



NORGES BANK

Pengepolitisk rapport

2 | 08  
juni

Norges Banks rapportserie nr. 3-2008



Pengepolitisk rapport  
2/2008



## Norges Bank

### Oslo 2008

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

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

Sentralbanksjef: Svein Gjedrem

Visesentralbanksjef: Jan F. Qvigstad

Ansvarlig redaktør: Svein Gjedrem

Omslag og grafisk utforming: Burston-Marsteller

Trykk: Tellus Works Reclamo AS

Teksten er satt med 10½ pkt. Times New Roman / 9pkt 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 23. april diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 11. juni drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 25. juni en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 29. oktober 2008. 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 13. august, 24. september og 29. oktober.

# Innhold

Leder	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	8
Oppsummering og hovedstyrets strategi	22
Rammer	
Endringer i rentebanen	18
Pengepolitikken siden forrige rapport	23
2. Verdensøkonomien, finans- og råvaremarkedene	24
3. Nærmere om den økonomiske utviklingen	35
Ramme	
Prisutviklingen den siste tiden	38
Utdypinger	53
Underliggende inflasjon	54
SAM - System av modeller for kortsiktige prognoser	56
Anslagene i Pengepolitisk rapport 1/08 og 2/08	60
Vedlegg I Regionalt nettverk	65
Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag	74

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 20. juni 2008

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 25. juni 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. Vedtaket om en pengepolitisk strategi fattes samme dag som rapporten offentliggjøres. Strategien gjelder for perioden fram til neste rapport og er gjengitt bakerst i kapittel 1 i rapporten.

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

### Formidling av rentebeslutningen

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

### Rapportering

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

# Leder

## En gjenkjennelig pengepolitikk

Den norske høykonjunkturen er på vei inn i en ny fase. Lav inflasjon og sterk økonomisk vekst er i ferd med å bli avløst av noe høyere inflasjon og lavere vekst. Det er viktig at de tendensene til høy prisstigning vi nå ser, ikke får festne seg.

De siste månedene har særlig prisene på energi og matvarer steget raskt. Det har gitt et ekstra løft i konsumprisindeksen. Et inflasjonsproblem får vi først hvis de økte prisene på energi og mat smitter over i forventninger om høyere lønnsvekst og generell prisstigning. Erfaringene fra 1970- og 80-tallet viser at det kan være kostbart å la være å reagere i pengepolitikken når inflasjonen tiltar uventet.

Pengepolitikken virker best når den er forutsigbar og gjenkjennelig. Renten ble satt lavt da inflasjonen var lav, og renten har vært økt i flere omganger i denne konjunkturoppgangen, i god tid før inflasjonen begynte å stige. Vi regner med at renteøkningene vi har bak oss, vil bringe kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ned mot et mer normalt nivå slik at inflasjonen ikke blir for høy.

Inflasjonen er nå nær, men noe over 2,5 prosent. Så lenge utsiktene for inflasjonen er nær målet – litt under eller litt over – vil renten bli liggende på dagens nivå eller kanskje noe høyere det nærmeste året. Skulle inflasjonen derimot tilta raskt, vil renten måtte settes videre opp for å motvirke forventninger til økt inflasjon.

Jan F. Qvigstad  
25. juni 2008

# 1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

## Den økonomiske situasjonen

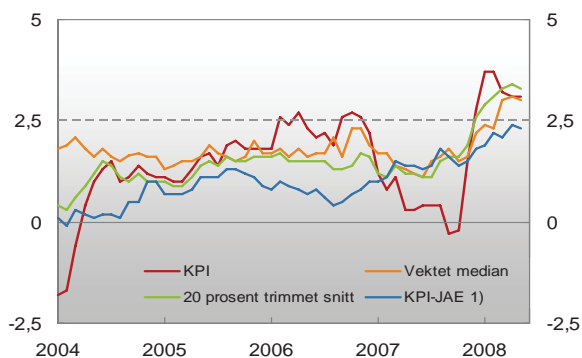
Prisveksten har vært litt høyere enn ventet. Målt ved konsumprisindeksen (KPI) er prisstigningen nå over 3 prosent. Sterk prisvekst på strøm og bensin har trukket opp veksten i KPI siden i høst. Det siste året har det også vært en markert økning i ulike indikatorer på den underliggende prisveksten. Mens disse indikatorene for ett år siden lå under 1½ prosent, ligger de nå mellom 2¼ og 3¼ prosent, se figur 1.1. Prisveksten tiltar på mange norskproduserte varer og tjenester, og prisfallet på importerte konsumvarer har avtatt, se figur 1.2. Samlet er den underliggende prisstigningen nær, men noe over 2,5 prosent.

Inflasjonen har tiltatt i mange land. Olje- og gassprisene har steget videre gjennom våren, se figur 1.3. Oljeprisen har i vår vært høyere enn noen gang tidligere. Prisene på matvarer er nå litt høyere enn i mars. En stadig større del av verdens vareproduksjon foregår i Kina og andre lavkostland. Det har gitt lav prisvekst eller prisfall på importvarer i den vestlige verden. Men lavkostlandene har etter hvert fått høyere levestandard og økt sin etterspørsel etter varer og tjenester. Det har ført til at prisene på matvarer og energi på verdensmarkedet har steget betydelig.

Kapasitetsutnyttningen i Norge er høy. Gjennom flere år har god tilgang på arbeidskraft, sterk vekst i produktiviteten og kraftig bedring i bytteforholdet mot utlandet gitt økonomien god vekstevne. Mange år med sterk økonomisk vekst har likevel gitt knapphet på arbeidskraft og innsatsfaktorer. Arbeidsledigheten er kommet ned på et historisk lavt nivå, se figur 1.4. Lønningene stiger mye. Samtidig er det tegn til at veksten i produktiviteten dempes.

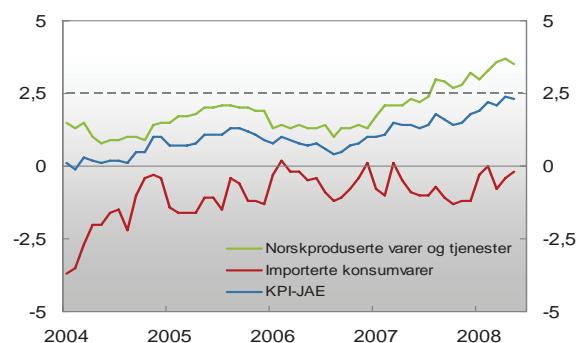
Den norske høykonjunkturen er på vei inn i en ny fase. Lav inflasjon og høy vekst er i ferd med å bli avløst av noe høyere inflasjon og lavere vekst.

Figur 1.1 Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



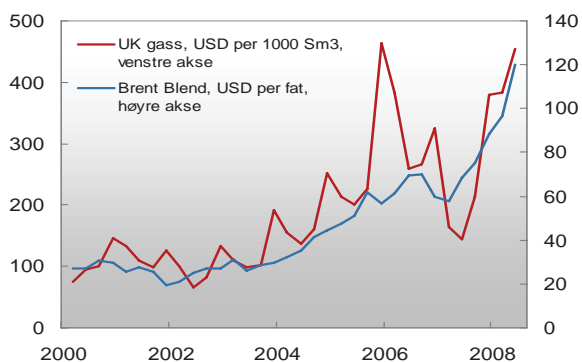
<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.2 KPI-JAE. <sup>1)</sup> Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



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

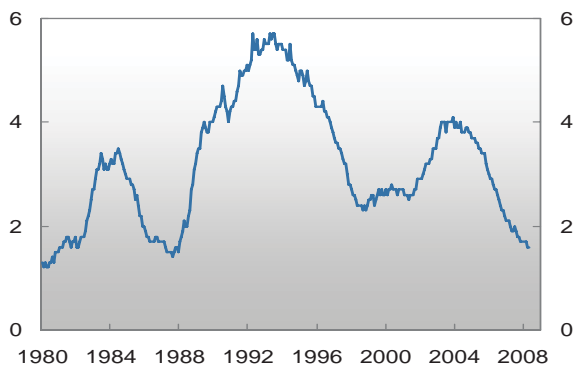
Figur 1.3 Gjennomsnittlige priser på råolje og naturgass. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Tall for 2. kvartal 2008 er gjennomsnitt av dagstall fra 01.04.2008 til 20.06.2008  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

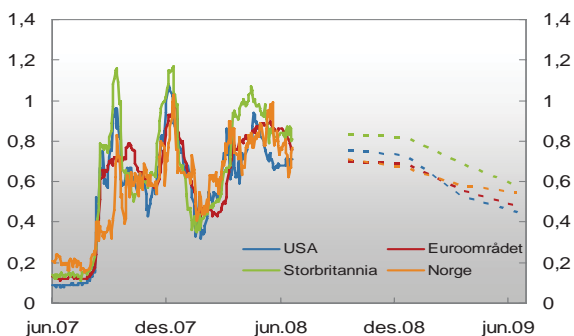


**Figur 1.4** Registrerte arbeidsledige i prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Januar 1980 – mai 2008



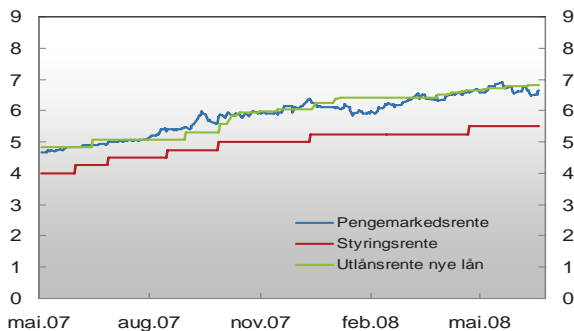
Kilde: Arbeids- og velferdsetaten (NAV)

**Figur 1.5** Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og markedets forventninger om styringsrenten<sup>1)</sup>. Prosentenheter. Historisk (fra 1. juni 2007) og fremover (per 20. juni 2008)



<sup>1)</sup> Forventet styringsrente er avledet fra Overnight Indexed Swap (OIS) renter. For Norge er tallene anslag på markedets forventninger om styringsrenten  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

**Figur 1.6** Styringsrente, pengemarkedsrente<sup>1)</sup> og bankenes utlånsrenter på nye lån<sup>2)</sup>. Prosent. 3. mai 2007 – 20. juni 2008



<sup>1)</sup> Tremåneders NIBOR (effektiv)  
<sup>2)</sup> 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

Veksten i norsk økonomi avtok trolig som ventet i første kvartal i år. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterer om høy kapasitetsutnyttning, men avtakende vekst i de fleste næringene. De venter en ytterligere avdemping i veksten det nærmeste halve året. Det settes i gang færre bygg. Husholdningene har ikke økt sitt vareforbruk siden i høst. På den andre siden stiger offentlige utgifter raskt, og det er sterk vekst i investeringene i næringslivet og i oljevirkosomheten. Husholdningenes forventninger til utviklingen i egen økonomi fremover har falt noe, men er fortsatt gode. Bedriftene venter fortsatt vekst i sysselsettingen fremover.

Den økonomiske veksten i verdensøkonomien avtar. I USA faller boliginvesteringene og boligprisene og det er nedgang i sysselsettingen. Konsumentene er gjennomgående pessimistiske til den økonomiske utviklingen. Det er ingen vekst i industriproduksjonen. Også i flere land i Europa faller nå boligprisene, og tillitsindikatorer har gått betydelig ned. Banker og finansinstitusjoner i USA og Europa strammer til utlånsvilkårene. I første kvartal i år var veksten likevel sterkere enn ventet, ikke bare i USA, men også i Europa og i Japan. Veksten i fremvoksende økonomier er fortsatt høy.

Høyere inflasjon, fall i boligprisene og boligbyggingen i flere land og innstramming av utlånsvilkårene i bankene bidrar til å dempe vekstutsiktene for verdensøkonomien det neste året.

Forholdene i finansmarkedene har bedret seg noe siden mars. Aksjekursene har steget. Prisen for å sikre seg mot konkurs hos låntakere har svingt en del, men har avtatt. Også rentepåslagene i obligasjonsmarkedet har falt fra de høye nivåene i mars. Mange sentralbanker har utvidet sine ordninger for å tilføre likviditet og bedre forholdene i pengemarkedene. Likevel er påslagene på usikrede lån mellom bankene fremdeles svært høye, se figur 1.5. Det forventes at påslagene vil holde seg høye, men avta noe fremover. Siden i fjor sommer har pengemarkedsrenten i Norge steget med nær  $\frac{3}{4}$  prosentenheter mer enn styringsrenten, se figur 1.6. I samme periode har bankenes utlånsrenter på godt sikrede boliglån økt i takt med pengemarkedsrenten. Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente

har steget noe mer, men marginene på utlån er fortsatt lave i et historisk perspektiv. På den andre siden har innskuddsrentene vært vesentlig lavere enn pengemarkedsrentene, men økt konkurranse om innskuddsmidlene presser nå opp rentene på innskudd.

Renteforventningene ute har steget markert. Det ser ut til at økt risiko for tiltakende inflasjon har ført til høyere realrenter. Mens markedsaktørene tidligere i år ventet lavere eller uendrede styringsrenter i mange land, venter de nå økte renter i USA, euroområdet og Storbritannia i løpet av året, se figur 1.7.

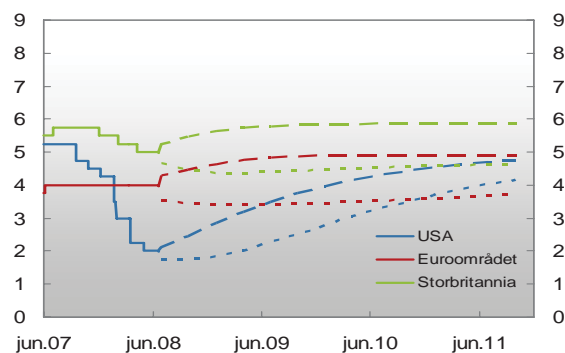
Den importveide kronkursen har styrket seg med om lag 4 prosent det siste året, se figur 1.8. Kronen svekket seg da uroen i finansmarkedene tiltok før påske, og har siden svingt noe. Den importveide kronkursen er nå litt svakere enn ved publisering av forrige pengepolitiske rapport i mars.

## Referansebanen

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot at årsveksten i konsumprisindeksen over tid skal være nær 2,5 prosent. 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. Et gjennomsnitt for inflasjonen har de siste ti årene vært rundt 2 prosent, altså noe lavere enn, men ganske nær målet på 2,5 prosent, se figur 1.9.

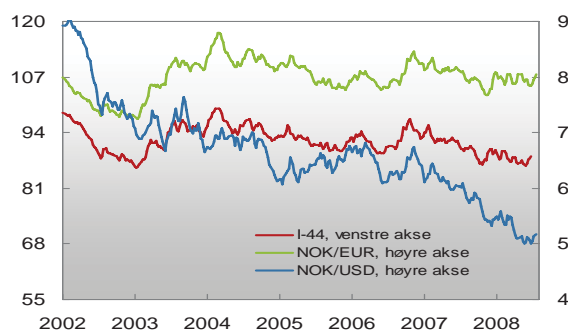
Med tillit til pengepolitikken vil forventet prisvekst over tid være nær inflasjonsmålet. Det er i seg selv med på å stabilisere inflasjonen. Utviklingen i langsiktige terminrentedifferanser mellom Norge og euroområdet kan gi oss informasjon om inflasjonsforventningene. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge bør terminrentedifferansen normalt ligge i området ½ - 1 prosentenheter, avhengig av risikopremiene i obligasjonsmarkedet. Differansen har ligget i dette leiet de siste årene, se figur 1.10. Det kan tyde på at inflasjonsforventningene blant aktørene i finansmarkedene i Norge og euroområdet har utviklet seg nokså likt. Ifølge TNS Gallups Forventningsundersøkelse er de langsiktige inflasjonsforventningene til arbeidslivs-

**Figur 1.7** Styringsrenter og terminrenter per 10. mars og 20. juni.<sup>1)</sup> Prosent. 1. juni 2007 – 31. desember 2011



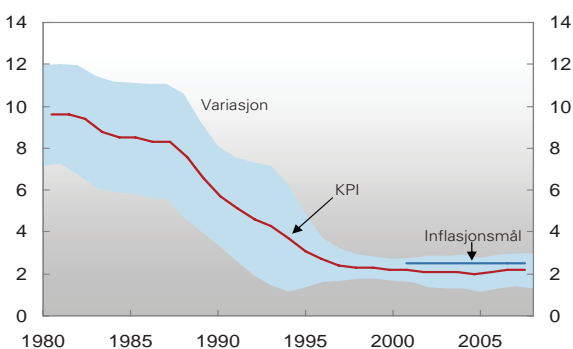
<sup>1)</sup> Prirkete linjer viser terminrenter per 10. mars 2008. Stiplede linjer viser terminrenter per 20. juni 2008. Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

**Figur 1.8** Valutakurser.<sup>1)</sup> Den importveide valutakursindeksen (I-44), 1995 = 100, NOK/EUR og NOK/USD. Uke 1 2002 – uke 25 2008



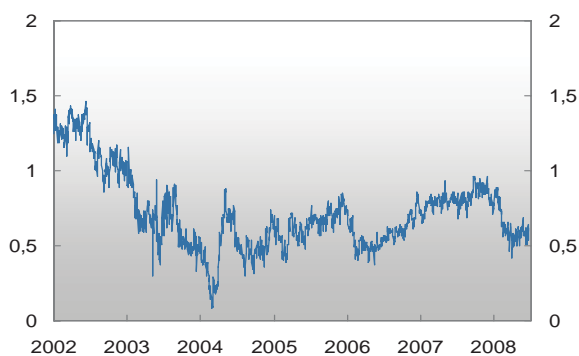
<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs  
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.9** Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI<sup>3)</sup>. Prosent. 1980 – 2008



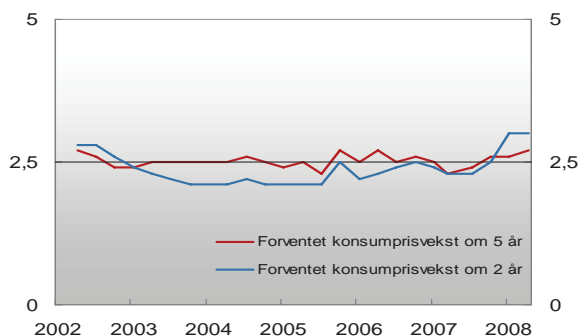
<sup>1)</sup> Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og to år fram  
<sup>2)</sup> Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik  
<sup>3)</sup> I beregningen er anslag for 2008 - 2010 fra PPR 2/08 lagt til grunn  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.10** Differansen mellom langsiktige terminrenter i Norge og euroområdet.<sup>1)</sup> Prosentenheter. 1. januar 2002 – 20. juni 2008



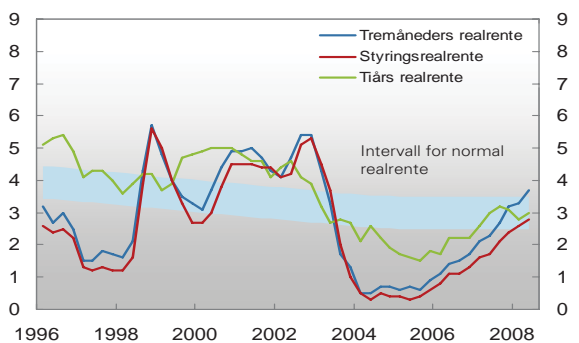
<sup>1)</sup> Femårs terminrenter om fem år  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

**Figur 1.11** Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup> Prosent. 2. kv. 2002 – 2. kv. 2008



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

**Figur 1.12** Tremåneders realrente<sup>1)</sup>, styringsrealrente<sup>1)</sup>, tiårs realrente<sup>2)</sup> og den normale realrenten i Norge<sup>3)</sup>. Prosent. 1. kv. 1996 – 2. kv. 2008<sup>4)</sup>



<sup>1)</sup> Deflatert med tolv kvartalers glidende gjennomsnitt (sentrert) av inflasjonen målt ved KPI. Anslag på KPI fra denne rapporten er lagt til grunn  
<sup>2)</sup> Tiårs swaprente deflatert med inflasjonsmålet  
<sup>3)</sup> Beregninger kan indikere at den normale realrenten for Norge for tiden ligger i den nedre enden av området 2½ - 3½ prosent  
<sup>4)</sup> Gjennomsnitt fra 1. april til 20. juni er benyttet for 2. kvartal 2008  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

organisasjoner og eksperter i finansnæringen og academia godt forankret i inflasjonsmålet, se figur 1.11. De mer kortsiktige inflasjonsforventningene har derimot steget siden i fjor høst.

Renten ble satt lavt da prisveksten avtok gjennom 2003. Det bidro etter hvert til utsikter til høyere inflasjon. Siden sommeren 2005 er styringsrenten gradvis blitt satt opp mot et mer normalt nivå. Styringsrenten ble satt opp i god tid før inflasjonen kom nær 2,5 prosent. Det har bidratt til å stabilisere inflasjonsforventningene og til å utjevne svingningene i produksjon og sysselsetting. Renteøkningene som er gjennomført, bidrar nå til å dempe den økonomiske veksten.

Når inflasjonen er nær 2,5 prosent, regnes det normale nivået for styringsrenten over tid å ligge mellom 5 og 6 prosent. Styringsrenten er nå i dette leiet. Økte påslag i pengemarkedet og usikkerhet i finansmarkedene fører til at bedriftenes og husholdningenes finansiering blir dyrere. Målt ved pengemarkedsrenter er realrenten nå høyere enn det vi anser som et normalt nivå, se figur 1.12. I tillegg har kronkursen styrket seg de siste årene. Pengepolitikken virker innstrammende. Det bidrar til at kapasitetsutnyttningen kan avta fremover, slik at inflasjonen ikke blir for høy.

Renten settes med sikte på å holde inflasjonen nær 2,5 prosent. Banen for renten fremover skal gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen, se egen ramme om kriteriene for en god rentebane på side 13.

I gjennomføringen av pengepolitikken skal det i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisen som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser. Innrettingen av pengepolitikken tar utgangspunkt i at den underliggende inflasjonen for tiden ligger nær, men noe over 2,5 prosent. Konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer, KPI-JAE, har ofte vært brukt som en indikator for underliggende inflasjon. En svakhet ved KPI-JAE er at den ikke bare utelater midlertidige virkninger av en-

drede avgifter og av svingninger i energipriser, men også trendmessige endringer i disse faktorene. Tar vi hensyn til at energiprisene nokså lenge har vokst mer enn andre priser, får vi et bilde av underliggende inflasjon som over tid samsvarer bedre med utviklingen i KPI, se figur 1.13 og egen ramme på side 54.

Det er utsikter til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil tilta de neste månedene. Det er tegn til svak vekst eller fall i produktiviteten, og lønns- og kostnadsveksten er høy. Prisene på elektrisitet og oljeprodukter har økt betydelig det siste året. Oljeprisen er historisk høy. Vi kan ikke se bort fra risikoen for at de høye energiprisene veltes over i prisene på andre varer og tjenester.

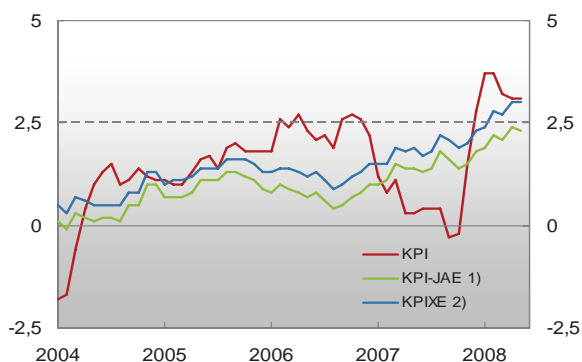
De høye prisene på matvarer og energi på verdensmarkedet og tiltakende inflasjon ute kan etter hvert gi høyere prisvekst på de varene vi importerer. Styrkingen av kronen de siste årene bidrar til å holde prisveksten på importerte varer nede en tid fremover, men vi kan ikke regne med et videre fall i importprisene slik vi så i årene 2003 - 2007, med mindre kronen styrker seg ytterligere.

Økningen i prisstigningen, utsiktene til tiltakende inflasjon og hensynet til å forankre inflasjonsforventningene nær inflasjonsmålet taler for at styringsrenten settes videre opp.

Tiltakende inflasjon i verdensøkonomien har ført til at forventningene til styringsrentene ute har gått markert opp, til tross for svakere vekstutsikter. Det trekker isolert sett også i retning av høyere rente her hjemme.

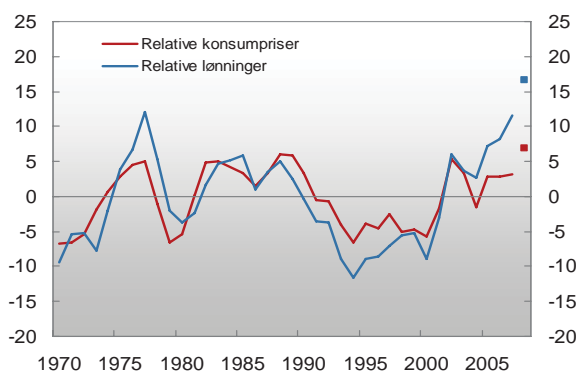
De høye olje- og gassprisene kan bidra til å holde veksten i etterspørselen oppe fremover. Investeringene i petroleumsvirksomheten er høye og ventes å stige ytterligere neste år. Det vil trolig øke produksjonen i næringer som leverer til petroleumssektoren. Det er også grunn til å tro at økte investeringsbudsjetter i oljeselskapene gir økte salgspriser hos underleverandørene. De høye energiprisene gir større mulighet for vekst i utgiftene i offentlig forvaltning og kan føre til at bedrifters og husholdningers forventninger til fremtiden bedres.

Figur 1.13 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser, se egen ramme på side 54  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet 1970 – 2007. Prosent. 1970 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Tall for 2008 er gjennomsnitt for utviklingen fram til 20. juni  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet 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.

På den andre siden er det tegn til at veksten i norsk økonomi avtar, om lag som ventet. Svakere utvikling hos våre handelspartnere vil kunne påvirke aktiviteten og lønnsomheten i norske eksportnæringer. Det kan bli verre å finne avsetning for våre eksportvarer når veksten i andre land dempes. Skulle svakere utvikling i verdensøkonomien også føre til et markert fall i råvareprisene, herunder prisene på olje og gass, vil virkningene på norsk økonomi bli sterkere.

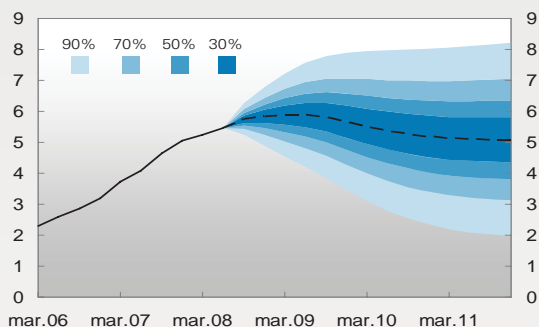
Kostnadsnivået i Norge er nå på sitt høyeste i forhold til handelspartnerne siden oljealderen startet, se figur 1.14. Likevel er etterspørselen etter arbeidskraft svært høy. Kan hende har vi ennå ikke sett den fulle virkningen av det høye kostnadsnivået. Høye priser på norske eksportvarer har gjort at virkningene hittil har vært begrenset. Etter flere år med høye eierinntekter fører nå lavere vekst i produktiviteten og sterk vekst i lønningene til at arbeidstakernes andel av inntektene øker. Det vil trolig dempe veksten i etterspørselen etter arbeidskraft fremover. Svakere vekst i produktiviteten vil samtidig kunne føre til noe lavere vekst i kapasiteten i økonomien.

Utsikter til lavere vekst kan gjøre norske husholdninger og bedrifter mer usikre. Det kan føre til at spareraten i husholdningene tar seg raskt opp og at veksten i konsumet faller. Det kan også føre til at nye prosjekter og investeringer blir utsatt, eller til at bedriftene vegrer seg mot å ta inn nye arbeidstakere. Strammere utlånspraksis i bankene vil også kunne dempe veksten i etterspørselen.

Selv om forholdene i finansmarkedene ute har bedret seg noe siden mars, er det fortsatt stor usikkerhet om størrelsen på tapene i banker og finanshus. Vi har tidligere sett at uroen i finansmarkedene har blusset opp igjen etter roligere perioder. Hvis uroen igjen tiltar i styrke, kan vekstutsiktene ute svekkes ytterligere. Stigningen i inflasjonen vil gjøre det vanskeligere for sentralbankene å bruke styringsrenten aktivt til å motvirke en slik utvikling.

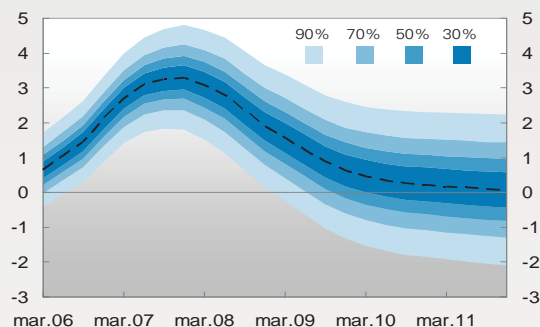
Utsikter til svakere vekst ute og hjemme kan isolert sett tale for at renten holdes uendret eller settes ned fra dagens nivå.

**Figur 1.15a** Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



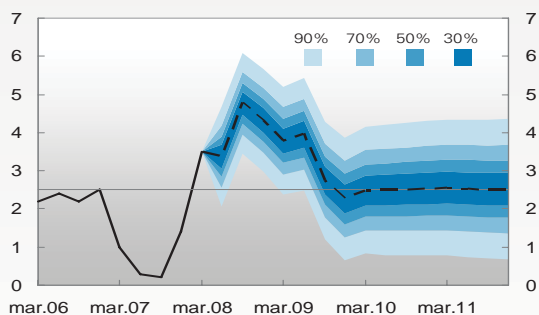
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.15b** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



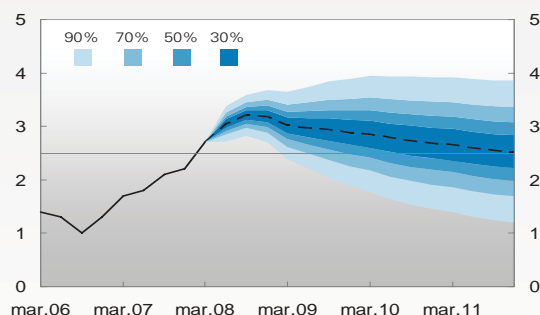
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.15c** Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

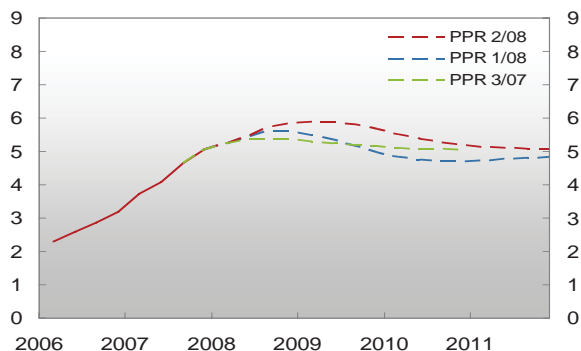
**Figur 1.15d** Anslag på KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

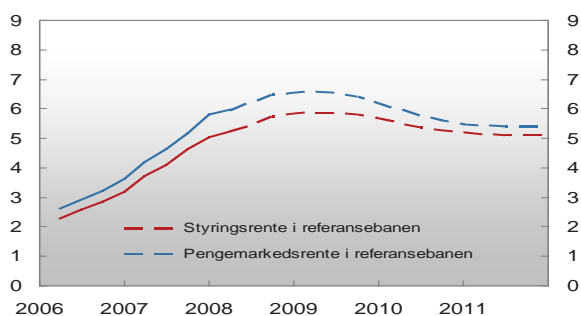
Når vi setter styringsrenten, må vi også ta hensyn til utviklingen i pengemarkedsrenter og bankenes utlånsrenter. Pengemarkedsrentene har steget mer enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi. Fremtidsrentene i penge- og finansmarkedene kan tyde på at dette påslaget i markedsrentene ventes å vare ved. Det reduserer behovet for å sette styringsrenten opp. Påslaget ventes å holde seg om lag  $\frac{1}{4}$  prosentenheter høyere den nærmeste tiden enn det som var anslått i forrige rapport. Vi må også vente at økt konkurranse om innskuddsmidler bidrar til at bankene

**Figur 1.16** Styringsrenten i referansebanen i PPR 3/07, PPR 1/08 og PPR 2/08. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



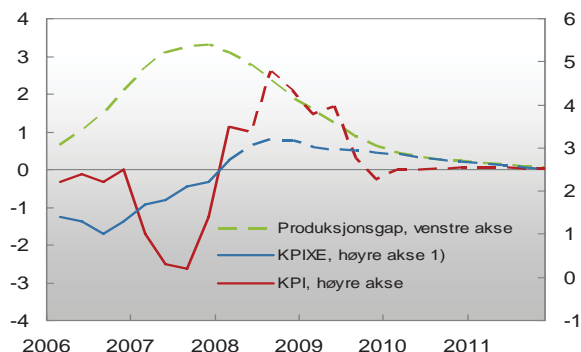
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.17** Styringsrente og tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup> i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



<sup>1)</sup> Anslag for styringsrenten tillagt anslag for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente  
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.18** Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vil øke sine utlånsrenter utover pengemarkedsrenten for å opprettholde lønnsomheten.

Samlet taler utsiktene og risikobildet for at styringsrenten blir liggende på dagens nivå eller kanskje noe høyere det nærmeste året, se figur 1.15a-d. Prognosen for renten er noe høyere enn i *Pengepolitisk rapport 1/08*, se figur 1.16. Det er særlig utsikter til sterkere prisvekst som trekker renteprognosen opp. Forventninger om høyere styringsrenter ute trekker i samme retning. Svakere vekstutsikter trekker renteprognosen litt ned. Bidragene til endringene i renteprognosen er omtalt i en egen ramme, se side 18.

I prognosen blir styringsrenten liggende i underkant av 6 prosent det neste året før den etter hvert settes noe ned. Vi anslår at styringsrenten i år blir om lag  $\frac{1}{4}$  prosentenheter høyere enn anslått i *Pengepolitisk rapport 1/08*. Vi venter at pengemarkedsrentene kan bli liggende omtrent på dagens nivå ut året, se figur 1.17.

