

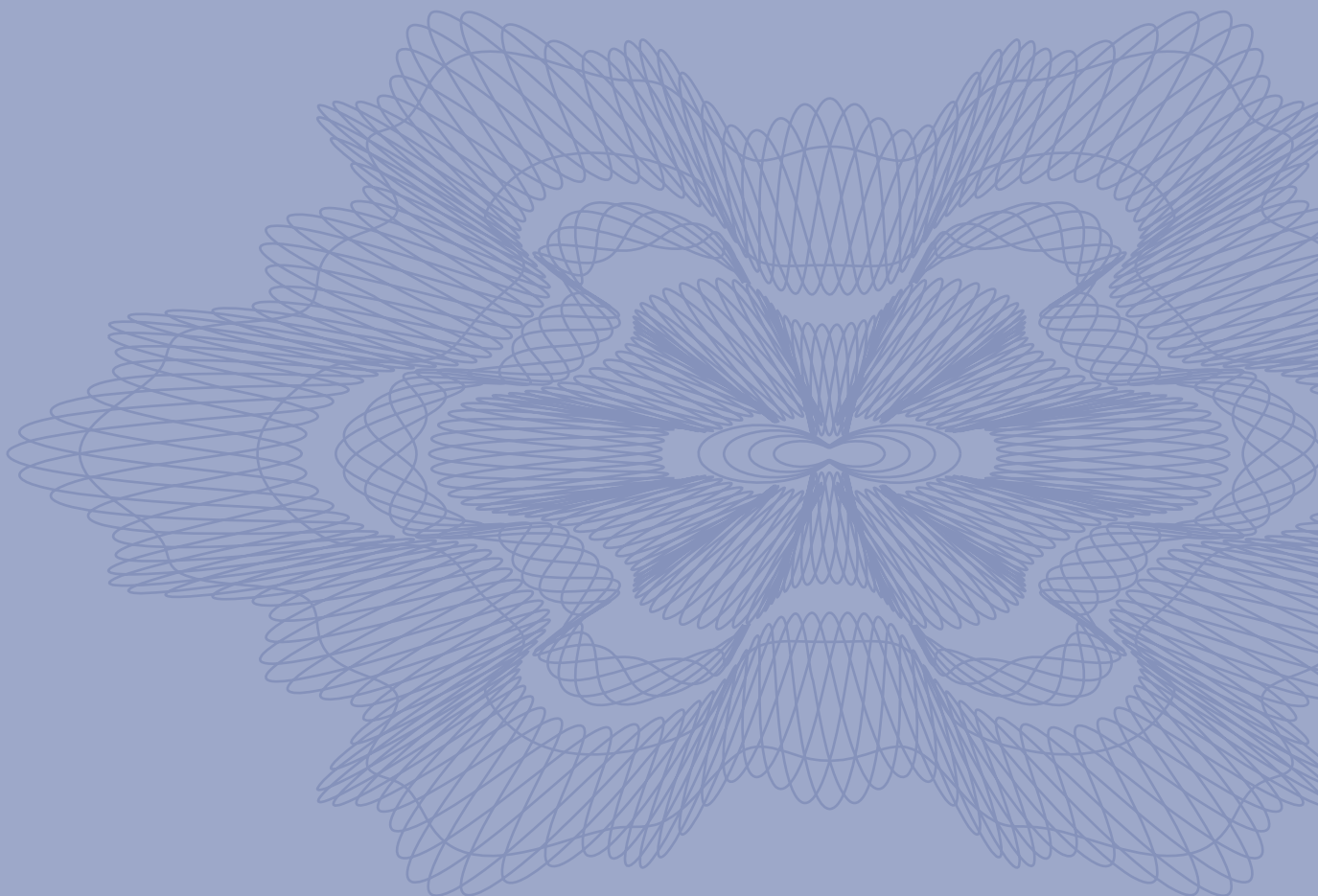
Norges Banks rapportserie
Nr. 1-2008



Pengepolitisk rapport

1
08

m a r s



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 12. desember diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 26. februar drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 13. mars en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 25. juni 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 23. april, 28. mai og 25. juni.

Pengepolitisk rapport utgjør sammen med rapportene om finansiell stabilitet Norges Banks rapportserie.

Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside:

www.norges-bank.no.

Abonnement: Rapportserien følger med abonnementet på Penger og Kreditt, som koster kr 250 per år (inkl mva). Bestilling kan foretas over internett: www.norges-bank.no, under «publikasjoner» eller ved innbetaling på bankgiro 0629.96.26820 eller ved henvendelse til:

Norges Bank, Abonnementservice

Postboks 1179 Sentrum

0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83

Telefaks: 22 41 31 05

E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem

Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS

Trykk: Tellus Works Reclamo AS

Teksten er satt med 11½ pkt. Times

ISSN 1504-8489 (trykk), 1504-8500 (online)

Pengepolitisk rapport 1/2008

Leder	5
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	6
Konklusjoner	15
Rammer	
Kriterier for en god rentebane	9
Endringer i rentebanen	11
Pengepolitikken siden forrige rapport	17
2. Verdensøkonomien, finans- og råvaremarkedene	18
3. Nærmere om den økonomiske utviklingen	28
Rammer	
Prisutviklingen den siste tiden	30
Utdypinger	42
Faktorer bak veksten i internasjonale og norske matvarepriser	43
Kryssjekker for kronekursen	46
Etterprøving av anslagene for 2007	50
Anslagene i Pengepolitisk rapport 3/07 og 1/08	53
Vedlegg I Regionalt nettverk	59
Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag	65

Rapporten er basert på informasjon fram
til og med 10. mars 2008

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret

13. mars 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 sjettede uke. Analysene og den pengepolitiske strategien er, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om styringsrenten.

Formidling av rentebeslutningen

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

Rapportering

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

Leder

Inflasjonen tiltar, men utsiktene ute er svekket

Målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Renten er satt opp med 3,5 prosentenheter til 5¼ prosent siden sommeren 2005 fordi det var utsikter til at prisveksten ville tilta. Renten ble økt i forkant for å unngå at inflasjonen skulle bli for høy. Nå har inflasjonen kommet opp og er nær 2,5 prosent.

Veksten i produksjonen var uventet sterk mot slutten av fjoråret. God tilgang på arbeidskraft fra utlandet, bedret produktivitet og sterk inntektsvekst i norsk økonomi har gjort den høye veksten mulig. Nå er veksten i produktiviteten trolig på vei ned, kapasitetsutnyttningen i næringslivet er svært høy, og arbeidsmarkedet er stramt.

Utviklingen hjemme og ute spriker. Amerikansk økonomi står trolig stille, og det er frykt for nedgangstid. Utsiktene for våre handelspartnere er svekket, men veksten holdes oppe i Asia, Russland og andre nye industriland. Sentralbankene i USA, Storbritannia og Canada har redusert renten, mens renten er satt opp i Sverige, Australia og flere fremvoksende økonomier. Samtidig er det høye priser på energi, mat og andre råvarer. Prisstigningen blant våre handelspartnere har tiltatt.

Tidligere er det i Norge ofte blitt gitt høye lønnstillegg sent i en oppgang, og prisveksten har da tatt seg opp. Samtidig kan vi risikere at et markert tilbakeslag i verdensøkonomien slår sterkere inn i Norge enn vi nå venter. En særlig ugunstig utvikling får vi dersom sterk pris- og kostnadsvekst i norsk økonomi går sammen med svakere avsetning for norske eksportvarer og fall i råvareprisene. I en slik situasjon vil Norges Bank måtte legge hovedvekten på å holde inflasjonsforventningene nær målet.

Hovedstyret har vedtatt at styringsrenten bør ligge mellom 5 og 6 prosent fram til neste rapport legges fram 25. juni, med mindre norsk økonomi utsettes for uventet store forstyrrelser.

13. mars 2008
Svein Gjedrem

1 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

Prisveksten har tatt seg markert opp. Mens ulike mål på prisveksten så sent som i fjor lå under 1½ prosent, ligger de samme målene nå mellom 2,2 og 3,7 prosent, se figur 1.1. Veksten i konsumprisindeksen (KPI) er påvirket av økningen i strømprisene. Også den underliggende prisstigningen har økt betydelig og vurderes nå å være mellom 2¼ og 3¼ prosent. Prisveksten tiltar særlig for norskproduserte varer og tjenester, se figur 1.2. Samtidig har prisene på de importerte konsumvarene sluttet å falle.

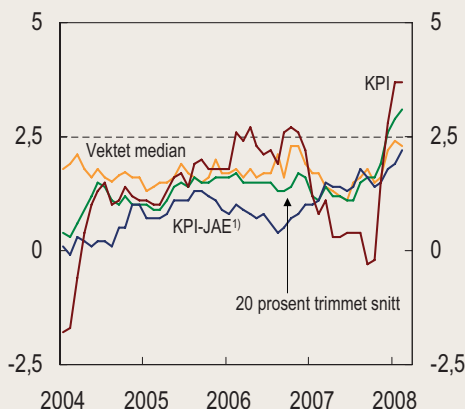
Veksten i norsk økonomi har vært sterk. God tilgang på arbeidskraft, kraftig bedring i produktiviteten og i bytteforholdet mot utlandet har gitt økonomien god vekstevne. Dermed kunne veksten i produksjonen og sysselsettingen lenge holde seg høy uten at prisstigningen tiltok. God inntektsvekst har bidratt til at etterspørselen fra husholdninger og foretak har vokst betydelig. Sterk økonomisk vekst over lang tid har etter hvert ført kapasitetsutnyttningen opp på et svært høyt nivå. Arbeidsledigheten er lav, og det er mange ledige stillinger, se figur 1.3.

Foreløpige nasjonalregnskapstall anslår veksten i BNP for Fastlands-Norge til 6 prosent i 2007, og veksten var uventet sterk i fjerde kvartal i fjor. Løpende informasjon fra Norges Banks regionale nettverk indikerer også at veksten var sterk, men at den avtok noe mot slutten av fjoråret. Veksten i produktiviteten i næringslivet synes å avta samtidig som lønnsveksten er høy. Sterk kostnadsstigning i bygg- og anleggsbransjen har ført til at investeringsprosjekter er blitt utsatt, blant annet i offentlig sektor. Boligprisene har falt, og nye boligprosjekter utsettes. I industrien har veksten i produksjonen avtatt, men ordreservene er fortsatt store. Virksomhetene i Norges Banks regionale nettverk venter fortsatt en økning i aktiviteten fremover, men mindre enn før.

Utsiktene for verdensøkonomien er svekket. Bedriftsledernes forventninger og konsumentenes tillit har avtatt i USA og i flere land i Europa. Det har vært betydelig nedgang i aksjemarkedene. Boligmarkedet i USA er svakt, og veksten i økonomien har stoppet opp. Flere internasjonale banker og finansinstitusjoner har meldt om store tap og avskrivninger. Uroen i verdens finansmarkeder kommer også til uttrykk i at kostnadene ved å sikre seg mot kredittrisiko har økt. Bankene har strammet til lånevilkårene for bedrifter og husholdninger.

Også i Asia og Russland ser den økonomiske veksten ut til å dempes noe, men den er fortsatt svært høy. Prisene på olje og mange råvarer har steget videre. Blant mange av våre handelspartnere har inflasjonen tatt seg opp. Det er særlig prisene på energi og matvarer som har steget.

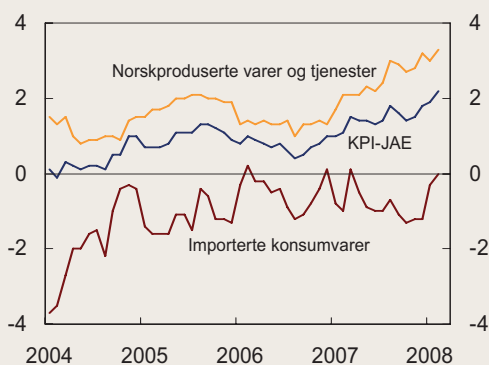
Figur 1.1 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 04 – feb. 08



¹ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilde: Statistisk sentralbyrå

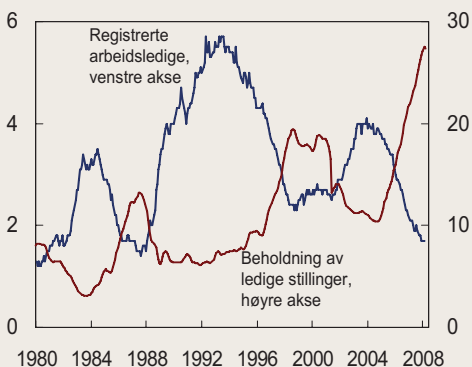
Figur 1.2 KPI-JAE.¹ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.² Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 04 – feb. 08



¹ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
² Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.3 Registrerte arbeidsledige¹ og beholdning av ledige stillinger.² Månedstall. Jan. 80 – feb. 08

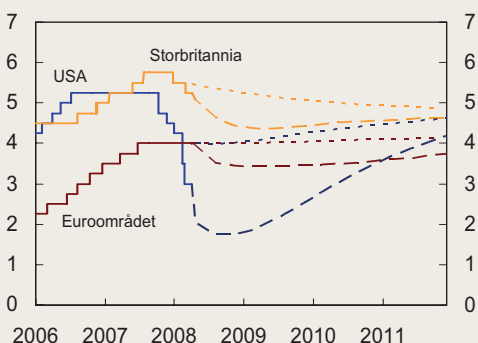


¹ I prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert

² Antall i tusen. Trendjustert

Kilde: Arbeids- og velferdsetaten (NAV)

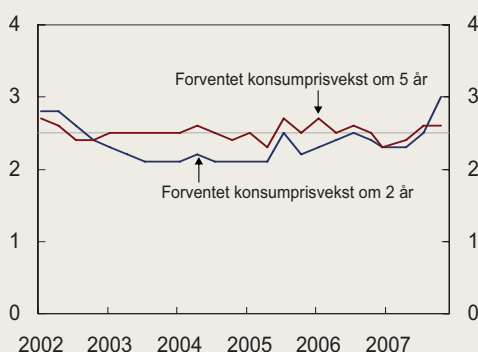
Figur 1.4 Styringsrenter og terminrenter per 25. oktober 07 og 10. mars 08.¹⁾ Prosent. Dagstall og kvartalstall. 2. jan. 06 – 31. des. 11



¹⁾ Prirkete kurver viser terminrenter per 25. oktober 2007. Stiplede kurver viser terminrenter per 10. mars 2008. Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

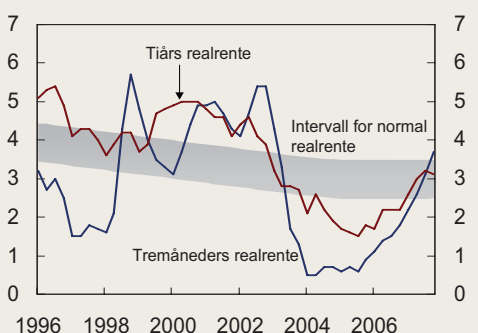
Figur 1.5 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾ Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 – 1. kv. 08



¹⁾ Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og eksperter (ansatte i finansnæringen, makroanalytikere og akademikere)

Kilde: TNS Gallup

Figur 1.6 Tremåneders realrente¹⁾, tiårs realrente²⁾ og den normale realrenten i Norge³⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 4. kv. 07



¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med tolv kvartalers glidende gjennomsnitt (sentrent) av inflasjonen målt ved KPI. Anslag på KPI fra denne rapporten er lagt til grunn

²⁾ Tiårs swaprente deflatert med inflasjonsmålet

³⁾ Beregninger kan indikere at den normale realrenten for Norge for tiden ligger i den nedre enden av området 2½ - 3½ prosent

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Rentene er på vei ned i USA og i flere andre land. Styringsrentene reduseres for å møte utsiktene til svakere økonomisk vekst, men samtidig er utsiktene for inflasjonen usikre. I Storbritannia er styringsrenten fortsatt over 5 prosent, og Sveriges Riksbank har satt opp styringsrenten. Aktørene i penge- og finansmarkedene venter likevel vesentlig lavere styringsrenter fremover enn de gjorde sist høst, særlig i USA, men også i Europa, se figur 1.4. De kortsiktige rentene ute og hjemme er fremdeles høyere enn forventningene til styringsrentene skulle tilsi.

Kronen svekket seg da renten ble satt ned i 2003. Siden har den styrket seg igjen, etter at veksten i Norge tok seg opp. Valutakursene har svingt mye i det siste. Kronekursen var en periode svakere enn i slutten av oktober, til tross for at både den faktiske og den forventede fremtidige rentedifferansen økte. Det hang trolig sammen med at aktørene i valutamarkeket var lite villige til å ta risiko. Kronen har også tidligere svekket seg i perioder med uro. Den siste tiden har kronen styrket seg noe igjen, og den importveide kronekursen er nå om lag som i oktober.

Referansebanen

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot at konsumprisene over tid skal vokse med nær 2,5 prosent. Lav og stabil inflasjon er det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt. Det gir bedrifter og husholdninger et ankerfeste for forventningene om fremtidig prisvekst. Aktørens langsiktige inflasjonsforventninger, slik de blant annet måles i TNS Gallups forventningsundersøkelse, har holdt seg nær 2,5 prosent, se figur 1.5. De mer kortsiktige inflasjonsforventningene har derimot steget gjennom vinteren.

Det har lenge vært utsikter til at inflasjonen skulle tilta. Siden sommeren 2005 er styringsrenten økt med 3,5 prosentenheter til 5,25 prosent. Styringsrenten har vært satt opp gradvis og i forkant av oppgangen i inflasjonen. Det vil bidra til en mer stabil utvikling i inflasjonen og i produksjonen og sysselsettingen. Realrenten har økt. Målt ved pengemarkedsrentene er realrenten nå i overkant av det vi anser som et normalt nivå, se figur 1.6.

