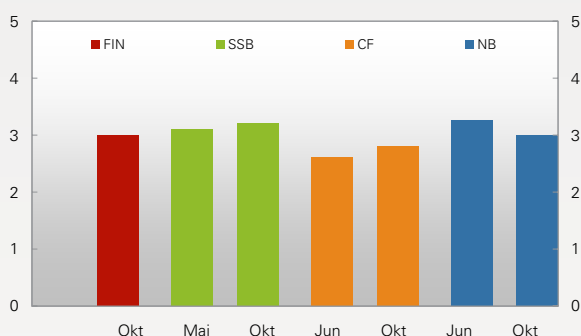
Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene være ulik, og ny informasjon de siste ukene har klart pekt i retning av lavere vekst.

Figur 3 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i PPR 2/08 med usikkerhetsvifte og produksjonsgapet i referansebanen i PPR 3/08 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



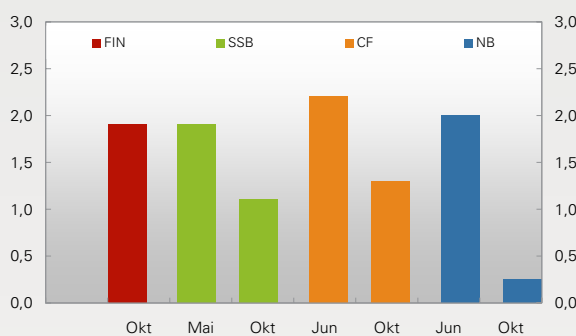
Kilde: Norges Bank

Figur 5 KPI. Anslag for 2009 gitt på ulike tidspunkter. Prosentvis vekst



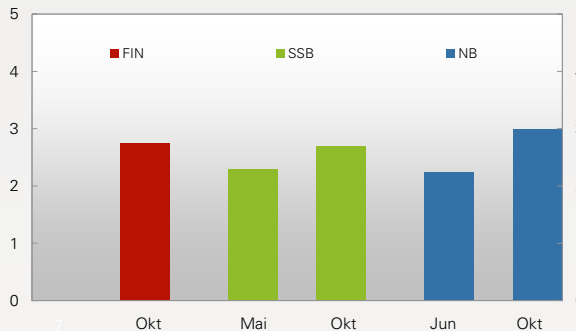
Kilder: Nasjonalbudsjettet 2009, Økonomiske analyser 3/2008 og 4/2008 (oppdatert versjon 14. oktober), Consensus Forecasts juni og oktober 2008, Pengepolitisk rapport 2/08 og 3/08

Figur 4 BNP for Fastlands-Norge. Anslag for 2009 gitt på ulike tidspunkter. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2009, Økonomiske analyser 3/2008 og 4/2008 (oppdatert versjon 14. oktober), Consensus Forecasts juni og oktober 2008, Pengepolitisk rapport 2/08 og 3/08

Figur 6 KPI-JAE¹⁾. Anslag for 2009 gitt på ulike tidspunkter. Prosentvis vekst



¹⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
Kilder: Nasjonalbudsjettet 2009, Økonomiske analyser 3/2008 og 4/2008 (oppdatert versjon 14. oktober), Pengepolitisk rapport 2/08 og 3/08

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 3/08. Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/08 i parentes

	2008		2009		2010		2011	
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	2¼	(-1)	-1¼	(-3)	1½	(-½)	3¾	(¾)
BNP Fastlands-Norge	2½	(-¾)	¼	(-1¾)	2½	(0)	3½	(½)
Sysselsetting	2¾	(0)	-¾	(-1¼)	0	(¼)	¾	(¼)
AKU-ledighet (rate)	2½	(0)	3¼	(¼)	4	(½)	4	(¼)
KPIXE ¹⁾	3¼	(¼)	3¼	(¼)	2¾	(0)	2½	(0)
KPI-JAE	2½	(0)	3	(¾)	2¾	(¼)	2½	(0)
KPI	3¾	(-¼)	3	(-¼)	2¾	(¼)	2½	(0)
Årslønn	6	(0)	4¾	(-¾)	4¾	(-¼)	4¾	(0)

¹⁾ Se Staff Memo 2008/7 fra Norges Bank for en nærmere beskrivelse av KPIXE

Kilde: Norges Bank

Oversikt over utdypinger 2005-2008

3 / 2008:

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

2 / 2008:

Underliggende inflasjon
SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

1 / 2008:

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

3 / 2007:

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

2 / 2007:

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

1 / 2007:

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

3 / 2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

2 / 2006:

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

1 / 2006:

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

3 / 2005:

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

2 / 2005:

Utviklingen i kronekursen

1 / 2005:

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

Vedlegg I

Regionalt nettverk

Norges Banks regionale nettverk

Norges Banks regionale nettverk ble etablert høsten 2002, og består av bedrifter, kommuner og helseforetak i hele landet. Fem ganger i året har vi samtaler med ledere fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter og næringer, til sammen rundt 290 besøk i hver runde. Utvalget av kontakter gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk. Om lag 1 500 personer er tilknyttet nettverket som kontakter. Hver av disse blir kontaktet cirka én gang per år.