Renten blir satt slik at inflasjonen over tid stabiliserer seg nær 2,5 prosent og slik at kapasitetsutnyttningen gradvis avtar, se figur 1.18. På kort sikt vil likevel den underliggende inflasjonen trolig være noe over 2,5 prosent. Skulle vi nå forsøke å hindre at inflasjonen på kort sikt blir liggende litt over målet, måtte vi satt renten kraftig opp. Det ville være et brudd med bankens handlingsmønstre og kunne ha påvirket stabiliteten i forbrukernes, prissetternes og kursstillernes forventninger i mange markeder. Det kunne også ført til brå skift i produksjonen og sysselsettingen.

Utviklingen i renten kan vurderes i lys av enkle pengepolitiske regler som sjablongmessig anslår hva renten bør settes til med utgangspunkt i faktisk inflasjon og produksjonsutvikling. I beregningene av renteutviklingen i de enkle reglene har vi tatt utgangspunkt i anslaget for produksjon og inflasjon i 2008 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. Banen for renten som er skissert i denne rapporten ligger noe lavere enn Taylor-renten, men noe høyere enn regelen med utenlandsk rente og vekstregelen, se figur 1.19.

Utviklingen i renten som skisseres i denne rapporten, samsvarer om lag med bankens tidligere reaksjonsmønstre, se figur 1.20.<sup>1</sup> I det siste har styringsrenten ligget i den nedre delen av det intervallet regelen anslår. Det er forenlig med at noe av tilstrammingen i pengepolitikken i denne perioden har kommet gjennom økte påslag i pengemarkedet, siden pengemarkedsrentene har økt mer enn styringsrenten.

Terminrentene i markedet kan være en annen kryssjekk for renteprognosen. Under bestemte forutsetninger om risikopremiene kan de beregnede terminrentene være et uttrykk for markedsaktørenes forventninger til den fremtidige renteutviklingen. Terminrentene i Norge har siden forrige rapport steget både på kort og lang sikt. De beregnede terminrentene kan tyde på at aktørene i finansmarkedet forventer at styringsrenten de neste kvartalene vil ligge nær 5¾ prosent, se figur 1.21. Det samsvarer med renteprognosen i denne rapporten.

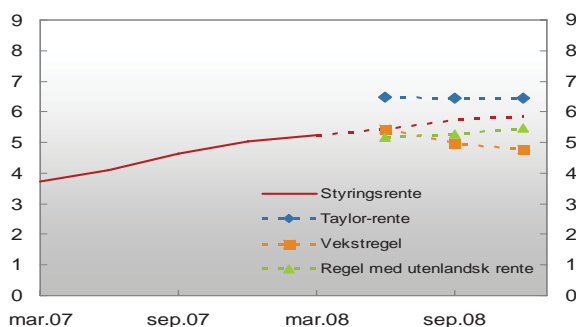
Vi venter at rentedifferansen mellom Norge og utlandet vil avta gradvis fremover, se figur 1.22. Vi har lagt til grunn at den effektive kronkursen holder seg om lag på dagens nivå på kort sikt, men svekkes etter hvert, se figur 1.23. Det gjenspeiler at plasseringer i kroner på lang sikt ikke kan ventes å gi en vesentlig høyere realavkastning enn plasseringer i andre valutaer.<sup>2</sup>

Målt ved KPI kan inflasjonen komme opp mot 5 prosent de neste månedene, se figur 1.15c. Prisene på elektrisitet og bensin stiger fortsatt og vil bidra til at veksten i KPI blir høyere enn veksten i andre indikatorer for inflasjonen i år, se figur 1.24. Den underliggende inflasjonen, som nå anslås til noe over 2,5 prosent, ventes å tilta videre de nærmeste månedene. Virkningene av at kronen har styrket seg ventes å bli sterkere senere i år. Det kan bidra til at prisveksten dempes.

1 Se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04.

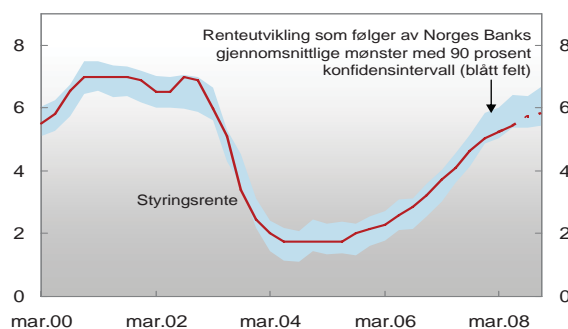
2 Se utdyping i Pengepolitisk rapport 1/08 om kryssjekker for kronkursen

Figur 1.19 Styringsrente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2008



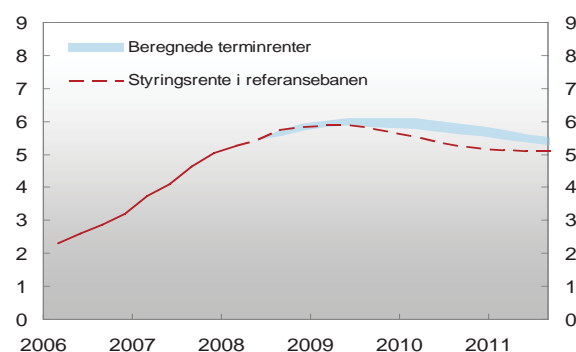
<sup>1)</sup> Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgapet, konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente. For å sammenligne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders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

Figur 1.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2008



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

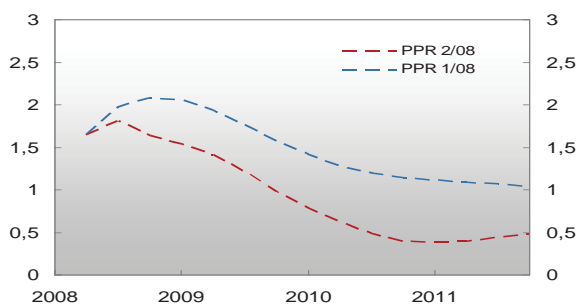
Figur 1.21 Styringsrente i referansebanen og beregnede terminrenter<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



<sup>1)</sup> Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. I beregningen av terminrentene er det trukket fra en kredittisikopremie for å gjøre terminrentene sammenliknbare med styringsrenten. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 9.- 20. juni 2008  
Kilde: Norges Bank

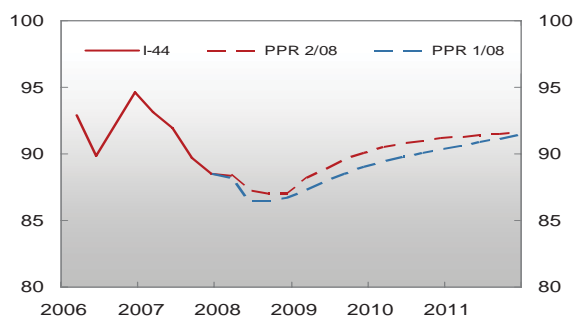


**Figur 1.22** Anslått differanse mellom pengemarkedsrentene i Norge og hos handelspartnerne i PPR 1/08 og PPR 2/08.<sup>1)</sup> Prosent. 2. kv. 2008 – 4. kv. 2011



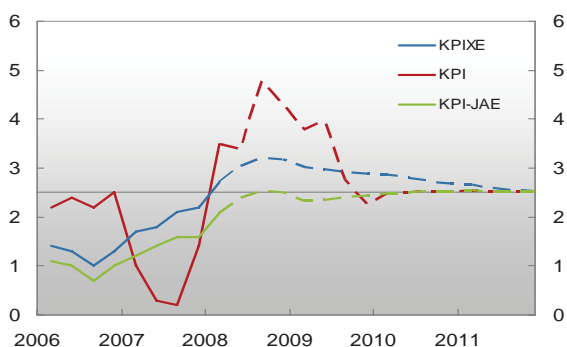
<sup>1)</sup> Differanse mellom pengemarkedsrenten i referansebanen og et vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnerne i tidsrommet 9.-20. juni  
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.23** Importveid valutakurs (I-44) i referansebanen i PPR 1/08 og PPR 2/08.<sup>1)</sup> Indeks. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



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

**Figur 1.24** Anslag på KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup> i referansebanen. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisene på importerte konsumvarer har gjennomgående falt i 10 år. Økte råvarepriser vil etter hvert bidra til høyere prisvekst på importerte konsumvarer, målt i utenlandsk valuta. Når virkningene av styrkingen av kronen de siste årene etter hvert avtar, venter vi at prisene på importerte konsumvarer igjen vil begynne å stige også målt i norske kroner. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester anslås å holde seg høy de nærmeste årene. Veksten i produktiviteten vil for en tid trolig avta markert, og lønnsveksten anslås til 6 prosent i 2008. Den sterke veksten i energiprisene vil også kunne få betydning for prisene på andre varer og tjenester produsert i Norge. Høy kostnadsvekst og høyere priser på importvarer fører til at veksten i den underliggende inflasjonen anslås å holde seg noe over inflasjonsmålet en stund, før den etter hvert tar seg ned igjen og stabiliseres nær 2,5 prosent.

Husholdningenes sparing er negativ, og vi må vente at de over tid vil søke å styrke sine finansielle balanser. Økningen i husholdningenes renteutgifter og et svakere boligmarked vil trolig dempe husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester og bidra til økt sparing. Høy vekst i kostnadene, strammere lånevilkår og lavere vekst i verdensøkonomien vil også bidra til å dempe aktiviteten i norsk økonomi fremover. Svakere avsetningsmuligheter ute vil påvirke norske eksportnæringer. Det vil få virkninger for andre næringer i Norge. Veksten i investeringene i bedriftene ventes å holde seg høy innværende år, men avta neste år.

Oljeinvesteringene anslås å stige ytterligere det neste året. Det vil holde veksten oppe i den delen av norsk næringsliv som leverer varer og tjenester til petroleumsvirksomheten. Økt bruk av midler over offentlige budsjetter vil etter hvert også kunne føre til sterkere vekst i offentlige kjøp av varer og tjenester. Den høye oljeprisen kan samtidig påvirke husholdningenes forventninger og føre til at forbruket igjen tar seg opp.

Vi venter fortsatt god tilgang på arbeidskraft fra utlandet, men innvandringen vil trolig bli litt lavere enn de siste årene. Når den økonomiske veksten avtar og etterspørselen etter arbeidskraft ikke lenger er like høy, vil det trolig være mindre attraktivt å flytte til Norge. Arbeidsledigheten ventes å stige noe fra 2009.

## Endringer i rentebanen

Prognosen for renten er noe høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/08, se figur 1.<sup>1</sup> 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 rentebanen.<sup>2</sup> Beregningen kan ses på som en etterprøving og konsistenssjekk av anslagene og søker å gi et inntrykk av hvordan ulike faktorer har virket på prognosene for renten gjennom sin virkning på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sissettingen. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognozen er vist i den svarte linjen.

Inflasjonen i Norge har vært litt høyere enn anslått, og anslagene for inflasjonen den nærmeste tiden er oppjustert. Isolert sett

gir det utsikter til høyere inflasjon også lenger fram i tid. Det trekker i retning av en høyere rente (lyseblå søyler).

Markedsaktørenes forventninger til utviklingen i styringsrentene hos våre handelspartnere har økt. Dersom forventet avkastning av å investere i kroner skal være lik forventet avkastning av å investere i utenlandsk valuta, vil en renteøkning ute isolert sett føre til svakere kronekurs. Det ville gi høyere inflasjon og økt aktivitet i norsk økonomi, og trekker i retning av at renten i Norge også settes opp. På den andre siden har kronekursen i vår vært noe sterkere enn det som følger av den forventede rentedifferansen. Isolert sett bidrar det til en noe lavere rente. Samlet trekker likevel disse forholdene i retning av en svakere kronekurs og høyere rente (mørkeblå søyler).

Høyere olje- og gasspriser bidrar trolig til økt etterspørsel i Norge,

blant annet gjennom økte investeringer i oljesektoren. Isolert sett bidrar det til en noe høyere rente (grønne søyler).

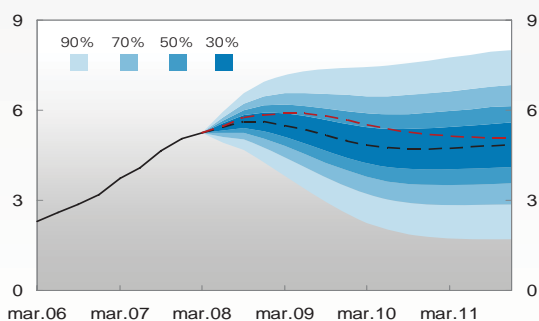
Siden forrige pengepolitiske rapport er vekstutsiktene ute svekket. Isolert sett gir det utsikter til lavere aktivitet også i norsk økonomi og etter hvert lavere pris- og kostnadsvekst. Det trekker i retning av en lavere rente (røde søyler).

Pengemarkedsrentene i Norge har steget mer enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi. Fremtidsrentene i penge- og finansmarkedene kan tyde på at dette påslaget i markedsrentene ventes å vare ved. Det reduserer behovet for å sette opp styringsrenten og trekker også i retning av en lavere rente (oransje søyler).

<sup>1</sup> Endringene i anslagene for inflasjon og kapasitetsutnyttning er omtalt på side 60.

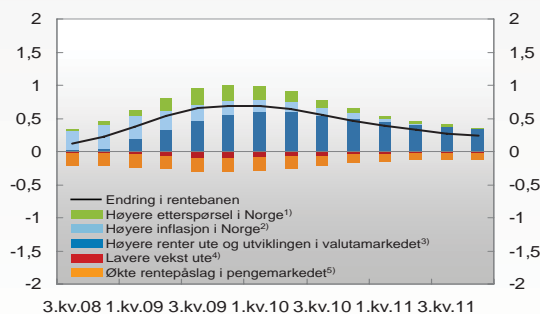
<sup>2</sup> Beregningene i figuren er gjort med utgangspunkt i en liten kalibrert modell for norsk økonomi, se Norges Bank Staff memo 2004/3.

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



Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 1/08. Prosentenheter. 3. kv. 2008 – 4. kv. 2011



<sup>1</sup> Gjenspeiler virkninger av høyere vekst i etterspørselen som følge av høyere olje- og gasspriser

<sup>2</sup> Gjenspeiler virkninger av høyere prisvekst i Norge utover det som følger av endrede anslag på kapasitetsutnyttningen

<sup>3</sup> Gjenspeiler virkninger av forventninger om høyere styringsrenter hos våre handelspartnere gjennom virkninger på kronekursen, og virkninger av kroneutviklingen i vår utover det som følger av endrede forventninger til rentedifferansen mot handelspartnere

<sup>4</sup> Gjenspeiler virkninger av lavere forventet vekst i verdensøkonomien

<sup>5</sup> Gjenspeiler virkninger av økte påslag i norske pengemarkedsrenter

Kilde: Norges Bank

## Usikkerhet i anslagene

Anslagene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen nå og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Det er usikkerhet om den fremtidige utviklingen i inflasjonen og produksjonen og derfor om renteutviklingen. Vi har illustrert usikkerheten i anslagene med sannsynligheter, se figur 1.15a-d.<sup>3</sup> Jo bredere usikkerhetsviftene er, desto mer usikre er prognosene. Bredden er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.<sup>4</sup> Usikkerhetsintervallet rundt renten gjenspeiler at pengepolitikken reagerer på utviklingen i inflasjonen og produksjonen. Det bidrar til å øke usikkerheten om utviklingen i renten fremover, men samtidig til å redusere usikkerheten om utviklingen i inflasjonen og produksjonen.

Vi vurderer det som like sannsynlig at inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen blir sterkere enn anslått som at den blir svakere enn anslått. Det gjenspeiles i at viftene er like brede på begge sider av anslagene.

Usikkerheten i anslagene for konsumprisveksten er anslått i viften i figur 1.15c. Det fremgår av denne figuren at sannsynligheten for at prisveksten kommer over 3,5 prosent i 2011 anslås til om lag 20 prosent. Tilsvarende anslås sannsynligheten for at inflasjonen faller tilbake under 1,5 prosent i 2011 til om lag 20 prosent.

## Alternative utviklingsbaner

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 enn vi nå ser for oss, dersom de økonomiske utsiktene endres, eller dersom endringer i renten påvirker produksjonen, sysselsettingen og inflasjonen på en annen måte enn forutsatt. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for og den forventede varigheten av de forstyrrelsene som oppstår. Jo senere pengepolitikken reagerer på slike forstyrrelser, desto større blir svingnin-

<sup>3</sup> Det er også usikkerhet om den økonomiske situasjonen i nåtid, se utdypinger i Inflasjonsrapport 3/05 og i Inflasjonsrapport 3/06.

<sup>4</sup> En nærmere gjennomgang av usikkerhetsviftene er gitt i Inflasjonsrapport 3/05.

gene i inflasjon og produksjon. Samtidig kan det være vanskelig å skille tilfeldige utslag i løpende statistikk fra mer varige forstyrrelser. Det kan derfor ta tid før vi kan bygge rentesettingen på at økonomien utvikler seg annerledes enn det som er lagt til grunn i våre anslag.

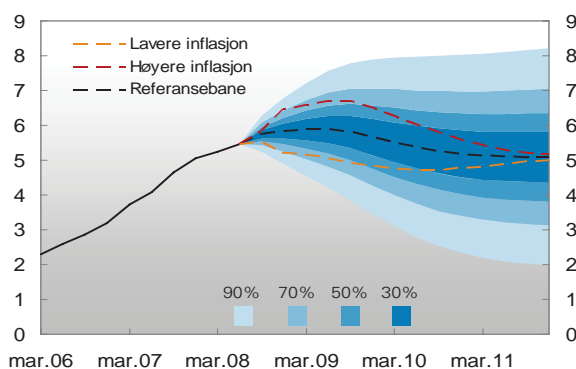
Inflasjonen kan bli høyere enn vi nå anslår. I de siste konjunkturoppgangene er det blitt gitt høye lønnstillegg sent i oppgangen. Det ser ut til å gjenta seg også i år. Selv om resultatene fra årets lønnsoppgjør så langt er i tråd med våre anslag, kan lønnsgradningen utover høsten bli høy. Produktivitetsveksten kan bli lavere enn vi har lagt til grunn. Resultatet fra årets jordbruksoppgjør gir utsikter til en særlig prisøkning på jordbruksvarer fra 1. juli. Det er usikkert hvordan jordbruksoppgjøret og de økte energi- og matvareprisene ute vil virke inn på prisveksten i Norge. Samtidig tiltar prisveksten i andre land. Det kan gi høyere prisvekst på varer vi importerer.

I figurene 1.25a-c (røde linjer) illustrerer vi en utvikling der prisveksten tiltar mer enn anslått.<sup>5</sup> Som en beregnings-teknisk forutsetning har vi lagt til grunn at inflasjonen blir ¼ - ½ prosentenheter høyere enn i referansebanen det nærmeste året. Da vil det være riktig å sette renten så mye opp at realrenten øker, slik at inflasjonen over tid bringes tilbake mot målet. En høyere rente vil bidra til at kapasitetsutnyttningen i økonomien etter hvert blir lavere enn i referansebanen. Stigningen i inflasjonen dempes gradvis, men prisveksten de neste årene blir noe høyere enn i referansebanen.

I figurene 1.25a-c (gule linjer) illustreres en utvikling der prisveksten blir lavere enn anslått. Flere faktorer vil kunne bidra til svakere prisvekst. Sparingen i husholdningene kan tilta raskere enn ventet, og vi kan undervurdere virkningene svakere vekst ute får på norsk økonomi. En slik utvikling vil også etter hvert kunne bidra til å dempe inflasjonen. Det vil da kunne være riktig å sette renten ned tidligere enn i referansebanen for å ivareta hensynet til å holde inflasjonsforventningene oppe og bringe inflasjonen tilbake til målet.

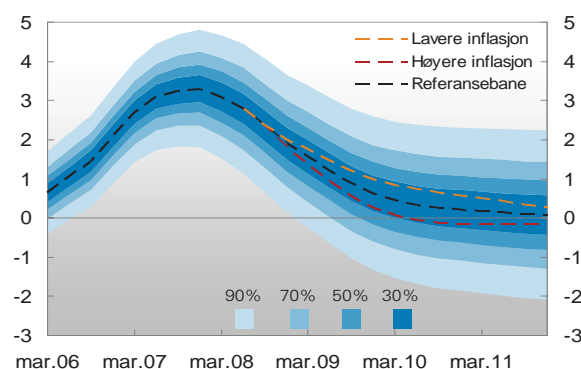
<sup>5</sup> Anslagene i figurene bygger på at Norges Banks reaksjonsmønster er kjent og konsistent over tid. En nærmere gjennomgang av dette er gitt i Bergo, J. (2007): "Interest rate projections in theory and practice", foredrag på Samfunnsøkonomenes Forenings valutaseminar på Sanderstølen 26. januar 2007.

**Figur 1.25a** Styringsrenten i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



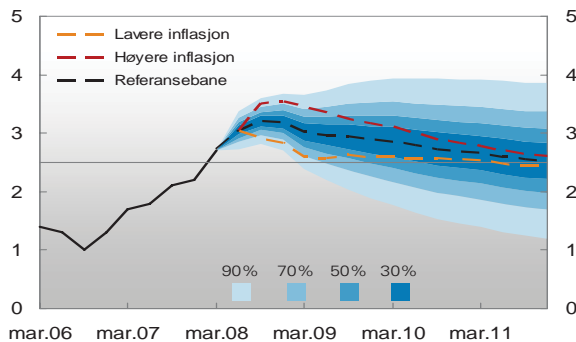
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.25b** Produksjonsgapet i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.25c** KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Oljeprisen har doblet seg det siste året. Det har blant annet slått ut i en kraftig oppgang også i de forventede fremtidige prisene på elektrisitet, slik de kan avleses på den nordiske kraftbørsen Nordpool. Det er usikkert hvordan en så stor økning i energiprisene vil påvirke den økonomiske veksten og inflasjonen i Norge<sup>6</sup>. Høyere aktivitet i petroleumssektoren og høyere inntekter i næringslivet kan føre til at investeringene i bedriftene fortsetter å stige. Høyere inntekter og sterkere vekst i utgiftene i offentlig forvaltning kan gi impulser til økt forbruk. Kapasitetsutnyttningen kan holde seg høy lenger enn vi nå legger til grunn og inflasjonen kan tilta ytterligere. På litt sikt kan en slik utvikling fortrenge produksjonen i konkurranseutsatte næringer som ikke leverer til oljesektoren, men det er usikkert hvor raskt det skjer og i hvilket omfang. Kronekursen kan styrke seg videre og forsterke denne effekten. Hvis den høye oljeprisen slår ut i høyere inflasjon enn vi legger til grunn eller hvis energiprisene fortsetter å stige, kan renten bli høyere enn vi anslår.

Et mer markert tilbakeslag i verdensøkonomien kan på den andre siden dempe 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. Det kan føre til en betydelig svakere utvikling i norsk økonomi enn skissert i referansebanen. Et fall i oljeprisen kan samtidig gi en svakere krone. Det er usikkert hvordan inflasjonen i Norge vil bli påvirket av en slik utvikling. Hvis utslagene på aktivitetsnivået dominerer, kan det bli riktig å sette renten ned. Hvis utslagene på kronekursen dominerer, kan det bli riktig å holde renten oppe.

6 Se *Aktuell kommentar 2/08*: "Virkninger av den høye oljeprisen på norsk økonomi", [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

## Oppsummering

Prisveksten har vært litt høyere enn ventet. Samlet er den underliggende prisstigningen nær, men noe over 2,5 prosent. Kapasitetsutnyttningen er fortsatt høy. Arbeidsledigheten er på et historisk lavt nivå, og lønningene stiger mye. Høykonjunkturen er på vei inn i en ny fase. Lav inflasjon og høy vekst er i ferd med å bli avløst av noe høyere inflasjon og lavere vekst.

Vekstutsiktene ute er svekket. Renteforventningene har likevel steget markert. Inflasjonen har tiltatt i mange land. Det ser ut til at økt risiko for tiltakende inflasjon har ført til høyere realrenter. Forholdene i finansmarkedene har bedret seg noe siden mars, men pengemarkedsrentene er fortsatt betydelig høyere enn utviklingen i styringsrentene normalt skulle tilsi. Siden i fjor sommer har norske bankers utlånsrenter økt i takt med pengemarkedsrenten, men bankenes marginer på utlån er lave.

Økningen i prisstigningen, utsiktene til tiltakende inflasjon og hensynet til å forankre inflasjonsforventningene nær inflasjonsmålet taler for at styringsrenten settes videre opp. Forventninger om høyere styringsrenter ute trekker i samme retning. Utsikter til svakere vekst ute og hjemme kan isolert sett tale for at renten holdes uendret eller settes ned fra dagens nivå. Samlet taler utsiktene og risikobildet for at styringsrenten blir liggende på dagens nivå eller kanskje noe høyere det nærmeste året.

Anslagene er usikre. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Uventet høy kostnadsvekst eller en svakere krone kan på den ene siden medføre at inflasjonen tiltar raskere enn anslått. Det er også usikkert hvordan jordbruksoppgjøret og de økte energi- og matvareprisene ute vil virke inn på prisveksten i Norge. Hvis tilbakeslaget ute slår sterkere inn i norsk økonomi enn ventet eller hvis kronen styrker seg markert, kan på den andre siden inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår.

## Hovedstyrets strategi

Styringsrenten bør ligge i intervallet 5¼ – 6¼ prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 29. oktober, med mindre norsk økonomi blir utsatt for uventet store forstyrrelser.

## Pengepolitikken siden forrige rapport

Norges Banks anslag for den økonomiske situasjonen i Pengepolitisk rapport 1/08 – som ble lagt fram 13. mars 2008 – tilsa en styringsrente i intervallet 5 - 6 prosent i perioden fram til 25. juni 2008, med mindre norsk økonomi ble utsatt for uventet store forstyrrelser. Analysene i rapporten tilsa at styringsrenten kunne bli satt videre opp fram mot sommeren. Utsiktene til sterkere pris- og kostnadsvekst ville på kort sikt mer enn veie opp for virkningene av svakere vekst i verdensøkonomien.

I Pengepolitisk rapport 1/08 ble det pekt på at uventet høy kostnadsvekst, høyere importpriser eller en svakere krone kunne medføre at inflasjonen tiltok raskere enn anslått. Det ble også pekt på at hvis tilbakeslaget ute slo sterkere inn i norsk økonomi enn ventet eller hvis kronen styrket seg markert, kunne inflasjonen bli lavere enn anslått.

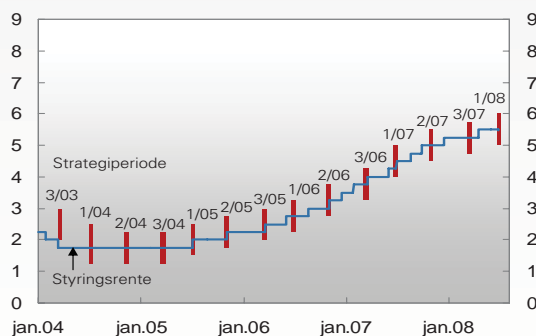
I rentemøtet 13. mars pekte hovedstyret på at ulike mål for inflasjonen viste litt forskjellig utvikling, men samlet var den underliggende prisstigningen nær 2,5 prosent. Veksten i norsk økonomi holdt seg oppe og var uventet høy mot slutten av fjoråret. Kapasitetsutnyttningen var høy, og arbeidsmarkedet var stramt. På den andre siden var utsiktene for verdensøkonomien svekket. Rentene var på vei ned i USA og flere andre land. Kronkursen hadde styrket seg. Virksomhetene i Norges Banks regionale nettverk ventet fremdeles en økning i aktiviteten fremover, men mindre enn før. Det var et alternativ å øke renten, men en samlet vurdering tilsa at det var riktig å holde renten uendret på 5,25 prosent.

I rentemøtet 23. april pekte hovedstyret på at prisveksten hadde tatt seg markert opp siden i fjor høst. De første lønnsoppgjørene tydet som ventet på at lønnsveksten tiltok. Utsikter til høyere inflasjon talte for at styringsrenten ble satt opp. På den andre siden var amerikansk økonomi svak. Uroen i finansmarkedene varte ved, og utviklingen i verdensøkonomien

kunne komme til å bli svakere enn tidligere antatt. Risikopremiene i de internasjonale penge- og kredittmarkedene hadde holdt seg høye, og lånekostnadene hadde steget for foretak og finansinstitusjoner. Ny informasjon siden forrige rentemøte ga samlet sett ikke grunnlag for å avvike fra strategien i Pengepolitisk rapport 1/08. Renten ble økt med 0,25 prosentenheter til 5,50 prosent i dette møtet.

I rentemøtet 28. mai ble styringsrenten holdt uendret på 5,50 prosent. Hovedstyret pekte på at prisveksten var høyere enn anslått. Oljeprisen hadde steget videre til et svært høyt nivå. Veksten i energi- og matvareprisene trakk inflasjonen opp i mange land, og renteforventningene ute hadde steget. Lønnsoppgjørene tydet som ventet på at lønnsveksten tiltok her hjemme. Samlet var den underliggende prisstigningen nær, men noe over 2,5 prosent. Det var fortsatt høy kapasitetsutnyttning i norsk økonomi, men det var som ventet tegn til at veksten i økonomien ble dempet. Det var utsikter til lavere vekst i verdensøkonomien. Økningen i prisstigningen og utsikter til at inflasjonen kunne tilta talte for at styringsrenten skulle settes videre opp. Uroen i finansmarkedene, høye rentepåslag i pengemarkedet og usikkerhet om utviklingen ute gjorde likevel at det samlet sett var riktig å holde renten uendret.

**Figur 1** Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling.<sup>1)</sup> Prosent.  
2. januar 2004 – 25. juni 2008



<sup>1)</sup> Hovedstyrets beslutning 25. juni er ikke innarbeidet, se tabell s. 75  
Kilde: Norges Bank

## 2 Verdensøkonomien, finans- og råvaremarkedene

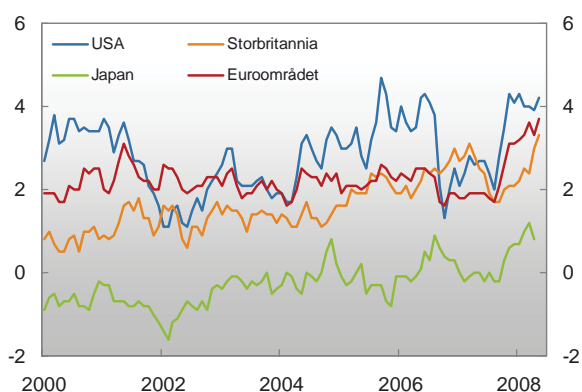
### Inflasjonen tiltar og rentene stiger

Prisstigningen hos våre handelspartnere har tiltatt raskere og sterkere enn det vi la til grunn i forrige rapport. Prisene på matvarer, olje og andre råvarer har steget kraftig det siste året. Det har gitt høy vekst i konsumprisene både i industrialiserte og fremvoksende økonomier, se figur 2.1 og 2.2. I industrilandene har prisveksten utenom energi- og matvarer ikke tiltatt i samme grad, og lønningene har bare økt moderat. Veksten i produsentprisene for industrivarer i industrilandene har imidlertid tatt seg opp. Siden forrige rapport har husholdningenes inflasjonsforventninger for det neste året fortsatt å øke i USA, mens de har holdt seg stabilt på et høyt nivå i euroområdet. Markedsaktørenes inflasjonsforventninger på 5 års sikt synes å ha gått litt opp både i USA og Europa.

I fremvoksende økonomier har konsumprisveksten utenom energi- og matvarer tiltatt mer enn i industrilandene. Med sterk vekst i de fremvoksende økonomiene er det risiko for at prisveksten på energi- og matvarer fortsetter å bre seg til et bredt spekter av varer og tjenester. I fremvoksende økonomier utgjør matvarer en høy andel av forbruket. Både lønnsveksten og veksten i produsentprisene i BRIC-landene (Brasil, Russland, India, Kina) er høy og tiltakende, se figur 2.3.