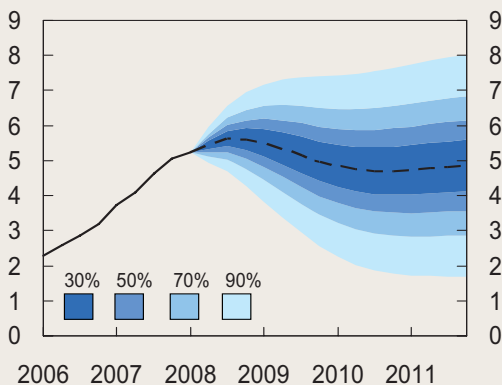
Renten settes med sikte på å gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen, se egen ramme om kriteriene for en god rentebane på side 9. De ulike faktorene som påvirker renteutsettene, trekker i forskjellige retninger.

For å gardere mot at inflasjonen tiltar videre og blir for høy, kan det være riktig å sette renten videre opp. Arbeidsledigheten er svært lav, og kapasitetsutnyttningen er høy. Selv om tallene er usikre, ser det ut til at veksten i produktiviteten kan være på vei ned. Bedriftene i Norges

Banks regionale nettverk melder om rask vekst i kostnadene, og det ventes tiltakende vekst i lønnskostnadene. Det kan tale for et større prispress fremover enn vi hittil har sett for oss.

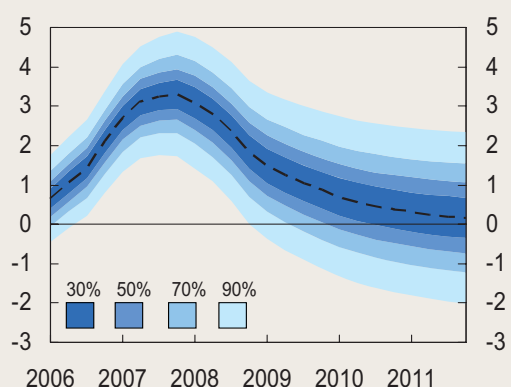
For å gardere mot et tilbakeslag i norsk økonomi som følge av svakere vekst ute, kan det på den andre siden være riktig å holde renten uendret en tid eller sette den ned. Svakere utvikling i verdensøkonomien kan påvirke aktiviteten og lønnsomheten i norske eksportnæringer. Etter hvert vil det kunne føre til et omslag også i andre deler av norsk næringsliv. Banker og investorer ute tar nå større påslag for å yte kreditt til investeringer, oppkjøp og omstillinger, og bedrifter med høy gjeld må betale høye risikopremier når de låner. Uroen i finansmarkedene og tilbakeslaget i USA kan i tillegg gjøre norske husholdninger og bedrifter mer usikre.

Figur 1.7a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



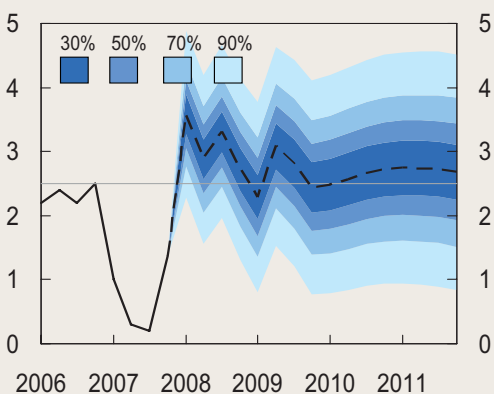
Kilde: Norges Bank

Figur 1.7b Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



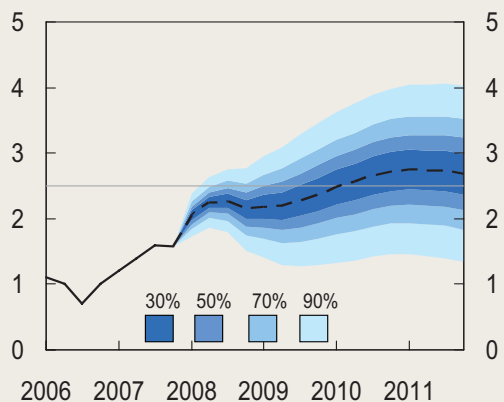
Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kriterier for en god rentebane

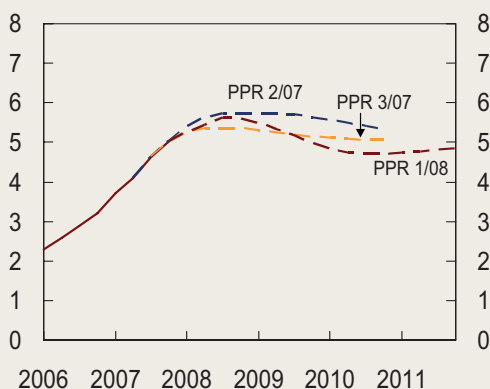
Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Følgende hovedkriterier bør være oppfylt for prognosen for den fremtidige renteutviklingen:

1. Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.
2. Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen.

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

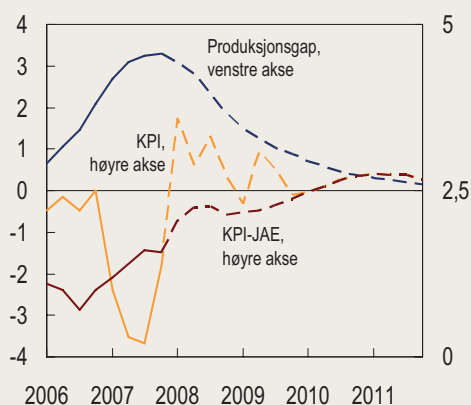
3. Utviklingen i renten bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men ikke urealistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens virkemåte.
4. Renten bør normalt endres gradvis og konsistent med bankens tidligere reaksjonsmønster.
5. Som en kryssjekk for rentesettingen bør eventuelle store og systematiske avvik fra enkle pengepolitiske regler kunne forklares.

Figur 1.8 Styringsrente i referansebanen i PPR 2/07, PPR 3/07 og PPR 1/08. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



Kilde: Norges Bank

Figur 1.9 Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Skulle det være utsikter til at renten i Norge holdes vesentlig over rentenivået blant våre handelspartnere, kan kronen komme til å styrke seg, men det er også motvirkende krefter i valutamarkedet. Når vi ser bort fra overskuddene i statsfinansene og i oljesektoren, som plasseres i utlandet, hadde Norge i fjor et underskudd overfor utlandet. Det trekker i retning av en svakere krone. Hvis utviklingen i verdensøkonomien slår ut i lavere priser på olje og andre eksportvarer, kan kronen også falle i verdi. Blir kronen svak, må renten settes høyere enn ellers for å holde inflasjonen i sjakk, med mindre dempet aktivitet i norsk økonomi samtidig gir lavere prisstigning.

Samlet taler utsiktene og risikobildet for at renten den nærmeste tiden settes noe høyere enn anslått i *Pengepolitisk rapport 3/07*, se figur 1.7a-d og 1.8. Utsiktene til sterkere pris- og kostnadsvekst vil på kort sikt mer enn veie opp for virkningene av svakere vekst i verdensøkonomien. Skulle rentene ute bli satt så lavt som terminrentene nå tyder på, vil det på litt sikt kunne føre til et noe lavere rentenivå også i Norge. Bidragene til endringer i renteprognosen er omtalt i en egen ramme, se side 11.

Renten blir satt slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent og slik at kapasitetsutnyttningen gradvis avtar, se figur 1.9. Utviklingen i renten som skisseres i denne rapporten, samsvarer med bankens tidligere reaksjonsmønster. Når inflasjonen er nær 2,5 prosent, regnes det normale rentenivået over tid å ligge mellom 5 og 6 prosent. Forløpet for renten som anslås i denne rapporten, er i dette leiet. Markedsaktørenes forventninger til styringsrenten ligger den nærmeste tiden noe lavere enn anslaget for renten som er presentert her, men forskjellen avtar etter hvert, se figur 1.10.

Vi venter at rentedifferansen mellom Norge og utlandet vil øke noe gjennom året og deretter gradvis avta, se figur 1.11. Vi har lagt til grunn at kronkursen styrker seg litt på kort sikt, men svekkes etter hvert, se figur 1.12 og nærmere omtale av utviklingen i kronkursen i egen utdyping i denne rapporten. Det gjenspeiler at inflasjonen, og dermed det nominelle rentenivået, i Norge over tid trolig vil være noe høyere enn hos våre handelspartnere og at plasseringer i kroner på lang sikt ikke kan ventes å gi en vesentlig høyere realavkastning enn i andre valutaer.

Målt ved KPI vil inflasjonen trolig ligge over 3 prosent store deler av 2008 som følge av sterk vekst i elektrisitetsprisene, se figur 1.7c. Veksten i konsumprisene justert for avgiftendringer og uten energivarer (KPI-JAE) ventes å holde seg nær 2,5 prosent, se figur 1.7d. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil mest sannsynlig tilta som følge av at kostnadene i næringslivet nå øker betydelig. Veksten i produktiviteten er på vei ned. Samtidig anslås lønnsveksten til 6 prosent i 2008, noe høyere enn tidligere anslått. Høyere priser på mat og energi gir økt inflasjon i andre land. Vi anslår at prisene på våre importvarer målt i utenlandsk valuta ikke vil fortsette å falle. Anslagene er nærmere omtalt i kapittel 3.

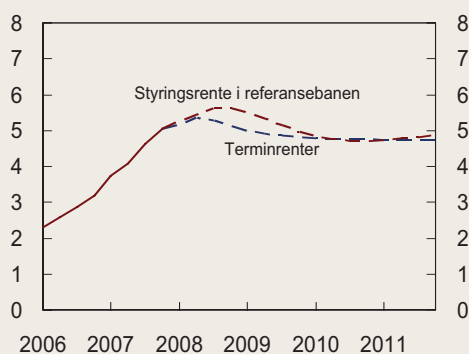
God tilgang på arbeidskraft vil bidra til at veksten i norsk økonomi kan holdes oppe en tid fremover. Kapasitetsutnyttningen vil likevel trolig avta. Svakere utvikling i verdensøkonomien kan påvirke utviklingen i norske eksportnæringer. Etter hvert vil det kunne føre til svakere vekst også i andre deler av norsk næringsliv. Husholdningenes sparing er negativ, og vi må vente at de over tid vil søke å gjenopprette sine finansielle balanser. Utviklingen i renten og avmattningen i boligmarkedet vil trolig dempe veksten i etterspørselen etter varer og tjenester og bidra til økt sparing. Vi venter derimot økt bruk av midler over offentlige budsjetter med markert vekst i offentlige kjøp av varer og tjenester. Oljeinvesteringene anslås å holde seg høye.

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 stor usikkerhet om den fremtidige utviklingen i inflasjonen og produksjonen og derfor om renteutviklingen. Vi har illustrert usikkerheten i anslagene med sannsynligheter, se figur 1.7a-d.¹ Jo bredere usikkerhetsviftene er, desto mer usikre er prognosene. Bredden er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk, og

¹ Det er også usikkerhet om den økonomiske situasjonen i nåtid, se utdypinger i Inflasjonsrapport 3/05 og i Inflasjonsrapport 3/06.

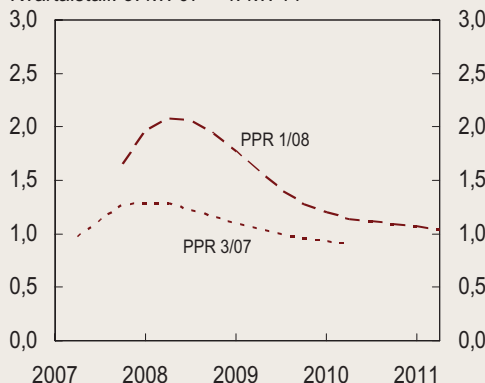
Figur 1.10 Styringsrente i referansebanen og beregnede terminrenter¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



¹ I beregningen av terminrentene 10. mars er det trukket fra en kredittrisikopremie samt en beregningsteknisk differanse på 0,20 prosentpoeng for å gjøre terminrentene sammenliknbare med styringsrenten

Kilde: Norges Bank

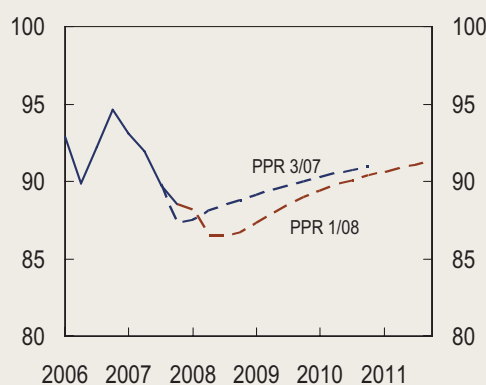
Figur 1.11 Anslått differanse mellom styringsrentene i Norge og hos handelspartnere i PPR 3/07 og PPR 1/08.¹⁾ Prosent. Kvartalstall. 3. kv. 07 – 4. kv. 11



¹ Differanse mellom styringsrenten i referansebanen og et vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnere per 10. mars.

Kilde: Norges Bank

Figur 1.12 Importveid valutakurs (I-44) i referansebanen i PPR 3/07 og PPR 1/08.¹⁾ Indeks. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 11



¹ Stigende kurve betyr svakere kronkurs. Kursbanen er basert på udekket renteparitet

Kilde: Norges Bank

Endringer i rentebanen

Prognosen for renten er den nærmeste tiden noe høyere enn anslått i *Pengepolitisk rapport 3/07*, men litt nedjustert et stykke fram i tid, se figur 1.¹ Anslagene er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og av vår oppfatning om økonomiens virkemåte. I figur 2 har vi beregningsteknisk forsøkt å illustrere hvordan ulike nyheter og skjønsmessige vurderinger har påvirket endringene i rentebanen.² 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 sysselsettingen. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi anslås nå å ha vært noe høyere enn vi tidligere har sett for oss. Isolert sett gir det utsikter til høyere inflasjon noe fram i tid. Det trekker i retning av en høyere rentebane (røde søyler).

Siden forrige Pengepolitisk rapport er inflasjonsutsiktene på kort sikt oppjustert utover det som følger av endrede anslag for kapasitetsutnyttningen. Isolert sett gir det høyere inflasjon også lenger fram i tid. Det trekker også i retning av en høyere rentebane (grønne søyler).

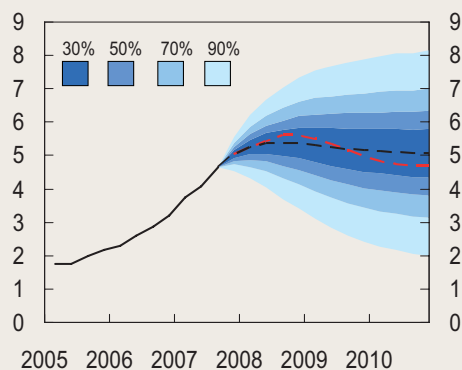
Vekstutsiktene ute er svekket. Isolert sett gir det utsikter til lavere aktivitet også i norsk økonomi og etter hvert lavere pris- og kostnadsvekst. Det trekker i retning av en lavere bane for renten (blå søyler).

Samlet sett er styringsrentene hos våre handelspartnere blitt satt ned og forventningene til styringsrentene fremover har falt. Dersom forventet avkastning av å investere i innenlandsk valuta skal være lik forventet avkastning av å investere i utenlandsk valuta, vil et rentefall ute isolert sett føre til sterkere kronekurs. En sterkere krone vil gi lavere inflasjon og dempet aktivitet i norsk økonomi. Det trekker i retning av at også renten i Norge settes noe ned når rentene ute faller (gule søyler).

¹ Endringene i anslagene for inflasjon og kapasitetsutnyttning er omtalt på side 53.

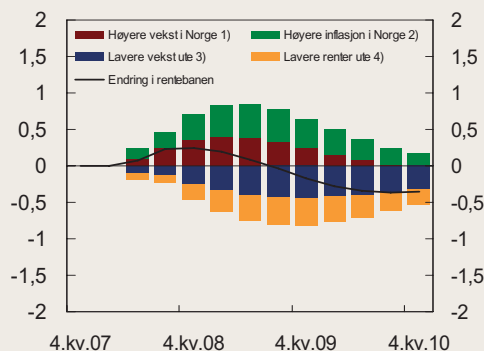
² Beregningene i figuren er gjort med utgangspunkt i en liten kalibrert modell for norsk økonomi, se Staff memo 2004/3.

Figur 1 Styringsrente i referansebanen fra PPR 3/07 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/08 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 3/07. Prosentenheter. Kvartalstall. 4. kv. 07 – 4. kv. 10



¹ Gjenspeiler virkninger av den uventet høye produksjonsveksten i 2007

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

³ Gjenspeiler virkninger av lavere forventet vekst i verdensøkonomien

⁴ Gjenspeiler virkninger av forventninger om lavere styringsrenter hos våre handelspartnere, gjennom virkninger på kronekursen

Kilde: Norges Bank

den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med stor og liten usikkerhet.² Usikkerhetsintervallet rundt renten gjenspeiler at pengepolitikken reagerer på utviklingen i inflasjonen og produksjonen. Det bidrar til å øke usikkerheten om den fremtidige renten, men bidrar samtidig til å redusere usikkerheten i inflasjonen og produksjonen.

Vi vurderer det som like sannsynlig at utviklingen i 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 justert for avgiftsendringer og uten energivarer er anslått i viften i figuren 1.7d. Det fremgår av denne figuren at sannsynligheten for at prisveksten kommer opp over 3,5 prosent i 2011 anslås til om lag 15 prosent. Tilsvarende anslås sannsynligheten for at inflasjonen faller tilbake under 1,5 prosent i 2011 til om lag 10 prosent. Sannsynligheten for at prisveksten blir lavere enn 1,5 prosent i 2008 anslås til om lag 5 prosent. Tilsvarende er sannsynligheten for at prisveksten blir over 3,5 prosent i 2008, anslått til mindre enn 5 prosent.