Hovedformålet med det regionale nettverket er å få oppdatert informasjon om tilstanden i norsk økonomi. Regelmessige samtaler med lokale

kontakter fra norsk nærings- og samfunnsliv gir oss informasjon tidligere og oftere enn tilgjengelig offentlig statistikk. Dessuten får vi utfyllende kunnskap på områder som ikke dekkes av andre statistikkilder. Vi får også kjennskap til temaer som bedriftene er spesielt opptatt av. I tillegg vil det regionale nettverket kunne gi oss innsikt i virkninger av spesielle hendelser eller brukes til å undersøke aktuelle problemstillinger. Offisiell statistikk vil fortsatt være hovedgrunnlaget for oppfatninger om tilstanden i økonomien, men tidsetterslep og revideringer knyttet til slik statistikk gjør det nyttig med supplementer som vårt regionale nettverk.

Den informasjonen vi får fra det regionale nettverket vil, sammen med annen tilgjengelig informasjon om den økonomiske utviklingen, danne et grunnlag for Norges Banks prognoser slik disse fremkommer blant annet i Pengepolitisk rapport.

Vi har delt Norge inn i sju regioner, se tabell 1. I seks av dem har vi knyttet til oss regionale forskningsinstitutter som er ansvarlige for nettverket i sine regioner og gjennomfører kontaktmøter på vegne av Norges Bank.

Tabell 1 Norges Banks regionale nettverk

Regioner	Institutter
Region Nord (Nordland, Troms, Finnmark)	Kunnskapsparken Bodø
Region Midt-Norge (Nord- og Sør-Trøndelag)	Senter for økonomisk forskning ved NTNU
Region Nordvest (Møre og Romsdal, Sogn og Fjordane)	Møreforskning Molde
Region Sørvest (Rogaland og Hordaland)	International Research Institute of Stavanger
Region Sør (Aust- og Vest-Agder, Telemark, Vestfold)	Agderforskning
Region Innland (Hedmark og Oppland)	Østlandsforskning
Region Øst (Buskerud, Akershus, Oslo, Østfold)	Dekkes av Norges Bank

Oppsummering av kontaktrunden siden Pengepolitisk rapport 2/08

I kontaktrunden som ble gjennomført i august, hadde Norges Banks regionale nettverk samtaler med 288 kontakter. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region finnes på Norges Banks internettsider. I tillegg kontaktet vi enkelte nasjonale aktører i region Øst per telefon i midten av oktober for å innhente ytterligere informasjon. Sammendraget nedenfor er basert på rapporter fra institusjonene som er ansvarlige for de forskjellige regionene, og er ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen.

Etterspørsel, produksjon og markedsutsikter

Veksten i august var lav og lavere enn det kontaktene hadde ventet. Vi må tilbake til høsten 2003 for å finne tilsvarende lav vekst hos nettverkets kontakter, se figur 3.12 i kap. 3. Lavere etterspørsel etter biler, båter, boliger og boligrelaterte varer var de viktigste årsakene til at veksten avtok. Det var ventet ytterligere avmatting og samlet sett ingen vekst i produksjonen før etter jul.

Veksten i industrien var svak i august og lavere enn før sommeren. I hjemmemarkedsindustrien var det samlet sett ingen vekst. Byggevareindustrien rapporterte om reduksjon i produksjonsvolumet, mens det var svak vekst i nærings-

middelindustrien. Møbelindustrien oppga at de møtte sterk konkurranse både hjemme og ute. I de neste seks månedene, fra og med september, ventet hjemmemarkedsindustrien en liten nedgang i produksjonen. I eksportindustrien tiltok veksten noe i forhold til forrige runde. Etterspørselen etter mange nisjeprodukter syntes å ha holdt seg godt oppe. I tillegg var det høy aktivitet på verftene og i annen maritim industri, som i stor grad er eksportrettet. Eksporten av fisk var omtrent uendret. Eksport av møbler og bildeler avtok noe som følge av redusert etterspørsel fra utlandet. I august ventet eksportbedriftene svak vekst i aktiviteten i tiden fremover. Bildeleprodusentene ventet lavere etterspørsel fra eksportmarkedene.