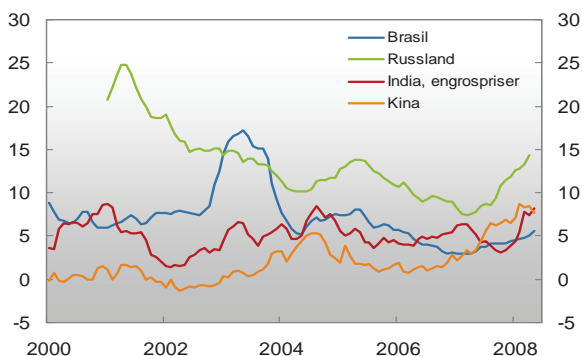
Faren for at prisøkningene på energi- og matvarer varig skal påvirke inflasjonsforventningene er trolig den viktigste forklaringen til at rentene, både internasjonalt og i Norge, har steget markert siden forrige rapport. I USA, euroområdet og Storbritannia har rentene med to års løpetid økt med rundt 1¼ prosentenheter. Forventet realrente om et år har økt i både USA og euroområdet, se figur 2.4. Både i Europa og USA har markedsaktørene justert sine forventninger til styringsrenten markert opp. Mange sentralbanker vil i tiden fremover trolig innrette pengepolitikken slik at økningen i prisstigningen ikke

**Figur 2.1** Konsumpriser i industrilandene. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – mai 2008



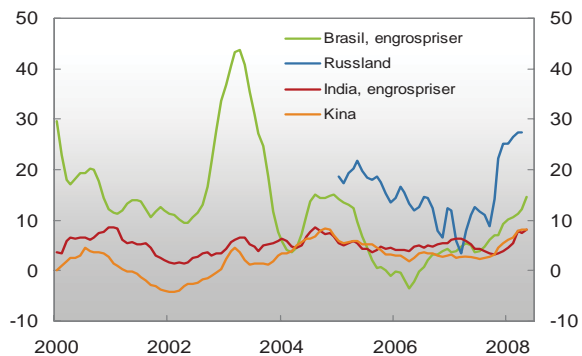
Kilde: Thomson Reuters

**Figur 2.2** Konsumpriser i BRIC-landene<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – mai 2008



<sup>1)</sup> Brasil, Russland, India og Kina  
Kilde: Thomson Reuters

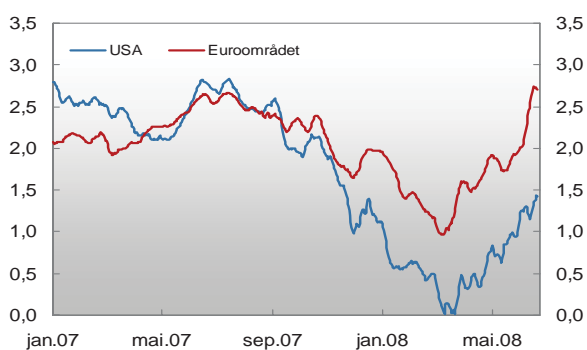
**Figur 2.3** Produsent- og engrospriser i BRIC-landene<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2000 – mai 2008



<sup>1)</sup> Brasil, Russland, India og Kina  
Kilde: Thomson Reuters



**Figur 2.4** Forventet realrente<sup>1)</sup> om ett år i USA og euroområdet. 10-dagers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. januar 2007 – 20. juni 2008



<sup>1)</sup> Ett års løpetid. Realrenten er avledet fra nominelle swaprenter og inflasjonsswapper  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

**Tabell 2.1** Anslag på konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	2008	2009	2010-2011 <sup>1)</sup>
USA	4	2½	2¼
Euroområdet <sup>2)</sup>	3½	2¼	2
Japan	1	¾	1
Storbritannia	3½	2¾	2
Sverige	3¾	3	2
Kina	7	4½	3¾
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	3½	2½	2

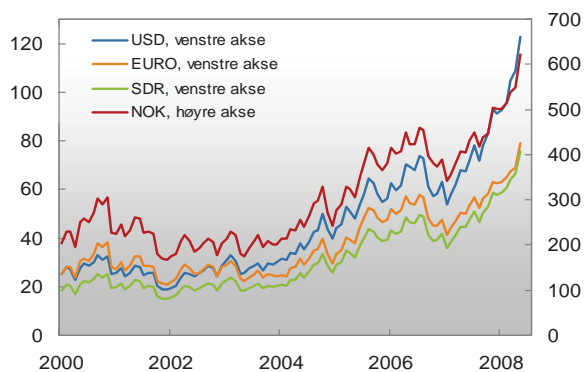
<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig vekst per år

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

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

Kilde: Norges Bank

**Figur 2.5** Oljepris (Brent Blend) i USD, euro, NOK og SDR. Januar 2000 – mai 2008



Kilde: Thomson Reuters

varig smitter over til bedriftenes og husholdningenes inflasjonsforventninger.

Anslaget for konsumprisveksten hos våre handelspartnere er oppjustert med ¾ prosentenheter i 2008 og ½ prosentenheter i 2009. Vi venter at prisveksten på matvarer, energi- og andre råvarer vil avta og etter hvert bidra til lavere inflasjon, se tabell 2.1. Vi legger til grunn at en strammere pengepolitikk og lavere vekst i industrilandene og i fremvoksende økonomier vil begrense smittevirkningene på prisene på andre varer og på tjenester. Fortsatt økning i realinntektene i fremvoksende økonomier kan likevel på sikt føre til høyere prisvekst på eksport fra disse landene.

## Kraftig vekst i energiprisene

Oljeprisen (Brent Blend) har vært 108 dollar fatet i gjennomsnitt så langt i år, se figur 2.5. Det er 36 dollar mer enn gjennomsnittet for 2007. Siden forrige pengepolitiske rapport har oljeprisen økt 27 dollar.

Veksten i forbruket av olje holder seg godt oppe i landene utenfor OECD, særlig i Asia, Midt-Østen og Latin-Amerika. Samtidig har det vært lav vekst i produksjonen av olje i landene utenfor OPEC. Det internasjonale energibyrået (IEA) har siden sommeren 2007 gradvis nedjustert anslaget for veksten i forbruket av olje i 2008. Veksten er særlig nedjustert for OECD-landene som følge av høyere oljepris og svakere økonomisk vekst. IEA har også nedjustert anslaget for veksten i produksjonen av olje utenfor OPEC.

Oljeprisen har fortsatt å stige den siste tiden. Lagrene for råolje og destillater i OECD-landene tyder på at markedsbalansen er ganske stram. Det er betydelig usikkerhet om OPEC – særlig Saudi-Arabia – har tilstrekkelig ledig produksjonskapasitet til å møte et eventuelt produksjonsbortfall i viktige medlemsland som Irak, Iran, Nigeria og Venezuela, se figur 2.6.

Oppgangen i de langsiktige terminprisene har vært særlig sterk. Terminkontrakten med forfall i desember 2015 har steget med 39 dollar siden siste rapport. Det gjenspeiler trolig at særlig produsentene utenfor OPEC i årene fremover vil ha problemer med å møte en fortsatt sterk vekst i forbruket av olje i fremvoksende økonomier.

Svekkelsen av dollaren og lave internasjonale renter kan ha bidratt til den markerte oppgangen i oljeprisen målt i dollar.<sup>1</sup> Lave realrenter reduserer kostnadene ved å holde olje på lager og gjør olje og andre råvarer mer interessante som finansielle investeringsalternativ. Tilbudet kan bli lavere enn ellers fordi det blir mer lønnsomt å utsette produksjonen og i praksis lagre olje i bakken når oljeinntekter investert i finansielle markeder kaster mindre av seg.

Forløpet for oljeprisen i denne rapporten bygger som tidligere på terminprisene, se figur 2.7. Disse prisene tilsier nå en oljepris på 122 dollar i 2008 og 136 dollar i 2009, henholdsvis 22 og 38 dollar høyere enn i forrige rapport.<sup>2</sup> Et gjennomsnitt av analytikere som jevnlig utspørres av det amerikanske nyhetsbyrået Bloomberg, ventet i midten av juni en oljepris på 113 dollar i 2008 og 109 dollar i 2009. Analytikerne har i de senere årene gjennomgående anslått en lavere oljepris enn det terminprisene antyder. Det kan reflektere en større bekymring for virkningene av en høy oljepris på utviklingen i verdensøkonomien.

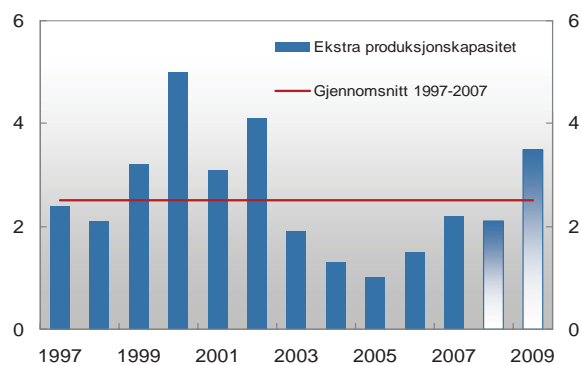
Den globale oljeetterspørselen kan bli lavere hvis veksten i verdensøkonomien svekkes mer enn vi nå ser for oss. Økte sluttbrukerpriser i flere fremvoksende økonomier som følge av reduserte subsidier og reguleringer på petroleumsprodukter trekker i samme retning. På den andre siden kan veksten i oljetilbudet på ny bli lavere enn ventet. Uro i viktige oljeeksporterende land kan igjen føre til bortfall av oljeproduksjon. Orkansesongen i Mexicogolfen kan bli verre enn de to siste årene. Ytterligere forsinkelser og kostnadsøkninger kan hemme nye prosjekter.

Prisene i opsjonsmarkedet for den amerikanske referanseoljen West Texas Intermediate kan brukes til å utlede markedsaktørenes syn på usikkerheten knyttet til fremtidig oljepris. I midten av juni tydet opsjonsprisene på at det er vesentlig mer sannsynlig at oljeprisen vil overstige 150 dollar enn at den vil falle under 100 dollar ved utgangen av 2008.

1 Se Aktuell kommentar 1/08: "Oppgangen i oljeprisen – fundamentale og finansielle faktorer", www.norges-bank.no, 26. juni 2008.

2 Oppgangen i prisen fra 2008 til 2009 skyldes i første rekke at prisen har steget siden nyttår. Dessuten er terminprisen noe høyere enn spotprisen.

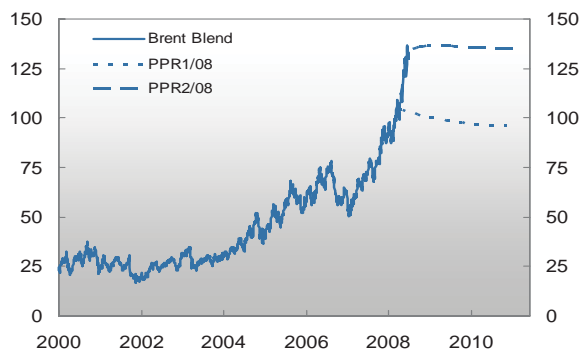
**Figur 2.6** Ledig produksjonskapasitet for råolje i OPEC. Millioner fat per dag, 1997 – 2009<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2008 og 2009

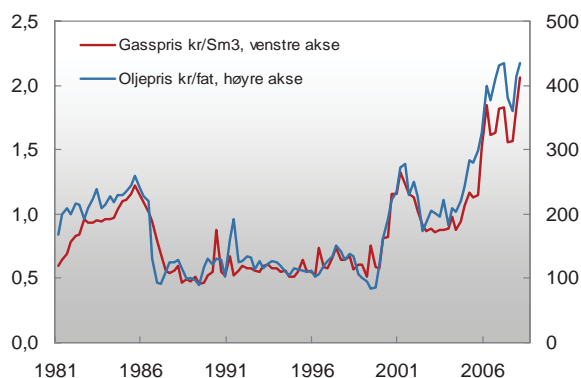
Kilde: Energy Information Administration

**Figur 2.7** Oljepris (Brent Blend) i USD per fat, 3. januar 2000 – 20. juni 2008. Terminpriser 10. mars 2008 og 20. juni 2008 (stiplede linjer). April 2008 – januar 2011



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

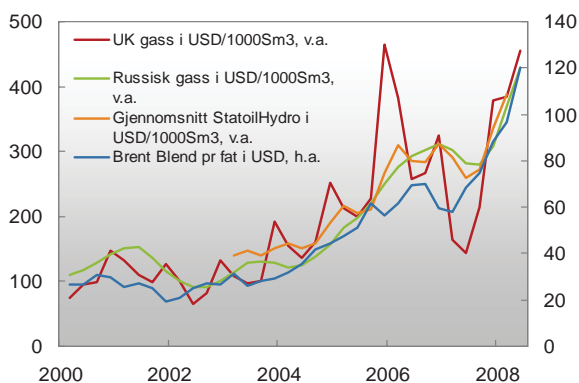
**Figur 2.8** Oljepris (Brent Blend) og gjennomsnittlig eksportpris for norsk naturgass<sup>1)</sup>. Oljeprisen er forskjøvet tilbake to kvartaler. 1. kv. 1981 – 1. kv. 2008



<sup>1)</sup> Fra 1. kv. 1981 til 1. kv. 2007 er gassprisen hentet fra SSB. For 2. kv. 2007 er gassprisen hentet fra StatoilHydro sitt kvartalsregnskap

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters, StatoilHydro og Norges Bank

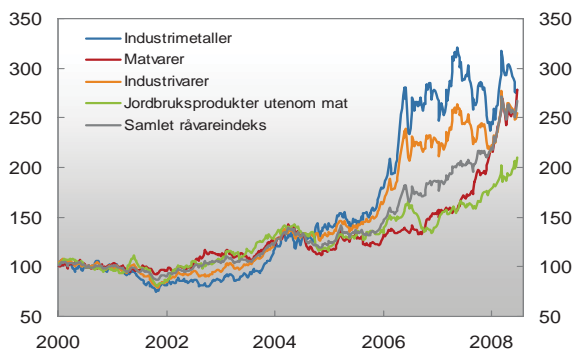
**Figur 2.9** Gjennomsnittlige priser på råolje og naturgass. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> For 2. kvartal 2008 er gjennomsnitt av dagstall fra 01.04.2008 til 20.06.2008 brukt for Brent Blend og UK gass. For russisk gass er gjennomsnitt av månedstall for april og mai brukt for 2. kvartal 2008

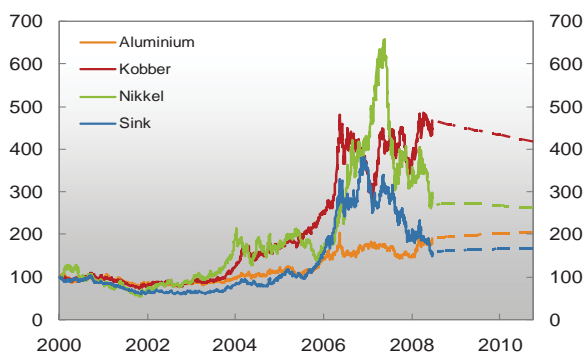
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters, StatoilHydro, IMF og Norges Bank

**Figur 2.10** Internasjonale råvarepriser i dollar. Indeks, 2000 = 100. Uke 1 2000 – uke 25 2008



Kilder: Thomson Reuters og The Economist

**Figur 2.11** Metallpriser i dollar. Indeks, 4. januar 2000 = 100. 4. januar 2000 – 20. juni 2008. Terminpriser fra 20. juni 2008 (stiplet linje). August 2008 – oktober 2010



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Prisen på norsk gass stiger også, se figur 2.8. Det skyldes at prisen på norsk gass gjennom langsiktige salgskontrakter i hovedsak er knyttet til prisen på oljeprodukter. En del av gassen selges i spotmarkedet i Storbritannia. Siden Storbritannia importerer stadig mer gass fra kontinentet og gassprisen der følger oljeprisen, vil gassprisen i Storbritannia følge oljeprisen tettere nå enn tidligere. Med oppgang i oljeprisen siden i fjor sommer og fortsatt økning i britisk gasspris så langt i andre kvartal, er det grunn til å tro at prisen på norsk gass vil fortsette å stige, se figur 2.9. Terminpriser for britisk gass indikerer også en fortsatt moderat oppgang for resten av 2008 og inn i 2009.

Også prisene på andre råvarer er høye. Economists prisindeks for råvarer er så langt i år 24 prosent høyere enn gjennomsnittet for 2007, men indeksen har falt litt tilbake siden forrige rapport, se figur 2.10.

Prisene på industrimetaller har falt en del siden forrige pengepolitiske rapport som følge av svakere utsikter for verdensøkonomien. Fallet i metallprisene er likevel beskjedent i forhold til oppgangen de siste årene. Oppgangen i metallprisene kan tilskrives flere av de samme forholdene som har ført til høye olje- og gasspriser. Det er fortsatt høy vekst i BRIC-landene og andre fremvoksende økonomier. Samtidig har tilbudet så langt vært lite fleksibelt. Det har tatt flere år å bygge ut ny produksjonskapasitet som følge av mangel på kvalifisert arbeidskraft, innsatsvarer og elektrisk kraft. Det har i tillegg vært flere midlertidige produksjonsforstyrrelser knyttet til streiker og aksjoner. Lagrene av metaller falt kraftig i 2004 og har siden vært lave. Terminprisene tyder på at markedsaktørene venter at prisene på industrimetaller vil holde seg høye i årene fremover, se figur 2.11.

Prisene på matvarer og andre jordbruksprodukter har begge økt 4 prosent siden siste pengepolitiske rapport. Prisen på hvete har falt 24 prosent i denne perioden, mens prisen på mais har steget 30 prosent, se figur 2.12. Høye matvarepriser skyldes flere forhold. Økt produksjon av biodrivstoff og høyere forbruk i fremvoksende økonomier har ført til økt etterspørsel etter matvarer. Vanskelige værforhold og oppgang i energiprisene har bidratt

til å begrense veksten i matvareproduksjonen. Flere land har innført eksportrestriksjoner for å beskytte innenlandske markeder mot høye matvarepriser. Det har blant annet bidratt til at prisene på ris har steget den siste tiden. Terminkurvene tyder på at markedsaktørene venter om lag uendrede priser på matvarer i årene som kommer, se figur 2.12.

Fraktratene for tørrbulk (Baltic Dry Index) har økt 9 prosent siden PPR 1/08, mens tankratene er opp 75 prosent, se figur 2.13. Stigende fraktrater og fortsatt høye råvarepriser tyder ikke på at verdensøkonomien står foran en snarlig dyp nedgang i vareproduksjonen eller etterspørselen etter råvarer.

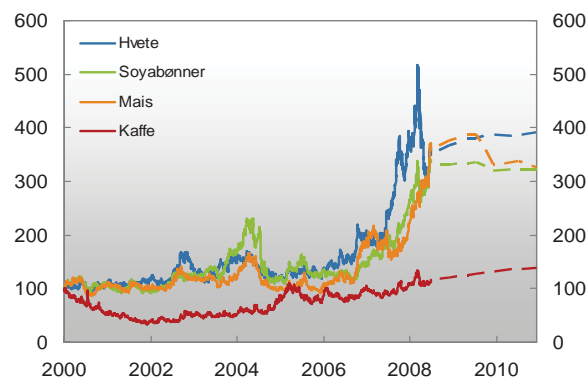
## Fortsatt usikkerhet i finansmarkedene

Den internasjonale finansuroen nådde en foreløpig topp i midten av mars. Etter at JP Morgan overtok investeringsbanken Bear Stearns med kreditt fra den amerikanske sentralbanken, var det tegn til et stemningsskifte i finansmarkedene. Investorenes vilje til å ta risiko økte utover våren. Internasjonale aksjekurser steg i perioden etter at PPR 1/08 ble lagt fram, men har siden falt tilbake igjen, se figur 2.14. Aksjekursene på Oslo Børs har også falt den siste tiden, men er fremdeles vesentlig høyere enn i midten av mars.

Påslagene i pengemarkedet har holdt seg høye. Forskjellen mellom pengemarkedsrenter og forventede styringsrenter gjenspeiler påslaget – risikopremien – banker og andre må betale for usikrede lån i pengemarkedet. Påslagene for pengemarkedslån med løpetid fra tre måneder og oppover er vesentlig høyere enn for kortere lån, se figur 2.15. Det gjenspeiler både at forskjellene ventes å holde seg oppe i tiden fremover, og at kredittrisikoen øker med lånets løpetid.

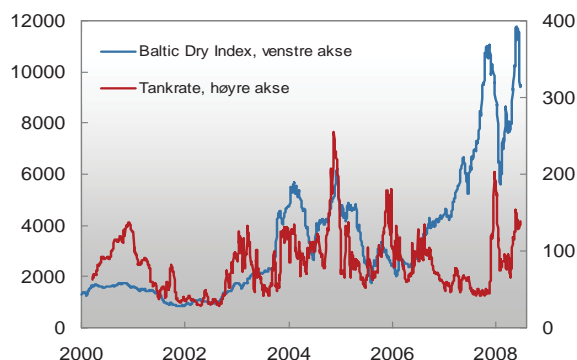
Pengemarkedsfond er en viktig tilbyder av likviditet i pengemarkedene. En årsak til tilstrammingen av pengemarkedene synes å være at fondene har redusert sitt tilbud av usikrede lån til bankene utover helt korte løpetider. Samtidig økte mange bankers finansieringsbehov etter at uroen startet, som følge av at de tok verdipapirer og utlån

**Figur 2.12** Matvarepriser i dollar. Indeks, 4. januar 2000 = 100. 4. januar 2000 – 20. juni 2008. Terminpriser fra 20. juni 2008 (stiplet linje). September 2008 – desember 2010



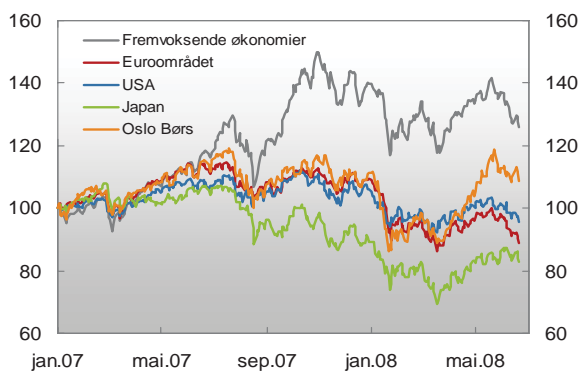
Kilder: Thomson Reuters, Chicago Board of Trade, The Intercontinental Exchange og Norges Bank

**Figur 2.13** Fraktrater. Indekser basert på rater i dollar. Tank: World Scale vestover fra Midtøsten. Tørrlast: Baltic Dry Index. 4. januar 2000 – 20. juni 2008



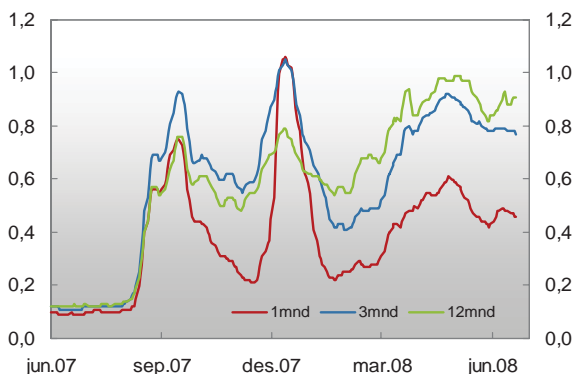
Kilde: Thomson Reuters

**Figur 2.14** Utviklingen i aksjemarkedene. Indeks, 1. januar 2007 = 100. 1. januar 2007 – 20. juni 2008



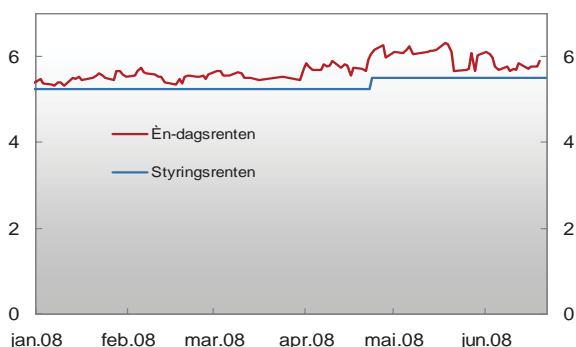
Kilde: Thomson Reuters

**Figur 2.15** Differansen mellom pengemarkedsrenter med ulike løpetider og forventet styringsrente<sup>1)</sup>. Gjennomsnitt for USA, euroområdet og Storbritannia. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. juni 2007 – 20. juni 2008



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

**Figur 2.16** Utviklingen i én-dagsrenten<sup>1)</sup> og styringsrenten. Prosentenheter. 2. januar 2008 – 20. juni 2008



<sup>1)</sup> Ën-dagsrenten er tomorrow/next-renten  
Kilde: Thomson Reuters

tilbake på egne balanser fra selskaper de selv hadde etablert. Usikkerheten om egen og andre bankers fremtidige likviditet er fortsatt høy, blant annet som følge av mulige tap knyttet til usikre verdipapirer. Også solide banker kan ønske å ha en ekstra likviditetsbuffer i usikre tider. Denne kombinasjonen av økt etterspørsel og redusert tilbud i pengemarkedene har ført til økte rentepåslag.

Det kan ta tid før tilliten mellom bankene blir gjenopprettet. Det er også mulig at påslagene på usikrede lån varig vil holde seg høye, og at lån mot sikkerhet etter hvert vil bli mer vanlig også i pengemarkedet.

Påslagene i det norske pengemarkedet og økte renteforventninger har bidratt til at markedets forventninger til pengemarkedsrenten ligger høyere enn de gjorde da forrige rapport ble publisert. Påslagene i pengemarkedsrentene ventes å holde seg høye en stund fremover.

I Norge varierte de helt kortsiktige rentene i pengemarkedet nokså mye gjennom april og mai. Forskjellen mellom en-dags renten i markedet og foliorenten var i perioder høyere enn normalt, se figur 2.16. I april og mai var det behov for å tilføre svært mye likviditet til banksystemet i forbindelse med store skatteinnbetalinger. Norges Bank tilførte likviditet gjennom flere F-lån.<sup>3</sup> På bakgrunn av utsikter til at bankene ville ha et betydelig lånebehov fra april til juni, ble det også tilbudt et F-lån med lengre løpetid enn normalt. Til tross for en stabil tilførsel av likviditet økte de korteste rentene i pengemarkedet på ny i andre halvdel av mai. Budgivingen i F-lånene var ikke tilstrekkelig til å dekke behovet. Når Norges Bank ikke får tilført tilstrekkelig likviditet gjennom F-lån, kan banken tilføre kroner gjennom såkalte valutaswapper. I en valutaswap tilbys lån mot sikkerhet i amerikanske dollar. Både norske banker og utenlandske banker som er aktive i det norske pengemarkedet kan by på lånene. Norges Bank tilbød likviditet gjennom en valutaswap 22. mai og en ny 30. mai. Utestående lånebeløp var henholdsvis 32,5 og 10,1 milliarder kroner. Utestående F-lån utgjorde i samme periode 120 til 130 milliarder kroner.

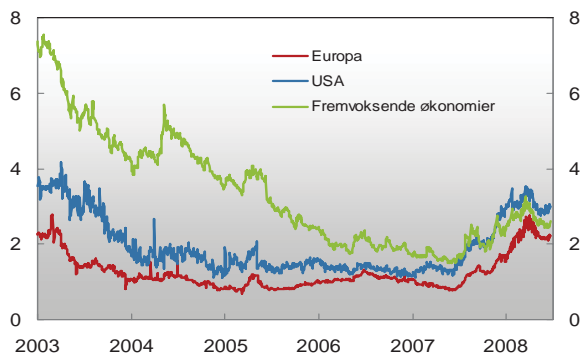
<sup>3</sup> F-lån er det instrumentet som primært blir brukt for å tilføre likviditet til banksystemet. F-lån er lån mot sikkerhet i verdipapirer til fast rente og gitt løpetid. Løpetiden på F-lån varierer og avhenger av likviditetssituasjonen i banksystemet. Se [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no) for en nærmere omtale.

I kredittmarkedene er påslagene fortsatt høye, men de er lavere enn i midten av mars. Figur 2.17 viser at kredittpåslagene for foretak med god kredittverdighet har avtatt både i USA og euroområdet. For fremvoksende økonomier har differansen mot amerikansk 10-års statsrente falt med 40 basispunkter siden forrige pengepolitiske rapport. Prisene for å sikre seg mot mislighold av obligasjonsgjeld er også lavere nå enn i midten av mars, både for banker og for andre foretak.

Svingningene i valutamarkedet har avtatt siden midten av mars. Volatiliteten mellom hovedvalutaene, målt ved GRI<sup>4</sup>, har falt fra de høyeste nivåene siden januar 2001, se figur 2.18. Den er likevel vesentlig høyere enn før uroen brøt ut i fjor sommer. I perioden med finansuro har investorene vært varsomme med å låne i valutaer med lav rente for å plassere i valutaer med høy rente. Siden mars har valutaer med lav rente, slik som japanske yen og sveisiske franc, svekket seg. I midten av mars var den effektive kursen på amerikanske dollar på det svakeste nivået som er registrert. Dollaren har siden styrket seg med 3 prosent. Også den effektive kursen på euro har styrket seg. Utsikter til markert svakere vekst i britisk økonomi har bidratt til at den effektive kursen på britiske pund har svekket seg med 2½ prosent.

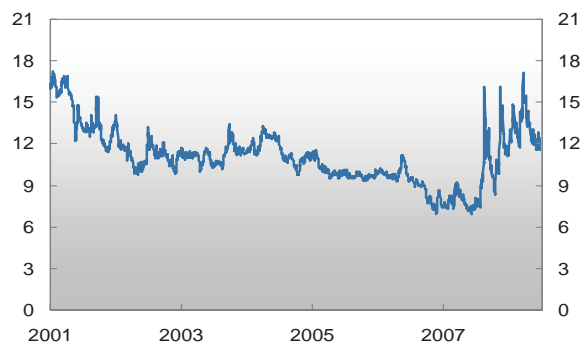
Siden forrige rapport ble lagt fram, har kronen svekket seg noe. Økningen i oljeprisen siden forrige rapport trekker isolert sett i retning av en sterkere krone, mens en noe lavere rentedifferanse mot utlandet trekker i retning av en svakere krone. I perioder preget av markedsuro, store svingninger og redusert vilje til å ta risiko, er det dessuten ikke uvanlig at aktørene reduserer sin eksponering mot lite likvide valutaer som norske kroner. Siden i fjor sommer har dette tidvis preget utviklingen i kronekursen. Skulle uroen avta, kan renteforskjeller og andre realøkonomiske forhold igjen bli viktigere for kronekursen. Norge har på den annen side et underskudd på driftsbalansen når det korrigeres for avsetninger til Statens pensjonsfond – Ut-

Figur 2.17 Kredittpåslag obligasjoner med 10 års løpetid. Prosentenheter. 2. januar 2003 – 20. juni 2008



Kilde: Thomson Reuters

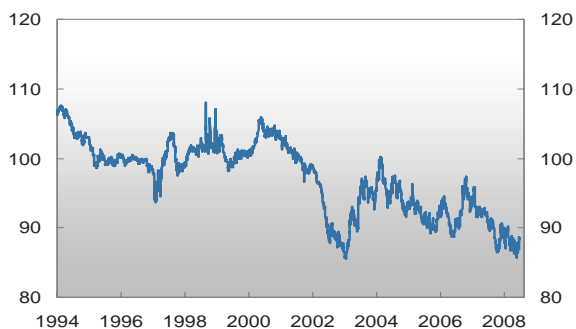
Figur 2.18 Global risikoindeks (GRI). Forventet volatilitet mellom USD, euro og JPY i prosent. 1. januar 2001 – 20. juni 2008



Kilde: Thomson Reuters og Norges Bank

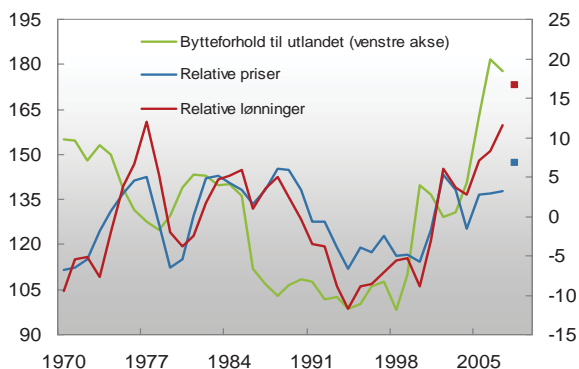
4 Global risikoindeks. GRI gjenspeiler usikkerheten i valutamarkedene ved å veie sammen implisitt volatilitet fra opsjoner på valutakursene mellom amerikanske dollar, euro og japanske yen. Se Penger og Kreditt 3/2000 side 193-194 for en nærmere omtale.

**Figur 2.19** Importveid kursindeks I-44.<sup>1)</sup>  
3. januar 1994 - 20. juni 2008



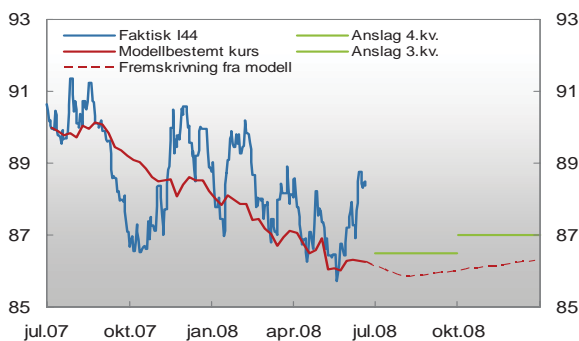
<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs  
Kilde: Norges Bank

**Figur 2.20** Realvalutakurser (relative konsumpriser og lønnskostnader i felles valuta). Avvik fra gjennomsnittet 1970 – 2007. Prosent. 1970 – 2008<sup>1)</sup>. Bytteforhold mot utlandet. Indeks, 1995 = 100.



<sup>1)</sup> Tall for 2008 er gjennomsnitt for utviklingen fram til 20. juni.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

**Figur 2.21** Importveid kursindeks I-44.<sup>1)</sup> Historisk og anslått kurs. 1. juli 2007 – 31. desember 2008



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs  
Kilde: Thomson Reuters og Norges Bank

land og oljeselskapenes anslåtte kontantoverskudd.<sup>5</sup> Det trekker isolert sett i retning av en svakere kronekurs.

Kursen på norske kroner er sterk i et historisk perspektiv. Målt ved den importveide indeksen I-44 er kronen bare 3½ prosent svakere enn den var på det sterkeste i januar 2003, se figur 2.19. Realkursen, både basert på relative konsumpriser og relative lønnskostnader, er på det høyeste nivået siden 1970, se figur 2.20. Styrkingen av realkursen de senere årene har gått sammen med en kraftig bedring av bytteforholdet mot utlandet og høy økonomisk vekst.

Anslagene i denne rapporten er basert på at kronekursen vil styrke seg noe fra 2. kvartal til 3. kvartal i år, se figur 2.21. Utviklingen er i tråd med anslagene fra en modell der kronekursen bestemmes av oljeprisen og rentedifferansen mot handelspartnerne.<sup>6</sup> Siden i fjor høst har kronekursen målt ved I-44 stort sett vært noe svakere enn det som følger av modellen. Den finansielle uroen kan ha bidratt til å holde kronen svakere enn den ellers ville vært. Avtakende uro i finansmarkedene kan føre til at kronen styrker seg og kommer nærmere nivået som følger av modellen. Fra 3. til 4. kvartal i år anslås en viss svekkelse av kronen. Når det tas hensyn til at renteforskjellen mot handelspartnerne ventes å avta, viser fremskrivningen fra modellen en tilsvarende utvikling. I tillegg har kronekursen de senere årene hatt en tendens til å svekke seg fram mot årsskiftet.