Alternative utviklingsbaner

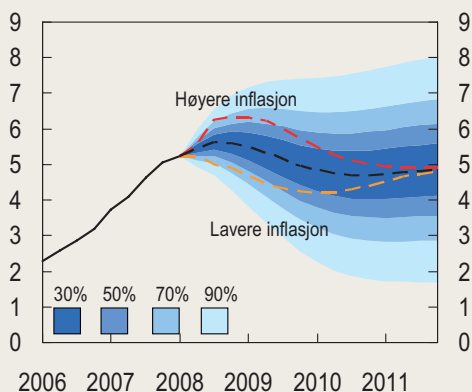
Skulle utviklingen i økonomien bli om lag slik vi ser for oss, kan aktørene i økonomien regne med at også renteutviklingen blir om lag som anslått. Renten kan derimot bli satt annerledes enn det vi nå ser for oss, dersom de økonomiske utsiktene endres, eller dersom endringer i renten påvirker produksjonen, sysselsettingen og inflasjonen på en annen måte enn forutsatt.

Pengepolitikken er innrettet mot å holde inflasjonen nær 2,5 prosent og unngå unødige svingninger i produksjon og sysselsetting. Skulle inflasjonen tilta videre eller avmattingen av veksten bli sterkere enn vi nå ser for oss, vil utviklingen i renten bli påvirket. 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 svingningene 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.

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

Figur 1.13a Styringsrenten i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Prosent. Kvartalstall.

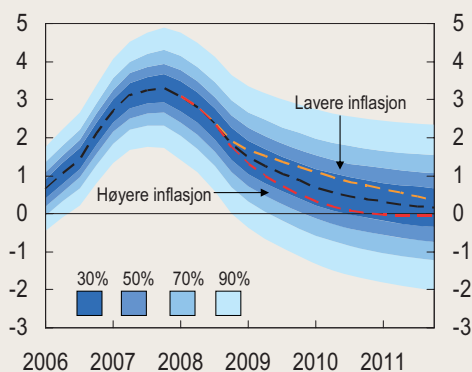
1. kv. 06 – 4. kv. 11



Kilde: Norges Bank

Figur 1.13b Produksjonsgapet i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Prosent. Kvartalstall.

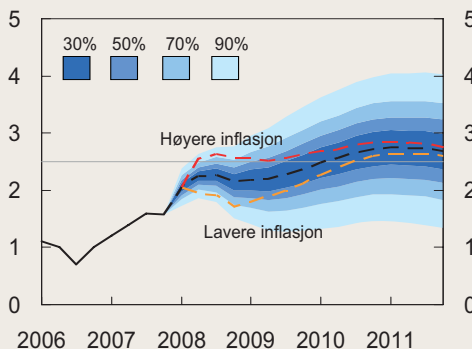
1. kv. 06 – 4. kv. 11



Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13c KPI-JAE i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall.

1. kv. 06 – 4. kv. 11



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjonen kan bli høyere enn vi nå anslår. I de siste konjunkturoppgangene er det blitt gitt høye lønnstillegg sent i oppgangen. Vi har få erfaringer med lønnsoppgjør når arbeidsmarkedet er like stramt som nå. Samtidig tiltar prisveksten i andre land, og importprisene kan bli høyere enn vi nå anslår.

I figurene 1.13a-c (røde linjer) illustrerer vi en utvikling der prisveksten tiltar mer enn anslått.³ Som en beregningsteknisk forutsetning har vi lagt til grunn at inflasjonen blir $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prosentenheter høyere enn i referansebanen det nærmeste året. Da vil det være riktig å sette renten mer markert opp for å hindre at inflasjonen kommer vesentlig over 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 1.13a-c (gule linjer) illustreres en utvikling der den underliggende inflasjonen faller tilbake og blir liggende rundt $1\frac{3}{4}$ prosent de nærmeste kvartalene. Skulle kronen styrke seg videre, vil det gi utsikter til lavere inflasjon. 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 holde renten på dagens nivå og etter hvert sette renten raskere ned enn i referansebanen for å ivareta hensynet til å holde inflasjonsforventningene oppe og bringe inflasjonen tilbake til målet.

Et mer markert tilbakeslag i verdensøkonomien vil kunne 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. På den andre siden kan et mulig fall i oljeprisen 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 kronkursen dominerer, kan det bli riktig å sette renten opp.

³ 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.

Kryssjekker⁴

Terminrentene i markedet kan være en kryssjekk for Norges Banks renteprognose. Under bestemte forutsetninger om risikopremiene kan de beregnede terminrentene være et uttrykk for markedsaktørens forventninger til den fremtidige renteutviklingen. Terminrentene i Norge har siden forrige rapport falt både på kort og lang sikt. De beregnede terminrentene kan tyde på at aktørene i finansmarkedet forventer at styringsrenten de neste kvartalene vil ligge mellom 5¼ og 5½ prosent, se figur 1.10.

Rentesettingen kan også vurderes i lys av enkle regler for hvordan renten bør settes. Det har gjennomgående ikke vært vedvarende forskjeller mellom styringsrenten og de pengepolitiske reglene de siste årene, se figur 1.14. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen bygger i stedet på den observerte veksten i BNP og inflasjonen. De enkle reglene er ikke fremoverskuende, men ser bare på den løpende økonomiske utviklingen. Taylor-regelen og vekstregelen har noen begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. De tar ikke hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Regelen med utenlandsk rente skal i utgangspunktet være mer egnet for en liten åpen økonomi. Denne regelen viser nå en noe lavere rente enn Taylor-regelen og vekstregelen.

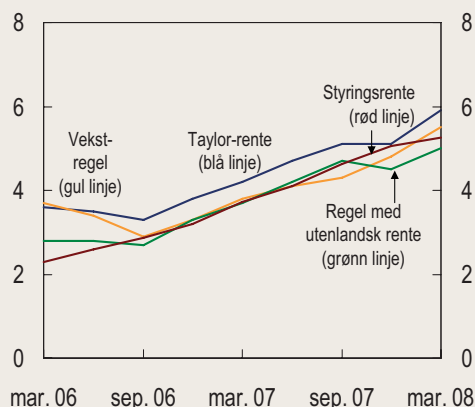
Norges Bank har beregnet en enkel renteregulering basert på bankens tidligere rentesetting.⁵ Utsikter til høyere inflasjon, god lønnsvekst og høy vekst i BNP trekker i retning av en høyere styringsrente, mens svakere renteutvikling hos handelspartnerne trekker i motsatt retning. Samlet taler en slik regel for en noe høyere rente fremover, se figur 1.15.

Med tillit til pengepolitikken vil forventet prisvekst på lang sikt være nær inflasjonsmålet. Det er i seg selv med på å stabilisere inflasjonen. En kryssjekk for pengepolitikken kan være langsiktige terminrentedifferanser mellom Norge og euroområdet, se figur 1.16. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge bør denne differansen normalt ligge i området ½ – 1 prosentenhet, avhengig av risikopremiene i rentemarkedet. Et større avvik kan være et varsel om at inflasjonsforventningene i Norge er høyere enn det inflasjonsmålet tilsier.

⁴ For en grundig gjennomgang av flere kryssjekker for rentesettingen, se Årsmelding og rekneskap 2007.

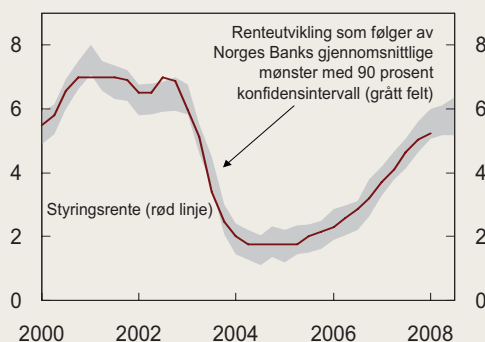
⁵ Se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04.

Figur 1.14 Styringsrente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 1. kv. 08



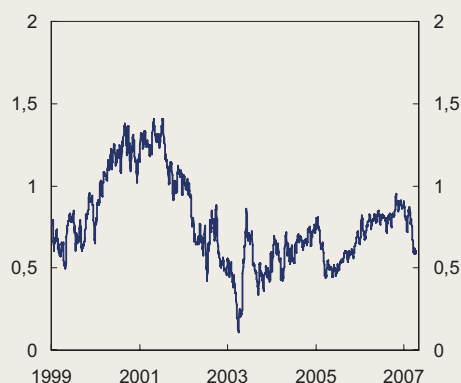
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹⁾ Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 1. kv. 08



¹⁾ Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremånedersrente hos handelspartnerne. Nærmere utdyping er gitt i Inflasjonsrapport 3/04
Kilde: Norges Bank

Figur 1.16 Differansen mellom langsiktige terminrenter i Norge og euroområdet.¹⁾ Prosentenheter. Dagstall. 1. des. 99 – 10. mar. 08



¹⁾ 5 års terminrenter om 5 år

Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Oppsummering

- Prisveksten har tatt seg markert opp. Ulike mål for inflasjonen viser litt forskjellig utvikling, men samlet er den underliggende prisstigningen nær 2,5 prosent. Sterk økonomisk vekst over lang tid har ført kapasitetsutnyttningen opp på et høyt nivå. Arbeidsmarkedet er stramt, og lønnsveksten tiltar. Samtidig er utsiktene for verdensøkonomien svekket. Aktørene i penge- og finansmarkedene venter nå vesentlig lavere styringsrenter i andre land fremover enn de gjorde sist høst, særlig i USA, men også i Europa.
- 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, høyere importpriser eller en svakere krone kan på den ene siden medføre at inflasjonen tiltar raskere enn anslått. 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.

Konklusjoner - hovedstyrets strategi

- Styringsrenten bør ligge i intervallet 5 – 6 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 25. juni, med mindre norsk økonomi blir utsatt for uventet store forstyrrelser.

Pengepolitikken siden forrige rapport

Norges Banks anslag for den økonomiske situasjonen i Pengepolitisk rapport 3/07 – som ble lagt fram 31. oktober 2007 – tilsa en styringsrente i intervallet 4¾ - 5¾ prosent i perioden fram til 13. mars 2008, med mindre norsk økonomi ble utsatt for uventet store forstyrrelser. Analysene i rapporten tilsa at styringsrenten skulle settes ytterligere opp, men noe mindre enn vi så for oss i Pengepolitisk rapport 2/07. Høyere rente ville bidra til at kapasitetsutnyttningen etter hvert kunne avta, slik at inflasjonen ikke ble for høy.

I Pengepolitisk rapport 3/07 ble det pekt på at den høye kapasitetsutnyttningen og økt kostnadsvekst kunne medføre at inflasjonen tiltok raskere enn ventet. Det ble også pekt på at hvis utviklingen i verdensøkonomien ble svakere enn ventet eller hvis kronen ble sterkere enn lagt til grunn, kunne inflasjonen bli lavere enn anslått.

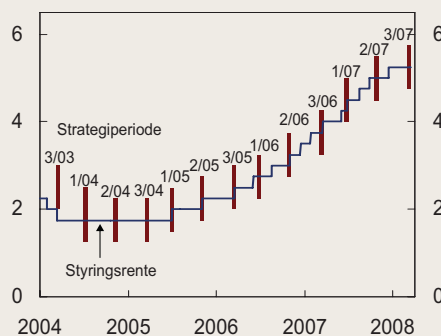
I rentemøtet 31. oktober pekte hovedstyret på at den underliggende prisveksten hadde tiltatt, men var lavere enn inflasjonsmålet. Ulike mål på den underliggende inflasjonen lå mellom 1½ og 2 prosent. Veksten i norsk økonomi var fortsatt sterk, og sterkere enn tidligere anslått. Kapasitetsutnyttningen var høy. Lønnsveksten tiltok, og det var utsikter til høyere prisstigning. Samtidig hadde kronen styrket seg betydelig, og det var utsikter til at en noe svakere utvikling i verdensøkonomien etter hvert ville bidra til å dempe inflasjonen og veksten i produksjonen og sysselsettingen i Norge. Pengemarkedsrentene hadde dessuten steget mer enn markedets forventninger til styringsrenten på kort sikt skulle tilsi. Styringsrenten ble holdt uendret på 5,00 prosent.

Renten ble økt med 0,25 prosentenheter til 5,25 prosent i rentemøtet 12. desember. Hovedstyret pekte på at den samlede konsumprisveksten (KPI) hadde tatt seg markert opp som følge av sterk økning i strømprisene. Uroen i kreditt- og aksjemarkedene hadde tiltatt, og utsiktene for verdensøkonomien var blitt mer usikre. De kortsiktige rentene i pengemarkedene var vesentlig høyere enn det forventningene til styringsrentene skulle tilsi. På den andre siden hadde veksten i norsk økonomi vært sterkere

enn ventet. Vårt regionale nettverk bekreftet bildet av fortsatt god vekst i norsk økonomi selv om mange bedrifter rapporterte at mangel på produksjonskapasitet ville dempe veksten fremover, og at de ventet økte priser på konsumvarer og -tjenester. Det var et alternativ å holde renten uendret, men en samlet vurdering tilsa at det var riktig å øke renten ved dette møtet.

I rentemøtet 23. januar ble styringsrenten holdt uendret på 5,25 prosent. Hovedstyret pekte på at konsumprisveksten hadde tatt seg opp. Ulike mål for den underliggende prisveksten lå i desember mellom 1¾ og 2½ prosent. Inflasjonen hadde tiltatt mer enn ventet. Sysselsettingen steg markert høsten 2007, og arbeidsstyrken vokste videre. Husholdningenes konsum hadde økt mer enn anslått. På den andre siden var det utsikter til svakere vekst i verdensøkonomien. Forventningene til styringsrentene ute ble betydelig lavere de siste ukene før rentemøtet. De kortsiktige rentene i pengemarkedene hadde avtatt noe fra de høye nivåene høsten 2007, men lå fortsatt over det forventningene til styringsrentene skulle tilsi. Kronekursen hadde svingt en del siden rentemøtet i desember og var svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/07. Veksten i norsk økonomi var sterk, men tatt hensyn til den svake utviklingen ute og uroen i finansmarkedene, var det samlet sett riktig å holde renten uendret.

Figur 1 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling.¹⁾ Prosent. Dagstall. 2. jan. 04 – 13. mar. 08



¹⁾ Hovedstyrets beslutning 13. mars er ikke innarbeidet, se tabell s. 66

Kilde: Norges Bank

2 Verdensøkonomien, finans- og råvaremarkedene

Uroen i finansmarkedene fortsetter

Aksjekursene har falt betydelig siden årsskiftet, både internasjonalt og i Norge, se figur 2.1. Det er i hovedsak frykten for økonomiske nedgangstider i USA og smittevirkninger til andre land som ligger bak. Svingningene fra dag til dag på Oslo Børs har vært store. I løpet av januar fikk hovedindeksen det største fallet på én dag siden 1992.

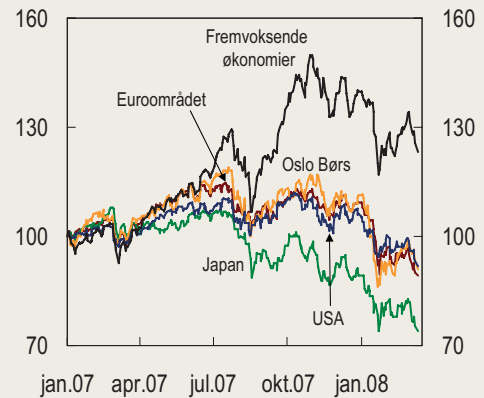
Utviklingen i renter og aksjekurser tyder på at markedsaktørene har nedjustert sine forventninger til veksten i verdensøkonomien. I USA og Europa har rentene falt markert siden forrige rapport. Det gjenspeiler at forventet realrente for de nærmeste årene har avtatt. I USA har forventet realrente ett år fram i tid falt fra over 2½ prosent i fjor sommer til nær 0 prosent nå, se figur 2.2. Også i Norge har de litt lengre rentene falt, men betydelig mindre enn i USA, euroområdet og Storbritannia. Markedsaktørenes inflasjonsforventninger har tiltatt noe internasjonalt.

Situasjonen i pengemarkedene bedret seg etter at flere sentralbanker i desember tilførte lån i amerikanske dollar til bankene, se figur 2.3. Forskjellen mellom pengemarkedsrenter og forventede styringsrenter gjenspeiler det påslaget – risikopremien – banker og andre må betale for å låne i pengemarkedet. Påslagene i en- og tremåneders rentene avtok markert fra midten av desember til midten av januar, men har økt igjen i det siste, se figur 2.4. Påslagene for pengemarkedslån med ett års løpetid falt mindre i desember og januar. De har også økt igjen den siste måneden, og er nå nær de høyeste nivåene de har vært på siden uroen brøt ut, se figur 2.4.

Risikopremiene i pengemarkedet kan deles opp i en kredittpremie, en likviditetspremie og en løpetidspremie. Kredittpremien kan avledes fra såkalte Credit Default Swaps (CDS). En CDS måler prisen man må betale for å forsikre seg mot at utstederen av en obligasjon misligholder sine betalingsforpliktelser. Kredittrisikoen har steget betraktelig i det siste og er høyere enn i siste del av fjoråret, se figur 2.5. Trolig er det økningen i kredittrisikoen som først og fremst kan forklare at premiene i pengemarkedet har økt igjen. Fremover er det priset inn at påslagene i pengemarkedsrentene vil avta noe, men mindre enn det som var ventet i fjor høst.