Aktiviteten i oljeleverandørnæringen er fortsatt høy, men veksten har vært avtakende siden våren 2006. I august var veksten på sitt laveste nivå siden våren 2004. Årsaken til utflatingen er trolig redusert etterspørsel etter at de to store prosjektene Snøhvit og Ormen Lange ble avsluttet. Veksten ble også påvirket av kapasitetsbegrensninger. Særlig var det mangel på operative rigger. I de neste seks månedene, fra og med september, ventet oljeleverandørnæringen noe lavere vekst enn i de foregående tre månedene. Samtidig påpekte kontaktene at

veksten fremover i stor grad ville komme gjennom økt eksport.

I bygg og anlegg fortsatte aktivitetsnivået å falle. Boligmarkedet var fortsatt tregt, og det var blitt solgt svært få nye leiligheter. Enkelte kontaktbedrifter trekker nå parallellt tilbake til boligmarkedet tidlig på 1990-tallet. Ingen av kontaktbedriftene hadde registrert at det var igangsatt nye større leilighetsprosjekter. Produksjonen og ordreserven avtar etter hvert som pågående prosjekter ferdigstilles. Kontaktbedriftene ventet markert fall i produksjonen gjennom høsten og vinteren. Det var fortsatt god aktivitet innen bygging av næringsbygg og rehabilitering, men ikke tilstrekkelig til å motvirke avmattingen i boligmarkedet. Etter hvert som ressurser frigjøres fra boligbygging ventes konkurransen innen næringsbygg å tilta. Samlet sett ventet kontaktene at produksjonen i byggemarkedet ville avta fremover. I anleggsmarkedet hadde aktiviteten holdt seg om lag uendret siden forrige runde, men kontaktene ventet nedgang fremover på grunn av færre utlyste oppdrag.

Regionalt nettverk registrerte nedgang i salgsvolumet i varehandelen for første gang i august. Som følge av redusert flytteaktivitet hadde salget av møbler, hvitevarer og brunevarer blitt redusert. I til-

legg hadde husholdningene strammet ytterligere inn på kjøp av varer som biler, båter, campingvogner og byggevarer siden forrige runde. Salget av mindre forbruksvarer som dagligvarer, klær og blomster hadde holdt seg nokså stabilt. Varehandelen ventet samlet sett fortsatt nedgang i salgsvolumet frem mot nyttår.

Veksten i tjenesteyting avtok, spesielt for tjenester rettet mot husholdningene. Det er ikke registrert tilsvarende lav vekst i tjenestenæringene siden tidlig i 2004 i Regionalt nettverk. Særlig hotell- og restaurantnæringen merket lavere etterspørsel fra husholdningene. Næringsrettet tjenesteyting meldte om redusert etterspørsel etter transporttjenester som følge av lavere aktivitet i bygg og anlegg. I tillegg til nedgang i samlet etterspørsel, rapporterte kontaktene også om en vridning mot tjenester som kredittinformasjon og åpning av konkursbo. Samlet ventet kontaktene fortsatt svak vekst i tjenesteytende næringer fremover.

Kapasitetsutnyttning og investeringer

Kapasitetsutnyttningen var i august tilbake på samme nivået som vinteren 2006, se figur 1. 48 prosent av bedriftene oppga at de ville ha

noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen, mens 37 prosent oppga at tilgangen på arbeidskraft ville begrense produksjonen ved økt etterspørsel. Det var store regionale forskjeller. Regionene Nordvest og Sørvest hadde fortsatt svært høy kapasitetsutnyttning. Regionene Innland og Øst hadde noe lavere kapasitetsutnyttning enn normalt. I den grad bedriftene ble begrenset av tilgangen på arbeidskraft, gjaldt dette særlig norsktalende arbeidskraft med høy kompetanse. Det ble i liten grad rapportert om at tilgangen på produksjonsarbeidere utgjorde et kapasitetsproblem.

For første gang registrerte Regionalt nettverk at kontaktbedriftene planlegger å redusere investeringene de neste tolv månedene. Kommune- og sykehussektoren og tjenesteyting ventet lavere investeringer, mens industrien og varehandelen ventet fortsatt noe vekst i investeringene.

Syssetting

Syssettingen hadde økt noe i alle næringene i august, men veksttaket avtok i forhold til runden i mai. Mange av kontaktbedriftene rapporterte at de hadde avlyst rekrutteringsplaner på grunn av usikre fremtidsutsikter.