## Utsikter til lavere vekst i verdensøkonomien

Den økonomiske veksten var høyere enn ventet i første kvartal både i USA, Europa og Japan. Vi anslår likevel at veksten fremover blir noe lavere enn det vi la til grunn i forrige rapport. Det skyldes flere forhold. Prisfallet på boliger i USA og noen land i Europa svekker aktiviteten i byggesektoren og reduserer muligheten til å bruke

<sup>5</sup> Grunnbalansen er en svært usikker størrelse, men anslås til om lag -118 milliarder kroner i 2008. Grunnbalansen er her definert som overskuddet på driftsbalansen korrigert for årlig avsetning til Statens pensjonsfond – Utland og den delen av oljeselskaperens valutainntekter som anslås at blir beholdt i utenlandsk valuta, se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/04.

<sup>6</sup> Se utdyping på side 46 i Pengepolitisk rapport 1/08 for en nærmere omtale av modellen.

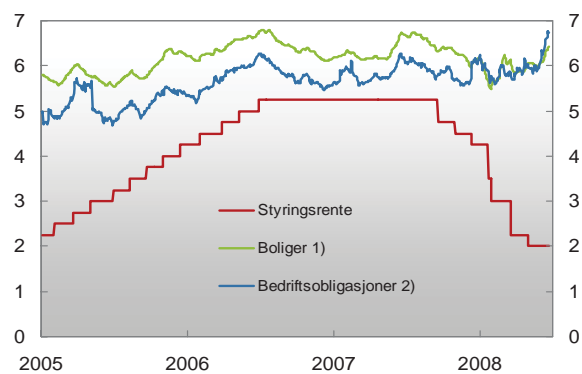
boligen som sikkerhet for forbrukslån. Banker og andre finansinstitusjoner må fortsatt bokføre store tap som følge av problemene i bolig- og finansmarkedene. Evnen til å yte lån er blitt redusert, og finansinstitusjonene i både USA og Europa strammer fortsatt til sine utlånsvilkår. Finansieringskostnadene for bedrifter og husholdninger har holdt seg oppe eller økt i USA og Europa, se figur 2.22 og 2.23.

De sterke prisøkningene på energi- og matvarer vil dempe utviklingen i husholdningenes realinntekter og bedriftenes overskudd. Nær stagnasjon i USA og svakere kurs på amerikanske dollar vil begrense USAs kjøp av varer og tjenester fra andre land. Hvis de markert høyere energi- og høyere kapitalkostnadene som følge av finansuroen varer ved, kan potensialet for vekst i produksjonen i verdensøkonomien bli redusert.

I USA fortsetter krisen i boligmarkedet. Fallet i boliginvesteringene og boligprisene har tiltatt, se figur 2.24. Problemene i boligmarkedet, nedgang i sysselsettingen, avtakende lønnsvekst, høy prisstigning på energi og matvarer og begrensninger i kredittilgangen har brakt konsumentenes tillit ned til det laveste nivået siden 1993, se figur 2.25. Virkningene av de finanspolitiske tiltakene, som blant annet innebærer kontantutbetalinger fra staten for å stimulere forbruket, vil være uttømt mot slutten av året. Vi venter at veksten i privat konsum vil avta igjen inn i 2009. Investeringene dempes av strammere kredittilgang og svakere lønnsomhet i næringslivet. Den effektive kursen på amerikanske dollar har falt om lag 10 prosent det siste året, og utenrikshandelen ventes å bidra til å holde samlet etterspørsel oppe. Vi legger til grunn at veksten i USA først vil ta seg opp i siste halvdel av 2009 og inn i 2010.

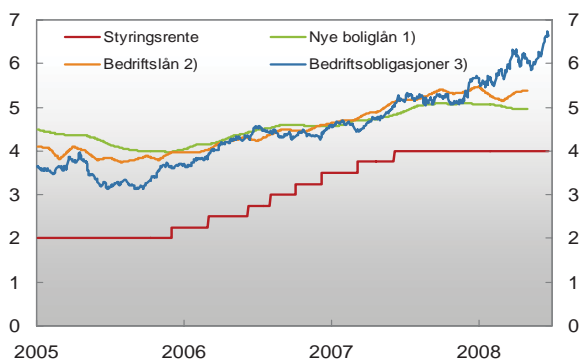
Det var god vekst i produksjonen i euroområdet i første kvartal, se figur 2.26, særlig i Tyskland. Tegnene til lavere vekst fremover er imidlertid blitt tydeligere også her. Den svake utviklingen i detaljhandelen gjennom første kvartal fortsatte i april. Spørreundersøkelser blant bedriftsledere om blant annet produksjon og ordretilgang (PMI-indeksen) indikerer svakere vekst i annet kvartal, se figur 2.27. Sterkere euro sammen med lavere vekst i

**Figur 2.22** Renteutvikling i USA. Prosent. 3. januar 2005 – 20. juni 2008



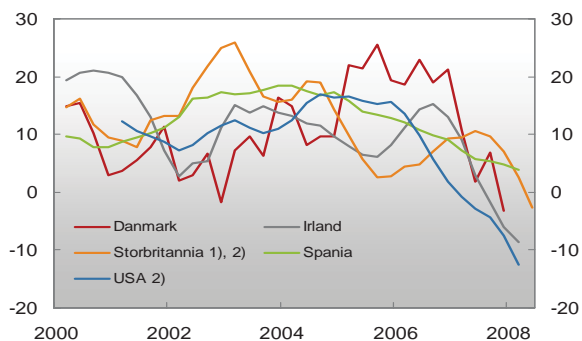
<sup>1)</sup> 30 års fastrentelån gitt av Freddie Mac. Omregnet fra ukestall  
<sup>2)</sup> Obligasjoner med rating BBB, 5 års løpetid  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

**Figur 2.23** Renteutvikling i euroområdet. Prosent. 3. januar 2005 – 20. juni 2008



<sup>1)</sup> 5 – 10 år. Omregnet fra månedstall  
<sup>2)</sup> Nye lån på mer enn 5 millioner euro og mer enn 5 års løpetid. Omregnet fra månedstall  
<sup>3)</sup> Obligasjoner med rating BBB, 5 års løpetid  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

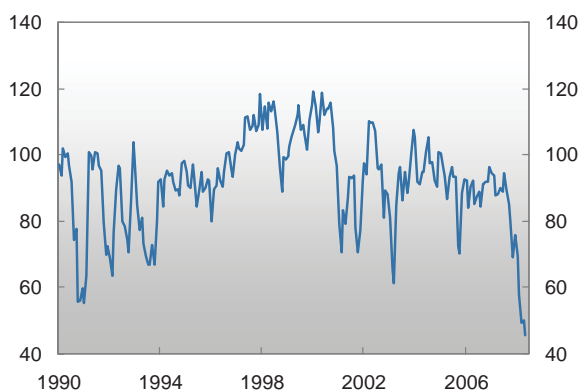
**Figur 2.24** Boligpriser i USA og Europa. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2008



<sup>1)</sup> 2. kvartal 2008 for Storbritannia er basert på månedstall for april og mai  
<sup>2)</sup> Tall for USA, Storbritannia og Irland er omregnet fra månedsserier  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

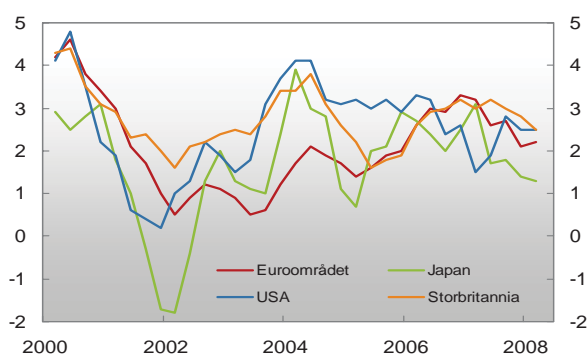


**Figur 2.25** USA. Forbrukernes forventninger. The Conference Board. Sesongjustert. 1985 = 100. Januar 1990 – mai 2008



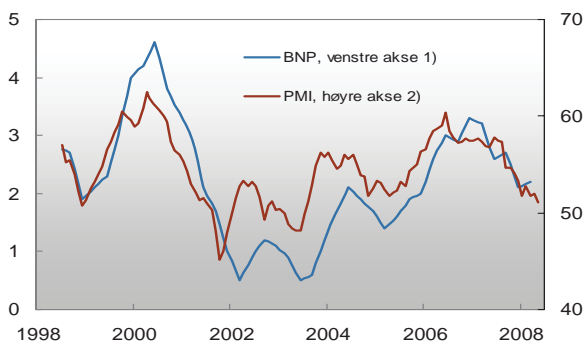
Kilde: Thomson Reuters

**Figur 2.26** BNP i industriland. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2008



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

**Figur 2.27** BNP og PMI indeks for euroområdet. Juli 1998 – mai 2008



<sup>1)</sup> Omregnet fra kvartalstall. Prosentvis vekst siste året.  
<sup>2)</sup> Hele økonomien. Sesongjustert diffusjonsindeks

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

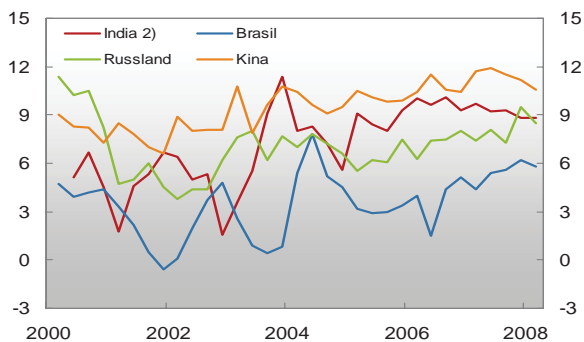
USA og Storbritannia vil dempe eksporten. Forbruket vil svekkes av høy prisstigning, lavere vekst i sysselsettingen og noe vanskeligere tilgang til kreditt. Boliginvesteringene ventes å falle, særlig i Spania og Irland. I Storbritannia trekkes veksten ned av betydelig svakere boligmarkeder og strammere kreditttilgang. Dette oppveies bare delvis av at den reduserte verdien på britiske pund stimulerer eksporten. I Sverige avtok veksten i første kvartal. Vi venter at lavere vekst i andre land vil dempe oppgangen i år og neste år.

I Brasil, Russland, India og Kina (BRIC-landene) og andre fremvoksende økonomier er det fortsatt høy vekst. Reviderte tall viser at produksjonen i Kina i 2006 og 2007 økte mer enn tidligere anslått. Oppgangen i eksporten har imidlertid avtatt det siste året, og BNP-veksten over de siste fire kvartalene ble redusert til 10,6 prosent i første kvartal 2008, se figur 2.28. Vi venter at konjunkturedgangen internasjonalt og en kraftig oppgang i lønninger og andre kostnader vil dempe eksporten fremover. Fortsatt høy vekst i forbruket og lavere sparing i Kina vil på mer varig basis være viktig for å redusere de internasjonale ubalansene. I India, Russland og Brasil tyder aktivitetsindikatorer for industrien på god vekst også i andre kvartal, se figur 2.29. Prisveksten på mat- og råvarer virker forskjellig på ulike fremvoksende økonomier og utviklingsland. Noen land får bedret sitt bytteforhold. I flere land i Asia kan den dominerende effekten likevel være at høy prisvekst reduserer husholdningenes realinntekter, øker bedriftenes kostnader og begrenser handlefriheten i den økonomiske politikken.

Anslagene for veksten hos handelspartnerne er justert opp med  $\frac{1}{4}$  prosentenheter for 2008 som følge av høyere vekst enn ventet i første kvartal i år. Virkningene av finansuroen og nedgangskonjunkturen i USA ventes nå å vare lenger inn i 2009, og vårt anslag for veksten neste år er justert ned  $\frac{1}{4}$  prosentenheter. Vi anslår at produksjonsveksten hos våre handelspartnere reduseres fra 3,3 prosent i 2007 til  $2\frac{1}{4}$  prosent i 2008 og til 2 prosent i 2009, se tabell 2.2. I så fall vil kapasitetsutnyttningen avta markert de nærmeste årene. Den ventede nedgangen i veksten er likevel moderat sett i forhold til tidligere perioder med svak vekst siden begynnelsen av 1980-tallet.

Det er usikkert hvordan uroen i finansmarkedene vil utvikle seg, og hvordan den vil påvirke bankenes utlånsvekst. Virkningen av finanskrisen på realøkonomien kan bli mindre enn det vi nå ser for oss hvis situasjonen i finansmarkedene normaliseres raskere enn ventet. De høye råvareprisene kan tyde på at veksten i fremvoksende økonomier kan holde seg bedre oppe enn vi legger til grunn. Sterk prisvekst på matvarer og energi kan på den annen side svekke forbruket og investeringene mer enn ventet. Både økt inflasjon i seg selv og økt usikkerhet om inflasjonen fremover kan føre til at husholdningene og bedriftene blir mer forsiktige. Det kan gi lavere vekst i etterspørselen i mange land. Skulle uroen i finansmarkedene blusse opp igjen, kan nedgangen bli dypere og raskere enn ventet.

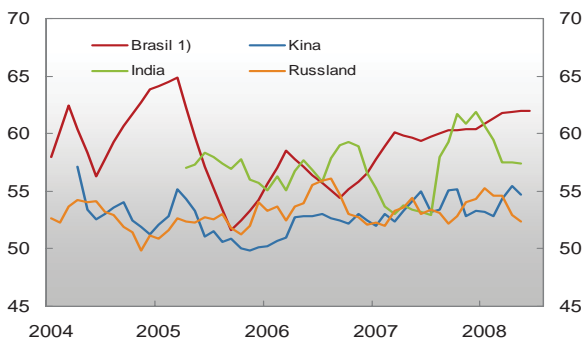
**Figur 2.28** BRIC-landene<sup>1)</sup>. BNP. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2008



<sup>1)</sup> Brasil, Russland, India og Kina  
<sup>2)</sup> Faktorpriser

Kilde: Thomson Reuters

**Figur 2.29** Tillitsindikator for industri i Brasil og PMI indeks for industri (sesongjustert) i Russland, India og Kina. Januar 2004 – juni 2008



<sup>1)</sup> Omregnet fra kvartalstall

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

**Tabell 2.2** Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis endring fra foregående år

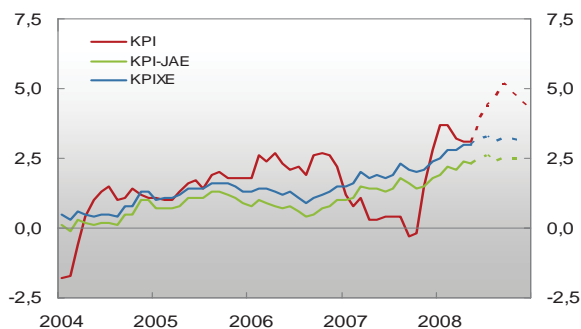
	2008	2009	2010-2011 <sup>1)</sup>
USA	1¼	1¼	2¾
Euroområdet	1¼	1¼	2
Japan	1½	1½	1½
Storbritannia	1½	1½	2½
Sverige	2	2	2½
Kina	10	9	9
Norges handelspartnere <sup>2)</sup>	2¼	2	2½

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

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

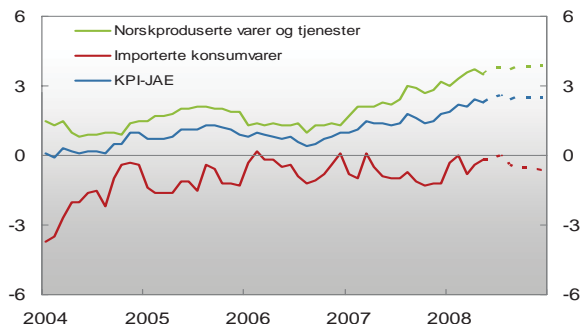
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.1** KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – desember 2008<sup>3)</sup>



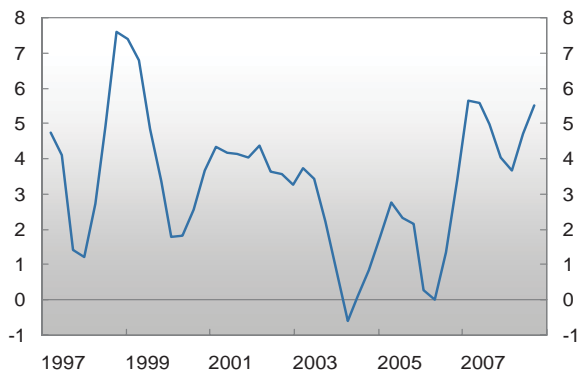
<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser  
<sup>3)</sup> Anslag for juni 2008 – desember 2008  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.2** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – desember 2008<sup>3)</sup>



<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger  
<sup>3)</sup> Anslag for juni 2008 – desember 2008  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.3** Lønnskostnader per produsert enhet. Firekvartalersvekst. Fire kvartalers glidende gjennomsnitt. 1. kv. 1997 – 1. kv. 2008



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 3 Nærmere om den økonomiske utviklingen

### Høy prisvekst

Veksten i konsumprisene (KPI) har ligget på over tre prosent hittil i år etter at den tiltok raskt mot slutten av fjoråret, se figur 3.1. Strømprisene har vært vesentlig høyere enn i første del av 2007, og oppgangen i oljeprisene har bidratt til å trekke opp bensinprisene de siste månedene. Energiprisene har over en årrekke steget mer enn prisene på øvrige varer og tjenester i KPI. KPIXE, som fanger opp de trendmessige endringene i energiprisene, se utdypingen på side 54, har derfor vokst raskere enn KPI-JAE, se figur 3.1. Ulike mål på den underliggende inflasjonen ligger mellom 2,3 og 3,3 prosent. Samlet anslår vi den underliggende prisveksten nå til å være nær, men noe over 2½ prosent.

Den underliggende prisveksten var lenge moderat i denne oppgangskonjunktoren, men har tatt seg markert opp siden 2006. Det er i første rekke prisveksten på norskproduserte varer og tjenester som har tiltatt, se figur 3.2. I mai var prisene på norskproduserte varer og tjenester 3,5 prosent høyere enn i samme måned året før. Prisutviklingen den siste tiden er nærmere omtalt i en egen ramme, se side 38.

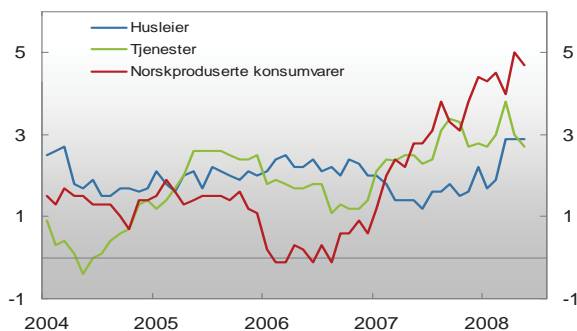
Lønnskostnadene per produsert enhet har steget betydelig de siste årene, se figur 3.3. Lønnsveksten har tiltatt, og som normalt mot slutten av en oppgangskonjunktur, har produktivitsveksten falt. Den økte kostnadsveksten har bidratt til høyere prisvekst på både varer og tjenester. Sterk vekst i etterspørselen kan ha gjort det enklere enn ellers for bedriftene å velte økte kostnader over på kundene. Lønnsveksten i år blir høyere enn i fjor, og produktivitsveksten ser ut til å falle videre. Oppgangen i oljeprisen kan gi økte transportkostnader. Dette kan bidra til en ytterligere økning i prisveksten på norskproduserte varer og tjenester.

Norskproduserte varer og tjenester kan deles opp i tre undergrupper – norskproduserte konsumvarer, tjenester og husleier. Siden 2006 er det særlig prisveksten på norskproduserte konsumvarer som har tatt seg opp, se figur 3.4. Ifølge en spørreundersøkelse om prissetting i norske foretak som Norges Bank har gjennomført, er økte priser fra underleverandører den viktigste faktoren bak prisøkninger i varehandelen, se figur 3.5.<sup>1</sup> Sterk kostnadsvekst i alle ledd i produksjonskjeden slår nå ut i utsalgsprisene i butikkene. Prisveksten på matvarer har økt markert. Mens prisene på mat og alkoholfrie drikkevarer (justert for avgifter) falt i 2006, var de samme prisene i mai i år 4,6 prosent høyere enn samme måned året før. Matvareprisene har steget kraftig internasjonalt, men her i Norge er det i første rekke prisveksten på norskproduserte matvarer som har tiltatt, se utdypingen om prisutviklingen den siste tiden. Fjorårets jordbruksoppgjør førte til klart høyere vekst i bøndenes priser enn i årene før. Årets oppgjør kan gi en samlet økning i bøndenes priser som er nesten tre ganger så stor som i fjor, se figur 3.6. Satsene i den nye avtalen, som trer i kraft fra 1. juli 2008 og 1. januar 2009, vil trolig bidra til enda høyere prisvekst på norskproduserte matvarer.

Veksten i husleiene har tiltatt siden i fjor høst, men sett i forhold til utviklingen siden tidlig på 90-tallet er husleieveksten fortsatt nokså moderat. Fremover kan forventninger om lavere vekst i boligprisene gjøre det mer attraktivt å leie. Høy innvandring bidrar også til å øke etterspørselen etter leieboliger. Samlet venter vi noe høyere vekst i husleiene framover.

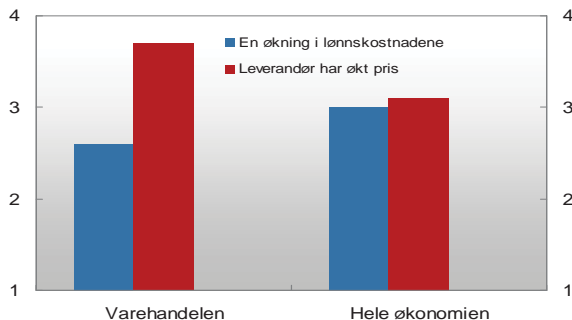
Ifølge TNS Gallups kvartalsvise forventningsundersøkelse for andre kvartal er andelen næringslivsledere som venter høyere vekst i bedriftenes utsalgspriser de neste tolv månedene, klart større enn andelen som venter lavere prisvekst, se figur 3.7. Forventninger om høyere prisvekst kan bidra til økte prosentvise påslag når bedriftene endrer sine priser. Blant kontaktene fra varehandel og tjenesteyting mot husholdningene i det regionale nettverket er andelen som venter høyere prisvekst om lag like stor som andelen som venter lavere prisvekst.

**Figur 3.4** Norskproduserte varer og tjenester etter leveringssektor.<sup>1), 2)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



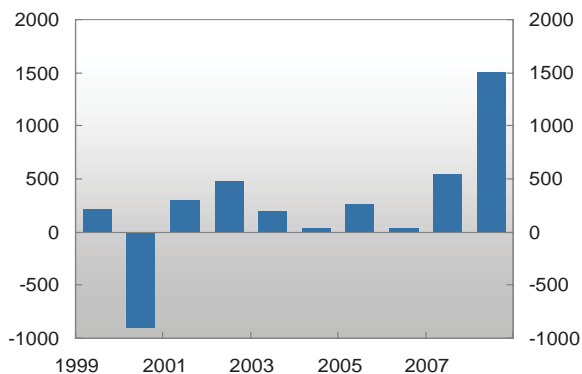
<sup>1)</sup> Justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.5** Årsaker til prisøkninger. Resultater fra en spørreundersøkelse<sup>1)</sup>. Gjennomsnittlig verdi på en skal fra 1 til 4 (1 = ikke viktig, 4 = svært viktig)



<sup>1)</sup> Spørreundersøkelsen ble gjennomført av Norges Bank blant et tilfeldig utvalg av norske bedrifter i første halvår av 2007. Noen foreløpige resultater fra undersøkelsen ble presentert i en ramme i PPR 2/07. Hele undersøkelsen presenteres i Penger og kreditt 2/08, som kommer i oktober  
 Kilde: Norges Bank

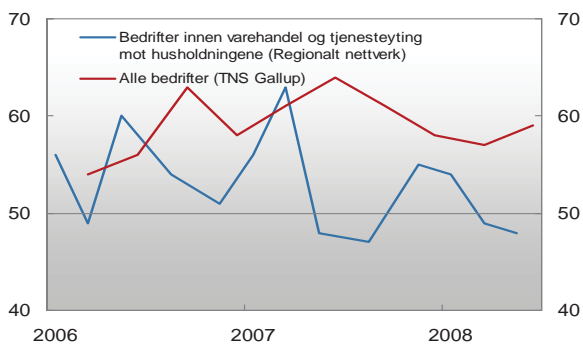
**Figur 3.6** Endring i bøndenes inntekter som følge av økte målpriser gjennom jordbruksoppgjørene. Millioner kroner. Løpende priser. 1999 – 2008



Kilde: Landbruks- og matdepartementet

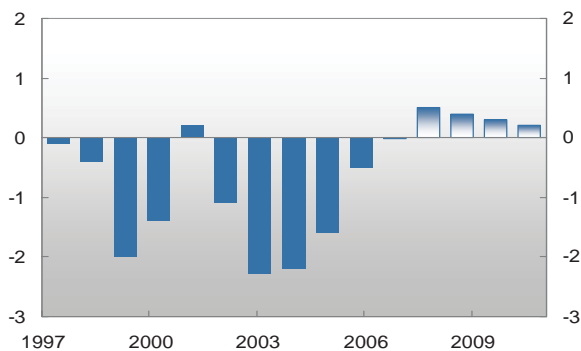
1 Noen foreløpige resultater fra undersøkelsen som ble gjennomført i første halvdel av 2007, ble omtalt i en egen utdyping i PPR 2/07. Undersøkelsen presenteres i Penger og Kreditt 2/08, som publiseres i oktober.

**Figur 3.7** Forventninger til vekst i bedriftenes egne utsalgspriser neste 12 måneder. TNS Gallup og Norges Banks regionale nettverk. Diffusjonsindekser<sup>1)</sup>. Januar 2006 – juni 2008



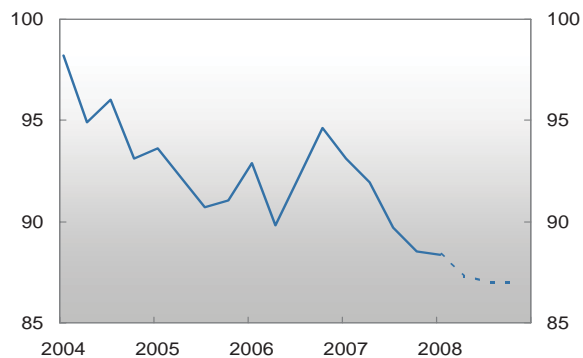
<sup>1)</sup> Andel som venter høyere vekst + 0,5\*andel som venter uendret vekst. Tall over 50 indikerer forventning om høyere vekst  
Kilder: TNS Gallup og Norges Banks regionale nettverk

**Figur 3.8** Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 1997 – 2011<sup>1)</sup>



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

**Figur 3.9** Importveid valutakurs (I-44)<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling og referansebanen. Indeks. 1. kv. 2004 – 4. kv. 2008



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs. Kursbanen er basert på udekket renteparitet  
Kilde: Norges Bank

Samlet legger vi til grunn at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester tar seg ytterligere noe opp gjennom året. Ved utgangen av året kan prisveksten på norskproduserte varer og tjenester være nær fire prosent. Dempet vekst i produksjon og sysselsetting bidrar til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil flate ut og etter hvert avta noe. Fortsatt høy lønnsvekst fører likevel til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester kan ligge nær 3½ prosent i årene fremover.

Prisene på importerte konsumvarer faller fortsatt, men noe mindre enn i 2007, se figur 3.2. I mai var prisene på importerte konsumvarer 0,2 prosent lavere enn i mai i fjor. Målt i utenlandsk valuta har prisene på de konsumvarene vi importerer gjennomgående falt siden slutten av 90-tallet, se figur 3.8. Dette er et resultat av at det har vært lav prisstigning internasjonalt, samtidig som en stadig større del av importen vår har kommet fra land med lavere prisnivå enn de landene vi tidligere handlet mest med. De siste årene har vridningen mot import fra lavkostland avtatt. Samtidig har prisveksten internasjonalt tatt seg opp. I 2007 var prisene på de konsumvarene vi importerer om lag uendret fra året før når vi måler i utenlandsk valuta. Den gradvise styrkingen av kronekursen siden 2004, se figur 3.9, har likevel bidratt til at butikkprisene på importerte konsumvarer fortsatte å falle.

I år og i årene fremover legger vi til grunn at prisene på de konsumvarene vi importerer vil stige, målt i utenlandsk valuta, se figur 3.8. Importvridningen mot lavkostland avtar videre, og i tillegg venter vi økt prisvekst ute, blant annet som følge av høy lønnsvekst i Kina og andre land med lavt kostnadsnivå. Fordi kronekursen normalt påvirker prisene på importerte konsumvarer med et visst tidsetterslep, vil den kronestykingen vi har bak oss trekke i retning av lavere prisvekst på importerte konsumvarer gjennom 2008. Den sterke innenlandske kostnadsveksten kan delvis motvirke de effektene kronestykingen har på utsalgsprisene i butikkene. Effektene av kronestykingen vil etter hvert avta, og vi legger samtidig til grunn at kronen faller noe i verdi gjennom prognoseperioden. Mot slutten av perioden vil trolig butikkprisene på importerte konsumvarer stige.

## Prisutviklingen den siste tiden

Tolvmånedersveksten i konsumprisene (KPI) har ligget på over tre prosent hittil i år, og i mai var KPI 3,1 prosent høyere enn samme måned året før. Prisveksten de siste månedene har vært noe sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1. Det har sammenheng med at prisveksten justert for avgifter og energi (KPI-JAE) har vært noe høyere enn ventet, se figur 1. Samtidig har prisene på drivstoff og smøremidler steget mer enn lagt til grunn. I mai var tolvånedersveksten i disse prisene 10 prosent. Elektrisitetsprisene i mai var 14 prosent høyere enn i mai i fjor. Det var som ventet.

Tolvånedersveksten i KPI-JAE var 2,3 prosent i mai, ned fra 2,4 prosent i april. Andre indikatorer for den underliggende inflasjonen viser høyere vekst. Tolvmånedersveksten i et trimmet snitt av undergruppene i KPI var 3,3 prosent i mai, mens den vektete medianen viste en vekst på 3,0 prosent. Særlig den vektete medianen har tiltatt siden forrige rapport, se figur 1.1 i kapittel 1. Justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene (KPIXE) var prisveksten 3,0 prosent i mai.

### Økt prisvekst på norskproduserte varer og tjenester

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tiltatt ytterligere og vært noe sterkere enn

ventet, se figur 2. I mai var prisene på norskproduserte varer og tjenester 3,5 prosent høyere enn samme måned året før. Dette skyldes blant annet at prisveksten på matvarer har steget videre. Bare siden januar i år har matvareprisene økt med 4,1 prosent. Det er særlig prisveksten på norskproduserte matvarer som har tiltatt, se figur 3.

Samtidig har veksten i husleiene tatt seg markert opp. I mai var tolvånedersveksten i husleiene samlet 2,9 prosent, opp fra 1,9 prosent i februar. Veksten i husleiene fra 2006 til 2007 var på 1,6 prosent, den laveste årsveksten siden 1995. Betalt og beregnet husleie er de viktigste undergruppene i husleikomponenten i KPI.<sup>1</sup> 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. Historisk har den betalte og den beregnede husleien vokst om lag i takt, men siden husleieindeksen ble lagt om i juli i 2006, har veksten i den beregnede husleien vært noe lavere enn veksten i den betalte husleien, se figur 4. Veksten i både den betalte og den beregnede husleien har tiltatt i det siste.

Prisveksten på produkter til vedlikehold og reparasjon av bolig har avtatt markert, se figur 4. I enkelte måneder i fjor var tolvå-

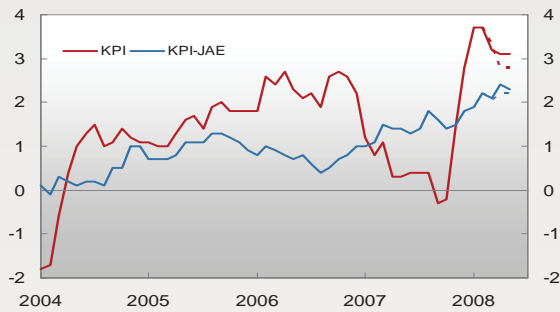
nedsveksten i prisene på disse varene over 8 prosent. I mai var de samme prisene 3,1 prosent høyere enn samme måned året før. Dette må sees i sammenheng med at aktiviteten i byggesektoren har falt. Flyprisene var 16 prosent lavere i mai enn i samme måned i fjor ifølge SSB, se figur 5. Det er lite trolig at prisfallet på flyreiser vil fortsette siden den høye oljeprisen påfører flyselskapene økte drivstoffkostnader. Indeksen for flyreiser i KPI ble lagt om i august i fjor. Slik indeksen nå beregnes i KPI, vil den trolig også fange opp at prisene i feriemåneder typisk er høyere enn ellers. Indeksen for bøker ble lagt om samtidig, og i likhet med flyprisindeksen har månedsendringene i bokprisindeksen blitt betraktelig større etter omleggingen. Bokprisene falt sterkt i mars som en følge av Mammut-salget, men steg igjen etter at salget var over, se figur 5.

### Fortsatt prisfall på importerte konsumvarer

Prisfallet på importerte konsumvarer har fortsatt. I mai var prisene 0,2 prosent lavere enn i mai i fjor. Utviklingen har vært som anslått, se figur 2. Prisene på importerte konsumvarer trekkes fortsatt ned av prisfall på audiovisuelt utstyr, hvitevarer og klær og sko, se figur 6.

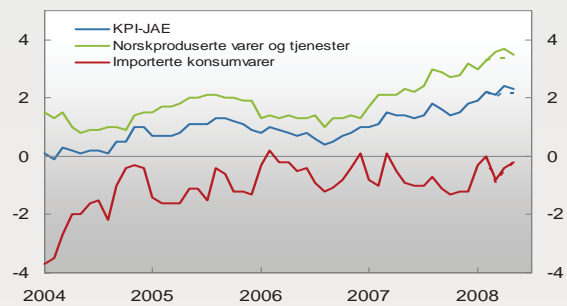
<sup>1</sup> I tillegg inngår kommunale gebyrer og boligforsikring i husleiekomponenten, som samlet utgjør 1/5 av vektgrunnlaget i KPI-JAE.