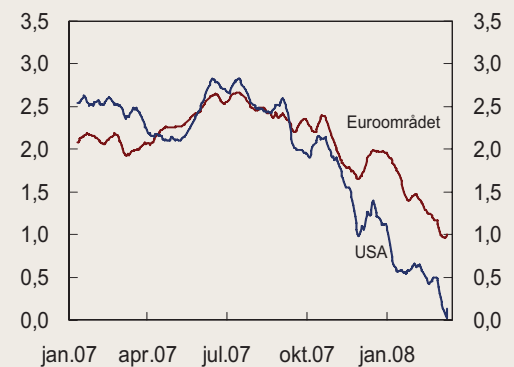
Pengemarkedene er internasjonale, og flere utenlandske banker deltar direkte i det norske pengemarkedet. Samtidig henter norske banker mye av sin finansiering ute. Rentepåslagene i USA og Europa ble forholdsvis raskt vellet over på lån i norske kroner. Risikopremiene i det norske

Figur 2.1 Utviklingen i aksjemarkedene. Indeks, 1. jan. 07 = 100. Dagstall. 1. jan. 07 – 10. mar. 08



Kilde: Reuters (EcoWin)

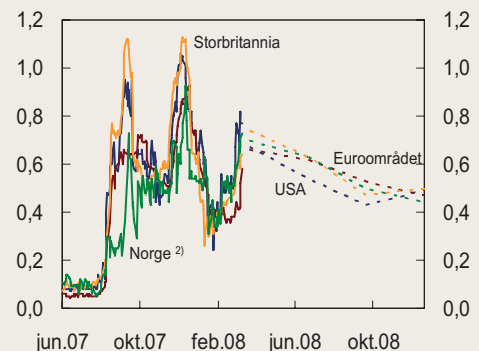
Figur 2.2 Forventet realrente¹⁾ om 1 år i USA og euroområdet. 10-dagers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. jan. 07 – 10. mar. 08



¹⁾ Ett års løpetid. Realrenten er avledet fra nominelle swaprenter og inflasjonsswapper

Kilder: Bloomberg, Reuters (EcoWin) og Norges Bank

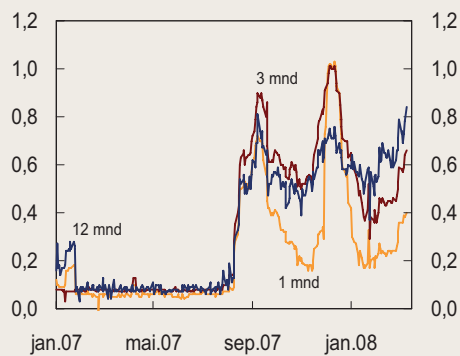
Figur 2.3 Differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente¹⁾. Prosentenheter. Dagstall. Historisk (fra 1. jun. 07) og fremover (per 10. mar. 08)



¹⁾ Forventet styringsrente er representert ved Overnight Indexed Swap (OIS)
²⁾ Norges Banks anslag

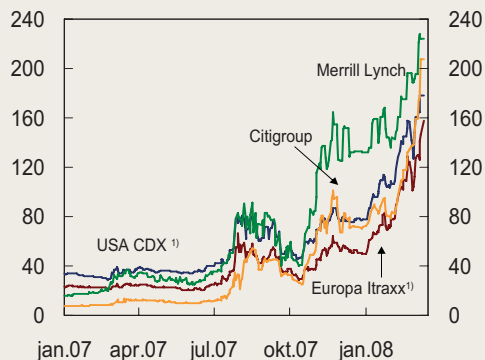
Kilder: Bloomberg, Reuters og Norges Bank

Figur 2.4 Differanse mellom pengemarkedsrenter med ulike løpetider og forventet styringsrente¹⁾. Gjennomsnitt for USA, euroområdet og Storbritannia. Prosentenheter. Dagstall. 1. jan. 07 – 10. mar. 08



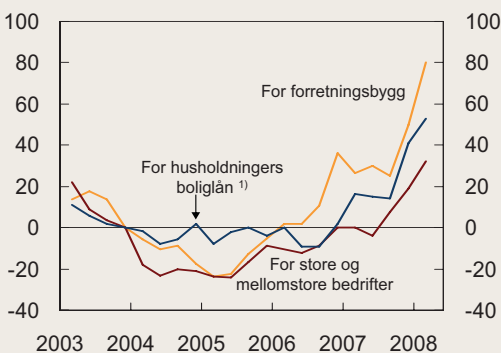
¹⁾ Forventet styringsrente er representert ved Overnight Indexed Swap (OIS)
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 2.5 CDS-priser på amerikanske og europeiske foretak og utvalgte banker. Basispunkter. Dagstall. 1. jan. 07 – 10. mar. 08



¹⁾ CDS-priser på foretak med gradering Investment Grade
Kilde: Bloomberg

Figur 2.6 Kredittundersøkelser. USA. Andel banker som har strammet til kredittvilkårene. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 03 – 1. kv. 08



¹⁾ Til og med første kvartal 2007 gjelder tallene for alle boliglån til husholdninger. Deretter gjelder tallene for førsteklases (prime) boliglån
Kilde: Reuters (EcoWin)

pengemarkedet er fortsatt høyere enn normalt og forventes å holde seg nokså høye ut 2008. Vi ser en tilsvarende utvikling i Sverige, Australia, New Zealand og Japan.

Få norske låntakere har langsiktige lån med fast rente. Utviklingen i kortsiktige renter er dermed viktig for lånekostnadene til norske bedrifter og husholdninger. Mange bedrifter har rentebetingelser som er knyttet direkte til utviklingen i pengemarkedsrentene. Bankenes utlånsrenter overfor husholdningene vil også normalt følge pengemarkedsrentene med et påslag og et visst tidsetterslep. Gjennom høsten i fjor var bankenes renter på boliglån lave i forhold til pengemarkedsrenten. Siden har mange banker økt sine utlånsrenter mer enn pengemarkedsrentene har steget. Utlånsrenten på nye, godt sikrede boliglån er nå høyere i forhold til pengemarkedsrenten enn i månedene før uroen brøt ut i fjor sommer.

Uroen i kredittmarkedene er de siste månedene blitt forsterket av økende usikkerhet om soliditeten til amerikanske selskaper som forsikrer obligasjonslån og andre typer gjeldsinstrumenter – såkalte monolines. Virksomheten til disse selskapene er tuftet på at de har høy kredittverdighet. Obligasjoner kan garanteres av slike forsikringsselskaper og dermed oppnå høyere kredittvurdering. Utstederen kan dermed rette seg mot investorer som har høye krav til sikkerhet. De to største forsikringsselskapene har fremdeles høyeste kredittvurdering, men kan stå i fare for å bli nedgradert. Nedgradering av forsikringsselskapene vil føre til at verdien av inngåtte forsikringer faller og må skrives ned. Blant dem som har obligasjoner som er forsikret av disse forsikringsselskapene, finner vi banker som allerede har hatt store tap på verdipapirer.

Flere store banker har tatt risikable verdipapirer fra investeringsselskaper de hadde etablert, tilbake i sine egne balanser. Det har isolert sett økt deres krav til kapitaldekning. Samtidig tærer bankenes avskrivninger fra dårlige boliglån på kapitalen. I tillegg er bankenes finansiering av utlånsveksten blitt dyrere på grunn av høyere kredittrisikopremier. Flere store banker har hentet inn ny kapital fra statlige fond i Midt-Østen og Asia. Spørreundersøkelser i USA, euroområdet og Storbritannia tyder likevel på at bankene har strammet til vilkårene de setter for å yte kreditt og tar høyere marginer på utlån, se figur 2.6 og 2.7. Norske banker kan også ha strammet inn sin utlånspraksis noe, men trolig mindre enn i USA der bankenes resultater er vesentlig mer påvirket av uroen.

Kostnadene for bedrifter ved å finansiere seg direkte i kredittmarkedene internasjonalt har steget. Kredittpåslagene for foretak med BBB-gradering viser en markert oppgang i USA og en noe mindre oppgang for europeiske foretak, se figur 2.8. Obligasjonsmarkedet for selskaper med denne

graderingen er stort, og en økning i kredittpåslaget rammer store deler av det amerikanske næringslivet. Det fremgår av figuren at oppgangen i påslaget tilsvarer en renteøkning på om lag 2 prosentenheter. Kredittpåslaget for de mest risikable obligasjonene utstedt av foretak i USA har økt kraftig, mens påslaget for statsobligasjoner i fremvoksende økonomier bare har vist en moderat oppgang.

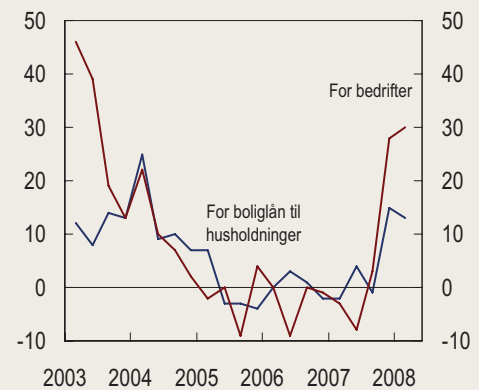
Svingningene i valutakursene har tiltatt vesentlig. Volatiliteten mellom hovedvalutaene, målt ved GRI¹, er nær de høyeste nivåene siden uroen i finansmarkedene brøt ut i fjor sommer, se figur 2.9. Før uroen startet lånte mange aktører i valutaer med lav rente for å plassere i valutaer med høy rente. Disse posisjonene er trolig blitt kraftig redusert siden august i fjor, og valutaer med lav rente slik som japanske yen og sveitsiske franc, har styrket seg, se figur 2.10. Denne utviklingen gjenspeiler at aktørenes vilje til å ta risiko har falt, og at større svingninger i valutakursene øker faren for tap. Japan og Sveits har samtidig overskudd på sine driftsbalanser og kan bli sett på som relativt sett trygge plasseringer i en urolig periode. Den effektive kursen på amerikanske dollar har svekket seg med 4,4 prosent siden forrige Pengepolitisk rapport ble lagt fram. Den effektive kursen på euro har styrket seg i samme periode.

Målt ved I-44 er kronkursen litt sterkere enn da forrige rapport ble lagt fram. Svingningene i kronkursen har vært større enn på flere år. I slutten av november i fjor steg volatiliteten mot euro til det høyeste nivået siden begynnelsen av 2004, og volatiliteten er fortsatt nokså høy. I perioder preget av markedsuro, høy volatilitet og redusert vilje til å ta risiko er det ikke uvanlig at aktørene reduserer sin eksponering mot lite likvide valutaer som norske kroner. Tiltakende uro i finansmarkedene i november i fjor bidro til å forsterke aktørenes salg av kroner i forkant av årsskiftet, se figur 2.11. I begynnelsen av 2008 bidro det markerte fallet i aksjemarkedene også til salg av kroner. Den senere tiden har kronen styrket seg igjen.

Økt oljepris og høyere rentedifferanse mot handelspartnerne har over tid vært forbundet med en sterkere krone. Oljeprisen og rentedifferansen benyttes som forklaringsvariable i Norges Banks kryssjekkmodeller for kronkursen, se egen utdyping på side 46. Både oljeprisen og rentedifferansen mot handelspartnerne har økt siden slutten av oktober, noe som isolert sett skulle trekke i retning av en sterkere krone. Når økningen i rentedifferansen ikke har slått sterkere ut i kronkursen, kan det skyldes at investorene krever en høyere risikopremie enn før på plasseringer i norske kroner. Økningen i risikopremien må ses i

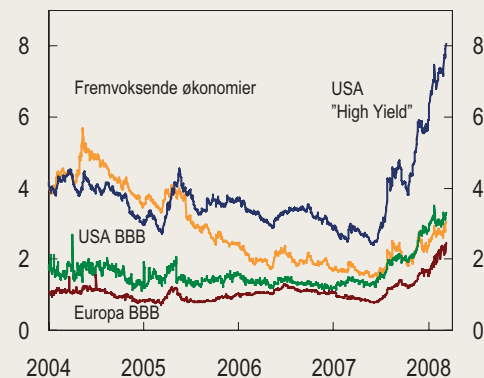
¹ Global risikoindeksator. GRI gjenspeiler usikkerheten i valutamarkedene ved å veie sammen implisitt volatilitet fra opsjoner på valutakursene mellom amerikanske dollar, euro og japanske yen. Se Penger og Kreditt 3/2000 side 193-194 for en nærmere omtale.

Figur 2.7 Kredittundersøkelser. Euroområdet. Andel banker som vil stramme til kredittvilkårene. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 03 – 1. kv. 08



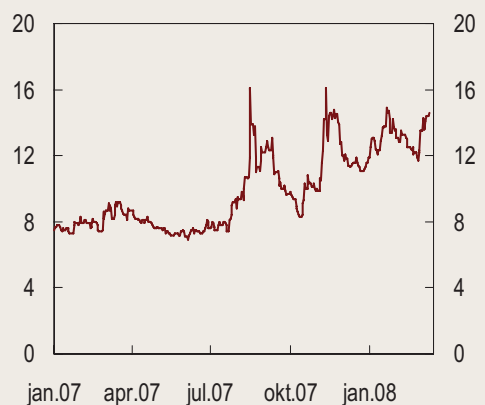
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.8 Kredittpåslag obligasjoner med 10 års løpetid. Prosentenheter. Dagstall. 1. jan. 04 – 10. mar. 08



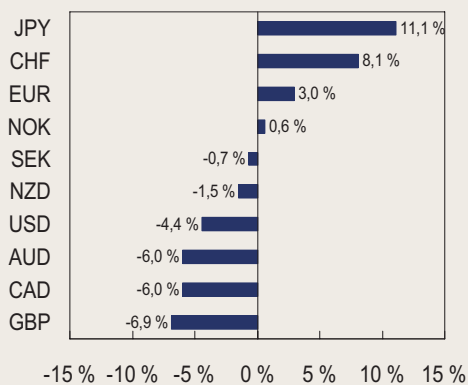
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.9 Global risikoindeksator (GRI) . Prosent. Dagstall. 1. jan. 07 – 10. mar. 08



Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

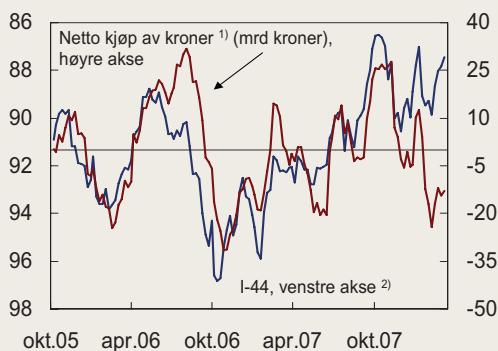
Figur 2.10 Endring i effektive valutakurser siden PPR 3/07¹⁾



¹⁾ Positivt (negativt) tall betyr sterkere (svakere) valutakurs

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 2.11 I-44 og utenlandske finansielle aktørers netto kjøp av kroner (i mrd. kroner). Uketall. Uke 41 2005 – uke 10 2008

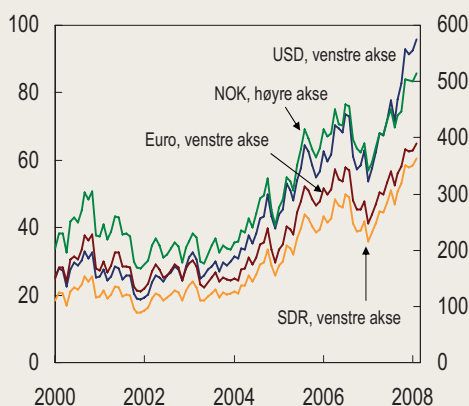


¹⁾ Relativt til en trend beregnet med et Hodrick-Prescott filter. Se Staff Memo 2005/2 (www.norges-bank.no) for nærmere omtale

²⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 Oljepris (Brent Blend) i USD, euro, NOK og SDR. Månedstall. Jan. 00 – feb. 08



Kilde: Reuters (EcoWin)

sammenheng med uroen i finansmarkedene internasjonalt. Dersom uroen varer ved eller tiltar, vil det trolig prege kursutviklingen på norske kroner fremover. Dersom uroen avtar og aktørenes risikovilje øker, kan renteforskjeller og andre realøkonomiske forhold igjen bli viktigere for kronekursen. De trekk ved utviklingen som eventuelt gir mindre uro og økt risikovilje kan imidlertid også bidra til at den forventede renteforskjellen faller noe tilbake.

Råvareprisene holder seg høye

Oljeprisen (Brent Blend) har vært 95 dollar fatet i gjennomsnitt så langt i år, se figur 2.12. Det er en oppgang på 23 dollar i forhold til gjennomsnittet for 2007. 28. februar passerte spotprisen på Brent Blend 100 dollar per fat.

Oppgangen i oljeprisen har pågått lenge. De siste fem årene har prisen steget med over 60 dollar. Det henger sammen med flere forhold. For det første har veksten i etterspørselen etter olje holdt seg oppe på grunn av den kraftige oppgangen i verdensøkonomien. I fremvoksende økonomier, spesielt Kina og India, har den økonomiske veksten vært særlig høy. Energietterspørselen i disse landene har i tillegg økt som følge av industrialisering og økt velstand. Samtidig har prisene til sluttbrukerne steget mindre enn råoljeprisen på grunn av subsidiering eller prisreguleringer. Også i viktige oljeeksporterende land har etterspørselen etter olje tatt seg markert opp på grunn av økte petroleumsinntekter og lave innenlandske petroleumspriser. I OECD-landene har etterspørselen reagert nokså lite på økte priser. Her kommer en stadig større del av oljeetterspørselen fra transportsektoren, hvor det er vanskelig å erstatte bruken av petroleum.