Det ble rapportert om permitteringer i industrien og i bygg- og anleggsbransjen. Samlet ventet kontaktene uendret sysselsetting fremover. Tjenesteyting var den eneste næringen som planla å øke sysselsettingen.

Kostnader, priser og lønnsomhet

Kontaktene ventet vekst i lønningene på om lag 6 prosent i år. Anslagene hadde økt siden forrige runde. I kommune- og sykehussektoren og industrien var anslagene noe over seks prosent.

Prisveksten økte noe fra runden i mai. Særlig tiltok prisveksten i industrien og i varehandelen. I bygg og anlegg avtok prisveksten. Fremover ventet kontaktene om lag uendret prisvekst i næringer rettet mot husholdningene, se figur 2. Industri, bygg og anlegg og tjenesteyting rettet mot næringslivet ventet betydelig lavere prisvekst på grunn av usikre markedsutsikter, lavere priser på råvarer og andre innsatsfaktorer og tiltakende konkurranse.

Samlet holdt kontaktene driftsmargin seg om lag uendret. I industrien og varehandelen falt lønnsomheten. Lønnsomheten i de øvrige næringene var fortsatt

tiltakende, men veksten avtok for alle næringer unntatt oljeleverandørene.

Ekstra ringerunde i oktober

Enkelte landsdekkende kontakter i region Øst ble kontaktet i midten av oktober for å gi oppdatert informasjon om utviklingen i norsk økonomi, i lys av finanskrisen. Samlet er inntrykket fra kontaktbedriftene at situasjonen er forverret siden den ordinære runden i august.

Salgsvolumet av kapitalvarer har avtatt. Fallet har tiltatt utover høsten og omsetningen i okto-

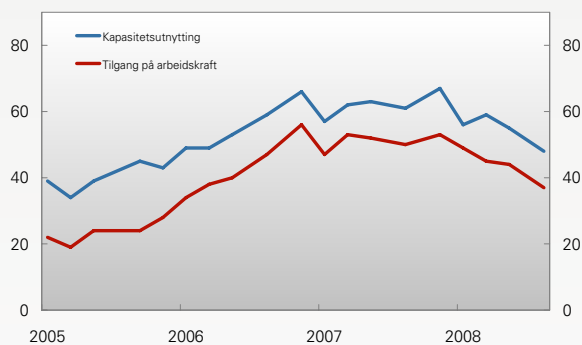
ber er betydelig lavere enn på tilsvarende tidspunkt i fjor. Privat etterspørsel etter restaurant- og reiselivstjenester hadde holdt seg stabil tidlig på høsten, men avtok markert i begynnelsen av oktober. Usikkerheten er stor, og kontaktene forbereder seg på ytterligere fall i omsetningen fram mot sommeren 2009.

Investeringsutsiktene svekkes innen varehandel og tjenesteyting. I byggebransjen har boligmarkedet vært svakt lenge, og aktørenes anslag på igangsettingen for 2008 er svært lave. De siste månedene

har kontaktene også sett en kraftig avdemping innen næringseidom. Rehabiliteringsmarkedet har ikke vokst som ventet.

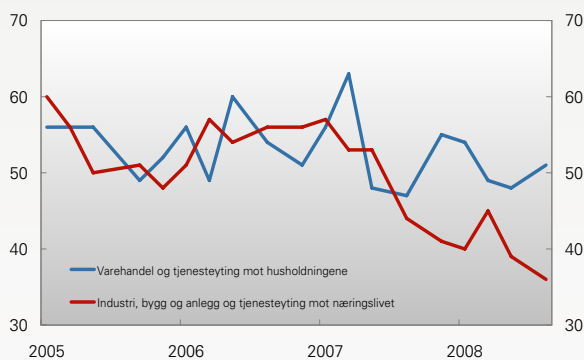
Syssetningen faller nå innen bygg og anlegg og i den delen av varehandelen som selger kapitalintensive varer. Det nedbemannes også i deler av restaurantnæringen.

Figur 1 Norges Banks regionale nettverk. Kapasitetsutnyttning og tilgang på arbeidskraft. Andel som svarer at de har problemer med å møte en etterspørselsøkning. Prosent. Januar 2005 – august 2008



Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2 Forventninger til vekst i utsalgspriser neste 12 måneder. Diffusjonsindeks¹⁾. Januar 2005 – august 2008



1) Andel som svarer høyere prisvekst + (0,5 * andel som svarer uendret prisvekst)
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Bedrifter og organisasjoner som har vært kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 3/08