**Figur 1** KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>. Anslag fra PPR 1/08 (stiplet) og faktisk utvikling. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



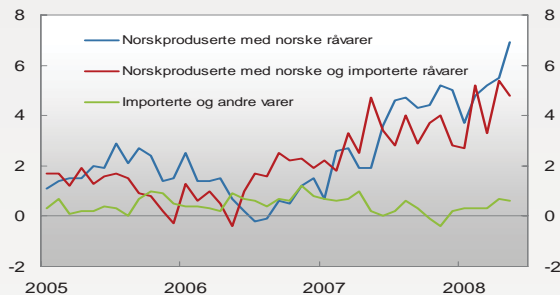
<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Anslag fra PPR 1/08 (stiplet) og faktisk utvikling. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



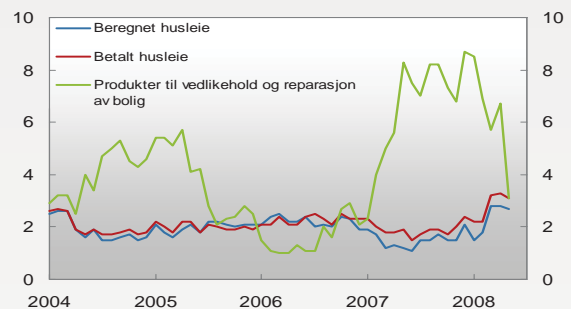
<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3** Prisutviklingen på matvarer i Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – mai 2008



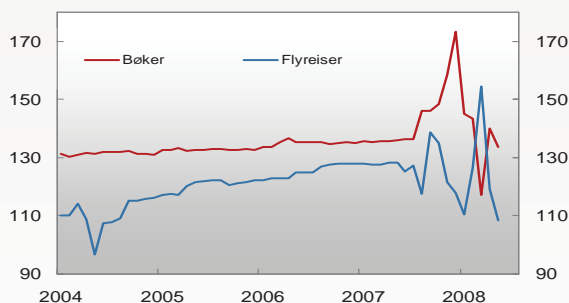
Kilder: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF) og Norges Bank

**Figur 4** Utvalgte varegrupper i KPI. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



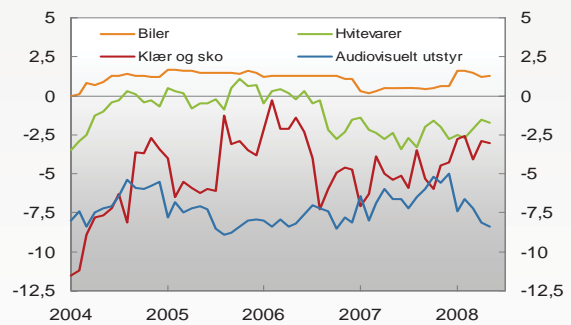
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 5** Prisnivå på varegrupper i KPI med endret beregningsmetode fra august 2007. Indeks, 1998 = 100. Januar 2004 – mai 2008



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå

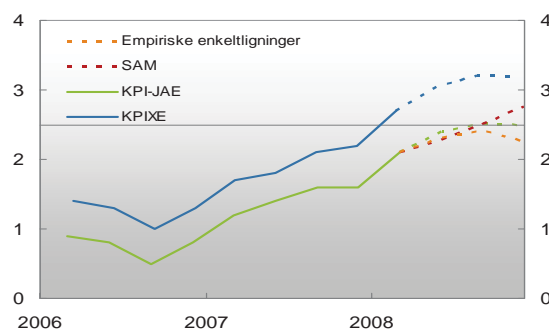
Fortsatt økning i prisveksten på norskproduserte varer og tjenester kan bidra til at KPI-JAE vil ligge rundt 2,5 prosent i de nærmeste månedene. Vi regner med noe lavere prisvekst på importerte konsumvarer mot slutten av året, som en følge av den sterke kronen. Dette vil bidra til å dempe oppgangen i inflasjonen.

Norges Bank bruker ulike empiriske modeller i arbeidet med korttidsanslagene for konsumprisene. Anslag fra disse modellene inngår sammen med annen type informasjon i en samlet vurdering av prisveksten de nærmeste kvartalene. Vi har utviklet et system for å veie sammen anslag fra korttidsmodeller, SAM, som brukes til å veilede anslagene for inflasjon og produksjon de nærmeste kvartalene, se egen utdyping på side 56. Anslagene fra SAM gir noe høyere prisvekst ved utgangen av året enn det vi legger til grunn, se figur 3.10. En sammenveining av anslag fra empiriske modeller for de to gruppene norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer gir noe lavere prisvekst enn vi anslår. De forskjellige fremskrivingene fra de ulike modellene illustrerer at det er betydelig usikkerhet om den anslåtte prisutviklingen også på kort sikt.

Det er utsikter til at strømprisene fremover kan bli høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.11. Det henger sammen med at oppgangen i oljeprisen har trukket opp fremtidsprisene på elektrisk kraft på kontinentet, noe som igjen har ført til økte prisforventninger i Norge. Oppgangen i oljeprisen har samtidig trukket opp bensinprisene i Norge. Holder bensinprisene seg omtrent på dagens nivå samtidig som strømprisene utvikler seg i tråd med markedsforsventingene, kan tolv månedersveksten i konsumprisene bli svært høy i de nærmeste månedene, se figur 3.1.<sup>2</sup> Det skyldes i hovedsak at strømprisene var usedvanlig lave gjennom sommeren og de første høstmånedene i fjor. Fra 2007 til 2008 kan den samlede årsveksten i konsumprisene bli om lag 4 prosent.

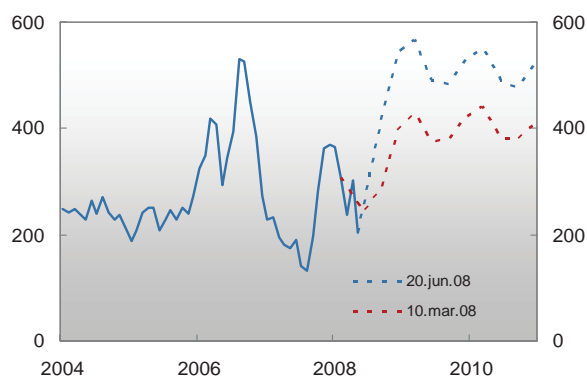
<sup>2</sup> De siste månedene har det vært betydelige prisforskjeller på elektrisk strøm mellom Sør-Norge og resten av landet. Det er utsikter til at prisforskjellene kan vare ved gjennom sommeren, og det er uklart hvordan dette vil slå ut i den beregnede prisutviklingen på elektrisitet i konsumprisindeksen. Vi legger til grunn at prisene i Norge samlet sett vil ligge noe under den forventede gjennomsnittsprisen for Norden, den såkalte systemprisen på kraftbørsen Nord Pool, de nærmeste månedene.

**Figur 3.10** KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivinger fra ulike modeller. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2008



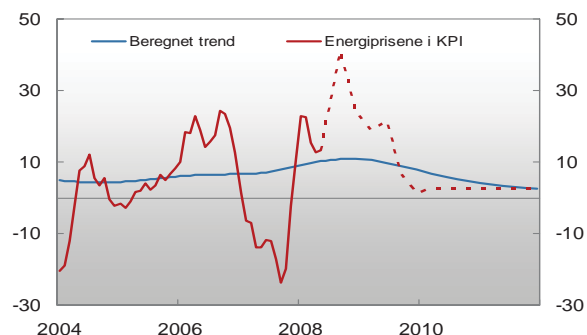
<sup>1)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.11** Strømpris Nord Pool. NOK/MWh. Faktiske priser. Januar 2004 – mai 2008. Terminpriser (stiplet) fra 3. kv. 2008 – 4. kv. 2010



Kilder: Nord Pool og Norges Bank

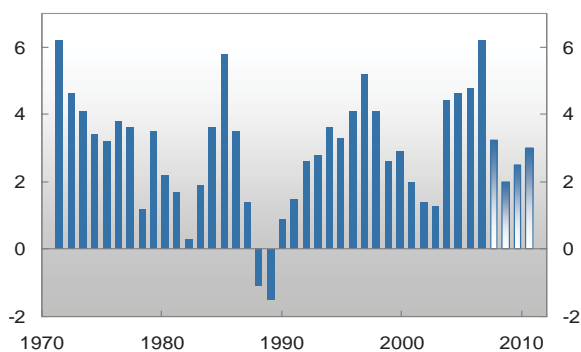
**Figur 3.12** Energiprisene i KPI.<sup>1)</sup> Faktisk og beregnet trend.<sup>2)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – desember 2011<sup>3)</sup>



<sup>1)</sup> Varegruppene elektrisitet og brensel og drivstoff og smøremidler  
<sup>2)</sup> Trenden er beregnet ved hjelp av et HP-filter (lambda = 14400) på den faktiske og anslåtte utviklingen i energiprisene i KPI, se utdyping side 54  
<sup>3)</sup> Anslag for juni 2008 – desember 2011  
 Kilder: Nord Pool, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

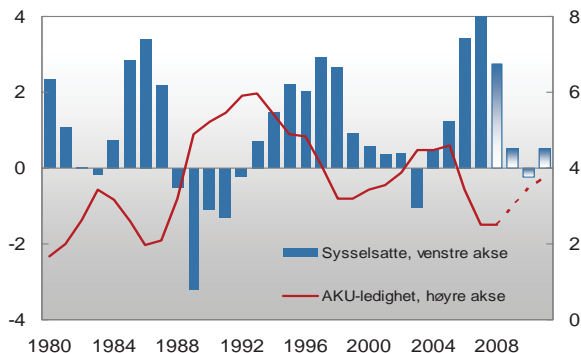


**Figur 3.13** BNP Fastlands-Norge. Årlig volumvekst. Prosent. 1971 – 2011<sup>1)</sup>



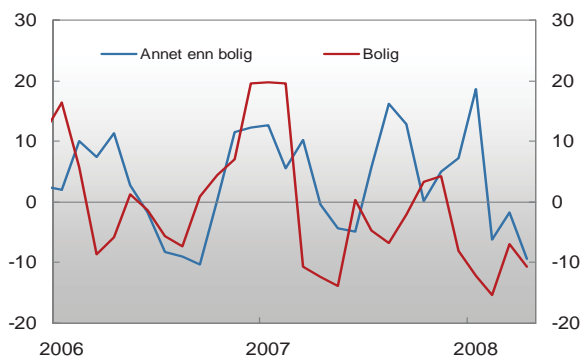
<sup>1)</sup> Anslag for 2008 – 2011  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.14** Endring i sysselsetting (KNR) fra året før i prosent og arbeidsledighet (AKU) i prosent av arbeidsstyrken. 1980 - 2011<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2008 – 2011  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.15** Igangsetting. Areal til boligbygg og andre bygg enn bolig. Glidende tre månedersvekst. Sesongjustert. Prosent. Januar 2006 – april 2008



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Utsikter til høyere energipriser gir økt vekst i den beregnede energipristrenden som inngår i KPIXE, se figur 3.12. Veksten i KPIXE vil være høyere enn veksten i KPI-JAE – og noe over inflasjonsmålet på 2,5 prosent - de nærmeste årene. Fra 2010 legger vi til grunn at energiprisen vil vokse om lag i takt med andre priser. Veksten i KPI-JAE, KPIXE og KPI vil falle sammen og stabilisere seg nær inflasjonsmålet på 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

## BNP-veksten på vei ned

Fire år med sterk vekst i norsk økonomi har brakt aktiviteten opp på et høyt nivå. Ifølge nasjonalregnskapet vokste BNP Fastlands-Norge med 6,2 prosent i 2007. Veksten året før var i underkant av 5 prosent, se figur 3.13. Veksten har vært bredt basert, men særlig drevet av en kraftig oppgang i privat konsum og investeringer i boliger og produksjonsutstyr. I første del av oppgangen var veksten i produktiviteten sterk. Senere i oppgangen har stor tilstrømming av arbeidskraft fra utlandet og økt yrkestilbøyelighet fra den eksisterende befolkningen gjort det mulig å opprettholde høye vekstrater, se figur 3.14.

Vi ser nå tegn til at veksten er i ferd med å dempes. Foreløpige tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap anslår at BNP for Fastlands-Norge, målt i basisverdi og uten kraftproduksjon, steg sesongjustert med 0,7 prosent fra 4. kvartal 2007 til 1. kvartal 2008. Målt i markedsverdi var økningen 0,3 prosent. Forskjellen skyldes blant annet at mindre forbruk av varer med høye avgifter som elektrisitet og biler, bidro til en nedgang i merverdiavgift og særavgifter som betales inn til staten. Målt i markedsverdi og med kraftproduksjon steg BNP for Fastlands-Norge med 0,2 prosent. Tidlig publiserte tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap blir ofte betydelig revidert etter hvert som mer informasjon blir tilgjengelig. De må derfor betraktes som særlig usikre.

Det var i første rekke lav etterspørsel fra husholdningene som bidro til å trekke ned veksttakten i første kvartal. På den andre siden ligger oljeinvesteringene fortsatt på et høyt nivå. Sammen med høye oljepriser gir det stor etterspørsel fra oljesektoren.

Avmattingen er klarest i bygge- og anleggssektoren. Ifølge byggearealstatistikken ble det påbegynt færre kvadratmeter bygg i årets første fire måneder 2008 enn i samme periode i 2007. Den reduserte aktiviteten er først og fremst drevet av lav igangsetting av boliger. Etter svært høye igangsettingstall mot slutten av 2007, er igangsettingen av næringsbygg og fritidseiendommer dempet, se figur 3.15, men for næringsbygg er tallene så langt i år fremdeles høyere enn på samme tid i fjor.

Fremoverskuende indikatorer viser klare tegn til at veksten i den økonomiske aktiviteten vil dempes de neste kvartalene. Ordretilgangen i industrien falt med nesten 20 prosent fra første kvartal 2007 til første kvartal 2008. Ordreservene er fortsatt på et høyt nivå, men lavere ordretilgang vil i løpet av to til tre kvartaler gi merkbare utslag i ordreservene.

Samleindikatoren for industriledernes forventninger i konjunkturbarometeret var uendret fra fjerde til første kvartal. Ifølge denne indikatoren er forventningene nå noe svakere enn gjennomsnittet for de siste ti årene. Den norske PMI-indeksen<sup>3</sup> har det siste året vært en ledende indikator på utviklingen i Konjunkturbarometeret, se figur 3.16. PMI-indeksen har så langt i år flatet ut på et nivå like over 50. Det tyder på at innkjøpsjefene nå venter lav, men positiv vekst.

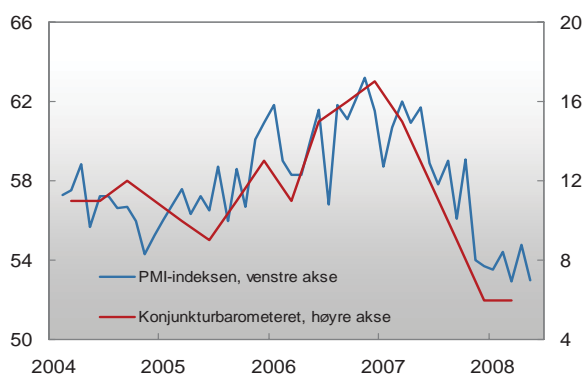
Tall fra konjunkturbarometeret viser at industriledernes forventninger om vekst i neste kvartal den siste tiden har ligget over den veksten som faktisk rapporteres i etterkant, se figur 3.17. Økende forskjell mellom forventet og faktisk produksjon kommer også fram i tilsvarende undersøkelser i det regionale nettverket, se figur 3.18. Det regionale nettverket rapporterer imidlertid at forventet vekst fremover nå er betydelig nedjustert fra i fjor. Nettverket anslår veksten i 2008 til mellom 2 og 3 prosent.

Siden forrige rapport har utlånsrentene steget. Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse<sup>4</sup> er bankene gradvis i ferd med å stramme inn utlånsvilkårene, både til forretnings-

3 PMI er en månedlig undersøkelse blant innkjøpsjefer om endringer i aktiviteten. I Norge utarbeides PMI-indeksen av NIMA (Norsk Forbund for Innkjøp og Logistikk) og Fokus Bank.

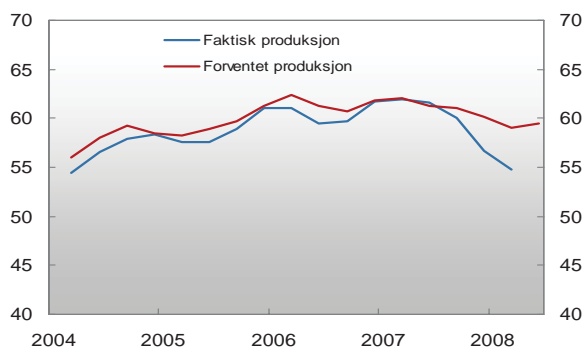
4 Se Finansiell stabilitet 1/08.

**Figur 3.16** Forventningsindikatoren i Konjunkturbarometeret og PMI-indeksen. Diffusjonsindekser. Månedss- og kvartalstall. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2008. Februar 2004 – mai 2008



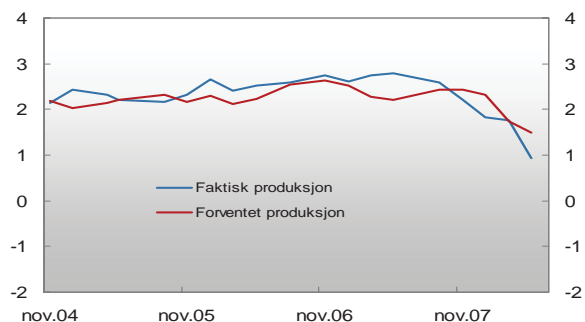
Kilder: Statistisk sentralbyrå og NIMA/Fokus Bank

**Figur 3.17** Konjunkturbarometeret. Faktisk produksjon og forventet produksjon kvartalet før. Diffusjonsindekser. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2008



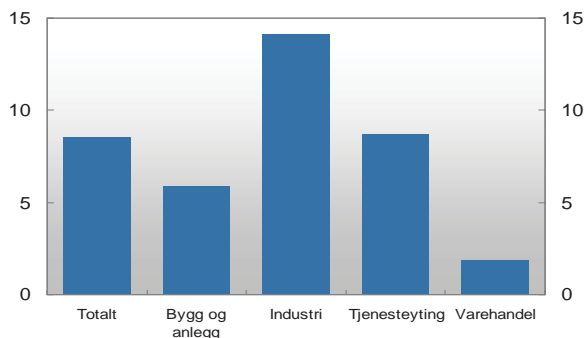
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.18** Faktisk produksjon og forventet produksjon siste kvartal. Indeks<sup>1)</sup>. November 2004 – mai 2008



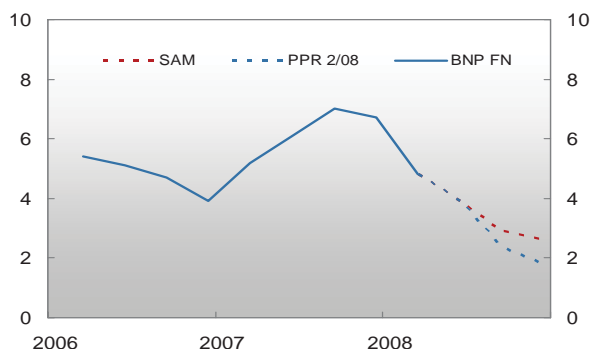
<sup>1)</sup> Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i Penger og Kreditt 2/05 for nærmere omtale  
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

**Figur 3.19** Andel av omsetning relatert til oljenæringen. Prosent. 2008



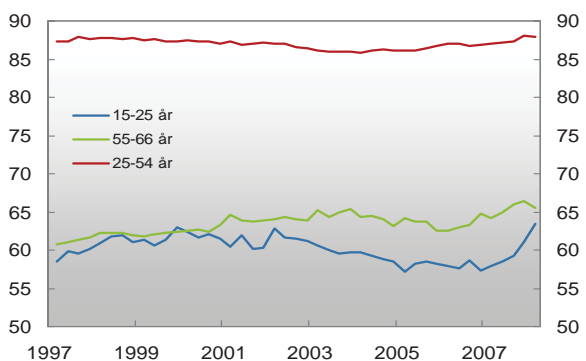
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

**Figur 3.20** BNP Fastlands-Norge i markedsverdi.<sup>1)</sup> Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2008



<sup>1)</sup> Anslag for 2. kv. 2008 – 4. kv. 2008  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.21** Arbeidsstyrken som andel av befolkningen i samme aldergruppe. Sesongjustert. 1. kv. 1997 – 1. kv. 2008



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kunder og husholdninger. I bygge- og anleggssektoren, hvor tilgang på lån fra bankene er viktig, har aktiviteten i første del av 2008 falt sammenliknet med samme periode i 2007. Høyere rente bidrar til å øke husholdningenes sparerate, som nå ligger på et historisk lavt nivå. I tillegg demper høyere prisstigning veksten i disponibel realinntekt. Veksten i privat konsum avtar.

Som omtalt i kapittel 2, venter vi lavere vekst internasjonalt mot slutten av 2008 og inn i 2009. Det vil kunne redusere etterspørselen etter norsk eksport. Høy innenlandsk kostnadsvekst og en styrking av den nominelle kronekursen har gitt en sterk realvalutakurs. Også det kan dempe veksten i eksporten.

På den annen side vil fortsatt vekst i sysselsettingen og høy lønnsvekst holde inntektsveksten oppe. På Oslo Børs har aksjeverdiene gått markert opp etter et kraftig fall i begynnelsen av året. Boligprisene ser ut til å stabilisere seg. Med bakgrunn i revidert nasjonalbudsjett oppjusterer vi anslaget for veksten i offentlig konsum og investeringer i 2008.

Om lag 32 prosent av bedriftene i det regionale nettverket sier at de blir påvirket av etterspørsel fra oljesektoren, og nesten 15 prosent av omsetningen i industrien er relatert til denne sektoren, se figur 3.19.<sup>5</sup> Videre merker 36 prosent av bedriftene konkurranse om arbeidskraften fra oljesektoren. Mange næringer som leverer til oljeindustrien, har hatt kapasitetsproblemer de siste årene. Bedre ressurstilgang og svakere etterspørsel i andre deler av økonomien kan bidra til at disse næringene får bedre vekstvilkår. Høy oljepris stimulerer aktiviteten i oljevirkosomheten og industri og tjenesteyting som leverer til denne. Økningen i oljeprisen kan også forsterke forventninger om fortsatt inntektsvekst i husholdningene og en solid offentlig økonomi.

Samlet venter vi en klar avdemping av veksten for BNP Fastlands-Norge i 2008. Veksten for BNP Fastlands-Norge i 2008 anslås til 3¼ prosent. Våre anslag er i tråd med anslaget fra systemet for sammenveining av korttidsmodeller,

<sup>5</sup> Resultatene fra denne undersøkelsen er utdypet i Aktuell kommentar 2/08 "Virknin- gene av økt oljepris på norsk økonomi", www.norges-bank.no, 26. juni 2008.

SAM, i andre kvartal, men ligger noe under i siste halvdel av 2008, se figur 3.20 og egen utdyping side 56. Høyere rentenivå, en sterk krone og lavere vekst ute bidrar til å dempe kapasitetsutnyttningen. Veksten i privat konsum er i ferd med å avta, og det bygges færre boliger. Mot slutten av året venter vi også at veksten i sysselsettingen avtar.

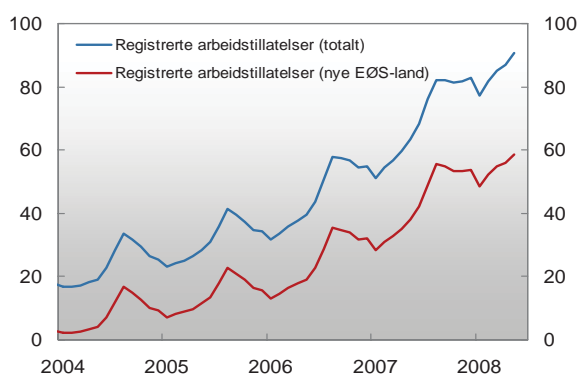
### Fortsatt sterk vekst i arbeidstilbudet

Arbeidsstyrken vokste med 4 prosent fra første kvartal 2007 til første kvartal 2008. Det er den sterkeste økningen i arbeidstilbudet siden 1976. Både yrkesdeltakelsen og befolkningsveksten økte. Befolkningsveksten er drevet av en historisk høy nettoinnflytting til Norge.

Fra første kvartal 2007 til første kvartal i år står befolkningsveksten for om lag halvparten av veksten i arbeidsstyrken. Noe av veksten i arbeidsstyrken som er målt i AKU, skyldes at Utlendingsdirektoratet (UDI) nå gir flere arbeidstillatelser med varighet utover seks måneder. Det betyr at en større del av arbeidsinnvandringen registreres som bosatt i Norge, og dermed inngår i grunnlaget for AKU. Men befolkningsveksten er ikke den eneste faktoren som forklarer veksten i arbeidsstyrken. Det siste året har vi sett en betydelig økning i arbeidstilbudet i yngre aldersgrupper, se figur 3.21. Samtidig har veksten i antallet trygdede og pensjonister vært mindre enn endringene i befolkningsstrukturen skulle tilsi. I 2007 var yrkesdeltakelsen på sitt hittil høyeste registrerte nivå.

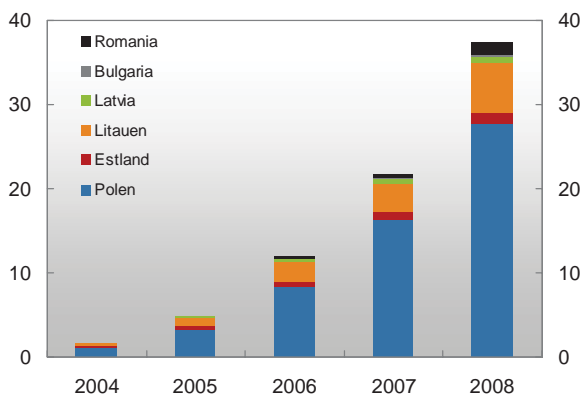
Antallet arbeidstillatelser har så langt i år fortsatt å vokse, se figur 3.22. I tillegg til fortsatt høy arbeidsinnvandring fra Polen og Baltikum, er det nå også en økende tilstrømming av arbeidskraft fra Romania, se figur 3.23. Det regionale nettverket har for tredje gang gjennomført en undersøkelse om bruk av utenlandsk arbeidskraft. Undersøkelsen viser at bruken fortsetter å øke i alle næringer. De fleste bedriftene rapporterer at de ansetter utenlandsk arbeidskraft i mangel av norsk arbeidskraft, men stadig flere rekrutterer utlendinger fordi de er best kvalifisert til jobben, se figur 3.24. Bare 3 prosent av bedriftene oppgir at de erstatter norsk arbeidskraft med utenlandsk arbeidskraft for å redusere kostnader. Det siste året er det særlig offentlig sektor og varehandelen som rapporterer om økt bruk av utenlandsk arbeidskraft.

**Figur 3.22** Arbeidstillatelser utstedt av Utlendingsdirektoratet (UDI), totalt og til borgere fra nye EØS-land. I tusen. Januar 2004 – mai 2008



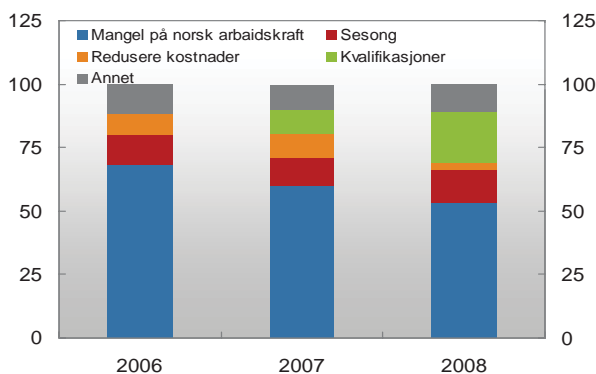
Kilde: Utlendingsdirektoratet (UDI)

**Figur 3.23** Registrerte sysselsatte fra nye EU-land ved utgangen av mai. Antall personer i tusen. 2004 – 2008



Kilde: Sentralskattekontoret for utenlandssaker

**Figur 3.24** Årsaken til bruk av utenlandsk arbeidskraft. Prosent. 2006 - 2008



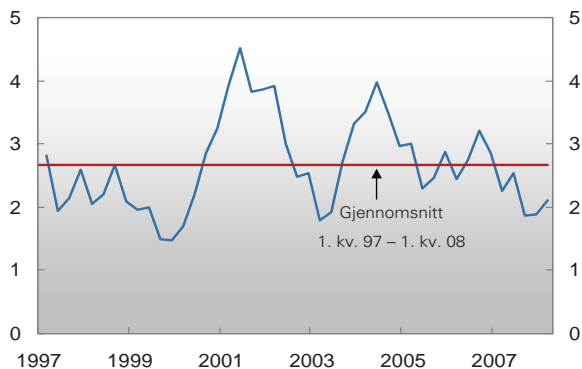
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

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	1¾	1½	1¼	1¼
Bidrag fra endret befolknings sammensetning	-¼	-¼	-¼	-¼
Konjunkturelt bidrag	1¼	-¼	-½	-½
Vekst i arbeidsstyrken	2¾	1	½	½

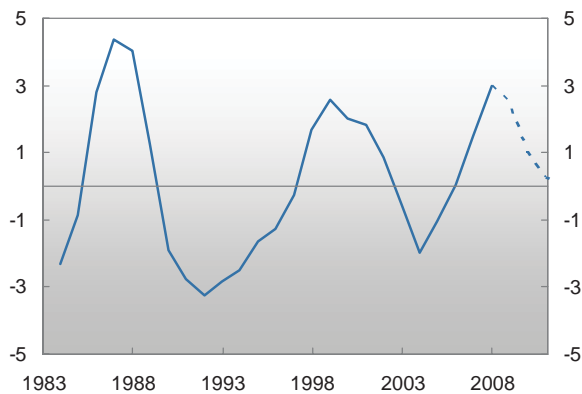
Kilde: Norges Bank

Figur 3.25 Bruttoprodukt per time i Fastlands-Norge. Firekvarterersvekst. Fem kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 1997 – 1. kv. 2008



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 Anslag på produksjonsgapet. Prosent. 1983 – 2011



Kilde: Norges Bank

I de nye befolkningsfremskrivningene fra Statistisk sentralbyrå er anslagene for befolkningsveksten oppjustert. Fremskrivningene er basert på fortsatt stor nettoinnflytting fra EU/EØS-land. Vi oppjusterer våre anslag for befolkningsveksten i hele beregningsperioden, men venter en noe raskere avmatning i arbeidsinnvandringen enn det som er lagt inn i fremskrivningene fra Statistisk sentralbyrå. Deler av arbeidsinnvandringen de siste årene skyldes trolig konjunkturrelle forhold. Vi legger til grunn at antall innvandrere vil reduseres noe etter hvert som veksten i etterspørselen etter arbeidskraft fra norske bedrifter avtar. Basert på erfaringer fra andre land og fra tidligere perioder med høy innvandring, tror vi likevel ikke det er grunn til å vente at flyttestrømmen snur raskt. Befolkningsveksten for gruppen 15 til 74 år anslås nå å bli 1¾ prosent i 2008, for så å dempes i årene fremover. Økt andel eldre med lav yrkestilbøyelighet bidrar også til å dempe veksten i arbeidstilbudet. I tillegg vil et mindre stramt arbeidsmarked trolig redusere yrkestilbøyelighetene for enkelte grupper, se tabell 3.1.

Som del av forhandlingsresultatet mellom LO/YS og NHO ble det inngått avtale om forlengelse av AFP. På litt lenger sikt vil AFP-avtalen kunne få virkning på arbeidstilbudet. Effektene trekker i ulike retninger. Avtalen gir bedre mulighet til å kombinere arbeid og pensjon, noe som isolert sett kan gi økt arbeidstilbud. Samtidig bidrar ordningen til å øke inntektene for noen grupper av pensjonister, og det kan redusere arbeidstilbudet.

## Kapasitetsutnyttningen normaliseres

Sterk vekst i produktivitet og arbeidstilbud har ført til at vekstevnen i norsk økonomi har vært høy. Med fortsatt høy arbeidsinnvandring vil den potensielle veksten være høy også i år. Lavere innvandring fremover vil føre til at den potensielle veksten i økonomien gradvis avtar utover i prognoseperioden.

Produksjonsgapet gir uttrykk for vår vurdering av kapasitetsutnyttningen i økonomien i forhold til det underliggende produksjonspotensialet. Etter flere år med høy aktivitetsvekst og tiltakende kapasitetsutnyttning, nådde

trolig produksjonsgapet en topp mot slutten av 2007.<sup>6</sup>

Slutten av en oppgangskonjunktur er ofte preget av lav produktivetsvekst. Det har også vært tilfelle denne gangen, se figur 3.25. Det tar noe tid før bedriftene tilpasser bruken av arbeidskraft til lavere vekst i produksjonen. Vi legger til grunn at veksten i timeverksproduktiviteten kan bli svært lav i år, men at produktivetsveksten vil ta seg opp igjen etter hvert som bedriftene tilpasser sysselsettingen til produksjonen.

Sammenliknet med 2007 falt veksten markert i første kvartal 2008. Vi anslår at veksten i økonomien i år blir lavere enn veksten i potensialet, slik at produksjonsgapet gradvis avtar fra dagens høye nivå, se figur 3.26. Også det regionale nettverket og konjunkturbarometeret tyder på at kapasitetsutnyttningen nådde sitt høyeste nivå i slutten av 2007, se figur 3.27.

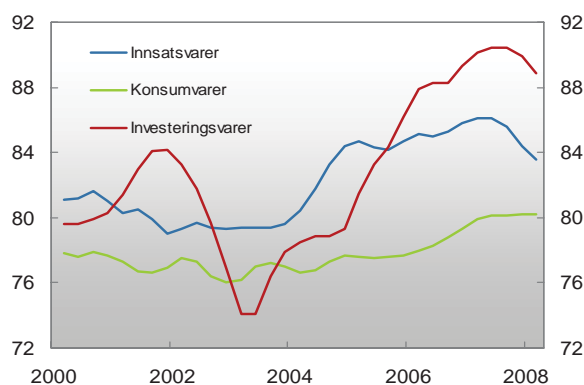
## Fallet i ledigheten har stoppet opp

Ledigheten har i denne oppgangskonjunktoren falt til et svært lavt nivå, se figur 3.28. Den registrerte arbeidsledigheten er på sitt laveste nivå på over 20 år og har vært om lag uendret siden inngangen til året. Antall registrerte ledige utgjorde i mai 1,5 prosent av arbeidsstyrken. Samtidig var 0,5 prosent av arbeidsstyrken på arbeidsmarkedstiltak. Ifølge AKU var 2,4 prosent av arbeidsstyrken uten arbeid i mars. Det er noe lavere enn ved slutten av høykonjunktoren i 1998.