For det andre har tilbudet av olje fra landene utenfor OPEC vært for lavt til å møte veksten i samlet etterspørsel siden 2003, se figur 2.13. Produksjonen er i ferd med å falle flere steder. Kostnadene ved å frembringe ny olje har økt som følge av mindre og vanskeligere tilgjengelige funn. Kostnadene øker også som følge av knapphet på blant annet borerigger, byggematerialer og kvalifisert arbeidskraft. Flere land med oljeresurser har dessuten blitt mer restriktive med å slippe til utenlandske selskaper, miljøstandarder har blitt strengere og skatteregler strammet til. Det internasjonale energibyrået (IEA) har anslått at investeringer i olje- og gassprosjekter ble doblet fra 2000 til 2005. En betydelig andel av økningen skyldes imidlertid økte investeringskostnader, slik at den reelle økningen var vesentlig lavere.

For det tredje har OPEC oppnådd mer markedsrett og har vist økt vilje og evne til å forsvare en vesentlig høyere pris enn tidligere. Særlig tydelig ble dette da organisasjonen reduserte produksjonen i siste del av 2006 og begynnelsen av 2007, da oljeprisen midlertidig falt under 60 dollar fatet. Dette resulterte i markert fall i oljelagrene i OECD gjennom 2007 og bidro til å presse prisene oppover igjen. OPEC har

i tillegg begrunnet produksjonsbeslutninger med at svekkelsen av dollaren har resultert i lavere reelle inntekter.

For det fjerde har økt usikkerhet om situasjonen i flere viktige oljeeksporterende land som Irak, Iran, Nigeria og Venezuela medført at oljeprisen etter hvert inneholder en vesentlig "usikkerhetspremie". For en gitt oljepris er nå markedsaktørene villige til å holde høyere lagre enn tidligere som sikkerhet mot eventuelle produksjonsbortfall. Selv om OPECs ledige produksjonskapasitet har økt noe igjen de senere årene, synes ikke markedsaktørene å oppfatte dette som tilstrekkelig i forhold til den økte usikkerheten.

Til tross for at OPEC økte produksjonen i andre halvår 2007, falt OECDs samlede lagre mye mer enn vanlig i denne perioden. Ved utgangen av 2007 var lagrene på det laveste siden slutten av 2004, målt i antall dagers forbruk. Utsikter til svakere utvikling i verdensøkonomien medførte at IEA i februar nedjusterte anslagene for veksten i oljeetterspørselen i OECD-landene for 2008. Etterspørselen er ventet å holde seg godt oppe i landene utenfor OECD. Tilbakevendende uro i viktige oljeeksporterende land har bidratt til å holde oljeprisen høy.

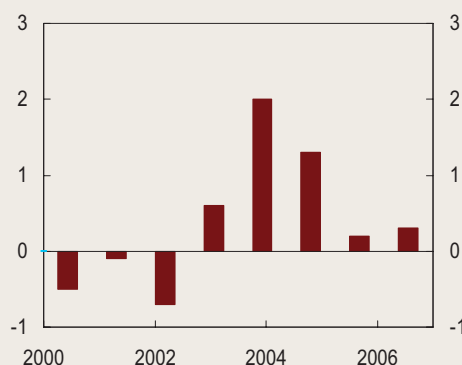
OPEC besluttet å holde produksjonen uendret på møtet 5. mars. Det ble pekt på at produksjonen av olje har resultert i økte oljelagre så langt i 2008. Lagrene er igjen høyere enn gjennomsnittet for de siste fem årene. Med dagens nivå på produksjonen vil lagrene øke ytterligere fremover. Som tidligere fremhever organisasjonen at den høye oljeprisen derfor ikke reflekterer fundamentale markedsforhold – prisen er betydelig påvirket av svak dollar, stigende inflasjon og store finansielle plasseringer i råvarer, herunder olje.

Oppgangen i oljeprisen siden forrige Pengepolitisk rapport har vært sterk. Både spotprisen og den lengste terminprisen med forfall i desember 2015 har økt med 21 dollar. De finansielle investorene har nå noe høyere netto kjøpsposisjoner i fremtidsmarkedet for olje enn ved forrige rapport, se figur 2.14.

Forløpet for oljeprisen i denne rapporten bygger som tidligere på terminprisene. Disse prisene tilsier nå en oljepris på 101 dollar i 2008 og 98 dollar i 2009, henholdsvis 16 og 19 dollar høyere enn i forrige rapport, se figur 2.15. Et gjennomsnitt av analytikere som jevnlig utspørres av det amerikanske nyhetsbyrået Bloomberg, ventet i begynnelsen av mars en oljepris på 82 dollar i 2008 og 76 dollar i 2009.

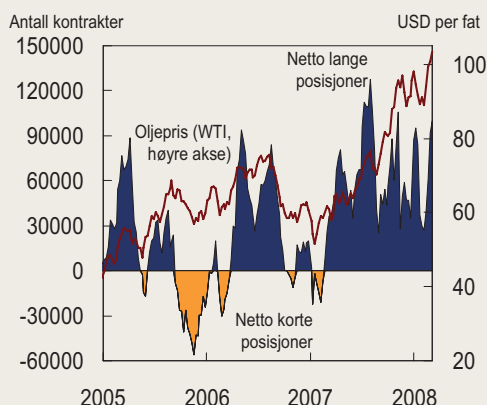
Usikkerheten om oljeprisen fremover preges særlig av to forhold. Anslagene for global oljeetterspørsel kan bli ytterligere nedjustert hvis veksten i verdensøkonomien blir svakere enn antatt. Spesielt gjelder dette hvis veksten i fremvoksende økonomier skulle rammes hardere enn vi nå ser for oss. På den andre siden kan veksten i oljetilbudet på ny bli lavere enn ventet. OPEC kan redusere produksjonen på nytt.

Figur 2.13 Differanse mellom årlig endring i verdens oljeetterspørsel og tilbud fra land utenfor OPEC. Millioner fat per dag. Årstall. 2000 – 2007



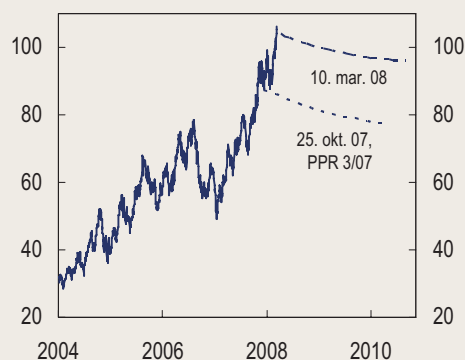
Kilder: International Energy Agency (IEA) og Norges Bank

Figur 2.14 Ikke-kommersielle aktørers nettoposisjoner i terminmarkedet for olje. Uketall. Uke 1 2004 – uke 10 2008



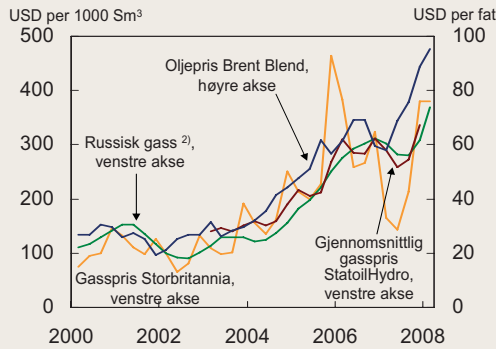
Kilder: Reuters (EcoWin) og Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

Figur 2.15 Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. Dagstall. 1. jan. 04 – 10. mar. 08. Terminpriser 25. okt. 07 og 10. mar. 08 (stiple linjer). Månedstall. Des. 07 – sep. 10



Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Figur 2.16 Gjennomsnittlige priser på råolje og naturgass. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 1. kv. 08¹⁾



¹⁾ For 1. kv. 2008 er gjennomsnitt av dagstall 01. jan. 08 til 10. mar. 08 brukt. For russisk gass er månedstall for januar brukt for 1. kv. 08

²⁾ Pris ved grensen til Tyskland

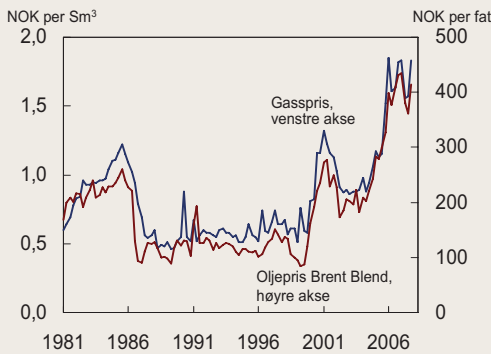
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Reuters (EcoWin), StatoilHydro og Norges Bank

Uro i viktige oljeeksporterende land kan igjen øke faren for bortfall av oljeproduksjon. Forsinkelser og kostnadsproblemer kan hemme nye prosjekter i flere land utenfor OPEC.

I opsjonsmarkedet for den amerikanske referanseoljen West Texas Intermediate kan markedsaktørene sikre seg mot variasjoner i oljeprisen mot å betale en premie. Premiene indikerer at markedsaktørene ser det som litt mer sannsynlig at oljeprisen faller med mer enn 20 dollar enn at den stiger med mer enn 20 dollar i forhold til terminprisen ved utgangen av 2008.

Gassprisene i Europa økte videre i fjerde kvartal 2007, se figur 2.16. Prisen på norsk gass er i hovedsak knyttet til prisen på oljeprodukter gjennom indeksering i langsiktige salgskontrakter. I praksis betyr det at gassprisen i stor grad følger oljeprisen med et tidsetterslep, se figur 2.17. En andel av gassen selges også i spotmarkedet i Storbritannia. Der har gassprisen steget markert siden våren 2007. Det må blant annet ses i sammenheng med økningen i gassprisen på kontinentet. Usikkerhet om gasstilgangen inn til Storbritannia, blant annet ved forsinkelser i nye LNG-anlegg og lavere produksjon i Nordsjøen enn opprinnelig ventet, har også påvirket prisene. Økte priser på LNG i Asia har dessuten presset opp prisene på LNG-eksport til Europa. Terminpriser for britisk gass indikerer en fortsatt svak oppgang for resten av 2008 og inn i 2009.

Figur 2.17 Oljepris (Brent Blend) og gjennomsnittlig eksportpris for norsk naturgass¹⁾. Oljeprisen er forskjøvet tilbake to kvartaler. 1. kv. 81 – 4. kv. 07

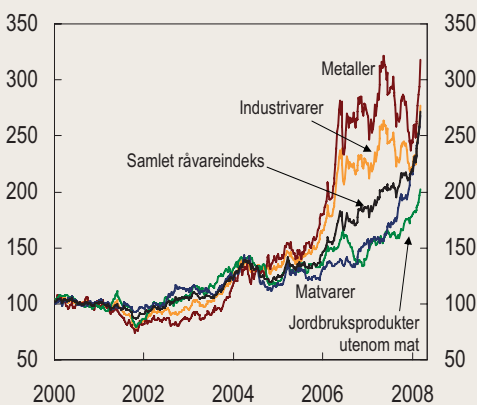


¹⁾ Fra 1. kv. 81 til 1. kv. 07 er gassprisen hentet fra SSB
For 2. kv. til 4. kv. 07 er gassprisen hentet fra StatoilHydro sitt kvartalsregnskap

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Reuters (EcoWin), StatoilHydro og Norges Bank

The Economists prisindeks for råvarer har steget 26 prosent siden Pengepolitisk rapport 3/07, se figur 2.18. Delindeksen for matvarer har steget 38 prosent i denne perioden, mens jordbruksprodukter utenom mat har steget 18 prosent. Prisoppgangen har omfattet de fleste matvarene. Økt produksjon av biodrivstoff, høyere etterspørsel fra fremvoksende økonomier og dårlige værforhold er de viktigste årsakene til den høye prisstigningen på matvarer og andre jordbruksprodukter, se utdypning side 43.

Figur 2.18 Internasjonale råvarepriser i dollar. Indeks, 2000 = 100. Uketall. Uke 1 2000 – uke 10 2008



Kilder: Reuters (EcoWin) og The Economist

Uroen i finansmarkedene og svakere vekstutsikter for verdensøkonomien bidro til reduserte metallpriser mot slutten av fjoråret. Etter nyttår har imidlertid metallprisene økt igjen, til tross for fortsatt uro i finansmarkedene. Dette må blant annet sees i sammenheng med at den økonomiske veksten i fremvoksende økonomier fremdeles er høy, og etterspørselen etter råvarer fra disse landene er sterk. Kina etterspør mer industrimetaller enn noe annet land, og importen har holdt seg godt oppe de siste månedene. I tillegg har midlertidige produksjonsforstyrrelser i flere land begrenset tilbudet, og i det siste presset opp prisene særlig på aluminium. The Economists delindeks for industrimetaller er 11 prosent høyere enn ved forrige rapport. Terminprisene indikerer nå en svakt fallende prisutvikling på industrimetaller de nærmeste årene, se figur 2.19.

Fraktratene for tørrbukk (Baltic Dry Index) har falt 22 prosent siden forrige rapport, selv etter en oppgang siden slutten av januar, se figur 2.20. Indeksen kan si noe om hvor mye råvarer som handles verden over. Den var i oktober på et rekordhøyt nivå, og fallet siden kan tyde på at etterspørselen etter råvarer har gått ned. Reduserte fraktrater kan også gjenspeile andre forhold, som sesongmessig lavere etterspørsel etter lasteskip, økt tilgang på fraktskip, mindre kø i havner og kortere transportlengde.

Lagrene av aluminium, nikkell og sink hos London Metal Exchange har økt en del siden forrige rapport. Dette kan også tyde på svekket etterspørsel etter råvarer. Lagrene av kobber har imidlertid falt noe. I antall ukers forbruk er lagrene fortsatt lave sammenlignet med gjennomsnittlige nivåer siden 2000.

Utsikter til lavere vekst i verdensøkonomien, samt utviklingen i terminpriser for metaller, lagerbeholdning og fraktrater tyder i sum på noe lavere vekst i etterspørselen etter råvarer enn vi så for oss i forrige rapport.

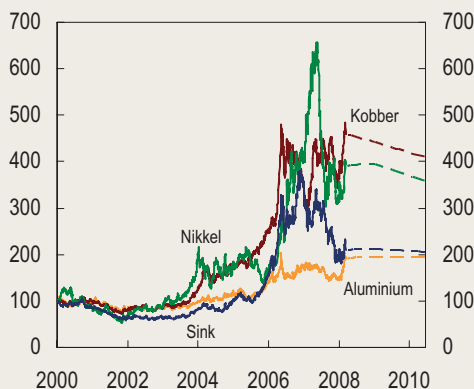
Avdempet vekst i verdensøkonomien

Finansuroen har sine røtter i høy kredittvekst og redusert sparing i USA det siste tiåret. Lave renter og sterk vekst i produksjonen ga støtet til en kraftig oppgang i boligpriser og boliginvesteringer. Etter hvert utviklet det seg en boligboble som vi nå ser sprekke. I noen grad har en tilsvarende utvikling funnet sted i enkelte land i Europa, se figur 2.21.

Fallet i aksjekursene og boligprisene reduserer husholdningenes formue. Det trekker ned både det private forbruket og investeringene i boliger. De høye energi- og matvareprisene demper husholdningenes konsum og reduserer mulighetene for å stimulere økonomien gjennom lavere renter uten at inflasjonen tiltar. I tillegg påvirker finansuroen bedriftenes og forbrukernes forventninger. Samlet sett legger vi til grunn at den svake utviklingen i boligmarkedet i USA, uroen i finansmarkedene og tilstramningen i bankenes utlånsvilkår vil trekke lenger ut i tid og ha større og mer langvarige virkninger på veksten i verdensøkonomien enn vi antok i forrige rapport.

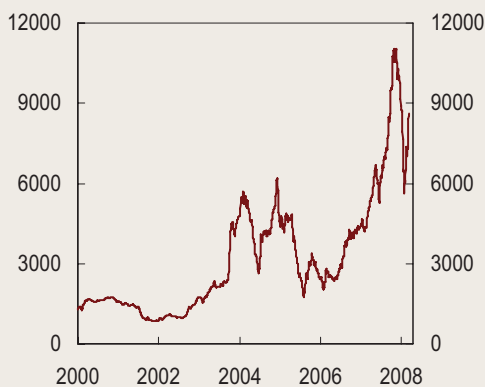
Veksten i USA avtok markert mot slutten av 2007, se figur 2.22, og utsiktene for økonomien har blitt betydelig svakere siden forrige rapport. Boligbyggingen har falt mye. Aktiviteten i tjenesteytende sektorer ser ut til å avta. Den svake utviklingen i sysselsettingen og fallet i boligprisene og aksjekursene vil trolig dempe husholdningenes etterspørsel og øke spareraten i tiden fremover. Finansieringskostnadene i store deler av næringslivet har økt. Nedgangen i veksten dempes av den lave verdien på amerikanske dollar og av lettelsene i den økonomiske politikken. Den amerikanske sentralbanken har redusert

Figur 2.19 Metallpriser i dollar. Indeks, 4. jan. 00 = 100. Dagstall. 4. jan. 00 – 10. mar. 08. Terminpriser fra 10. mar. 08 (stiplet linje). Månedstall. Apr. 08 – jun. 10



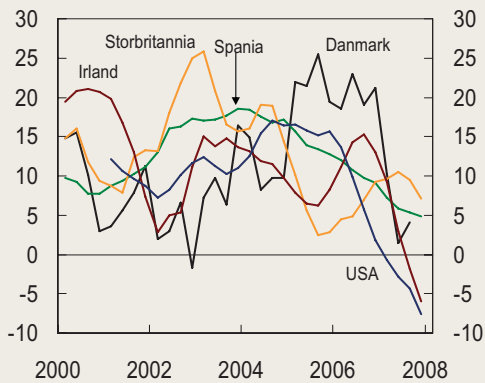
Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Figur 2.20 Indeks for fraktrater på tørrbukk. Baltic Dry Index. 1. jan. 1985 = 1000. Dagstall. 4. jan. 00 – 10. mar. 08



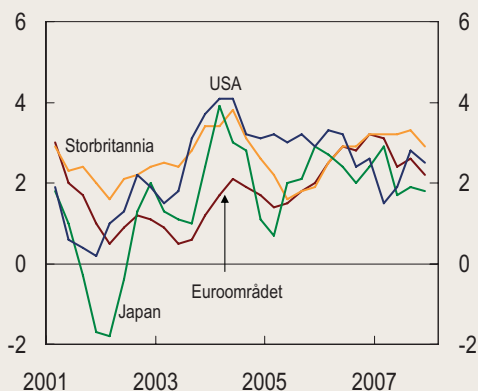
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.21 Boligpriser i USA og Europa. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 4. kv. 07



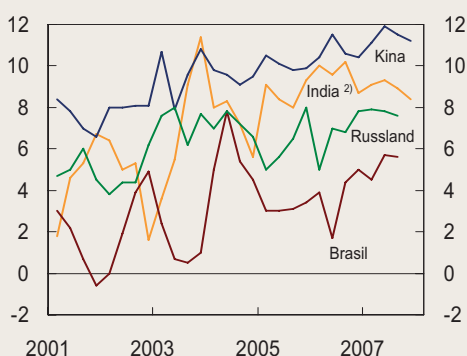
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.22 BNP i industriland.
Firekvarterersvekst. Prosent. Kvartalstall.
1. kv. 01 – 4. kv. 07



Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.23 BNP i BRIC-landene¹⁾.
Firekvarterersvekst. Prosent. Kvartalstall.
1. kv. 01 – 4. kv. 07



¹⁾ Brasil, Russland, India og Kina

²⁾ Målt ved faktorpris

Kilde: Reuters (EcoWin)

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

	2008	2009	2010-11 ¹⁾
USA	1¼	1¼	2¼
Euroområdet	1½	1½	2
Japan	1¼	1½	1½
Storbritannia	1½	2	2¼
Sverige	2¼	2	2¼
Kina	10	9¼	9
Norges handelspartnere ²⁾	2	2¼	2½

¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

²⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilde: Norges Bank

styringsrenten fire ganger med til sammen 1,75 prosentenheter til 3,0 prosent siden Pengepolitisk rapport 3/07. Markedsaktørene venter at renten vil bli redusert til rundt 1¾ prosent i løpet av 2008. Vedtatte lettelser i finanspolitikken vil gi en positiv impuls til økonomien tilsvarende 1 prosent av BNP.