7. himmel AS	Birger Pedersen AS	Elverum kommune
A/S Th. Marthinsen Sølvvarefabrikk	Blefjell sykehus HF	Ernst & Young, Rogaland
ADCom Data	Bohus Møbel-Sven AS	Esmeralda AS
Adecco Norge AS	Boligpartner AS	Evje og Hornnes kommune
Adecco Norge AS, Nord-Norge	Borregaard	Expert ASA
Advanced Production and Loading AS	Brevik Construction AS	Farvemiljø Nord AS
Advokatfirmaet Mageli ANS	Bring Logistics, Stavanger	Farveringen AS
Af Gruppen ASA	Brødrene Harsjøen AS	Fatland Ølen AS
Ahead Frisør	Brødrene Pedersen AS	FAV Gruppen AS
Ahlshell Norge AS	Brønnøysund Firma Info AS	Figgjo AS
Aker Kværner Pusnes AS	Buer Entreprenør AS	Finnpersonal & Rekruttering AS
Aker Yards AS, Brattvåg	Bussbygg AS	First Hotel Victoria
Aksel L. Hansson AS	Byggkjøp Farsund Bygg	Fjeldseth AS
Albert E. Olsen AS	Byggmakker Norge AS	Fjord Marin AS
Alfr. Nettet AS	Byggservice Nord-Østerdal AS	Fløibanen AS
Alta kommune	Bårdshaug Herregård	Fokus Bank, Tromsø
Alu Rehab AS	Capgemini Norge AS	Forestia AS
Alvdal Skurlag AL	Capinor AS	Frost Entreprenør AS
Alvdal Tynset Sport AS	Cappelen Damm AS	Gange-Rolv AS
Amfi Namsos AS	Chiron AS	Gausdal Landhandleri AS
Anleggsgartnerfirma Strandman AS	Choice Hotels Scandinavia ASA	Geoservice AS
Applica AS	Christie & Opsahl AS	Gjensidige, Tromsø
Apropos Internett AS	City Syd AS	Glen Dimplex Nordic AS
APS Norway AS	Comhouse AS	Glåma Bygg AS
Arena Treningssenter	Coop Elektro, Bodø	Gresvig ASA
Aure kommune	Coop Trondheim og omegn BA	Grunnarbeid AS
Avigo AS	Daldata AS	Grytnes Betong AS
B&T Låsservice AS	Dale + Bang	Harstad kommune
Bakke EI-Installasjon AS	Deal AS	Harstad Mek. Verksted AS
Ballstad Slip AS	Dedicare AS	Hedmark fylkeskommune
Becotek AS	Dnb NOR Eiendom AS	Helkama Grepa AS
Bergans Fritid AS	DnB NOR Eiendom AS, Alta	Helse Bergen HF
Berg-Hansen Reisebureau AS, Kristiansand	Dolly Dimple AS	Helse Finnmark HF
Berle Fisk AS	Drytech AS	Helse Sunnmøre HF
Bilia AS	E. Flasnes Transport AS	Hennig-Olsen Is AS
Bilsenteret Namsos AS	E.A Smith AS	Hoff Norske Potetindustrier SA
Biotec Pharmacon ASA	Eiendomsmegler 1 AS	Hotel Augustin AS
	Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS	HRG Nordic, Bodø og Tromsø
	Eigersund kommune	Hunderfossen Familiepark AS
	Elkem Thamshavn AS	Hunton Fiber AS