Tilgangen på ledige stillinger har falt noe, men fra et høyt nivå, og det er fortsatt stor etterspørsel etter arbeidskraft i deler av arbeidsmarkedet. Dette gjelder blant annet undervisning, helse og omsorg og ingeniører, særlig på Sørvestlandet. For andre grupper arbeidstakere, blant annet i bygge- og anleggssektoren, har etterspørselen avtatt fra i fjor vår. Dette bekreftes av det regionale nettverket, se figur 3.29. Samlet venter våre kontakter i det regionale

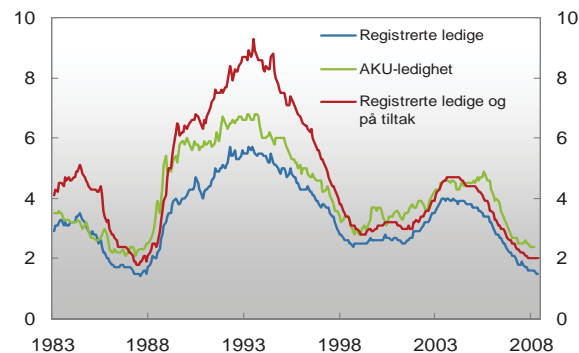
<sup>6</sup> Det historiske produksjonsgapet er basert på en teknisk trendberegning av produksjonspotensialet hvor anslaget på potensialet på et gitt tidspunkt avhenger av BNP-veksten både før og etter i tid. Denne metoden fører til at den høye veksten i BNP Fastlands-Norge og i potensialet de siste årene, også øker anslaget på potensialet i årene rett før oppgangen. Blant annet er det teknisk beregnede potensialet for 2002-2003 høyere enn hva vi vurderte det til den gangen. Veksten de siste årene skyldes dels strukturendringer, blant annet økt tilgang av arbeidskraft fra Sentral-Europa.

**Figur 3.27** Kapasitetsutnyttning i industrien. Konjunkturbarometeret. Prosent. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2008



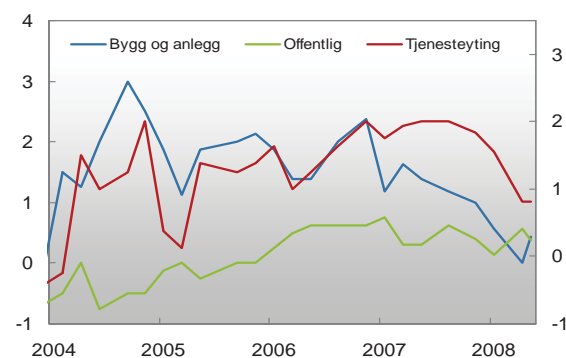
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.28** Arbeidsledige. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Februar 1983 – mai 2008



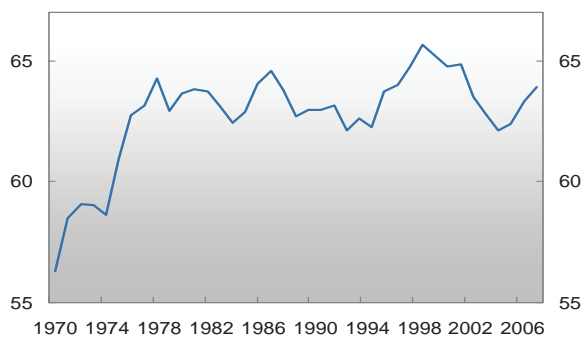
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Arbeids- og velferdsetaten (NAV) og Norges Bank

**Figur 3.29** Forventet vekst i sysselsettingen neste tre måneder. Januar 2004 – mai 2008



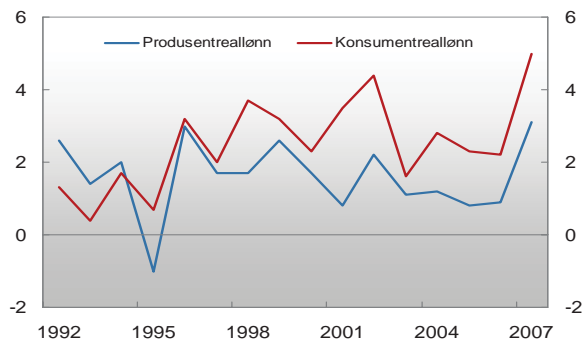
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

**Figur 3.30** Samlede lønnskostnader i Fastlands-Norge som andel av BNP Fastlands-Norge. Prosent. 1970 – 2008<sup>1)</sup>



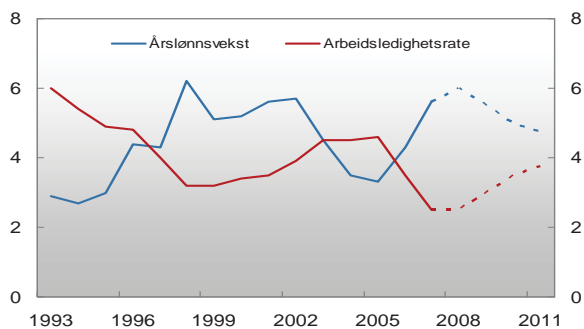
<sup>1)</sup> BNP i basisverdi. Tall for 2008 er gjennomsnitt for 2. kvartal 2007 til 1. kvartal 2008  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.31** Vekst i produsentreallohn og konsumentreallohn.<sup>1)</sup> Prosent. 1992 – 2007



<sup>1)</sup> I produsentreallohn er det brukt prisvekst BNP Fastlands-Norge som deflator. I konsumentreallohn er det brukt deflator for privat konsum i nasjonalregnskapet  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

**Figur 3.32** Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2011



<sup>1)</sup> Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

nettverket fortsatt vekst i sysselsettingen, men lavere vekst enn tidligere. Det samme bildet kommer fram i NHOs halvårsrapport og i andre forventningsundersøkelser, som den norske PMI-indeksen for mai og Konjunkturbarometeret for første kvartal.

Fremover venter vi at lavere vekst i den innenlandske aktiviteten etter hvert vil gi seg utslag i lavere sysselsetningsvekst. Fortsatt vekst i deler av økonomien kan bidra til at etterspørselen etter arbeidskraft holder seg oppe i enkelte sektorer. Vi venter en gradvis oppgang i ledigheten gjennom andre halvår. Vi venter at ledigheten vil komme over 3 prosent i løpet av 2009 og gradvis nærme seg 3¾ prosent i 2011.

## Høy lønnsvekst

Gjennom første del av denne oppgangskonjunkturen falt lønnsandelene og nærmet seg nivåer vi hadde på 1970-tallet, se figur 3.30. Høy produktivitsvekst og kraftig forbedring i bytteforholdet overfor handelspartnerne ga rom for god reallohnsvækst samtidig som lønnsandelene falt. Forbedringene i bytteforholdet har ført til at konsumentenes reallohn har vokst raskere enn reallonnen sett fra bedriftenes side, se figur 3.31. Økt bevegelse av både arbeidskraft og arbeidsoppgaver over landegrensene kan ha bidratt til å holde den nominelle lønnsveksten nede. Lønnsandelene er nå på vei opp igjen. Stigende oljepris bidrar fortsatt til en gunstig utvikling i bytteforholdet, men redusert produktivitsvekst og relativt høy lønnsvekst i år vil føre til ytterligere økning av lønnsandelen.

Lønnsveksten har tiltatt de siste tre årene, i takt med at ledigheten har falt og at det har oppstått flaskehals i deler av arbeidsmarkedet, se figur 3.32. Også konkurranse fra oljesektoren kan ha bidratt til høyere lønnspress. Ifølge det regionale nettverket sier 27 prosent av norske bedrifter at de opplever lønnspress på grunn av konkurranse om arbeidskraften fra denne sektoren, se figur 3.33.

Tidlig i oppgangen var lønnsveksten høyest i privat sektor. Som ved slutten av foregående høykonjunkturer, blir lønnsveksten i år trolig høyest i offentlig sektor. Resultatet av forhandlingene mellom LO, YS og NHO innebærer en årslønnsramme på 5,6 prosent. Lønnsglidningen er anslått

til 2½ prosent, ¼ prosentenheter lavere enn i fjor, men høyere enn i alle årene i forrige høykonjunktur. Rammene for områdene i offentlig sektor tilsier en lønnsvekst på 6¼ prosent. Foreløpig ser det ut til at lønnsveksten i år samlet ender nokså nær 6 prosent. Det er imidlertid fortsatt usikkerhet om lønnsveksten i år. Partene i offentlig sektor har lagt til grunn lav lønnsnedgang. I kommunesektoren er det i tillegg avtalt tariff tillegg for 2009. Med et høyt overheng kan effekten for 2009 anslås til om lag 4½ prosent.

Målt i felles valuta har forskjellen i lønnsnivået mellom Norge og våre handelspartnere aldri vært større. Høy produktivitetsvekst, sterk etterspørselsvekst og gode eksportpriser bidro til god lønnsomhet i bedriftene til tross for det høye lønnsnivået. Med lavere etterspørsel ute vil norske eksportbedrifter møte skjerpet konkurranse, og det høye lønnsnivået kan dempe lønnsomheten i næringslivet. Vi venter at lønnsveksten avtar til et nivå litt under 5 prosent i 2011 etter hvert som forholdene i arbeidsmarkedet normaliseres.

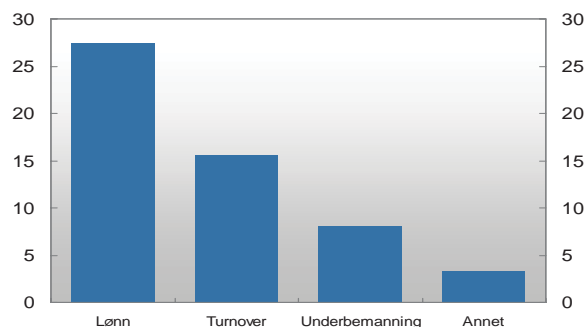
## Svakere vekst i privat konsum

Privat konsum vokste med 6,4 prosent i 2007. Vi må tilbake til toppen av høykonjunkturen i 1985-86 for å finne en tilsvarende høy vekst. Det siste året er det særlig den sterke veksten i husholdningenes disponible realinntekt som har bidratt til økningen i konsumet, se figur 3.34. Lav prisvekst og sterk sysselsettingsvekst har bidratt til økningen i samlet realinntekt. Samtidig har husholdningenes sparing falt siden 2002, se figur 3.35.<sup>7</sup> Ifølge tall fra husholdningenes inntektsregnskap var husholdningenes sparerate negativ i 2007.

Flere forhold taler for at veksten i privat konsum vil avta betydelig fra 2007 til 2008. Totalt for året venter vi en konsumvekst på om lag 2¾ prosent. Kvartalsvis nasjonalregnskap for første kvartal 2008 viste at veksten i privat konsum har avtatt. Varekonsumindikatoren for april tyder på fortsatt svak utvikling. Veksten i husholdningenes disponible realinntekt blir trolig lavere i år enn i årene før. Selv om den nominelle lønnsveksten fremdeles er høy, vil lavere vekst i sysselsettingen og økt prisstigning dempe

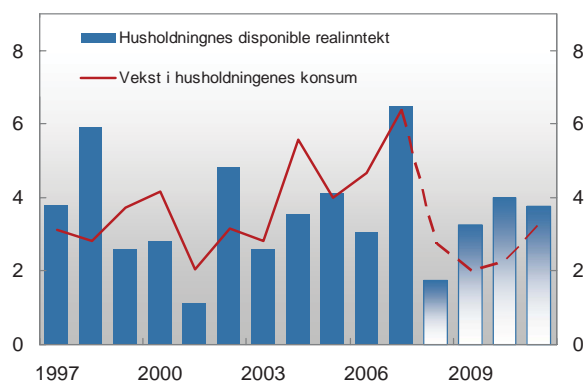
<sup>7</sup> Utenom aksjeutbytte og korrigert for de skattemessige tilpassningene til innføringen av skatt på utbytte for personlige aksjonærer i 2006.

**Figur 3.33** Hvordan har oljenæringens etterspørsel etter arbeidskraft påvirket din bedrift/virksomhet det siste året? Prosent. 2008



Kilde: Norges Banks regionale nettverk

**Figur 3.34** Husholdningenes disponible realinntekt<sup>1)</sup> og konsum<sup>2)</sup>. Vekst fra året før. Prosent. 1997 – 2011<sup>3)</sup>



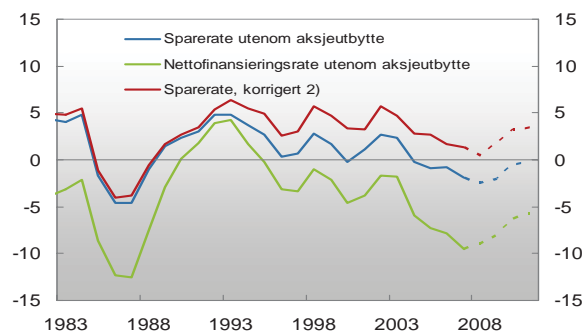
<sup>1)</sup> Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2011

<sup>2)</sup> Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner

<sup>3)</sup> Anslag for 2008 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.35** Husholdningenes sparing og netto finansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. 1983 – 2011<sup>1)</sup>



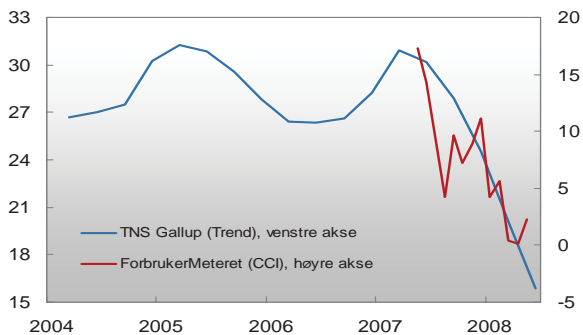
<sup>1)</sup> Anslag for 2008 – 2011

<sup>2)</sup> Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Figur 3.36** Husholdningenes forventninger. Diffusjonsindeks. Kvartals- og månedstill. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2008 (mai 2008)

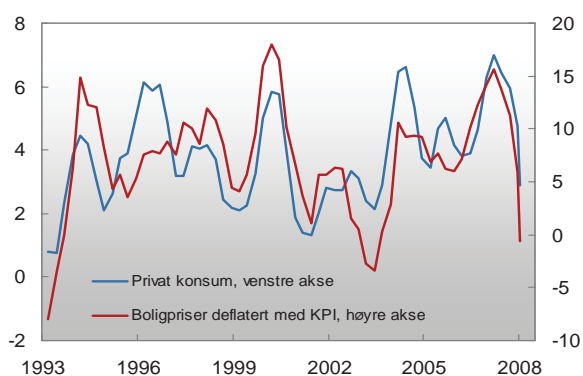


Kilder: TNS Gallup og MakroSikt AS

veksten i realinntektene. Husholdningenes lånekostnader har økt det siste året, se kapittel 2.

Husholdningene vurderte lenge landets og egen økonomi som svært god. Ifølge TNS Gallups trendindikator for husholdningene er vurderingene blitt klart mindre positive siden i fjor sommer, se figur 3.36. Indikatoren er nå lavere enn det historiske gjennomsnittet. Også ForbrukerMeteret fra Makrosikt viser en nedgang. Forventninger om lavere økonomisk vekst fremover kan bidra til å dempe konsumveksten. På den andre siden kan økningen i oljeprisen gi impulser til økt forbruk.

**Figur 3.37** Privat konsum<sup>1)</sup> og realpriser på boliger<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1993 – 1. kv. 2008



<sup>1)</sup> Sesongjustert og glattet

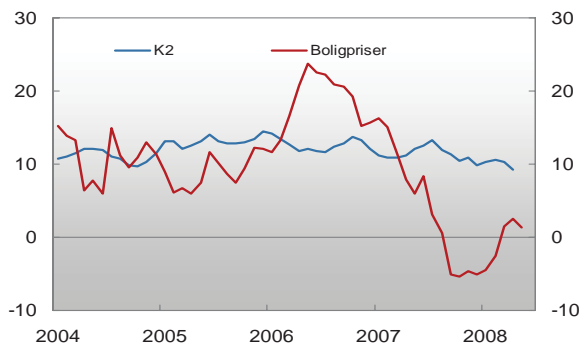
<sup>2)</sup> Nominell boligprisindeks deflatert med konsumprisindeksen

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Siden 2003 har husholdningenes gjeldsoptak vært høyere enn investeringene i finansielle fordringer. Samlet sett er husholdningenes finansielle posisjon likevel god. Verdien av boliger og finansielle eiendeler er nesten fire ganger så høy som husholdningenes samlede gjeld. Over tid er det en nær sammenheng mellom veksten i realpriser på bolig og privat konsum, se figur 3.37. De siste årene har oppgangen i aktivpriser økt verdien av husholdningenes formue. Med svak vekst i boligprisene må husholdningene spare mer for å opprettholde sin formuesposisjon.

Gjeld og formue er ulikt fordelt mellom husholdningene. Enkelte grupper har nå små buffere mot økonomiske forstyrrelser. Særlig gjelder dette førstegangsboligkjøpere. Gjennomsnittlig løpetid på nye boliglån har økt markert de siste syv årene, og lån med avdragsfrihet er blitt mer utbredt. Det begrenser mulighetene for å møte økte renteutgifter eller bortfall av inntekt gjennom å justere avdragstiden.

**Figur 3.38** Boligpriser og kreditt til husholdninger (K2). Vekst i tremåneders glidende gjennomsnitt. Årlig rate. Sesongjustert. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



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

Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse avtok husholdningenes etterspørsel etter lån fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Bankene gir i tillegg uttrykk for at de vil bli noe mer restriktive i kredittgivingen. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt det siste året, og er på sitt laveste nivå siden 2004, se figur 3.38. Gjeldsveksten vil trolig dempes ytterligere fremover.

Veksten i realdisponibel inntekt dempes i år, og sparegraden utenom aksjeutbytte kan falle noe. Fremover vil innstramning i kredittmarkedene, lavere boligprisvekst

og høyere rente bidra til at fallet i spareraten stopper opp og at husholdningene igjen øker sine finansielle fordringer. I våre anslag legger vi til grunn at husholdningenes sparerate gradvis vil stige fremover.

## Fortsatt høye realinvesteringer

Høy innenlandsk aktivitet, god lønnsomhet og lave realrenter har bidratt til en kraftig vekst i realinvesteringene i bedriftene i Fastlands-Norge. Også investeringene i boliger økte lenge, men har falt den siste tiden, se figur 3.39. Reduserte boliginvesteringer var en viktig faktor bak fallet i samlet innenlandsk etterspørsel i første kvartal.

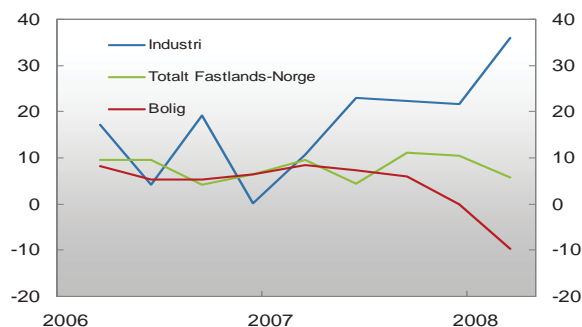
Ved siden av høyere rentekostnader er det grunn til å tro at økte byggekostnader og fallende boligpriser var viktige årsaker til fallet i boliginvesteringene. Fallet i boligprisene har stoppet opp, og veksten ventes å være lav fremover. Vi venter at boliginvesteringene vil falle gjennom 2008, men at de etter hvert vil flate ut på et nokså høyt nivå. Fortsatt høy befolkningsvekst og flytting til sentrale strøk vil kunne bidra til å holde boliginvesteringene oppe.

Investeringsstatistikken for olje- og gassvirksomheten gir fremdeles høye anslag for oljeinvesteringene fremover, se figur 3.40 og 3.41. Høy oljepris gir grunnlag for fortsatt stor investeringsaktivitet på norsk sokkel. Kapasitetsproblemer har dempet økningen i oljeinvesteringene det siste året. Vi legger til grunn at disse beskrankningene vil gjøre seg mindre gjeldende fremover. Flere nye prosjekter er under oppstart og godkjenning. Det vil bidra til økt aktivitet i løpet av året.

Investeringene i industrien i Fastlands-Norge har vokst kraftig det siste året. Særlig har investeringsveksten vært høy i kjemisk industri, som inkluderer produksjon av silisium og solceller, og i bransjer som leverer til oljesektoren, slike som verkstedindustrien og produksjon av skip og plattformer. Dette er næringer som det siste året har hatt svært høy kapasitetsutnyttning. Investeringstillingen for industrien tyder på fortsatt god vekst i 2008, men at veksten deretter stopper opp, se figur 3.42.

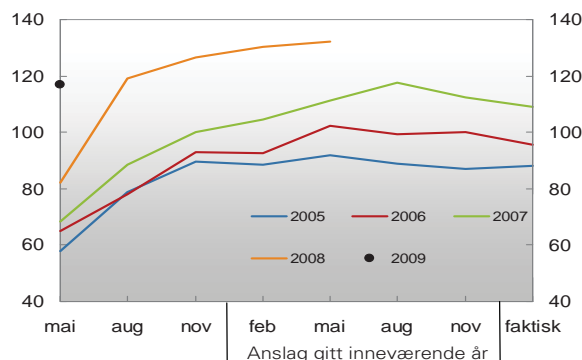
Samtidig viser Norges Banks utlånsundersøkelse at bankene har begynt å stramme inn kredittpraksisen overfor

**Figur 3.39** Realinvesteringer i industri, bolig og for Fastlands-Norge totalt. Firekvarteralsvekst. I prosent. 1. kv. 2006 – 1. kv. 2008



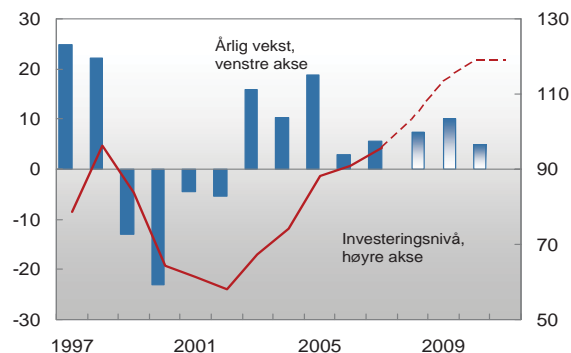
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.40** Investeringsstatistikk for petroleumindustrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2005 – 2009



Kilde: Statistisk sentralbyrå

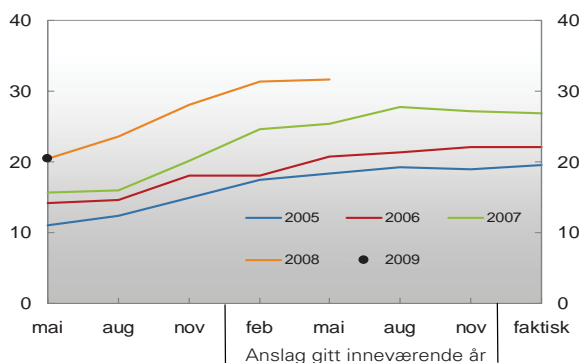
**Figur 3.41** Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringnivå i milliarder kroner (faste 2005-priser) og årlig vekst i prosent. 1995 – 2011<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2008 – 2011

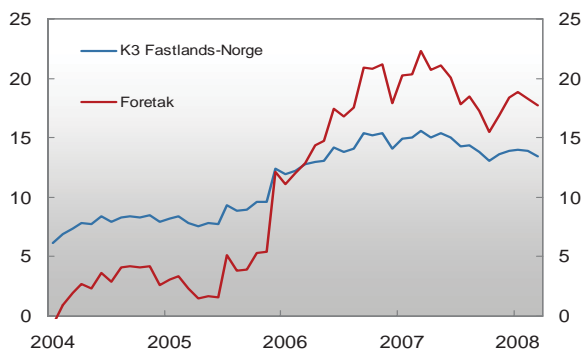
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.42** Investeringsstatistikk for industrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. 2005 – 2009



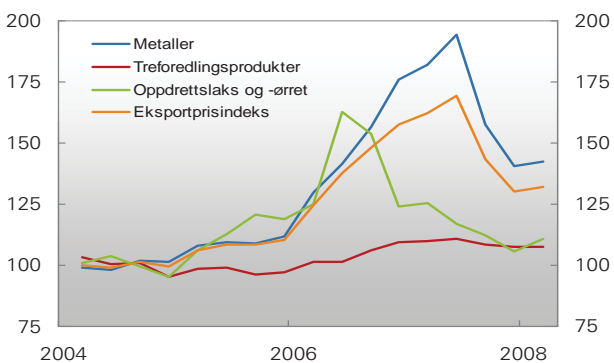
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.43** Tolv månedersvekst i kreditt til Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2004 – mars 2008



<sup>1)</sup> Det antas at all utenlandsk kreditt til Fastlands-Norge gis til foretakene  
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.44** Prisindekser<sup>1)</sup> for norsk eksport i NOK. 2004 = 100. 1. kv. 2004 – 1. kv. 2008



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

næringskunder. Økte påslag på lån til prosjekter med kredittisiko vil trolig føre til at utlånsrentene til næringslivet øker noe mer enn rentene i pengemarkedet. Særlig næringsbygg har normalt en høy opplåningsgrad, og strengere kredittpraksis kan dempe investeringene i slike bygg. Ordrettilgangen for næringsbygg har så langt i år falt noe tilbake fra de høye nivåene i 2007.

Det er rimelig å anta at innstramming i kredittmarkedet etter hvert vil få konsekvenser for aktiviteten også i andre deler av næringslivet. Så langt har imidlertid kredittveksten til foretakene holdt seg oppe, se figur 3.43. Noe av dette kan forklares med fortsatt høy aktivitet i deler av næringslivet ved inngangen til 2008. Samtidig har foretakene i større grad måttet trekke på sine kredittlinjer hos norske banker, fordi andre finansieringskilder, blant annet gjennom aksje- og obligasjonsmarkedet, har tørket opp. Vi venter at kredittveksten til foretakene etter hvert vil begynne å avta.

Høy oljepris, fortsatt god lønnsomhet, stigende aksjeverdier og fremdeles stor aktivitet i deler av industrien vil kunne bidra til å dempe nedgangen i foretaksinvesteringene. Vi venter likevel at veksten i disse investeringene gradvis vil falle utover i året, etter hvert som rentene øker, og kapasitetskrankene blir mindre bindende.

Noe høyere innenlandsk kostnadsvekst og den sterke realvalutakursen vil trolig dempe eksportveksten. Prisene på en del viktige eksportvarer har stabilisert seg på et høyt nivå etter en periode med fallende priser i 2007, se figur 3.44. Vi legger til grunn at eksporten nå flater ut, og at det blir lav vekst resten av året. Importveksten faller i takt med utflatingen i konsumet. Vi ser ikke for oss at trenden med gradvis økning i importandelene endres vesentlig fremover.

## Markert vekst i offentlige utgifter

Den høye oljeprisen bidrar til at handlingsrommet i statsbudsjettet har økt de siste årene. Fremover vil avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland spille en stadig større rolle for verdien av statens formue.

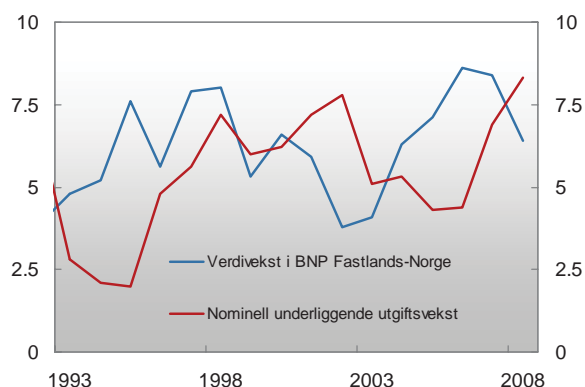
I Revidert nasjonalbudsjett 2008 anslås det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet for 2008 til 73,9 milliarder kroner, 4,3 prosent av trend-BNP. I løpende priser er dette en økning på 16,1 milliarder, eller 0,7 prosentenheter av trend-BNP, sammenliknet med 2007. Målt ved denne indikatoren vil den foreslåtte budsjettpolitikken ha en sterkere ekspansiv virkning på økonomien enn lagt til grunn i forrige rapport.

Videre anslås det at den nominelle, underliggende utgiftsveksten over statsbudsjettet blir 8,3 prosent i 2008. Utgiftsveksten er høyere enn regjeringens anslag for den nominelle veksten i BNP for Fastlands-Norge på 6,4 prosent, se figur 3.45.

Handlingsreglen for finanspolitikken innebærer at det strukturelle oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet i gjennomsnitt skal utgjøre 4 prosent av innestående på Statens pensjonsfond – Utland ved inngangen av året. Det strukturelle oljekorrigerede underskuddet i Revidert nasjonalbudsjett er 6,9 milliarder kroner lavere enn det handlingsregelen skulle tilsi dersom vi var i en nøytral konjunktursituasjon. Den høye oljeprisen gir utsikter til at Statens pensjonsfond – Utland kan vokse sterkt de neste par årene. Vi legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Med våre anslag på oljeprisen vil det strukturelle underskuddet fortsatt være noe lavere enn forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland i 2011, se figur 3.46.

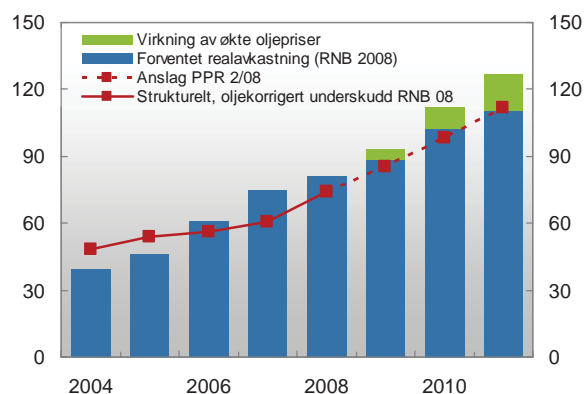
Nominell inntektsvekst i kommunesektoren anslås i Revidert nasjonalbudsjett til 6,2 prosent i 2008, etter en vekst på 5,5 prosent i fjor. Lønnsveksten i kommunesektoren blir trolig noe høyere enn hva som er lagt til grunn i Revidert nasjonalbudsjett, slik at en større del av inntektene vil måtte brukes til å dekke løpende lønnskostnader.

**Figur 3.45** Statsbudsjettets nominelle, underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP Fastlands-Norge. Prosent. 1993 – 2008



Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.46** Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder 2008-kroner. 2004 – 2011



Kilder: Finansdepartementet (Revidert nasjonalbudsjett 2008) og Norges Bank

## Utdypinger

Underliggende inflasjon

SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

Anslagene i Pengepolitisk rapport 1/08 og 2/08

## Underliggende inflasjon

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Når vi ser bakover eller fremover i tid, er det utviklingen i den samlede konsumprisindeksen (KPI) vi er opptatt av. Når vi skal vurdere inflasjonen i dag og utsiktene for prisveksten fremover, gir dagens vekst i KPI ikke nødvendigvis et godt utgangspunkt. De siste årene har KPI vært preget av store, kortsiktige svingninger i strømprisene.

Indikatorer for underliggende prisvekst søker å fjerne bevegelser i konsumprisene som skyldes midlertidige forstyrrelser, og som vi bør se bort fra når renten settes.

En ideell indikator for underliggende inflasjon bør blant annet:<sup>1</sup>

- ha samme gjennomsnittlige veksttakt som KPI over tid
- ha lavere månedlige utslag enn KPI
- se igjennom midlertidige forstyrrelser i KPI

Konsumprisindeksen justert for

1 Se blant annet foredrag av Svein Gjedrem Foredrag i regi av Centre for Monetary Economics/BI, 6. juni 2006 for en nærmere diskusjon av underliggende inflasjon.

avgifter og uten energipriser, KPI-JAE, har ofte vært brukt som en indikator for underliggende inflasjon. En vesentlig svakhet ved KPI-JAE er at den ikke bare utelater midlertidige virkninger av svingninger i avgiftene og energiprisene, men også trendmessige endringer i disse faktorene. De siste årene har energiprisene gjennomgående økt mer enn andre konsumpriser, se figur 1. Det har ført til at veksten i KPI i gjennomsnitt de siste 5 årene har ligget nær ½ prosentenheter høyere enn veksten i KPI-JAE.<sup>2</sup>

Integrasjonen av Kina og andre lavkostland i verdenshandelen har gitt langt lavere priser på ferdigvarer. Disse landenes inntreden i verdenshandelen har samtidig ført til sterk økonomisk vekst og høy etterspørsel etter olje og andre råvarer. Det har drevet energi- og råvareprisene opp. Her hjemme har vi i tillegg hatt en tilnærming til europeiske priser på elektrisitet etter hvert som overføringskapasiteten ut av Norge er blitt bygd ut.

Den mer trendmessige stigningen i energiprisene og det trendmessige fallet i importprisene har delvis en felles årsak – globaliseringen av handelen med varer og tjenester.

2 Når en korrigerer for dette, har KPI-JAE nokså gode egenskaper som indikator for den underliggende veksten i konsumprisene og fremtidig inflasjon, se Jonassen og Nordbø (2006): "Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge", Penger og Kreditt 3/2006, s. 166-175.

Å fjerne en av effektene og beholde den andre vil derfor kunne gi skjevhet i målet på underliggende inflasjon.