I euroområdet avtok også veksten noe mot slutten av fjoråret. Uroen i finansmarkedene har slått ut i svakere tillitsindikatorer for husholdninger og bedrifter. Bankene strammer til lånevilkårene, og i noen land svekkes boligmarkedene. Dette bidrar til lavere vekst både i investeringene og forbruket. Sterk valutakurs og svakere utvikling i viktige eksportmarkeder som Storbritannia og USA ventes å dempe eksporten. I Storbritannia vil veksten fremover trekkes mye ned av finansuroen og fall i boligprisene. I Sverige bidro nedgang i eksporten, særlig til USA, til svakere vekst i 2007. Eksporten ventes å bidra til svakere utvikling også i år og neste år.

Veksten i fremvoksende økonomier bidro sterkt til den globale oppgangen i 2007, se figur 2.23. Det var god vekst både i Asia, Latin-Amerika, Øst-Europa og Russland. I Kina økte samlet produksjon i 2007 med 11,4 prosent, men noe mindre mot slutten av året. Vi venter at svakere etterspørsel fra USA og Europa vil bidra til lavere vekst i flere fremvoksende økonomier i år og neste år, også i Kina. Inflasjonen har økt i flere land, og det vil kunne påvirke innretningen av den økonomiske politikken i hvert fall i noe tid fremover. Det er likevel også forhold som tilsier at utviklingen i fremvoksende økonomier er mer robust enn tidligere. I mange land er det god vekst i innenlandsk forbruk og investeringer. Flere land har solide offentlige finanser og betydelige overskudd i handelen med utlandet. Det kan gi rom for å stimulere innenlandsk etterspørsel når inflasjonen har stabilisert seg. Økt forbruk og økte investeringer i fremvoksende økonomier antas i noen grad å veie opp for lavere etterspørsel fra USA og bidra til å begrense fallet i den økonomiske veksten internasjonalt de nærmeste årene.

Vi venter likevel at økningen i produksjonen blant våre handelspartnere reduseres markert gjennom 2008. På årsbasis anslår vi at veksten reduseres fra 3¼ prosent i 2007 til 2 prosent i 2008. Deretter anslås veksten gradvis å ta seg opp, se tabell 2.1. For i år er anslaget nedjustert med ½ prosentenheter. Anslagene innebærer at det kan bli noe ledig produksjonskapasitet blant våre handelspartnere de nærmeste årene.

Med svak vekst i USA og fortsatt relativt god vekst i fremvoksende økonomier er det utsikter til at underskuddet på den amerikanske driftsbalansen reduseres videre. Risikoen for brå og kraftige endringer i produksjon, sysselsetting og inflasjon har imidlertid økt siden forrige rapport. Hvor mar-

kert fallet i veksten internasjonalt blir, er blant annet avhengig av hvor mye og hvor raskt husholdningenes konsum og foretakenes investeringer rundt om i verden påvirkes av de ulike forstyrrelsene som verdensøkonomien er blitt utsatt for i løpet av det siste året. Det er usikkert hvor mye bankenes evne og vilje til å gi nye lån vil reduseres både i USA og andre land. Hvor robust veksten i Kina og andre fremvoksende økonomier er overfor lavere etterspørsel fra USA og Europa, er særlig viktig for den økonomiske utviklingen i Norge, fordi de fremvoksende økonomiene har så stor betydning for utviklingen i energi- og råvaremarkedene. Risikoen rundt våre anslag anses å være balansert.

Inflasjonen ute har tiltatt

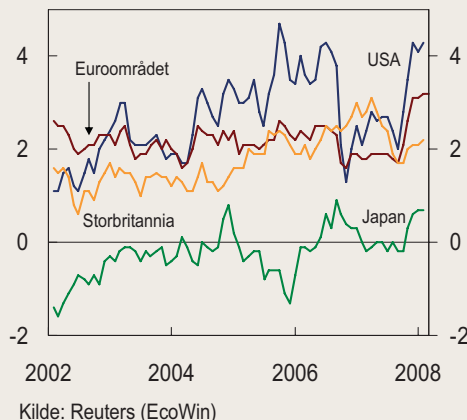
Prisoppgangen på energiprodukter og matvarer bidro til at veksten i konsumprisene tiltok markert på slutten av fjoråret, både i industrilandene og i flere fremvoksende økonomier, se figur 2.24 og 2.25. I USA og i flere fremvoksende økonomier økte prisstigningen noe også for andre varer og tjenester. I euroområdet har den underliggende inflasjonen vært ganske stabil siden forsommeren 2007, mens den har falt i Storbritannia. Produsentprisene øker kraftig igjen som følge av prisveksten på råvarer og energi, men veksten i arbeidskostnadene i industrilandene er moderat, se figur 2.26.

Markedsaktørenes langsiktige inflasjonsforventninger er noe høyere enn i fjor sommer. Høyere råvarepriser og høy kapasitetsutnyttning i mange land ser således ut til å veie mer enn lavere vekstutsikter. Konsumentenes forventninger til prisveksten det nærmeste året har økt noe i USA og Storbritannia, selv om forbrukernes forventninger til den generelle økonomiske utviklingen er svekket. Det kan ha sammenheng med at deres forventninger er sterkt påvirket av de markerte prisøkningene på matvarer.

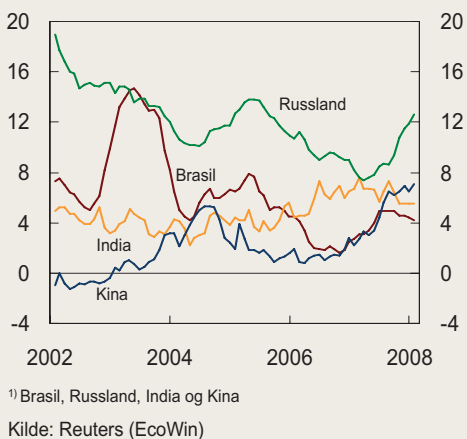
Anslaget for veksten i konsumprisene hos våre handelspartnere i 2008 er oppjustert med $\frac{3}{4}$ prosentenheter til $2\frac{3}{4}$ prosent som følge av høye matvare- og energipriser. Vi venter at svakere vekst i industrilandene og i flere fremvoksende økonomier og avtakende prisvekst på matvarer og energi utover i året vil bidra til lavere inflasjon igjen mot slutten av 2008 og inn i 2009, se tabell 2.2.

Økt bruk av biodrivstoff og høy økonomisk vekst, særlig i fremvoksende økonomier, har bidratt til økt etterspørsel og høy prisvekst på matvarer. Det er risiko for at prisveksten på matvarer vil holde seg høy fremover og etter hvert mer varig smitte over på prisforventningene og den generelle pris- og kostnadsveksten i flere land. Lønnsveksten i Kina tok seg markert opp i fjor, se figur 2.27. Men foreløpig ser det ut som også produktivitetsøkningen i Kina holder seg høy, og prisveksten utenom matvarer er lav, se figur 2.28.

Figur 2.24 Konsumpriser i industriland. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 02 – feb. 08



Figur 2.25 Konsumpriser i BRIC-landene¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 02 – jan. 08



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

	2008	2009	2010-11 ¹⁾
USA	3½	2	2¼
Euroområdet ²⁾	2½	2	2
Japan	½	¾	1
Storbritannia	2½	2¼	2
Sverige	¾	2¼	2
Kina	5¼	3½	3
Norges handelspartnere ³⁾	2¼	2	2

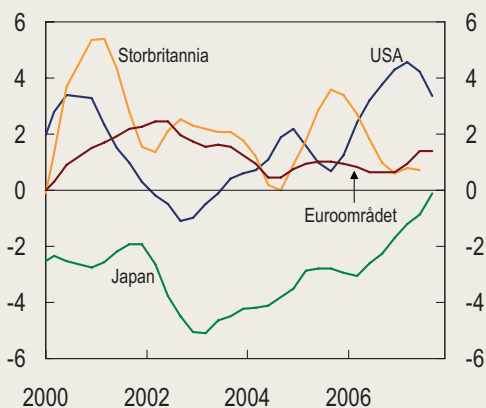
¹⁾ Gjennomsnittlig vekst per år

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

³⁾ Importvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilder: Eurostat og Norges Bank

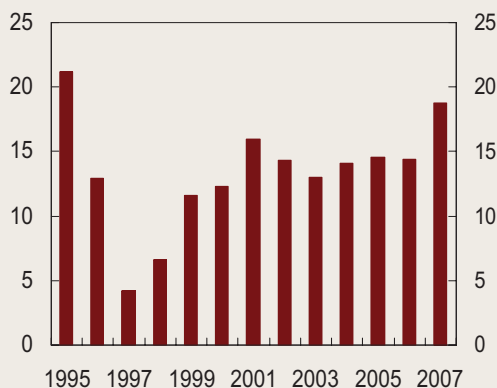
Figur 2.26 Lønnskostnader per produsert enhet i industriland. Bedrifter. Firekvarterersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 07



Kilde: OECD Main Economic Indicators

Svakere vekst internasjonalt vil føre til lavere etterspørselsvekst etter eksportvarer fra fremvoksende økonomier og vil isolert sett dempe inflasjonspresset også i disse landene.

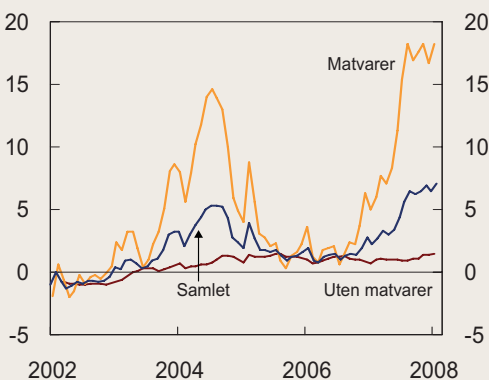
Figur 2.27 Lønnsvekst i Kina. Prosent. Årsvekst. 1995 – 2007¹⁾



¹⁾ Tall for 2007 gjelder de tre første kvartalene

Kilde: CEIC

Figur 2.28 Konsumpriser i Kina. Samlet, matvarer og uten matvarer. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – jan. 08



Kilder: CEIC og Reuters (EcoWin)

3 Nærmere om utviklingen i norsk økonomi

Inflasjonen er på vei opp

Årsveksten i konsumprisene (KPI) tiltok raskt mot slutten av fjoråret, og i februar var KPI 3,7 prosent høyere enn i samme måned året før, se figur 3.1. Dette skyldes i stor grad at strømprisene steg mye i fjerde kvartal 2007. Ulike mål for den underliggende inflasjonen ligger nå mellom 2¼ og 3¼ prosent. Ser vi bort fra avgiftsendringer og energivarer, har prisveksten (KPI-JAE) tatt seg gradvis opp siden sensommeren 2006. I februar var tolv månedersveksten i KPI-JAE 2,2 prosent. Det er særlig prisveksten på norskproduserte varer og tjenester som har tiltatt, se figur 3.2. De siste månedene har samtidig prisfallet på importerte konsumvarer avtatt, og i februar var prisene på importerte konsumvarer like høye som i februar året før. Prisutviklingen den siste tiden er nærmere omtalt i en egen ramme, se side 30.

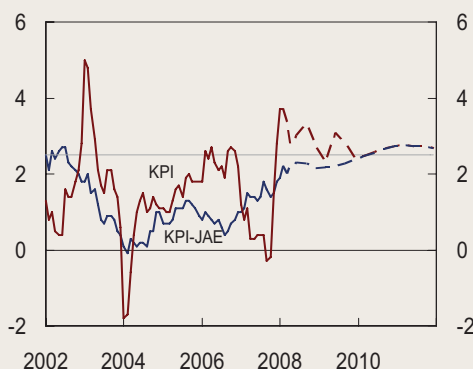
Næringslivets kostnader per produsert enhet har økt merkbart det siste året. Høy kapasitetsutnyttning i mange næringer og et stramt arbeidsmarked har gitt tiltakende lønnsvekst samtidig som produktivitetsveksten har avtatt noe, se figur 3.3. Kostnadsveksten holder seg trolig oppe også i år. Det er fremdeles høy etterspørsel etter mange varer og tjenester. I en slik situasjon vil bedriftene lettere enn ellers kunne velte høyere kostnader over på kundene. Vi venter derfor at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil tilta videre fra 2007 til 2008.

Innretningen av pengepolitikken bidrar nå til å dempe veksten i produksjon og sysselsetting, slik at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester gradvis vil flate ut. Den sterke kronen trekker i retning av fortsatt prisfall på importerte konsumvarer. Sterk innenlandsk kostnadsvekst kan imidlertid motvirke dette.

Som omtalt i kapittel 2 har det vært sterk prisvekst på mange matvarer internasjonalt, og prisveksten på matvarer i Norge har også tatt seg opp. Flere leverandører til dagligvarebransjen har meldt om prisøkninger som en følge av økte råvarekostnader. På den andre siden er det norske markedet relativt skjermet for internasjonale svingninger i råvareprisene gjennom importvernet, se utdyping side 43. Vi legger til grunn at vi også i Norge må regne med økt prisvekst på matvarer fremover, men at utslagene blir mindre enn i de fleste andre europeiske land.

Noe av den sterke prisveksten gjennom 2007 skyldtes trolig særskilte forhold. Blant annet økte prisene på byggevarer sterkt, og vi ser ikke for oss at prisene på denne varegruppen vil øke like sterkt i 2008. Omlegginger av enkelte delindekser i KPI kan også ha påvirket den målte prisveksten.

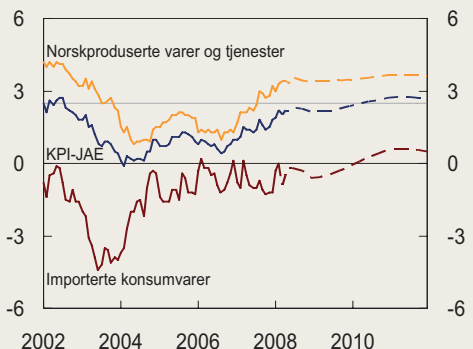
Figur 3.1 KPI og KPI-JAE¹⁾.
Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall.
Jan. 02 – des. 11²⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Anslag for mar. 08 – des. 11

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

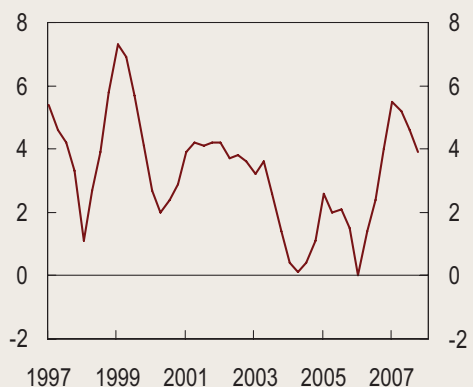
Figur 3.2 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – des. 11³⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Norges Banks beregninger
³⁾ Anslag for mar. 08 – des. 11

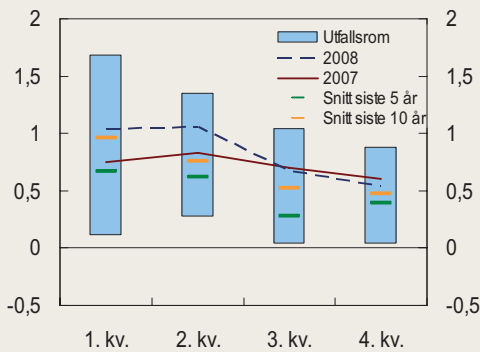
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Fire kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 97 – 4. kv. 07



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.4 Kvartalsvekst i prisene på norskproduserte varer og tjenester. Prosent. Gjennomsnitt og utfallsrom¹⁾. Anslag 1. kv. 08 – 4. kv. 08



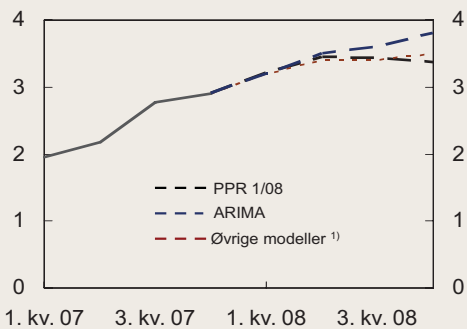
¹⁾ Utfallsrommet viser den høyeste og laveste prisveksten i de respektive kvartalene i perioden fra 1991 til 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Ulike spørreundersøkelser gir noe forskjellige signaler om prisveksten fremover. Ifølge TNS Gallups kvartalsvise forventningsundersøkelse utført i første kvartal 2008 er andelen næringslivsledere som venter høyere vekst i bedriftens utsalgspriser de neste tolv månedene, fortsatt klart større enn andelen som venter lavere prisvekst. Andelen som venter økt vekst i utsalgsprisene, har imidlertid gått litt ned fra fjerde kvartal 2007 til første kvartal i år. Blant kontaktene i Norges Banks regionale nettverk er det flere som venter lavere enn høyere prisvekst. Andelen som venter lavere prisvekst har økt i de siste kontaktrundene. Blant kontaktene i varehandelen i det regionale nettverket er det en større andel som venter høyere enn lavere prisvekst. Det kan skyldes at det kan ta noe tid før økte kostnader på varer og tjenester til bedriftene slår ut i økt konsumprisvekst.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester stiger som regel mest tidlig på året, se figur 3.4. Det har sammenheng med at mange bedrifter endrer prisene sine rundt årsskiftet. Prisveksten fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år ser ut til å bli høyere enn den var i samme tidsrom i fjor.