Hydro Aluminium Structures Raufoss AS	Moelven Nordia AS	Overhalla Cementvare AS
IBM Norge	Moelven Nordia AS, Trondheim	Paulsen Eiendom AS
ICA Distribusjon AS	Moelven Van Severen AS	Per Strand AS
Innvik Sellgren Industrier AS	Moelven Våler AS	Petters Sjømat AS
Inter Revisjon AS	Moi Rør AS	Plantasjen Norge AS
ISS Norge AS	Molde kommune	Plasto AS
IT Partner AS, Tromsø	Moss kommune	Polarkonsult AS
Jan Høiback	Multi Elektro AS	Procter & Gamble Norge AS
JCDecaux Norge AS	Multiconsult AS, Trondheim	Prognosesenteret AS
Jensen Møbler AS	Møre Eiendomsmegling AS	Protan AS
Johs Lunde Tørrlastdivisjonen	Møre og Romsdal Kornsilø ANS	Quality Hafjell Hotell AS
Jonas B. Gundersen AS	Mørkjøtt AS	Quality Hotel Alexandra AS
K. Lund AS	MAA AS	Rambøll Norge AS
Karmsund Maritime Service AS	Namsos kommune	Randaberg kommune
Klepp Sparebank AS	NAV Nord-Trøndelag	REC SiTech AS
KLP Eiendom Trondheim AS	NAV Vestfold	Restco AS
Kongsberg Gruppen ASA	NCC Construction AS	Revisorkonsult AS
KPMG AS, Stavanger	NCC Roads AS	Rica Hotel Norge AS, Kristiansand
Kraft Foods Norge AS, Disenå	Nesje AS	Rica Ishavshotel Tromsø
Kragerø kommune	Nexans Norway AS	Ringerike kommune
Kristiansand kommune	Norcem AS	Rogaland Elektro Gruppen AS
Kristiansand Næringsforening	Norconsult AS	Rolls-Royce Marine AS
Krogsveen Hamar AS	Nordea Bank Norge ASA, Kristiansand	Ruukki Profiler AS
Kroken Caravan AS	Nordlandsbanken ASA	Rygge Vaaler Sparebank
Kvalitet & Ledelse AS	Norgesgruppen ASA	Rød Tråd AS
Kvestor Pro AS	Norgesmøllene AS, Buvika	Rørleggeren AS
Leif Gromstads Auto AS	Norgestaxi Trondheim AS	Raaen Entreprenør AS
Leonhard Nilsen & Sønner AS	Norisol Norge AS	Securitas AS, Bergen avd olje og gass
Litra AS	Norsk Sjømat AS	SIVA Selskapet for industrivekst SF
L'Oréal Norge AS	Norsvin	Skagen Brygge Hotell AS
LPO arkitektur & design AS	Notodden Mur- og Entreprenørforretning AS	Skagerak Energi AS
Lyse Energi AS	Nycomed Pharma AS	Skanem Moss AS
Løvolds Industri AS	Obos	Skanska Norge AS, Tromsø
Maihaugen	Oddstøl Elektronikk AS	Skedsmo kommune
Mascot Electronics AS	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Skeie AS
MB Hydraulikk AS	Oracle Norge AS	Smurfit Kappa Norpapp AS
Melby Snekkerverksted AS	Orkdal Installasjon AS	Sogn Billag AS
Meny Sogndal	Orkidéekspressen AS	Solem Hartmann AS
Mesta AS	Os Husdyrmerkefabrikk AS	Solstad Offshore ASA
Mester Grønn AS	Ottar Kristoffersen Eftf. AS	Sortland kommune
Moelven Limtre AS		

Spar Hamresanden AS	Taubåtkompaniet AS	Veidekke Entreprenør AS, Bergen
Sparebank 1 Gruppen AS	Teknisk Bureau AS	Veidekke Entreprenør AS, Indre Østland
Sparebank 1 Midt-Norge	Telenor Mobil AS	Vest Buss Gruppen AS
Sparebank 1 Vestfold	Thommessen Krefting Greve Lund AS	Vindafjord kommune
Sparebanken Hedmark	Thon Hotel Arendal	Visit Trondheim AS
Sparebanken Sogn og Fjordane	Ticket Feriereiser AS	Volmax AS
Stansfabrikken Lillesand AS	Tine BA	Washington Mills AS
StatoilHydro ASA	Tine Meieriet Sør BA	Wenaas AS
Stokke Gruppen AS	Torghatten trafikkelskap AS	West Contractors AS
Stor-Elvdal kommune	Toyota Førde AS	Westco Miljø AS
Strand Sea Service AS	Toyota Nordvik AS	Westnofa Industrier AS
Strømsholm Fiskeindustri AS	TVNordvest AS	YIT Building Systems AS, Bodø
Sult AS	Tynset kommune	Ølen Betong AS
Sykehuset Buskerud HF	Ullevål sykehus	Østerdal Billag AS
Sør-Norge Aluminium AS	Union Hotel	Åge Nilsen AS
T Kverneland & Sønner AS	Valldal høvleri AS	Aas Mek. Verksted AS
Tannum Møbler & Tekstil		

Vedlegg II

Tabeller, figurer og detaljerte anslag

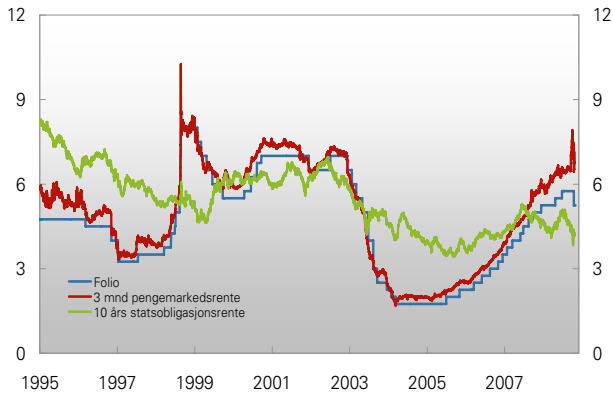
Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente ¹⁾	Endring
25. mars 2009		
4. februar 2009		
17. desember 2008		
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	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