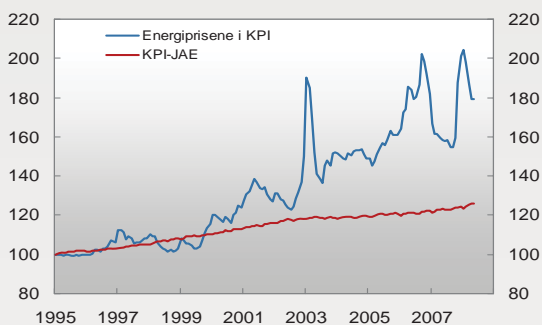
Vi har beregnet en indikator for veksten i KPI justert for endringer i avgifter og uten midlertidige svingninger i energiprisene, KPIXE. Teknisk er KPIXE beregnet som KPI-JAE tillagt en anslått trend i energiprisene i KPI.<sup>3</sup> Over tid vil KPIXE vokse om lag i samme takt som KPI, med mindre avgiftene endres vesentlig. Den nye indikatoren har om lag det samme forløpet som KPI-JAE, men med en nivåforskjell som avhenger av den beregnede trendveksten i energiprisene.

Siden energiprisene har vokst raskere enn andre priser de siste årene, har veksten i KPIXE vært høyere enn veksten i KPI-JAE, se figur 2. Den beregnede trendveksten i energiprisene i dag og anslaget på KPIXE avhenger av hva vi legger til grunn om energiprisene fremover.<sup>4</sup> Skulle den faktiske eller forventede utviklingen i energiprisene bli annerledes, kan anslaget

3  $\Delta KPIXE = (1 - wE) \cdot \Delta KPI-JAE + wE \cdot \Delta KPI-ENERGI$ , der  $\Delta KPIXE$  er tolv månedersveksten i den nye indikatoren,  $\Delta KPI-JAE$  er tolv månedersveksten i KPI-JAE og  $\Delta KPI-ENERGI$  er tolv månedersveksten i energipristrenden.  $wE$  er energivarenes vekt i KPI. Energipristrenden er beregnet med et Hodrick Prescott-filter med en standard glattingsparameter ( $\lambda = 14400$ ) på de historiske månedstallene for energiprisene i KPI og den utviklingen i energiprisene som er lagt til grunn i denne rapporten, se figur 3.12.

4 Se Aktuell kommentar 3/08 "KPIXE, en ny indikator for underliggende inflasjon", www.norges-bank.no, 26. juni 2008.

**Figur 1** Energiprisene i KPI<sup>1)</sup> og KPI-JAE<sup>2)</sup>. Indeks, januar 1995 = 100. Januar 1995 – mai 2008

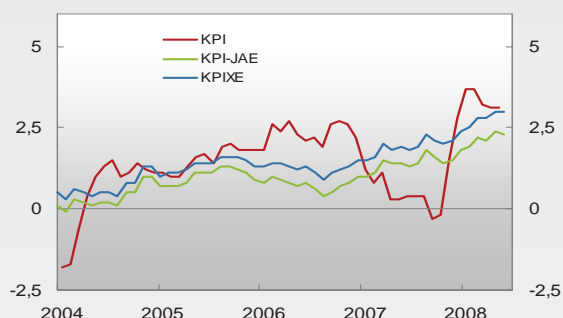


<sup>1)</sup> Varegruppene elektrisitet og brensel og drivstoff og smøremidler

<sup>2)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2004 – mai 2008



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

<sup>2)</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser

Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

på KPIXE endres, også over historien.

Den nye indikatoren for underliggende prisstigning innebærer ikke en ny vurdering av det underliggende eller fremtidige prispresset i norsk økonomi. Norges Bank har som en del av hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningene siden 2006 jevnlig offentlig-

gjort bankens vurdering av den underliggende inflasjonen, ofte i form av et intervall. Anslagene på underliggende inflasjon har gjennomgående ligget noe høyere enn veksten i KPI-JAE.

I likhet med de tradisjonelle indikatorene vil ikke den nye indikatoren være et fullgodt mål på den underliggende inflasjonen til enhver tid.

Det vil alltid være vanskelig å anslå hvilke prisbevegelser som vil være ved og hvilke som bare vil ha kortvarig effekt på KPI. Vurderingen av det underliggende prispresset vil derfor alltid måtte bygge på flere ulike indikatorer, og på en analyse av de bakenforliggende årsakene til de endringene vi ser i prisene.

## SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

I analysene av pengepolitikken og prognosene for renten bruker Norges Bank modellen NEMO<sup>1</sup>. Utgangspunktet for disse analysene er egne anslag for de nærmeste kvartalene. Disse kortidsanslagene baseres på løpende informasjon og en rekke statistiske og økonomiske modeller. De publiserte anslagene er et resultat av en samlet vurdering basert på både modeller og skjønn.

Ingen enkeltmodell er i stand til å favne virkeligheten. Ulike modeller har ulike egenskaper, og de beskriver forskjellige aspekter ved den økonomiske utviklingen. Erfaringer viser at et veid gjennomsnitt av ulike modellanslag ofte treffer bedre enn anslag fra enkeltmodeller.<sup>2</sup> Ved å veie sammen anslagene får man også redusert usikkerheten rundt valg av modell. Norges Bank har derfor utviklet et system, SAM (System for Averaging Models)<sup>3</sup>, for å veie sammen kortsiktige anslag for inflasjon (målt ved KPI-JAE) og BNP fra ulike nye modeller. Modellene er utviklet med sikte på å lage gode anslag opp mot ett år fram i tid. Arbeidet med SAM har pågått siden høsten 2006. Flere sentralbanker har utviklet liknende modellsystemer, se for eksempel Andersson og Løf (2007) og Kapetanios m.fl. (2007). Nedenfor beskriver vi kort de estimerte empiriske modellene som inngår i SAM, og hvordan anslagene fra de forskjellige modellene veies sammen.<sup>4</sup>

I analysene i denne rapporten har følgende typer modeller inngått i SAM:

- *ARIMA-modeller* (AutoRegressive Integrated Moving Average) utnytter den historiske variasjonen i tidsserien til å gi anslag framover. Anslagene kan ses på som en avansert form for trendforlengelse.
- *VAR-modeller* (Vector Auto-Regressive) tar utgangspunkt i statistiske sammenhenger mellom for eksempel BNP, renter og inflasjon. De tar hensyn til at disse variablene kan påvirke hverandre gjensidig. Alle variablene er en funksjon av tilbakedaterte verdier av seg selv og av de andre variablene.
- *BVAR-modeller* (Bayesiansk VAR) pålegges a priori restriksjoner på en VAR-modell. Restriksjonene kan være basert på data eller på innsikt fra økonomisk teori. Slik a priori informasjon kan redusere usikkerheten rundt estimatene, og modellene har ofte vist seg å ha bedre prognoseegenskaper enn vanlige VAR-modeller. I tillegg til BNP, renter og inflasjon, inneholder BVAR-modellene også valutakurs, oljepris og flere utenlandske variable.
- *Faktormodeller* tar utgangspunkt i store datasett. Vi har forskjellige modeller med månedlige (FM) og kvartalsvise (FQ) økonomiske størrelser.

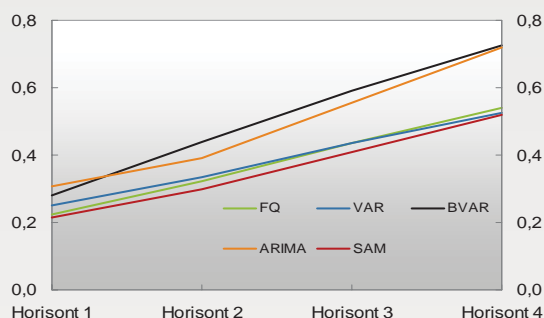
Basert på samvariasjon mellom de ulike variablene reduseres datasettene til noen få felles faktorer. Disse faktorene brukes så i ulike likninger til å gi anslag på den økonomiske utviklingen.<sup>5</sup>

- *Enkle indikatormodeller* anslår den samlede effekten av for eksempel industriproduksjon, sysselsetting, detaljhandel, hotellovernattinger og igangsetting av bygg på BNP.
- *Terminstrukturmodeller* (Tstruc) utnytter informasjon om terminstrukturen for renter i det norske pengemarkedet og fra markedet for renteswapper for å predikere BNP. Vi ser på differansen mellom korte renter (3 måneder) og lange renter (opp til 5 år).
- *Feilkorrigeringsmodell* som inneholder økonomiske likninger for priser, lønninger, rente, kronekurs, produktivitet og BNP for Fastlands-Norge.<sup>6</sup>
- *Dynamisk-stokastisk likevektsmodell* (DSGE) bygger på økonomisk teori. Modellen er estimert og inneholder de viktigste kanalene for sammenhengen mellom pengepolitikken og makroøkonomiske nøkkelvariable.<sup>7</sup>

Innenfor hver klasse av modeller har vi flere varianter med ulike spesifikasjoner. Samlet inneholder SAM om lag 80 modeller.

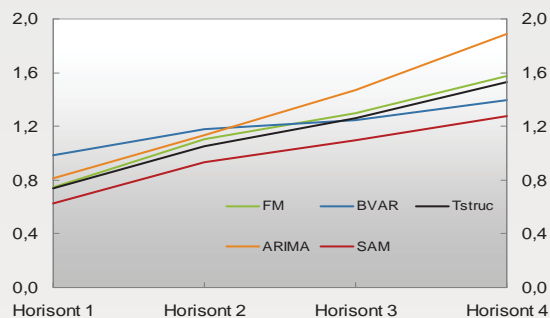


**Figur 1** Standardavvik til prognosefeil (RMFSE) for anslag på firekvartalsveksten i KPI-JAE. Noen utvalgte modeller og SAM<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> For nærmere forklaring, se tekst  
Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Standardavvik til prognosefeil (RMFSE) for anslag på firekvartalsveksten i BNP Fastlands-Norge. Noen utvalgte modeller og SAM<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> For nærmere forklaring, se tekst  
Kilde: Norges Bank

I SAM får de ulike modellene vekt etter hvor godt de har anslått den økonomiske utviklingen ett til fire kvartaler fram. Det er et sett av vektene for hver anslagshorisont. Vi benytter data for perioden andre kvartal 1999 til første kvartal 2008 for å finne vektene. Vektene er beregnet på grunnlag av hvor godt modellene treffer den faktiske utviklingen.

Modellene er først estimert med data til og med første kvartal 1999. Hver enkelt modells anslagsfeil for de neste fire kvartalene brukes så til å tilordne hver modell en vekt. Deretter utvides estimeringsperioden med ett kvartal til andre kvartal 1999, og et nytt sett med vektene for de fire horisontene beregnes. Denne prosedyren gjentar vi til estimeringsperioden når fjerde kvartal 2007, hvor de siste vektene blir bestemt. Til slutt

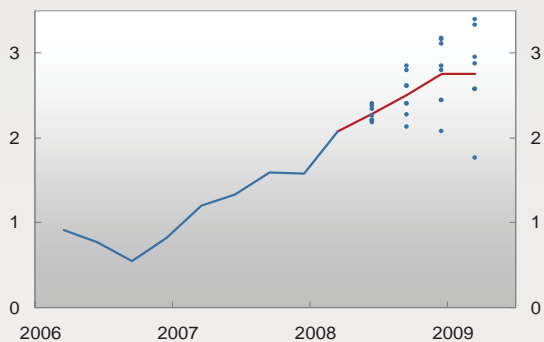
beregnes vektene til de forskjellige modellene som et snitt over vektene gjennom hele perioden. De modellene som best anslår utviklingen gjennom hele perioden siden 1999 får størst vekt. Anslagene fremover er et veid gjennomsnitt av anslagene fra om lag 10 prosent av modellene.

Figur 1 og 2 viser standardavvikene for prognosefeilene til SAM og noen av de mest treffsikre enkeltmodellene på ett til fire kvartalers sikt for henholdsvis inflasjon og BNP. SAM har vesentlig lavere standardavvik enn enkeltmodeller med relativt få forklaringsvariable for alle horisonter. Dette viser gevinsten ved å veie anslagene fra flere modeller sammen. For inflasjon viser imidlertid figur 1 at faktormodellen har nesten like lave standardavvik som SAM. Faktormodeller inneholder svært

mange forklaringsvariable, og de felles faktorene kan tolkes som en sammenveining av store mengder informasjon.

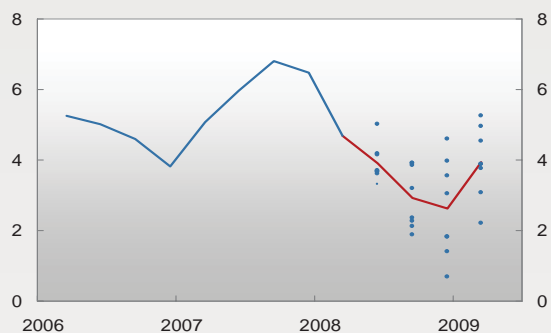
Figur 3 illustrerer spredningen av anslagene på inflasjon fra de åtte beste modellene for perioden andre kvartal 2008 til første kvartal 2009. Hvilke åtte modeller som er best, varierer fra horisont til horisont. Anslaget fra hver modell er markert ved et punkt, og det sammenveide anslaget fra SAM er vist ved den heltrukne linjen. Eksempelvis anslår de åtte beste modellene prisveksten til 2,2 – 2,4 prosent i andre kvartal 2008, og det sammenveide anslaget fra SAM er 2,3 prosent. Spredningen blant de åtte beste modellene øker utover i perioden. I første kvartal 2009 anslås inflasjonen til å ligge mellom 1,8 og 3,4 prosent, mens det sammenveide SAM anslaget på

**Figur 3** KPI-JAE og anslag. SAM og de åtte beste modellene for hver horisont. Firekvartalersvekst. Prosent



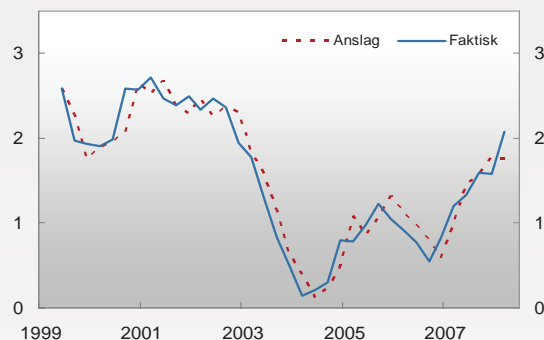
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4** BNP Fastlands-Norge og anslag. SAM og de åtte beste modellene for hver horisont. Firekvartalers volumvekst. Sesongjustert. Prosent



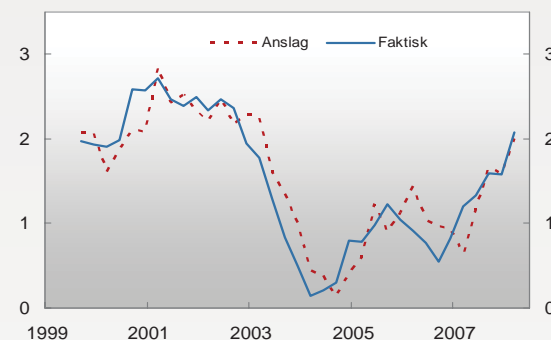
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 5** KPI-JAE og historiske anslag fra SAM ett kvartal fram. Firekvartalersvekst. Prosent



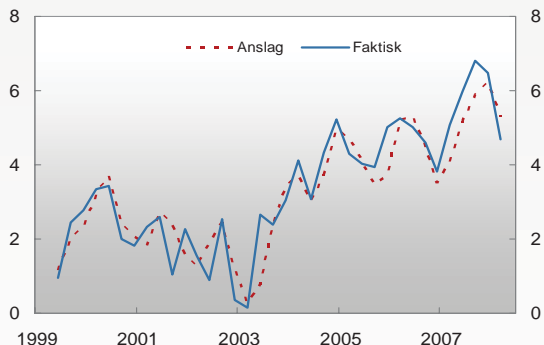
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 6** KPI-JAE og historiske anslag fra SAM to kvartaler fram. Firekvartalersvekst. Prosent



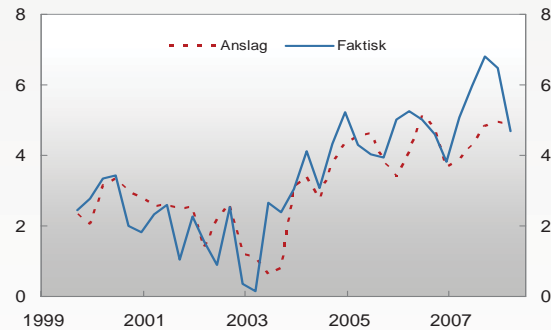
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 7** BNP Fastlands-Norge og historiske anslag fra SAM ett kvartal fram. Firekvartalers volumvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 8** BNP Fastlands-Norge og historiske anslag fra SAM to kvartaler fram. Firekvartalers volumvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

inflasjon er 2,75 prosent. Figur 3 illustrerer at usikkerheten øker for lengre horisonter. Anslag fra større makroøkonomiske modeller som NEMO og skjønnsmessige vurderinger vil derfor tillegges større vekt i anslagene på litt lengre sikt.

Figur 4 illustrerer tilsvarende mønster for anslagene på BNP veksten i Fastland-Norge. Ifølge anslagene fra SAM er veksten i BNP Fastlands-Norge avtakende utover året, men tar seg noe opp igjen i første kvartal 2009. Igjen er det større spredning i anslagene utover i perioden, noe som illustrerer økt usikkerhet på lengre horisonter.

Figurene 5 og 6 viser historiske anslag fra SAM på veksten i KPI-JAE henholdsvis ett og to kvartaler fram, sammen med den faktiske utviklingen. Figur 7 og 8 viser tilsvarende figurer med anslag fra SAM på veksten i BNP Fastlands-Norge henholdsvis ett og to kvartaler fram, sammen med den faktiske utviklingen. Figurene illustrerer hva anslagene for inflasjon og BNP hadde vært ett til to kvartaler fram hvis SAM hadde vært grunnlaget for kortidsanslagene i denne perioden (1999-2007). Anslag på KPIXE kan lages på grunnlag av anslag fra SAM og beregnet energitrend, se utdypning s. 54.

Våre foreløpige erfaringer med SAM tyder på at det er en klar gevinst ved å veie anslagene fra flere enkeltmodeller sammen. Treffsikkerheten øker og usikkerheten reduseres. Videre har vi sett at utviklingen av nye typer modeller har bidratt til å redusere usikkerheten knyttet til anslagene. I arbeidet fremover vil vi utvide SAM til å gi anslag på flere variable. Basert på erfaring underveis vil vi vurdere om andre måter å veie sammen anslagene på kan gi mere presise anslag. Vi vil også arbeide med sammenveining av modellene basert på både punktanslag og usikkerheten i anslagene.<sup>8</sup>

### Referanser

Andersson, M. K. og M. Løf (2007): Riksbankens nya indikator-procedurer. *Pennig og valutapolitik* 1/2007, Sveriges Riksbank.

Akram, Q. F. (2008): An econometric model of mainland Norway: EMod, mimeo, Norges Bank

Bårdsen, G., Ø. Eitrheim, E. S. Jansen og R. Nymoen (2005): *The Econometrics of Macroeconomic Modelling*. Oxford University Press, Oxford.

Jore, A. S., J. Mitchell og S. P. Vahey (2008): Combining forecast densities from VARs with uncertain instabilities. Working paper

1/2008, Norges Bank.

Kapetanios, G., Labhard, V. og S. Price (2007): Forecast combination and the Bank of England's suite of statistical forecasting models. Working Paper no. 323, Bank of England.

Stock, J. H. og M. W. Watson (2007): Why has U.S. inflation become harder to forecast? *Journal of Money, Credit and Banking* 39, 1, supplement.

Timmermann, A. G. (2006): Forecast combinations. Kapittel 4 i G. Elliott, C. W. J. Granger og A. Timmermann (red.) *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 1. North Holland.

Aastveit, K. A. og T. Trovik (2007): Nowcasting GDP: The role of asset prices in a small open economy. Working paper 2007/9, Norges Bank.

1 Se utdypningen "NEMO – en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse" i PPR 3/2007.

2 Se for eksempel Timmermann (2006) og Stock og Watson (2007).

3 På norsk betyr SAM "Sammenveining Av Modeller"

4 For en utdypning viser vi til kommende Staff Memo som beskriver SAM.

5 Se Aastveit og Trovik (2007) som beskriver faktormodell basert på månedlige data (FM) for å anslå utviklingen i BNP Fastlands-Norge.

6 Modellen er dokumentert i Akram (2008). Den bygger på tidligere økonometriske studier, se for eksempel Bårdsen m.fl. (2005).

7 Et eksempel på en slik modell er NEMO, se utdypningen i PPR 3/2007.

8 Se for eksempel Jore, Mitchell og Vahey (2008).

## Anslagene i Pengepolitisk rapport 1/08 og 2/08

I denne utdypingen redegjøres det for endringene i anslagene fra forrige pengepolitiske rapport. Ny informasjon som har kommet siden mars, påvirker vår vurdering både av nåsituasjonen i økonomien og av hvordan ulike drivkrefter vil påvirke utviklingen i årene som kommer. Samlet taler utsiktene og risikobildet for at styringsrenten settes litt opp fra dagens nivå, og noe høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/08. Til slutt sammenlikner vi Norges Banks anslag for 2008 med anslag fra andre institusjoner.

### Nyheter siden Pengepolitisk rapport 1/08

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

- Uroen i finansmarkedene har avtatt noe siden midten av mars, og investorenes vilje til å ta risiko har økt noe. Internasjonale aksjekurser har steget. Påslagene i penge- og kredittmarkedene internasjonalt er fortsatt høye.
- Veksten hos våre handelspartnere ventes å bli noe lavere fremover enn vi la til grunn sist, selv om veksten var sterkere enn ventet i 1. kvartal i år. Prisveksten ute har vært sterkere enn vi la til grunn sist. Anslaget for prisveksten er oppjustert med  $\frac{3}{4}$  prosentenheter i 2008 og  $\frac{1}{2}$  prosent-

het i 2009. Renteforventningene ute har steget markert siden forrige rapport.

- Norske pengemarkedsrenter har steget mer enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi. Påslaget ventes å holde seg om lag  $\frac{1}{4}$  prosentenheter høyere den nærmeste tiden enn det som var anslått i forrige rapport.
- Kronen har vært noe svakere enn lagt til grunn.
- Prisveksten målt ved KPI-JAE har vært litt høyere enn anslått. Prisveksten på norsk-produserte varer og tjenester utenom energivarer har steget noe mer enn ventet, mens prisene på importerte konsumvarer har vært om lag som ventet, se figur 1.
- Bensinprisene har steget mer enn anslått. Prisen på olje har steget videre. Terminprisene både for elektrisitet og olje er vesentlig høyere enn sist.
- Foreløpige nasjonalregnskaps-tall tyder på at veksten i BNP Fastlands-Norge avtok i 1. kvartal. Husholdningenes konsum og boliginvesteringene har utviklet seg svakere enn ventet, mens foretakenes investeringer har holdt seg bedre oppe enn anslått. Eksperten har utviklet seg noe svakere enn ventet.
- Sysselsettingen har igjen økt klart sterkere enn ventet. Økning i yrkesfrekvensene og

høyere arbeidsinnvandring har gitt sterkere vekst i arbeidsstyrken enn anslått. Arbeidsledigheten har holdt seg om lag uendret, i tråd med våre anslag. Produktivitetsveksten er blitt lavere enn anslått.

- Oljeinvesteringene vil trolig vokse noe mer neste år enn lagt til grunn sist. Finanspolitikken vil virke mer ekspansivt fra 2007 til 2008 enn lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport.

### Endringer i anslagene

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

Utviklingen i den innenlandske prisstigningen kan tyde på noe sterkere innenlandsk pris- og kostnadspress enn anslått sist. Lav ledighet har som ventet gitt høy lønnsvekst. Prisstigningen målt ved KPI anslås å ta seg markert opp fra 2007 til 2008, og mer enn lagt til grunn sist, se tabell 1. Strømprisene har vært vesentlig høyere enn i første del av 2007, og det er utsikter til at strømprisene fremover kan bli noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. I tillegg har uventet høy oppgang i oljeprisene gitt høyere vekst i bensinprisene de siste månedene enn ventet. Veksten i konsumprisene

justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) anslås også høyere i år og inn i 2009 enn i forrige rapport, se figur 2. Det er særlig høyere forventet prisvekst på norskproduserte varer og tjenester som bidrar til oppjusteringen. Anslagene for årene fremover er noe lavere enn anslått sist.

Sammenliknet med forrige pengepolitiske rapport er anslaget for veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2008 litt nedjustert. Eterspørselen fra husholdningene avtok mer enn ventet i 1. kvartal i år. Konsumet vokste svakt, og boliginvesteringene falt. Vi venter et kraftigere fall i boliginvesteringene i år enn anslått sist. Høyere renteutgifter sammen med klart sterkere anslått prisvekst enn sist vil dempe veksten i disponibel realinntekt i år. Anslaget for veksten i husholdningenes konsum i

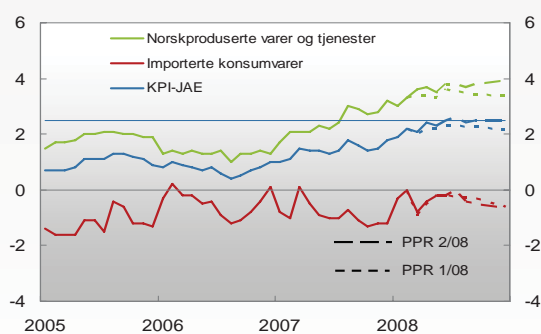
år er betydelig nedjustert. Det er likevel utsikter til at spareraten, utenom aksjeutbytte, kan falle noe også i år. Anslagene for veksten i det private konsumet fremover er ikke vesentlig endret, og vi legger fortsatt til grunn at spareraten etter hvert vil stige. Foretaksinvesteringene forventes å bli høyere i år enn anslått i forrige rapport. Fremover anslås veksten å avta mer markert enn sist som følge av høyere lånekostnader og innstramning i kredittmarkedet. Veksten ute synes å avta noe senere enn tidligere antatt. Selv om eksporten har utviklet seg noe svakere enn anslått sist, anslår vi en noe sterkere utvikling resten av året sammenliknet med forrige rapport. Som sist legger vi til grunn en mer dempet vekst fremover. Offentlig sektor ventes å ha en noe sterkere ekspansiv virkning på økonomien i år enn lagt til grunn i forrige rap-

port, mens utviklingen fremover er om lag som sist.

Vi venter nå at nettoinnflyttingen til Norge holdes oppe lenger enn vi la til grunn i forrige rapport, men at omfanget avtar markert sammenliknet med de siste par årene. Sammenliknet med forrige rapport er veksten i befolkningen samlet sett oppjustert med  $\frac{3}{4}$  prosent i perioden fram til 2011. Sysselsetningsveksten ventes å avta i 2009 og 2010 og noe mer markert sammenliknet med det vi anslo i forrige rapport. Vi venter litt lavere arbeidsledighet mot slutten av prognoseperioden enn anslått sist.

Samlet sett vurderes kapasitetsutnyttningen i år å være om lag som anslått i forrige pengepolitiske rapport. Som sist ventes kapasitetsutnyttningen å avta fremover. Produksjonsgapet ventes å være

**Figur 1** KPI-JAE<sup>1)</sup>, Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2005 – desember 2008<sup>3)</sup>



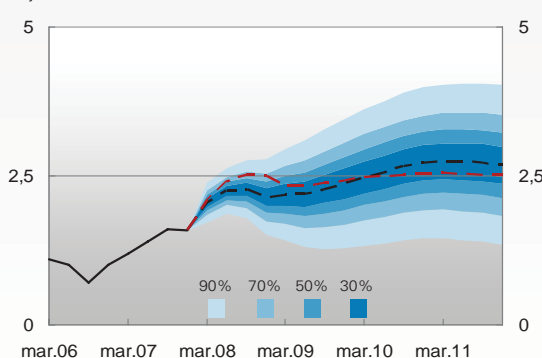
<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger

<sup>3)</sup> Anslag for juni 2008 – desember 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** Anslag for KPI-JAE i referansebanen i PPR 1/08 med usikkerhetsvifte og KPI-JAE i referansebanen i PPR 2/08 (rød linje). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

om lag null ved utgangen av 2011, se figur 3.

### Andre institusjoners anslag

Vårt anslag for den økonomiske veksten i 2008 er noe høyere enn anslaget fra Statistisk sentralbyrå, men om lag på linje med anslaget fra Finansdepartementet og gjennomsnittet i Consensus Forecasts, se figur 4. Vi anslår veksten i Fastlands-Norge til 3¼ prosent i år. Da Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag ved utgangen av mai, anslo de BNP-veksten for Fastlands-Norge til 2,9 prosent. Dette er litt høyere enn deres anslag fra februar på 2,8 prosent. Finansdepartementet anslår i Revidert nasjonalbudsjett 2008 en BNP-vekst på 3,2 prosent for 2008. I Nasjonalbudsjettet som ble lagt

fram i fjor høst, var anslaget på 2,8 prosent. Det gjennomsnittlige anslaget for BNP-veksten fra Consensus Forecasts er nedjustert fra 3,4 prosent i mars til 3,3 prosent i juni.

I denne rapporten anslår vi at prisveksten målt ved KPI vil bli 4 prosent i 2008, se figur 5. Finansdepartementet anslår en vekst i KPI på 3,2 prosent, en økning fra 2½ prosent fra oktober i fjor. Siden februar har Statistisk sentralbyrå hevet sitt anslag for veksten i KPI i 2008 med 0,4 prosentenheter til 3,9 prosent. Det gjennomsnittlige anslaget for KPI-veksten fra Consensus Forecasts er litt nedjustert, fra 3,4 prosent i mars til 3,2 prosent i juni. Prisveksten målt ved KPI-JAE anslås til 2½ prosent for

inneværende år i denne rapporten, se figur 6. Finansdepartementet anslår en vekst i KPI-JAE på 2,4 prosent, en økning fra 2 prosent i fjor høst. Siden februar har Statistisk sentralbyrå hevet sitt anslag for veksten i KPI-JAE i 2008 med 0,3 prosentenheter til 2,5 prosent. Consensus Forecasts samler ikke inn anslag for KPI-JAE.

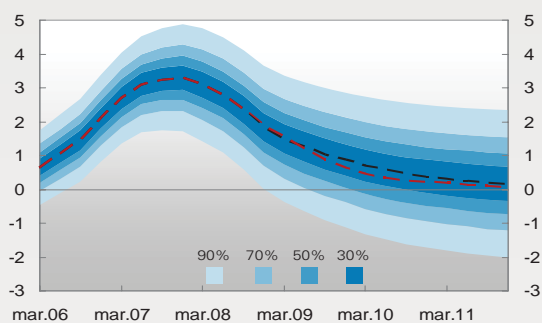
Finansdepartementets anslag ble offentliggjort 5. oktober 2007 og 15. mai 2008. Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag 21. februar og 29. mai. Consensus Forecasts samlet inn sine anslag 10. mars og 9. juni. Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene, være ulik.

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

	2008	2009	2010	2011
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3¼ (-½)	1¾ (-¼)	2 (-½)	3 (0)
BNP Fastlands-Norge	3¼ (-¼)	2 (0)	2½ (¼)	3 (¼)
Sysselsetting	2¾ (½)	½ (¼)	-¼ (-¼)	½ (¼)
AKU-ledighet (rate)	2½ (0)	3 (0)	3½ (-¼)	3¾ (-¼)
KPI-JAE	2½ (¼)	2¼ (0)	2½ (0)	2½ (-¼)
KPI	4 (1)	3¼ (½)	2½ (0)	2½ (-¼)
Årslønn	6 (0)	5½ (0)	5 (0)	4¾ (0)

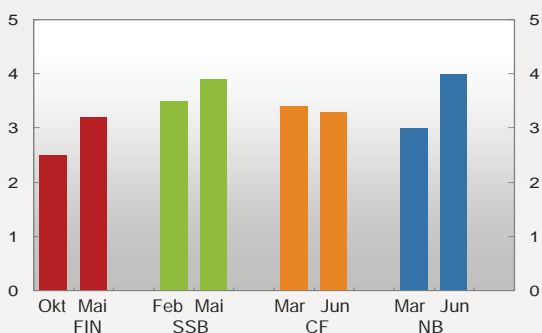
Kilde: Norges Bank

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



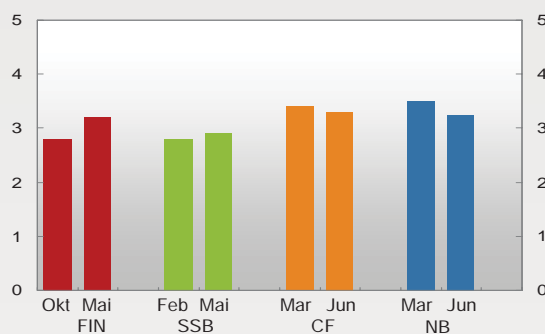
Kilde: Norges Bank

**Figur 5** KPI. Anslag for 2008 gitt på ulike tidspunkter. Prosentvis vekst



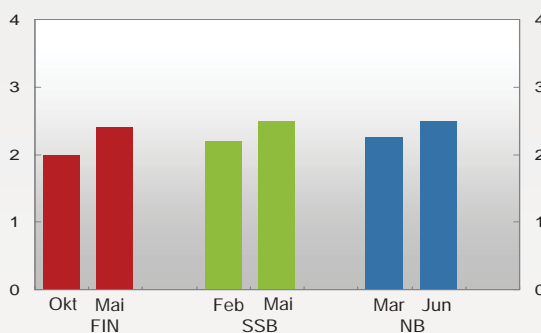
Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Revidert nasjonalbudsjett 2008, Økonomiske analyser 1/2008 og 3/2008, Consensus Forecasts mars 2008 og juni 2008, Pengepolitisk rapport 1/08 og 2/08

**Figur 4** BNP Fastlands-Norge. Anslag for 2008 gitt på ulike tidspunkter. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Revidert nasjonalbudsjett 2008, Økonomiske analyser 1/2008 og 3/2008, Consensus Forecasts mars 2008 og juni 2008, Pengepolitisk rapport 1/08 og 2/08

**Figur 6** KPI-JAE. Anslag for 2008 gitt på ulike tidspunkter. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Revidert nasjonalbudsjett 2008, Økonomiske analyser 1/2008 og 3/2008, Pengepolitisk rapport 1/08 og 2/08

## Oversikt over utdypinger 2004-2008

### 2 / 2008:

Underliggende inflasjon  
SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

### 1 / 2008:

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

### 3 / 2007:

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  
Konkurranse og priser  
Etterprøving av anslagene for 2006

### 3 / 2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

### 2 / 2006:

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

### 1 / 2006:

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

### 3 / 2005:

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

### 2 / 2005:

Utviklingen i kronkursen

### 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

### 3 / 2004:

Estimert relasjon for rentesettingen  
Utviklingen i husholdningenes gjeld  
Norges Banks valutakjøp til oppbygging av Statens petroleumsfond  
Overskuddet på driftsbalansen og etterspørselen etter norske kroner

### 2 / 2004:

Økt antall virkedager i 2004  
Finansiell stabilitet  
Norges Banks anslag på produksjonsgapet  
Endrede inflasjonsforventninger?  
Hva ligger bak oppgangen i terminprisene for olje?