Figur 3.5 Priser på norskproduserte varer og tjenester. Fremskrivninger fra empiriske modeller, historiske verdier og anslag i referansebanen. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 07 – 4. kv. 08



¹⁾ Gjennomsnitt av anslag fra flere modeller

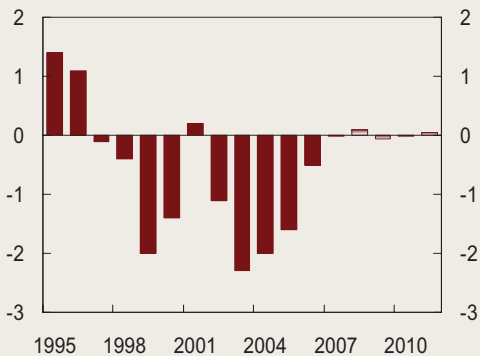
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester vil tilta noe gjennom inneværende år. Etter hvert vil effektene av lavere kapasitetsutnyttning og avtakende lønnsvekst bidra til at veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester flater ut.

Norges Bank bruker enkle empiriske modeller¹ i arbeidet med korttidsanslagene for utviklingen i konsumprisene. Anslag fra disse modellene inngår sammen med annen type informasjon, blant annet fra Norges Banks regionale nettverk, i en samlet vurdering av prisveksten de nærmeste kvartalene.

I figur 3.5 er våre anslag for prisveksten for innenlandsk produserte varer og tjenester i 2008 vist sammen med fremskrivninger fra ulike empiriske modeller. ARIMA-modellen gir anslag for fremtidig inflasjon basert utelukkende på den historiske variasjonen i prisveksten. Fremskrivningene fra de øvrige modellene gjenspeiler virkningene av den høye kapasitetsutnyttningen og kostnadsveksten, samt i noen grad også økte priser på importerte innsatsvarer.

Figur 3.6 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. Årstall. 1995 – 2011¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Friere handel, lav prisstigning i andre land og vridning av import mot lavkostland har siden midten av 1990-tallet gitt lavere priser på konsumvarene vi importerer målt i utenlandsk valuta, se figur 3.6. Prisfallet har imidlertid avtatt de siste årene, og i 2007 var prisveksten på disse varene nær null. Dette har sammenheng med sterk prisvekst for matvarer og at vridningen av importen mot lavkostland avtar. Kronkursen har gjennomgående styrket seg de siste årene. Butikkprisene på importerte konsumvarer fortsatte derfor likevel å falle gjennom 2007.

¹ I tillegg til ARI- og ARIMA-modeller benyttes feilkorreksjonsmodeller med ulike kombinasjoner av forklaringsvariable og korttidsdynamikk. I figur 3.5 og 3.8 vises snittet av anslag fra ulike feilkorreksjonsmodeller.

Prisutviklingen den siste tiden

Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) tok seg markert opp mot slutten av 2007, og veksten har holdt seg høy inn i 2008. I februar var prisene 3,7 prosent høyere enn i februar i fjor, se figur 1. Mot slutten av 2007 tiltok veksten i KPI noe raskere enn vi la til grunn i forrige rapport, mens prisveksten etter nyttår har vært om lag som ventet.

Forløpet for veksten i KPI har i stor grad vært preget av utviklingen i elektrisitetsprisene. Prisen på elektrisitet i KPI falt med 21 prosent fra 2006 til 2007, men mot slutten av året steg strømprisen på kraftbørsen Nordpool kraftig, se figur 2. Dette ga etter hvert markert høyere strømpriser for husholdningene. I februar var elektrisitetsprisene i KPI 28 prosent høyere enn i samme måned året før. Også prisveksten på drivstoff og smøremidler har steget. I februar var tolvmånedersveksten for denne varegruppen 12 prosent.

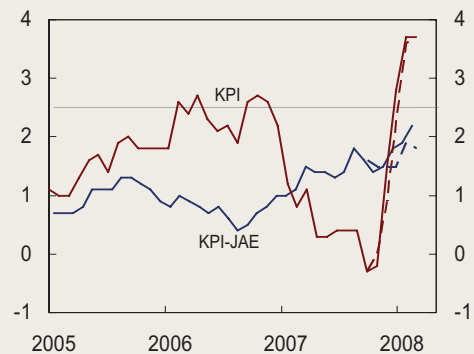
Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har prisveksten også tiltatt de siste månedene. Tolvmånedersveksten på 2,2 prosent i februar er den høyeste siden september 2002. Utviklingen i KPI-JAE har vært sterkere enn lagt til grunn i sist rapport.

Siden i fjor sommer har veksten i andre indikatorer for den underliggende inflasjonen steget raskere enn veksten i KPI-JAE. I februar var tolvmånedersveksten for det trimmede gjennomsnittet 3,1 prosent og for den vektete medianen 2,3 prosent.¹ Særlig det trimmede gjennomsnittet har blitt trukket opp av den høye prisveksten på strøm og bensin de siste månedene. I perioder i 2007 viste de to alternative indikatorene svakere vekst enn KPI-JAE. Dette skyldes at prisveksten på energivarer da var langt lavere.

Økt prisvekst på norskproduserte varer og tjenester

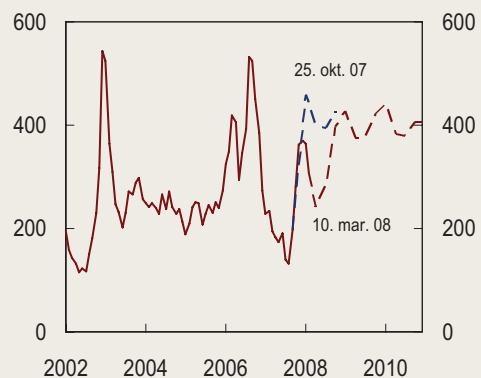
Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har fortsatt å tilta, og i februar var prisene på norskproduserte varer og tjenester 3,3 prosent høyere enn samme måned året før. Det er særlig prisveksten på norskproduserte konsumvarer som har tatt seg opp det siste året, se figur 3. I februar var tolvmånedersveksten for denne varegruppen 4,5 prosent. Vi må tilbake til 1998 for å finne en høyere veksttakt. Den markerte økningen i prisveksten på norskproduserte konsumvarer er også den viktigste forklaringen på at veksten i KPI-JAE har tiltatt, se figur 4. Det har vært særlig høy prisvekst på enkelte matvarer, se utdyping om internasjonale og norske matvarepriser side 43,

Figur 1 KPI og KPI-JAE¹). Anslag fra PPR 3/07 (stiplet) og faktisk utvikling. Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 05 – feb. 08



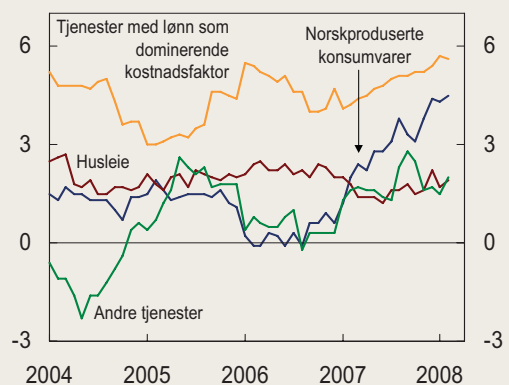
¹) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Strømpris. Nord Pool. NOK/MWh. Månedstall. Jan. 02 – feb. 08. Terminpriser (stiplet) fra 2. kv. 08



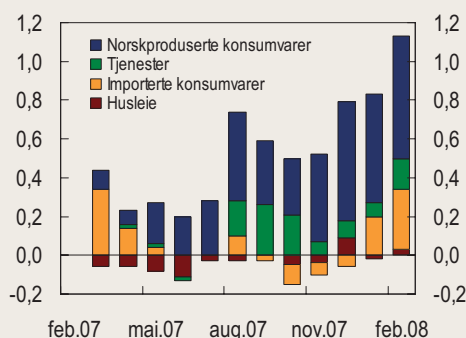
Kilder: Nord Pool og Norges Bank

Figur 3 Innenlandske leveringssektorer i KPI-JAE¹). Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 04 – feb. 08



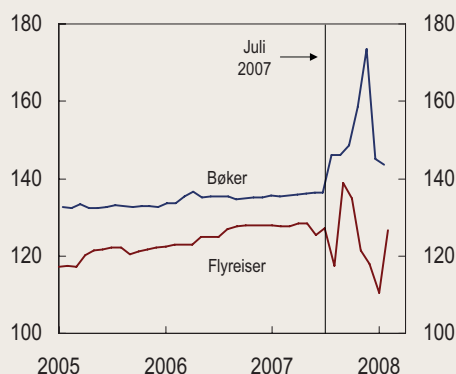
¹) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 Bidrag i prosentenheter til endring i tolv månedersveksten i KPI-JAE¹⁾ siden februar 2007. Månedstill. Feb. 07 – feb. 08



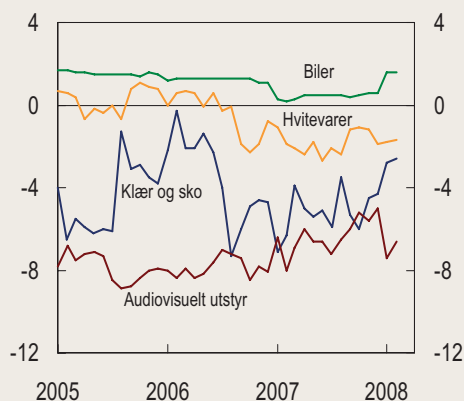
¹⁾KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5 Prisnivå på varegrupper i KPI som ble lagt om fra august 2007. Indeks, 1998 = 100. Jan. 05 – feb. 08



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 6 Priser på varegrupper i KPI som i hovedsak blir importert. Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 05 – feb. 08



Kilde: Statistisk sentralbyrå

men også byggevarer er blant varegruppene som har trukket opp prisveksten.

Prisveksten på tjenester har tatt seg opp, men økningen har vært mindre enn for norskproduserte konsumvarer. I februar var tjenestepriene 3,0 prosent høyere enn i samme måned året før. Tolvmånedersveksten i prisene på tjenester med lønn som viktigste kostnadsfaktor var 5,6 prosent, mens prisene på andre tjenester var 2,0 prosent høyere enn i samme måned året før. Tolvmånedersveksten i husleiene var 1,9 prosent i februar, om lag som den var på samme tid i fjor.

Delindeksene for bøker og flyreiser ble lagt om fra og med august i fjor, og siden har utslagene fra måned til måned i de to delindeksene vært langt større enn tidligere, se figur 5. Bokprisene økte sterkt i månedene etter omleggingen, men nesten hele oppgangen ble reversert med et prisfall på 16 prosent fra desember til januar. Prisene på flyreiser falt med 20 prosent fra september til januar, men økte så med 15 prosent fra januar til februar. Flyreiser og bøker utgjør hver for seg mindre enn 1 prosent av vektgrunnlaget i KPI. Når variasjonen fra måned til måned blir så stor som den har vært i det siste, får det likevel innvirkning på den samlede prisveksten.

Ikke lenger prisfall på importerte konsumvarer

Prisfallet på importerte konsumvarer har vært klart mindre enn vi anslo i forrige rapport. I februar var prisene på importerte konsumvarer like høye som i februar i fjor. I de siste månedene av 2007 var prisene om lag 1 prosent lavere enn i tilsvarende måneder året før. Økt prisvekst på biler og mindre prisnedgang på klær og skotøy enn i 2007 har bidratt til å dempe prisfallet på importerte konsumvarer, se figur 6. Klær og skotøy og biler utgjør til sammen om lag halvparten av de importerte konsumvarene.

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

Fremover legger vi til grunn fortsatt noe vridning mot lavkostland. Økte priser på matvarer internasjonalt motvirkes av fortsatt prisfall på andre importerte konsumvarer. Samlet venter vi at prisene på importvarer til konsum målt i utenlandsk valuta, vil holde seg rundt dagens nivå, se figur 3.5.

Kronen fortsatte å styrke seg gjennom 2007. Ettersom det normalt tar det noe tid før endringer i kronkursen slår ut i prisene på importerte konsumvarer, venter vi prisene på importerte konsumvarer vil kunne falle noe i 2008.

Prisene på importerte konsumvarer har et klart sesongforløp gjennom året, se figur 3.7. Prisene faller markert i første og tredje kvartal i forbindelse med salg og stiger igjen når nye varer kommer inn i butikkene i andre og fjerde kvartal. Vi legger til grunn et tilsvarende forløp gjennom 2008.

Vi venter at kostnadsveksten innenlands vil slå ut i høyere utsalgspriser også på importerte konsumvarer i tiden fremover. Samtidig legger vi til grunn at kronen etter hvert vil begynne å falle i verdi. Dette bidrar etter hvert til ytterligere prisvekst. Vi venter at prisene på importerte konsumvarer vil falle mindre i år enn i fjor, og at prisveksten tar seg gradvis oppover i løpet av de neste par årene, se figur 3.2.

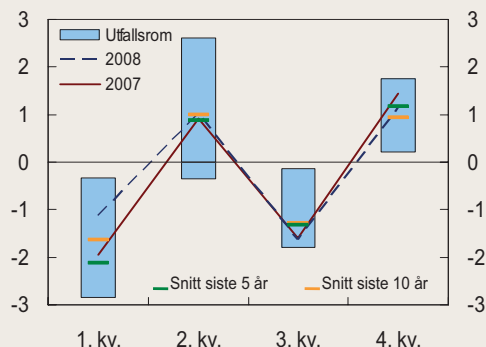
Figur 3.8 viser vårt anslag for prisveksten på importerte konsumvarer i 2008 sammen med fremskrivninger fra empiriske modeller. Med unntak av ARIMA-modellen fanger modellene blant annet effekter av utenlandsk prisvekst, endringer i kronkursen og innenlandsk kostnadsvekst.

Samlet anslår vi at prisveksten målt ved KPI-JAE vil øke til 2¼ prosent i 2008 og fortsette å øke opp til 2½ prosent i perioden 2009-2011.

Det er utsikter til at strømprisene vil holde seg over nivået fra 2007 fram mot slutten av 2008, og prisforventningene i markedet tyder på sterk vekst i strømprisene også fra 2008 til 2009. Det vil bidra til fortsatt høy KPI-vekst. Utviklingen i strømprisen avhenger i stor grad av temperaturen og nedbørmengden fremover, og usikkerheten om KPI-anslagene er derfor betydelig.