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

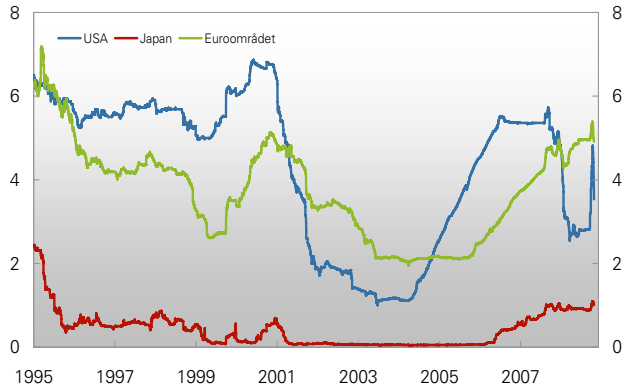
Figurer

Figur 1 Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, styringsrente og tiårs effektiv statsobligasjonsrente. Prosent. 2. januar 1995 – 23. oktober 2008



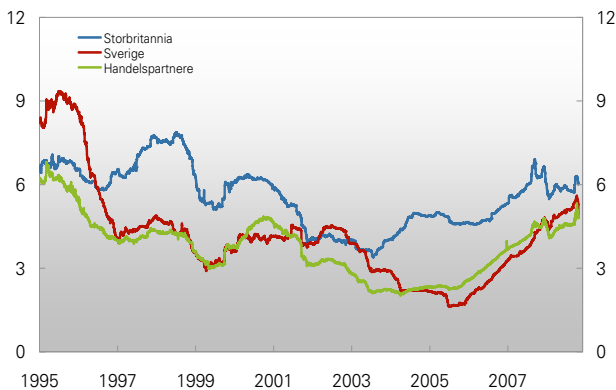
Kilde: Norges Bank

Figur 2 Tremånedersrenter i USA, euroområdet og Japan. Prosent. 2. januar 1995 – 23. oktober 2008



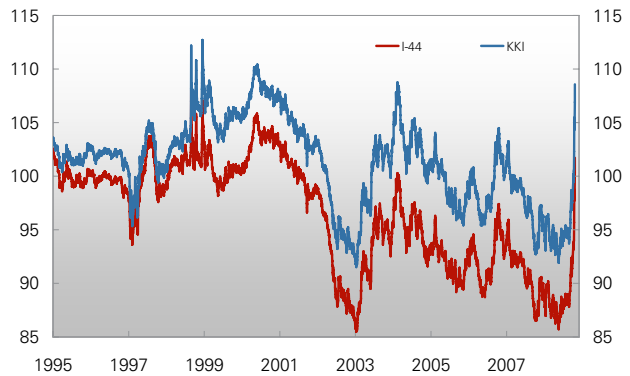
Kilde: Thomson EcoWin

Figur 3 Tremånedersrenter i Storbritannia, Sverige og hos Norges viktigste handelspartnere. Prosent. 2. januar 1995 – 23. oktober 2008



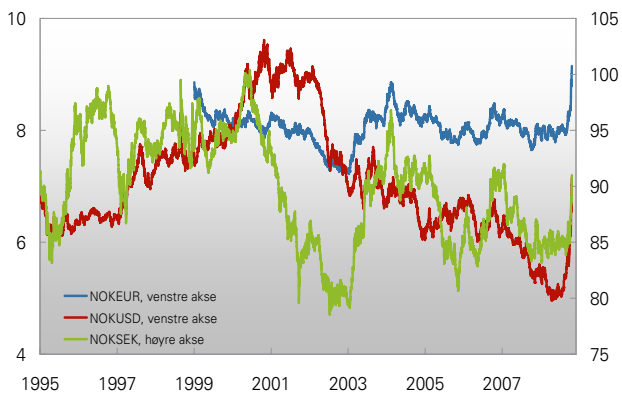
Kilder: Thomson EcoWin og Norges Bank

Figur 4 Konkurranskursindeksen (KKI) og importvektet valutakurs (I-44).¹⁾ 2. januar 1995 – 23. oktober 2008