### 1 / 2004:

Lave utenlandske prisimpulser til norsk økonomi  
Gjennomslaget fra kronkursen til prisene på importerte konsumvarer  
Virkninger av fallet i rentene på husholdningenes inntekter  
Kronekurs og forventninger  
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003



# 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 1/08

I intervjurundene som ble gjennomført i mars og mai, hadde vi til sammen samtaler med om lag 570 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region publiseres på Norges Banks internettsider. Sammendraget nedenfor er basert på regionale 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

Bedriftene i det regionale nettverket rapporterer om markert lavere vekst i etterspørsel og produksjon gjennom våren. Veksten er klart svakere enn hva kontaktene hadde ventet på forhånd. Veksten har avtatt i nær sagt alle regioner og næringer med unntak av oljeleverandørnæringen der veksten holder seg oppe. Bedriftenes forventninger for det neste halve året peker i retning av at veksten vil holde seg på det moderate nivået den er på nå. Sammenliknet med hva kontaktene forventet ved begynnelsen av året, innebærer dagens forventninger en halvering av veksten. Finansuro, lavere vekst internasjonalt og høyere rente trekkes fram som viktige årsaker.

Veksttakten i industrien er moderat, og fallende i forhold til tidligere

i år. Det er moderat vekst i industri rettet både mot hjemme- og eksportmarkedet. I hjemmemarkedsindustrien er det særlig industri med leveranser til bygg og anlegg som rapporterer om redusert vekst. Redusert boligbygging har ført til utflating og fall i næringen. Veksttakten i hjemmemarkedsindustrien forventes å være stabil kommende seks måneder. Det er betydelig usikkerhet blant kontaktene med leveranser til bygg og anlegg med hensyn til utsiktene fremover. Det forventes fortsatt fall i boligbyggingen, og selv om noe av dette så langt er kompensert med økt aktivitet innen næringsbygg, så forventes denne delen også å avta noe fremover. Prosessindustrien rapporterer om fortsatt høy aktivitet og økt etterspørsel i det internasjonale markedet. Kapasitetsbegrensninger setter imidlertid fortsatt grenser for hvor mye av denne veksten kontaktene har kunnet utnytte. Fiske- og oppdrettsnæringen melder om vekst i produksjon og eksport. For industri med leveranser til fiskeri- og oppdrettsnæringen meldes det om god vekst. For den delen av industrien som er påvirket av bygg og anlegg internasjonalt meldes det om redusert etterspørsel og aktivitet. Markedsutsiktene for eksportindustrien tilsier moderat vekst kommende seks måneder.

Veksten i oljeleverandørnæringen er fortsatt god. Høy oljepris bidrar

til stor leteaktivitet. Samtidig gir høy oljepris forlenget levetid på plattformer og dermed økt behov for vedlikehold. Det forventes at veksten vil holde seg oppe de neste seks månedene.

I bygg og anlegg avtar veksten ytterligere, og veksten er moderat negativ for første gang siden 2003. Det er særlig entreprenørene som merker den reduserte etterspørselen, mens aktører som befinner seg lenger ut i verdikjeden – som tekniske installatører – fortsatt har sterk vekst. Inntrykket er at boligbyggingen reduseres, og at veksten i rehabiliteringsmarkedet og næringsbyggmarkedet ikke helt kompenseres for den reduserte aktiviteten. Flere melder at salget av nye boliger i praksis har falt helt bort. Konkurransen i markedet for næringsbygg rapporteres å ha blitt større i og med at mange som tidligere opererte bare i boligsegmentet, nå leverer inn anbud på andre områder. Anleggsmarkedet viser fortsatt en positiv utvikling. De kommende seks månedene forventes det at etterspørselen og produksjonen i bygg og anlegg vil falle ytterligere.

I varehandelen er det moderat vekst, og fallende veksttakt sammenlignet med tidligere i år. Veksten rapporteres å være sterkest i region Nordvest og Sørvest og svakest i Øst og Nord. Kaldt vær tidlig i vår og høyere renter har

bidratt til mindre salg av sko, klær og sportsutstyr, spesielt i region Øst. Det forventes moderat vekst i etterspørselen og aktiviteten i varehandelen det neste halve året. Etterspørselen etter dyre kapitalvarer forventes å falle, mens det forventes noe vekst i etterspørselen etter sportsutstyr, bekledning og andre konsumvarer. Etter oljeleverandørnæringen er tjenesteyting næringen med sterkest vekst, men veksten har avtatt markert også her. Finansiell tjenesteyting trekker ned veksten. Forretningsmessig tjenesteyting viser også noe mindre vekst enn det vi har sett tidligere.

### Kapasitetsutnyttning, arbeidsmarked og investeringer

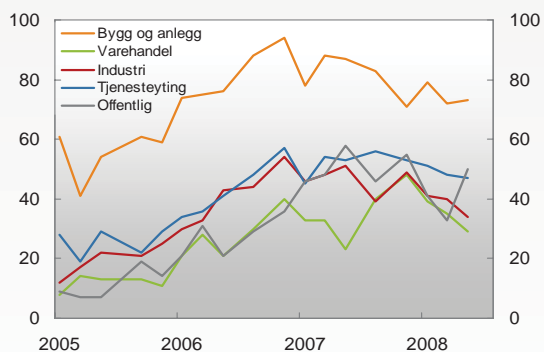
Kapasitetsutnyttningen er fortsatt høy, men lavere enn ved slutten av 2007 og for ett år siden. 55

prosent av bedriftene oppgir at de vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen, mens 44 prosent oppgir at tilgangen på arbeidskraft vil begrense produksjonen ved økt etterspørsel. Disse andelen er lavere enn ved intervjurunden i november. Arbeidsmarkedet synes noe mindre stramt. Som tidligere er det i bygg og anlegg at kapasitetsutnyttningen er størst, se figur 1. Det er særlig mangel på prosjektledere og ingeniører som begrenser kapasiteten. Når det gjelder håndverkere – særlig tømrere og murere – er tilgangen god, og flere rapporterer om planlagte permitteringer over sommeren. For leverandører til bygg og anlegg har situasjonen endret seg fra i fjor. Mens de i fjor hadde liten kapasitet, meldes det nå om fulle lagre, rasjonalisering og frykt for betydelig nedgang. I

tjenesteyting påpekes det at færre skifter jobb og at det er lettere å rekruttere. Det rapporteres imidlertid fortsatt å være mangel på fagpersonell til hotell- og restaurantdrift, renholdere, arkitekter, ingeniører, økonomer, revisorer, jurister og IT-personell. Som tidligere opplever kommunene å stille svakt i konkurransen om teknisk personell, arkitekter, økonomer og helsepersonell.

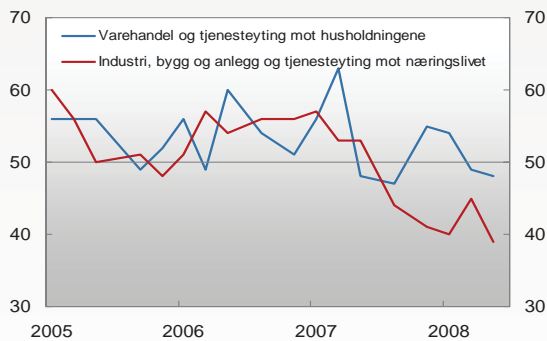
Det meldes om moderat vekst i investeringsplanene de neste 12 månedene i alle næringer. Det er utsikter til moderat vekst i kommune- og sykehussektoren og varehandelen, mens investeringene i industri og tjenesteyting tenderer mot nullvekst. Alle næringer planlegger noe mindre vekst i investeringene ett år frem i tid enn de gjorde i høst. En årsak er at mange har investert betydelige

**Figur 1** Andel av kontakter som svarer at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen. Prosent. Januar 2005 – mai 2008



Kilde: Norges Banks regionale nettverk

**Figur 2** Forventninger til vekst i utsalgspriser neste 12 måneder. Diffusjonsindeks<sup>1)</sup>. Januar 2005 – mai 2008



<sup>1)</sup> Andel som svarer høyere prisvekst + (0,5\* andel som svarer uendret prisvekst)

Kilde: Norges Banks regionale nettverk

beløp de senere år og har mindre behov for å investere nå.

### Sysselsetting

Sysselsettingen fortsetter å øke, men i lavere takt enn tidligere. Det planlegges også vekst fremover, om lag som veksten siste tre måneder. Sysselsettingen har økt mest i tjenesteyting og også næringen planlegger den største veksten fremover. Inntrykket er at kontaktene bruker mye tid og ressurser på rekruttering, og at mange benytter seg av eksterne byråer i ansettelsesprosessen.

### Kostnader, priser og lønnsomhet

Forventningene til årslønnsveksten i 2008 er høyere nå enn de

var tidligere i år. I gjennomsnitt ventes det en årslønnsvekst på 5  $\frac{3}{4}$  prosent. Forventningene varierer mellom fem og seks prosent innen de ulike næringene. Bygg og anlegg og tjenesteyting har de høyeste forventningene, varehandel og industri de laveste. Mange av kontaktene uttrykker imidlertid bekymring for at det endelige oppgjøret blir dyrere enn forventet.

Prisveksten avtar noe fra det sterkeste nivået i regionalt nettverks historie, som ble registrert i november i fjor. Prisveksten har avtatt i alle næringer med unntak av tjenesteyting. Selv om prisveksten i bygg og anlegg har avtatt noe, er den fortsatt næringen

med sterkest prisvekst etterfulgt av tjenesteyting mot næringsliv. De neste 12 månedene forventer en overvekt av kontaktene lavere prisvekst, særlig i industri, bygg og anlegg og tjenesteyting mot næringsliv. I varehandel og tjenesteyting mot husholdningene forventes prisveksten å være omtrent uendret, se figur 2.

Kontaktene driftsmargin vokser samlet sett, men veksten er avtakende. Eksportindustrien, offshoreindustrien og varehandelen har lavere marginer siste tre måneder enn i samme periode for ett år siden. I hjemmemarkedsindustrien, bygg og anlegg og tjenesteyting rettet mot husholdningene øker fortsatt marginene.

## Bedrifter og organisasjoner som har vært kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 2/08

07 Gruppen	Brødrene Røsand AS	Elkjøp Norge, Giganten Fana	Gyldendal ASA
3T Produkter AS	Brødrene Sperre AS	Elkjøp Norge, Forus	Hagen og Godager AS
Adecco	Bunnpris	Elkjøp Norge, Stormarked Tromsø	Halliburton AS
Adresseavisen ASA	Bussen Trafikkselskap AS	Ellingsen Seafood AS	Hammerfest kommune
Advokatfirmaet Schjødt AS	Byggmester Grande AS	Ellos AS	Handelsbanken Trondheim
Aibel AS	Byggmo Eiendom AS	ELMO	Handicare Produksjon AS
Airlift AS	Byåsen Bakeri AS	Eltek Energy AS	Hansa Borg Bryggerier ASA
Ait Trykk Otta AS	Bølgen og Moi AS	Elvemo og Hjertås Bygg AS	Hatteland Display AS
Aker Kværner IPEC AS	Båtservice Holding AS	Eramet Norway	Haugesund Sparebank
Aker Kværner Verdal AS	Cad Net Øst AS	ErgoGroup AS	Havkrefter AS
Aker Seafoods J. M. Johansen AS	Celsa Armeringsstål AS	Ernst & Young AS	Hedmark Eiendom AS
Aker Solutions ASA	CHC Norway	Euronics Norge AS	Heimdal Eiendomsmegling
Aker universitetssykehus HF	Cicero Annonsebyrå AS	Eurosko Norge AS	Helgeland Sparebank
Akerhus fylkeskommune	Clarion Hotel Ernst AS	Exbo Sørlandet AS	Helgelandssykehuset HF
Akershus universitetssykehus	Clear Channel Norway AS	Fabi AS	Helly Hansen Spesialprodukter AS
Aksel Endresen Transport AS	Comfort Hotel Hammer AS	Fame fotografene AS	Helse Fonna
Aktiv Eiendomsmegling	Coop Haugaland	Farstad Shipping AS	Hemnes kommune
Akva Group ASA	Coop Inn-Trøndelag BA	Ferner Jacobsen	Hemnes Mek. Verksted AS
Alta Logistics AS	Coop Midt-Troms BA	Finnmark Mur og Puss AS	Herlige Stavanger AS
Alta Møbler AS	Coop Nordfjord og Sunnmøre BA	Finnøy Gear & Propeller AS	Herregalleriet AS
Amfi Drift AS	Credicare Førde	First Securities ASA	Herøy kommune
Anton Sport	CTM Utvikling AS	Fjellpulken AS	Hi-fi klubben
Aquaterm AS	Dale Bruk AS	Fjord 1	Hitra kommune
Arbor-Hattfjellidal AS	DDB Oslo AS	Fjord 1 Nordfjord-Ottadalen	Hordaland fylkeskommune
Arendal Auto AS	Deloitte Norge AS	Billag	Hotell Alexandra, Loen AS
Arendal kommune	Den Norske Bank ASA, Region Sørlandet	Fjordkjøkken AS	Hovden Møbel AS
Arki Arkitektar AS	Den Norske Bank ASA, Tønsberg	Flora kommune	HRG Nordic
AS Nesseplast	Destinasjon Skeikampen AS	FMC BioPolymer AS	Hunter Douglas Norge AS
Asker kommune	Diakonhjemmet	Fokus Bank	Hurtigruten ASA
Askim kommune	Dinamo Norge AS	Folk i husan Eiendomsmegling AS	Hydro Aluminium AS
Asp AS	Diplom-Is AS	Forum Eiendom	Hydro Aluminium Profiler AS
Atelier Ekren AS	DnB NOR	Fosnavaag Seafood AS	Hydrotech Gruppen AS
Aukra-Midsund Offshore AS	DnB NOR Eiendom Bodø AS	Frank Mohn AS	Hymax AS
Avinor AS, Værnes	DnB NOR Næringsmegling	Franzefoss Pukk AS	Hå kommune
Axess AS	DNH Den Norske Høytalerfabrikk AS	Fresenius Kabi Norge AS	Hålogaland Revisjon AS
Bakers AS	Dokka Fasteners AS	Kaffehuset Friele AS	Hårek AS
Bekk Consulting AS	Domstein ASA	Fridtjof Kristiansen AS	I. P. Huse AS
Bergen Kino AS	Domstein Enghav Haugesund	Fru Haugans Hotell AS	Idecon AS
Bergen kommune	Dovre International AS	Fuglefjellet AS	IKEA AS
Bergene Holm AS	Drag Industrier AS	Fugro Oceanor AS	IKM gruppen
BeWi Produkter AS	Drammen kommune	Fundator AS	Ikon AS
Bilalliansen AS	EDB Gruppen Norge AS	Fædrelandsvennen AS	Industriverktøy AS
BioMar AS	EFG Hov Dokka AS	Gausdal kommune	Ineos Norge AS
Birkenes kommune	Egil Kristoffersen & Sønner AS	Geelmuyden Kiese AS	InMedia AS
Black Design AS	Eidesvik Offshore ASA	Geomatikk AS	Island Offshore AS
Block Berge Bygg AS	Eidsvaag AS	Gilje Tre AS	ISS Facility Services AS
Block Watne AS	Eiendom Sør og Bygg AS	Gilstad Trelast AS	ISS Norge AS
Bodø Transport & Caravan AS	Einar Valde AS	Gjesdal kommune	ISS Renhold, Region Vest
Bohus Bomøbler AS	Elektro Bodø AS	Gjøco AS	Istad Kraft AS
Bohus Interiørsenter AS	Elektro Hvitevarer AS	Glava AS	Itab Industrier AS
Boliden AS	Elektro Team AS	Godstrafikk og Bilspedisjon AS	Itet AS
Br. Reme AS	Elkem Aluminium ANS avd. Mosjøen	Gro Industrier AS	Jemar Norpower AS
Bragerhaug & Beitostølen AS	Elkem ASA Materials	Gunnar Hagen AS	Jernia AS
Bright ID AS		Gunnar Karlsen AS	Jiffy Products International AS
Brødrene Midthaug AS		Gunnar Klo AS	Johansen Th & Sønner AS
		Gunvald Johansen Bygg AS	

Jotun AS	Melbu Systems AS	Nymo AS	Retro AS
Julius Jakhelln AS	Melhus kommune	Nysted AS	Revisorgruppen Viken AS
Jærentreprenør AS	Melhus Sparebank	Næringsrådet i Arendal	Rica Hotel Hamar
Jørstad AS	Meny Stoa	kommune	Rica Hotels ASA
Jøtul ASA	Mercur shoppingsenter	Nøsted Kjetting AS	Rica Maritim Hotel
Kappahl AS	Mesta	Oasen Storsenter	Rieber & Søn ASA
Karlsen Trelast AS	Meyergården Hotell AS	Odfjell ASA	Rieber & Søn Elverum
KENO reklame AS	Mezina AS	Ole K. Karlsen Entreprenør AS	Riibe Mynthandel
Kewa Invest AS	Midsund Bruk AS	Oljedirektoratet	Ring Mekanikk AS
Kitron Arendal AS	Midt-Troms Kjølleservice AS	Oppland Entreprenør AS	Ringsaker kommune
Kiwi Norge AS	Minera AS	Optimera Sør AS	Ringside Rørleggerbedrift AS
KL Regnskap Hitra	Moelven Østerdalsbruket AS	Opus AS	Rio Doce Manganese Norway AS
Kluge Advokatfirma	Monter/Optimera AS	Os kommune	Rissa kommune
Klæbu kommune	Mosjøen Kulde og Klimaservice	Oscar Sylte AS	Rockwool AS
Klaastad Brudd DA	AS	Oshaug Metall AS	Rolfsen AS
Komplett ASA	Moxy Engineering AS	Oslo Entreprenør AS	ROM Eiendom AS
Kongsberg Automotive ASA	Myklebust AS	Otta Sag og Høvleri AS	Romerike Trelast AS
Kongssenteret	Møller Bil Haugesund AS	Ottesen & Dreyer AS	Romsdal Bygg AS
Kontali Analyse AS	Møller Bil Sør Rogaland AS	Owens Corning Fiberglas Norway	Rosenborg Malerforretning AS
Kran og Industriservice Nord AS	Mørenot AS	AS	Ruukki Norge AS
Kristiansund kommune	Nannestad kommune	P4 Radio Hele Norge ASA	Rørlegger D Åsheim AS
Kruse Smith AS	Narud Stokke Wiig AS	PA Consulting Group AS	Rørteknikk og bademiljø AS
Kvadrat	National Oilwell Vargo AS	Pallin AS	Saga Boats AS
Kvikne's Hotel	Naustvoll & Aursand Arkitekter	Pareto Securities AS	Samarbeidende Revisorer AS
Kynningsrud AS	AS	Parkettpartner	SandnesGarn
Landskapsentreprenørene AS	Nav Aust-Agder	Peab AS	SAS Ground Services
Larsen Atterås & Brosvik AS	Nav Sør-Trøndelag	Pedersens Lastebiltransport AS	SATS Langnes
Lefdal Elektromarked AS, Tiller	Nav Telemark	Personalservice AS	Savalen Drift AS
Leiv Eriksson Nyfotek AS	Nav Vest-Agder	Peterson Linerboard AS	Scan Rope AS
Leiv Sand Transport AS	Nerland Granitindustri AS	Petoro	Scandic Hotell
Leksvik kommune	Net trans services AS	Petter Gagama AS	ScanPartner AS
Lena Maskin AS	Neumann bygg AS	PGS ASA	Schenker Linjegods AS
Lenvik kommune	Nexans Norway AS	Plastal AS	Schlumberger Oilfield Services
Lerøy Midnor AS	NHO Trøndelag	Plastsveis AS	SEB Kort AB, Norge
Lerøy Seafood Group ASA	Nidar AS	Pon Power AS	Securinet AS
Lians Caravan & Fritid AS	Nielsen Norge AS	Porsgrunds Porselænsfabrik AS	Securitas AS
Lillehammer kommune	NorDan AS	PricewaterhouseCoopers DA	Servi Cylinderservice AS
Lillrent AS	Norac AS	Proffice AS	Sg-Finans Brumunddal
Lindesnes kommune	Nordbohus Vinstra AS	Profil Lakkerings AS	Siemens Building Technologies
Linjebygg Offshore AS	Nordea Bank Norge ASA	Profilhuset Meny-Ultra	Sig.Halvorsen AS
Link Signatur AS	Nordek AS	Profilteam AS	Sintef MRB AS
Livsforsikringselskapet Nordea	Nordland Betongindustri AS	Proxll AS	Sjøvik AS
Liv Norge AS	Nordlandssykehuset HF	PS Data	Sjøtil og Fornæss AS
LKAB Norge AS	Norengros Johs Olsen AS	På Håret AS	Skagenfondene
Lofotprodukt AS	Norges Handels- og	Radisson SAS Caledonien Hotel	Skarvik AS
Lycro AS	Sjøfartstidende AS	Rambøll Unico AS	Skeidar AS
Løvenskiold-Fossum	NorLense AS	Rambøll Norge AS Lillehammer	Skien kommune
M3 Anlegg AS	Norplasta AS	Ramsvik Frisør AS	Skipsteknisk AS
Madla handelsslag	Norpower Brødr. Malo AS	Rana Gruber AS	Sogn Billag AS
Madsen Bil AS	Norsik	Rana Trevarefabrikk AS	Solsiden spa og velværesenter
Magnor Glassverk AS	Norske Backer AS	Rapp Bomek AS	AS
Majas Salong	Norske Skogindustrier ASA,	Rasmuss Tallaksen	Solstrand Hotel & Bad AS
Malo Sagbruk AS	Skogn	Rasmussen K A AS	Sortland Entreprenør AS
Mandal kommune	Nortrans Touring AS	REC ScanCell AS	Spar Kjøp AS
Manpower AS	Nortroll AS	Reklamehuset Roxrud AS	Sparebank 1 Nord-Norge, Bodø
Marien Cybernetics AS	Nortura BA	Rema 1000 Norge AS	Sparebank 1 Nord-Norge, Alta
Maritech AS	Notar Eiendom Telemark og	Remvik & Standal	Sparebank Sør
Maritime Hotell Flekkefjord	Vestfold	Remøy Shipping AS	Sparebanken Hedmark
Martin M. Bakken AS	Novagroup AS	Renates dagspa og hudpleie	Sparebanken Ørsta Volda
Meca Norway AS	Nycomed Pharma AS	Renés Barnevogner	Sparebanken Øst

Sperre Støperi AS	Systemrevisjon AS	Trysilfjellet BA	Vital næringseiendom AS
Spice AS	Søgne og Greipstad sparebank	TV 2 Gruppen AS	Vizrt AS
Sport 1 Gruppen AS	Sørensen Maskin AS	Tysvær kommune	Vokks Installasjon AS
Sportshuset AS	Sør-Trøndelag fylkeskommune	Tønsberg kommune	Vågan kommune
St. Olavs Hospital	Teeness ASA	Ulstein Verft AS	Våler bygg AS
Stabburet AS	Tema Eiendomsselskap AS	Umoe Catering AS	Våler kommune
Stantek Kongsvinger AS	Time Sparebank	Umoe IKT AS	Weatherford Norge AS
Startour Stjernereiser AS	Timpex AS	Unifab AS	Wennberg Trykkeri AS
Statens Vegvesen Region Sør	Tine Meieriet Øst BA	Valle sparebank	Widerøes Flyveselskap ASA
Stavanger Aftenblad	To Rom og Kjøkken	Varden AS	Wiersholm Mellbye & Bech
Stavanger kommune	Topp Auto AS	Vefsn kommune	advokatfirma AS
Steertec Raufoss AS	Torpa Bilruiter AS	Veidekke ASA	Windy Boats AS
Steinsvik Materiallager AS	Toten Transport BA	Velvære grossisten	Xerox AS
Stiftelsen Akvariet i Bergen	Totens Sparebank	Ventelo Norge AS	XXL Forus
Stjern AS	Toyota Hell Bil AS	Verdal kommune	Yara International ASA
Stolz Entreprenør AS	Toyota Norge AS	Vesterålen Fiskeripark AS	YIT Building Systems AS
Studentsamskipnaden i Agder	Trafikk & Anlegg AS	Vesteråls-Revisjon AS	Ørland Transport AS
Sunnmørsposten AS	Trebetong AS	Vestre Toten kommune	Østereng & Benestad AS
Surnadal kommune	Trehuseksperten AS	VIA Alta Tours AS	Øveraasen AS
Sveins Auto AS	Trend-Trim	VIBO Entreprenør AS	Øyer kommune
Swix Sport AS	Trioving AS	Viken regnskap AS	Ålesund kommune
Sykehuset i Vestfold HS	Triplex AS	Vikeså Glass AS	Ålesund Storsenter AS
Sykehuset Innlandet HF	Tromsø kommune	Vikomar AS	Årdal Stålinndustri AS
Sykehuset Telemark HF	Trondheimsfjorden	Ving Norge AS	Åsen & Øvreid AS
Syljuåsen AS	interkommunale havn	Vinn	Aasen Bygg AS





## Vedlegg II

Tabeller, figurer og detaljerte anslag

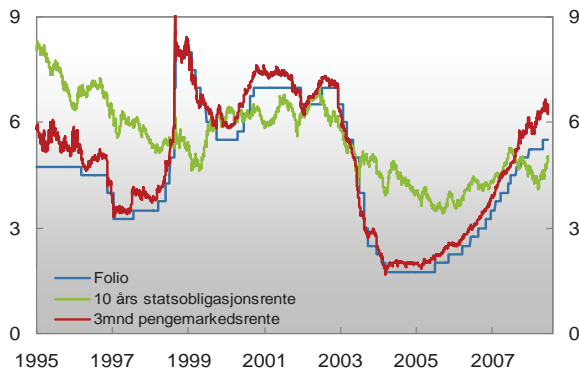
## Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente <sup>1)</sup>	Endring
29. oktober 2008		
24. september 2008		
13. august 2008		
<b>25. juni 2008</b>	<b>5,75</b>	<b>+0,25</b>
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
14. desember 2005	2,25	0
2. november 2005	2,25	+0,25
21. september 2005	2	0
11. august 2005	2	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.

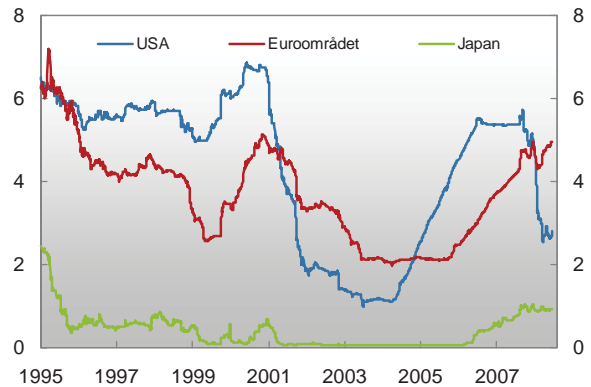
# Figurer

**Figur 1** Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, styringsrente og tiårs effektiv statsobligasjonsrente. Prosent. 2. januar 1995 – 20. juni 2008



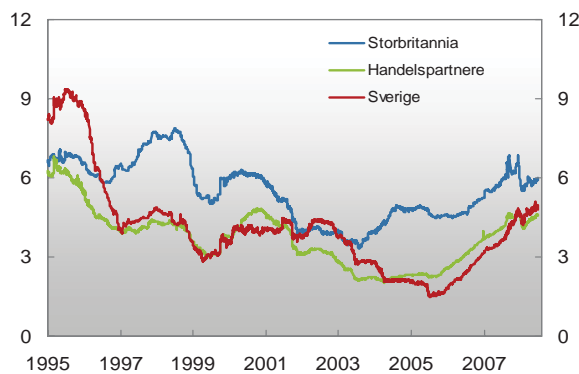
Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Tremånedersrenter i USA, euroområdet og Japan. Prosent. 2. januar 1995 – 20. juni 2008



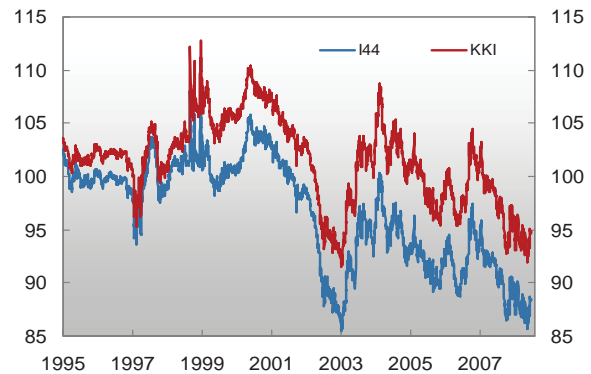
Kilde: Thomson EcoWin

**Figur 3** Tremånedersrenter i Storbritannia, Sverige og hos Norges viktigste handelspartnere. Prosent. 2. januar 1995 – 20. juni 2008



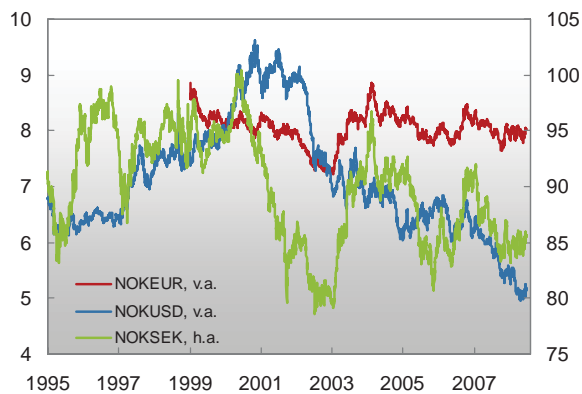
Kilde: Norges Bank

**Figur 4** Konkurranskursindeksen (KKI) og importvektet valutakurs (I-44<sup>1)</sup>. 2. januar 1995 – 20. juni 2008



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs  
Kilde: Norges Bank

**Figur 5** Bilaterale valutakurser<sup>1)</sup>. 2. januar 1995 – 20. juni 2008



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs  
Kilde: Norges Bank

## Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brut- toinves- teringer F-Norge	Oljeinves- teringer <sup>1)</sup>	Trad. eksport	Import
2003	1,0	1,3	2,8	1,7	-3,6	15,9	2,1	1,4
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 <sup>2)</sup>								
1.kv.	0,2	0,2	0,3	0,7	-5,9	-1,7	0,2	-2,8
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

Tolv måneders vekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPI-JA <sup>2)</sup>	KPI-JE <sup>3)</sup>	HKPI <sup>4)</sup>
2003	2,5	1,1	2,5	1,0	2,0
2004	0,4	0,3	0,0	0,8	0,6
2005	1,6	1,0	1,2	1,4	1,5
2006	2,3	0,8	2,0	1,0	2,5
2007	0,8	1,4	0,5	1,6	0,7
2008					
jan	3,7	1,9	3,7	1,9	2,9
feb	3,7	2,2	3,8	2,1	3,1
mar	3,2	2,1	3,2	2,2	2,8
apr	3,1	2,4	3,2	2,3	2,7
mai	3,1	2,3	3,2	2,3	2,8

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

3) KPI-JE: KPI uten energivarer

4) 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 <sup>1)</sup>
2007	2,2	2,6	2,1	3,0	2,8	11,9	3,3
Anslag							
2008	1¼	1¾	1½	1½	2	10	2¼
2009	1¼	1¼	1½	1½	2	9	2
2010-2011 <sup>2)</sup>	2¾	2	1½	2½	2½	9	2½

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 <sup>1)</sup>	Japan	UK	Sverige	Kina	Handelspartnere <sup>2)</sup>
2007	2,9	2,1	0,1	2,3	2,2	4,8	2,3
Anslag							
2008	4	3½	1	3½	3¾	7	3½
2009	2½	2¼	¾	2¾	3	4½	2½
2010-2011 <sup>3)</sup>	2¼	2	1	2	2	3¾	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			
	2007	2007	Anslag			
	2007	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		0,8	4	3¼	2½	2½
KPI-JAE <sup>1)</sup>		1,4	2½	2¼	2½	2½
Årslønn <sup>2)</sup>		5,6	6	5½	5	4¾
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	2277	3,7	2¾	2½	2¼	2½
BNP Fastlands-Norge	1715	6,2	3¼	2	2½	3
Produksjonsgap Fastlands-Norge <sup>3)</sup>		3	2½	1	¼	0
Sysselsetting, personer		4,0	2¾	½	-¼	½
Arbeidsstyrke, AKU		2,5	2¾	1	½	½
AKU-ledighet(rate)		2,5	2½	3	3½	3¾
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>4)</sup>	1738	6,2	3¼	1¾	2	3
- Privat konsum	946	6,4	2¾	2	2¼	3¼
- Offentlig konsum	449	3,6	3¼	3½	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	342	9,4	4¾	-1¾	.	.
Oljeinvesteringer <sup>5)</sup>	108	5,5	7½	10	5	0
Tradisjonell eksport	427	9,6	5	2	.	.
Import	686	8,7	5¼	2	.	.
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>6)</sup>		4,4	5½	5¾	5¼	5
Importveid valutakurs (I-44) <sup>7)</sup>		90,8	87½	89¼	90¾	91 ½

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

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

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

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

5) Utvinning og rørtransport

6) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

- Anslag foreligger ikke

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



Pengepolitisk rapport nr. 2 - juni  
**2008**