1) Stigende kurve betyr svakere kronkurs
Kilde: Norges Bank

Figur 5 Bilaterale valutakurser¹⁾. 2. januar 1995 – 23. oktober 2008



1) Stigende kurve betyr svakere kronkurs
Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Bruttoinvesteringer F-Norge	Oljeinvesteringer ¹⁾	Trad. eksport	Import
2004	3,9	4,4	5,6	1,5	9,3	10,2	4,8	8,8
2005	2,7	4,6	4,0	0,7	12,7	18,8	6,1	8,7
2006	2,5	4,8	4,7	2,9	7,6	2,9	9,7	8,1
2007	3,7	6,2	6,4	3,6	9,4	5,5	9,0	8,7
2008 ²⁾								
1.kv.	0,0	-0,1	0,0	0,7	-3,8	1,0	0,7	-0,7
2.kv.	0,6	1,0	0,3	1,0	-0,2	2,7	0,6	0,1
Nivå 2007, mrd. kroner	2277	1715	946	449	342	108	427	686

1) Utvinning og rørtransport
2) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Tolvmåneders vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPIXE ²⁾	KPI-JA ³⁾	KPI-JE ⁴⁾	HKPI ⁵⁾
2005	1,6	1,0	1,4	1,2	1,4	1,5
2006	2,3	0,8	1,2	2,0	1,0	2,5
2007	0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008						
jan	3,7	1,9	2,4	3,7	1,9	2,9
feb	3,7	2,2	2,8	3,8	2,1	3,1
mar	3,2	2,1	2,7	3,2	2,2	2,8
apr	3,1	2,4	3,0	3,2	2,3	2,7
mai	3,1	2,3	2,9	3,2	2,3	2,8
juni	3,4	2,4	3,0	3,5	2,3	3,0
juli	4,3	2,9	3,5	4,4	2,8	3,9
aug	4,5	2,8	3,4	4,6	2,6	4,1
sep	5,3	3,1	3,7	5,5	2,9	4,8

1) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
2) KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene
3) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer
4) KPI-JE: KPI uten energivarer
5) HKPI: Harmonisert konsumprisindeks. Indeksen er basert på internasjonale kriterier utarbeidet av EUROSTAT.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år. Anslag for 2008-2011

	USA	Euro-området	Japan	UK	Sverige	Kina	Handelspartnere ¹⁾
2007	2,0	2,6	2,1	3,0	2,7	11,9	3,3
Anslag							
2008	1½	1	½	1	1¼	9½	1¾
2009	-½	0	¼	-½	¼	8½	½
2010-2011 ²⁾	2¼	1¾	1¼	2	2¼	8¾	2¼

¹⁾ Eksportvekter, 26 handelspartnere

²⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år. Anslag for 2008-2011

	USA	Euro-området ¹⁾	Japan	UK	Sverige	Kina	Handelspartnere ²⁾
2007	2,9	2,1	0,0	2,3	2,2	4,8	2,3
Anslag							
2008	4½	3½	1½	4	3¾	6½	3¾
2009	2	1¾	¾	3	2¼	4½	2¼
2010-2011 ³⁾	1¾	2	¾	2	2	4	2

¹⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

²⁾ Importvekter, 26 handelspartnere

³⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

Kilder: Thomson Reuters, Eurostat og Norges Bank

Tabell 5 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2007	2007	Anslag			
	2007	2007	2008	2009	2010	2011
Priser og lønninger						
KPI		0,8	3¼	3	2¾	2½
KPI-JAE ¹⁾		1,4	2½	3	2¾	2½
KPIXE ²⁾		1,9	3¼	3¼	2¾	2½
Årslønn ³⁾		5,6	6	4¾	4¾	4¾
Realøkonomi						
BNP	2277	3,7	2	1	2¼	3¼
BNP for Fastlands-Norge	1715	6,2	2½	¼	2½	3½
Produksjonsgap for Fastlands-Norge ⁴⁾		3	2¼	-¼	-½	0
Sysselsetting, personer		4,0	2¾	-¾	0	¾
Arbeidsstyrke, AKU		2,5	2¾	0	½	¾
AKU-ledighet(rate)		2,5	2½	3¼	4	4
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵⁾	1738	6,2	2¼	-1¼	1½	3¾
- Privat konsum	946	6,4	1½	¾	3	3¼
- Offentlig konsum	449	3,6	3¾	3½	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	342	9,4	2¼	-14	.	.
Oljeinvesteringer ⁶⁾	108	5,5	7½	10	5	0
Tradisjonell eksport	427	9,0	5½	¾	.	.
Import	686	8,7	4	-1¼	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁷⁾		4,4	5¼	4¼	3¾	4¼
Importveid valutakurs (I-44) ⁸⁾		90,8	90,2	94,2	93,3	92,8

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

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

3) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Tallet for 2007 inkluderer anslåtte kostnader knyttet til innføringen av obligatorisk tjenestepensjon.

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

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

6) Utvinning og rørtransport

7) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 3 - oktober

2008