Mot slutten av prognoseperioden legger vi til grunn at energiprisene vil vokse om lag i takt med andre priser, slik at prisveksten i KPI og KPI-JAE faller sammen, se figur 3.1. Siden årtusenskiftet har veksten i KPI gjennomgående vært høyere enn veksten i KPI-JAE. Dette er et resultat av den sterke prisveksten på energivarer internasjonalt samtidig som de norske elektrisitetsprisene har nærmet seg det europeiske nivået. Ifølge markedsprisene for levering av elektrisitet og olje i fremtiden vil energiprisene ikke vokse vesentlig mer enn andre priser etter 2009, se figur 2 i utdypingen om prisutviklingen den siste tiden. Fremtidsprisene

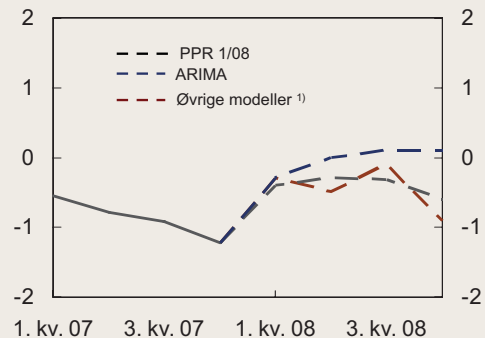
Figur 3.7 Kvartalsvekst i prisene på importerte konsumvarer. Prosent. Gjennomsnitt og utfallsrom¹⁾. Anslag 1. kv. 08 – 4. kv. 08



¹⁾ Utfallsrommet viser den høyeste og laveste prisveksten i de respektive kvartalene i perioden fra 1991 til 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

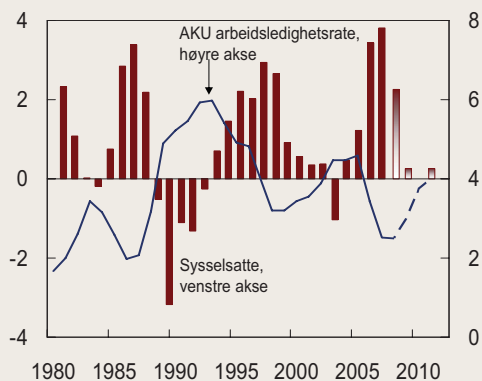
Figur 3.8 Prisvekst på importerte konsumvarer. Fremskrivninger fra empiriske modeller, historiske verdier og anslag i referansebanen. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 07 – 4. kv. 08



¹⁾ Gjennomsnitt av anslag fra flere modeller

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

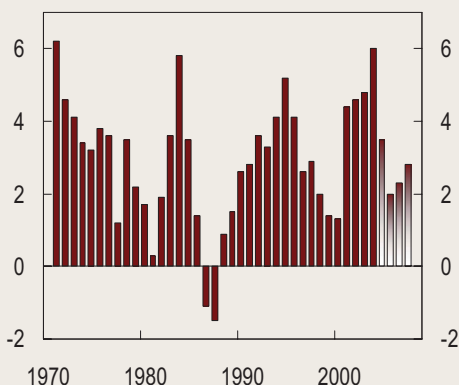
Figur 3.9 Endring i sysselsetting (KNR) fra året før i prosent og arbeidsledighet (AKU) i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980 – 2011¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

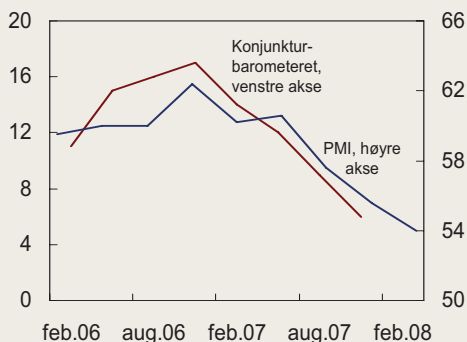
Figur 3.10 BNP Fastlands-Norge. Årlig volumvekst. Prosent. Årstall. 1971 – 2011¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.11 Konjunkturbarometeret¹⁾ og PMI-indeksen. Sesongjusterte diffusjonsindekser. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 1. kv. 08²⁾



¹⁾ Sammenveid forventningsindikator for industrien

²⁾ PMI for 1. kv. 08 viser gjennomsnittet for januar og februar

Kilder: Statistisk sentralbyrå og NIMA/Fokus Bank

på CO₂-kvoter viser bare en moderat oppgang i årene fremover.

Fortsatt høy BNP-vekst, men tegn til avmatting

Norsk økonomi har vært gjennom fire år med høy vekst. I den første delen av perioden var produktivitsveksten i næringslivet sterk. De to siste årene har økt yrkesdeltaking og høy arbeidsinnvandring gjort det mulig med fortsatt høy vekst. Både i 2006 og 2007 vokste antall sysselsatte personer med over 3 prosent, se figur 3.9. I 2007 var 93 000 flere sysselsatt enn året før.

Den årlige veksten for BNP Fastlands-Norge i de tre årene 2004-2006 var på over 4 prosent. Foreløpige nasjonalregnskapstall anslår veksten til 6 prosent i 2007, se figur 3.10. Ifølge det kvartalsvise nasjonalregnskapet var veksten i BNP Fastlands-Norge fortsatt sterk i fjerde kvartal i fjor.

Løpende informasjon peker i retning av en viss avmatting inn i 2008, selv om signalene er blandete. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer for industri og bergverk viste fortsatt relativt høy ordreinngang fra hjemmemarkedene, men svakere ordreinngang fra eksportmarkedene i fjerde kvartal. Ordrestatistikken viste at ordretilgangen og ordreservene i industrien fortsatt økte i fjerde kvartal, men i lavere takt enn tidligere i 2007.

Informasjon fra det regionale nettverket hentet inn i løpet av januar, tyder på en viss nedgang i veksttaket i produksjonen i fjerde kvartal 2007. Veksten falt raskere enn forventet, og forventningene til veksten fremover er nedjustert siden runden som ble gjennomført i november 2007.

Flere andre undersøkelser tyder også på at vi er ved et vendepunkt, se figur 3.11. Den sammenveide indikatoren i Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer hadde i fjerde kvartal falt under gjennomsnittsnivået for indikatoren de siste 10 årene. Ifølge innkjøpssjefsindeksen (PMI) fra NIMA/Fokus Bank er det færre norske innkjøpssjefer som venter økt vekst enn for ett år siden. Også Dagens Næringslivs konjunkturbarometer for fjerde kvartal 2007 antydte reduserte forventninger til veksten fremover.

Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer rapporterte nesten 20 prosent av bedriftene innen industri og bergverk at tilgangen på arbeidskraft var en beskrankning for videre vekst. Samtidig rapporterer NAV at det fortsatt lyses ut mange ledige stillinger. Også det regionale nettverket bekrefter at tilgangen på kvalifisert arbeidskraft fremdeles er en begrensende faktor i produksjonen, og at bedriftene fremdeles har planer om å ansette flere, se figur 3.12. Nettverkets kontakter melder samtidig om noe lavere kapasitetsutnyttning, men at den fortsatt er på et høyt nivå. Høy kapasitetsutnyttning kan derfor fortsatt legge noe

begrensning på veksten fremover, men vil trolig gradvis få mindre betydning.

Vi har en rekke modeller som brukes i arbeidet med å anslå veksten i BNP Fastlands-Norge de nærmeste kvartalene. Modellene skiller seg fra hverandre ved at de bruker ulike sett av informasjon og ved at de er basert på ulike metoder for å utnytte de statistiske egenskapene i seriene som inngår. Mens anslagene fra ARIMA-modellen og VAR-modellene kun er basert på informasjon til og med fjerde kvartal, tar indikatormodellen også hensyn til senere informasjon. Ifølge våre kortidsmodeller vil veksten i BNP Fastlands-Norge bli noe lavere i første kvartal 2008 enn i fjerde kvartal i fjor, se figur 3.13. Anslagene fra både indikatormodellen og VAR-modellene tyder på ytterligere noe lavere vekst i andre kvartal.

Fortsatt god vekst i lønnsinntektene tilsier at veksten i privat konsum ikke skal avta markert. På den andre siden bidrar en rekke faktorer til å dempe presset i økonomien fremover. Rentenivået har steget fra 2006. Samtidig har vekstutsiktene i utlandet, særlig i USA, blitt vesentlig dårligere. Som omtalt i kapittel 2, bidrar også finansuroen til høyere markedsrenter og mer begrenset tilgang på kreditt. Ifølge det regionale nettverket tror over 40 prosent av kontaktene at økte finansieringskostnader og lavere vekst i USA og Europa vil bidra til å svekke lønnsomheten fremover. Samlet sett legger dette en demper på vekstmulighetene til norske virksomheter og konsumet i norske husholdninger.

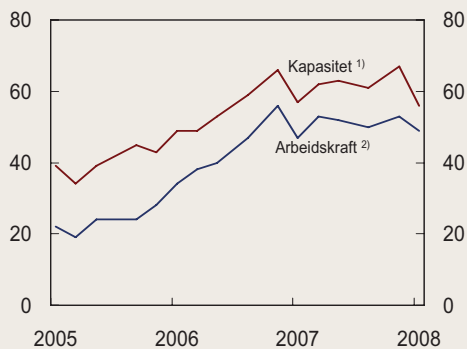
Vi anslår en avdemping i veksten for BNP Fastlands-Norge i første kvartal 2008. Investeringene og eksporten økte markert i fjerde kvartal fra et allerede høyt nivå. Det kan tilsi noe lavere vekst i første kvartal. Utover våren og sommeren kan veksten komme til å avta ytterligere. Mot slutten av året anslås kvartalsveksten til knapt 1/2 prosent. Årsveksten i BNP Fastlands-Norge anslås til 3 1/2 prosent i 2008.

Fortsatt god tilgang på arbeidskraft

Den kraftige veksten i sysselsettingen har dels blitt dekket av nedgang i arbeidsledigheten og dels med økt arbeidstilbud, både fra den etablerte befolkningen og ved arbeidsinnvandring.

Yrkesfrekvensen i befolkningen mellom 15 og 74 år har aldri vært høyere, se figur 3.14. I 2007 var veksten i arbeidsstyrken nesten like sterk som veksten i sysselsettingen. Arbeidstilbudet har økt spesielt mye i de yngre og de eldre aldersgruppene. Yrkesfrekvensen har i løpet av 2007 økt med om lag 2 prosentenheter både for dem mellom 55 og 66 år og for dem mellom 15 og 24 år. Det har også vært en økning i tilbudet av deltidsarbeid fra personer på trygd eller pensjon.

Figur 3.12 Norges Banks regionale nettverk. Kapasitetsskranker. Prosent. Jan. 05 – jan. 08

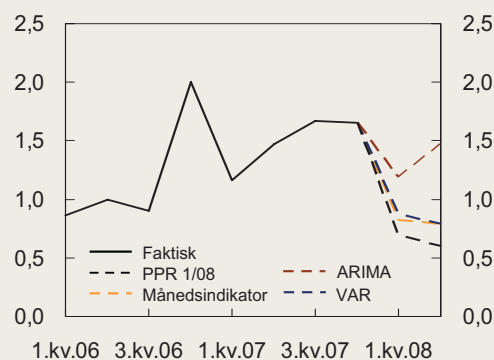


¹⁾ Andel som svarer at de vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen

²⁾ Andel som svarer at tilgang på arbeidskraft vil være en begrensende faktor for økt produksjon/omsetning

Kilde: Norges Bank

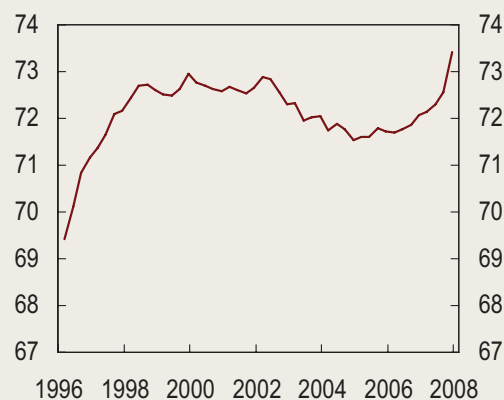
Figur 3.13 BNP Fastlands-Norge utenom kraftproduksjon. Vekst fra forrige kvartal. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 06 – 2. kv. 08¹⁾



¹⁾ Anslag for 1. kv. – 2. kv. 08. Se utdypingen "Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i Fastlands-Norge" i Inflasjonsrapport 2/06 for beskrivelse av de ulike modellene

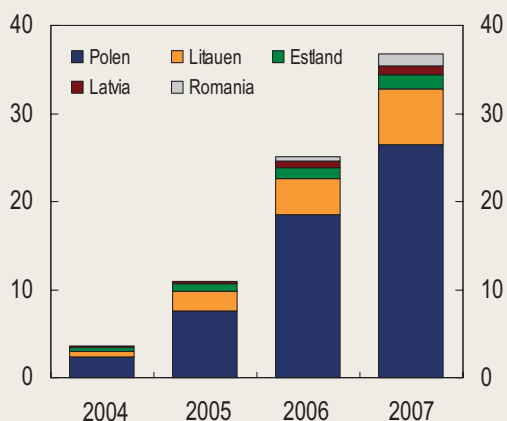
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Arbeidsstyrken som andel av befolkningen i alderen 15-74 år. Sesongjustert. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 4. kv. 07



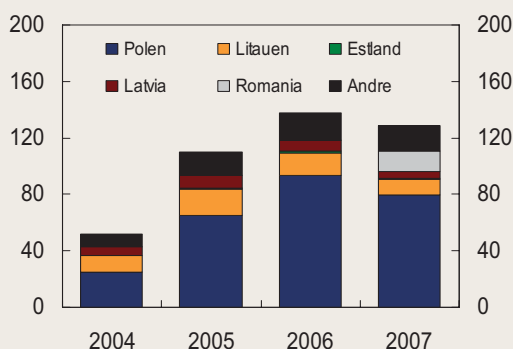
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Registrerte sysselsatte fra nye EU-land. Antall personer i tusen. Årstall. 2004 – 2007



Kilde: Sentralskattekontoret for utenlandssaker

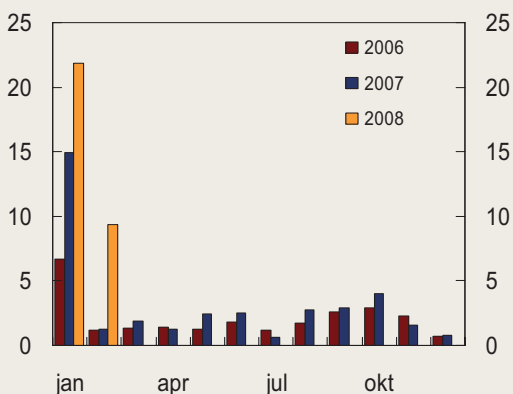
Figur 3.16 Irland: Utstedte trygdenummer (social security) til personer fra nye EU-land. Antall personer i tusen¹⁾. Årstall. 2004 – 2007



¹⁾ Nivåer for utstedte trygdenummer i Irland er ikke direkte sammenliknbare med nivåer på registrerte utlendinger i figur 3.15

Kilder: Central Statistics Office Ireland og Department of Social and Family Affairs

Figur 3.17 Registrerte sysselsatte fra nye EU-land. Antall registrerte personer i januar og nye gjennom året. Antall personer i tusen



Kilder: Sentralskattekontoret for utenlandssaker og Norges Bank

Trolig er potensialet for økt yrkesdeltaking fra den eksisterende befolkningen nå et godt stykke på vei brukt opp. Hjemmeværende, pensjonister, trygdede og studenter har gitt et bidrag til økningen av arbeidstilbudet gjennom oppgangskonjunkturen, men rommet for ytterligere økning i arbeidstilbudet fra disse gruppene er nå trolig mindre.

Et særtrekk ved denne konjunkturoppgangen har vært den høye arbeidsinnvandringen. Nesten halvparten av veksten i arbeidsstyrken de siste årene skyldes økt arbeidsinnvandring. Per 1. januar 2008 hadde Utlendingsdirektoratet (UDI) registrert 76 700 personer med arbeidstillatelse i Norge. Det er 25 600 flere enn på samme tid i 2007. Av disse var 63 prosent fra land som kom inn i EU etter 2004. Det gis også mange arbeidstillatelser til personer fra andre EU-land. Flest arbeidstillatelser er gitt til personer fra Polen, Tyskland og Litauen.

De fleste arbeidsinnvandrerne fra de nye EU-landene har trolig et forholdsvis langsiktig perspektiv på sitt opphold i Norge. Ifølge en undersøkelse utført av Fafo sommeren 2007 hadde bare 5 prosent av arbeidsinnvandrerne fra Polen planer om å forlate Norge for godt i løpet av de neste 12 månedene.² 20 prosent oppga at de trolig ikke ville flytte tilbake i det hele tatt. Vi tror ikke det er grunn til å vente noen rask reversering av flyttestrømmene. Dette samsvarer med erfaringer fra tidligere perioder med høy innvandring.

Over tid vil trolig flere forhold bidra til å redusere antallet nye arbeidsinnvandrerne fra Polen og Baltikum. Disse landene har sterk lønnsvekst, fallende ledighet og liten naturlig tilvekst i arbeidsstyrken. Reglene for arbeidsinnvandring blir etter hvert mer liberale i EU-land som nå har mer restriktive overgangsordninger enn Norge. Dette gjelder blant annet for Tyskland. Fremover kan også et mindre stramt arbeidsmarked i Norge dempe arbeidsinnvandringen. I Irland, som sammen med Storbritannia har hatt svært stor innvandringen fra de nye EU-landene, særlig fra Polen, ser det ut til at innvandringen stoppet noe opp i 2007 samtidig som arbeidsmarkedet gradvis ble mindre stramt. Figur 3.15 og 3.16 viser indikatorer for arbeidsinnvandring i henholdsvis Norge og Irland siden 2004.

Tall fra UDI og Sentralskattekontoret for utenlandssaker viser at det fortsatt ble registrert mange utenlandske arbeidssøkere i Norge i begynnelsen av året, se figur 3.17. Vi legger derfor til grunn at den høye nettoinnflyttingen fortsetter inn i 2008, men at nettoinnflyttingen gradvis vil falle mot slutten av året etter hvert som veksten i etterspørselen etter arbeidskraft avtar.

Den høye andelen arbeidsinnvandrerne som velger å bosette seg i Norge, har bidratt til høy befolkningsvekst. Vi leg-

² Fafo-rapport 2007:27: Polonia i Oslo.

ger til grunn at befolkningsveksten for gruppen 15 til 74 år vil bli nær 1½ prosent i 2008, om lag det samme som i fjor. Videre utover i prognoseperioden ser vi for oss lavere arbeidsinnvandring. Økt andel eldre med lav yrkestilbøyelighet bidrar også til å dempe veksten i arbeidstilbudet fremover. I tillegg kan et mindre stramt arbeidsmarked redusere yrkestilbøyeligheten for enkelte grupper, se tabell 3.1.

Høy, men trolig avtakende kapasitetsutnyttning

Produksjonsgapet gir uttrykk for vår vurdering av kapasitetsutnyttningen i økonomien i forhold til et normalt nivå.

Den sterke veksten i arbeidstilbudet har sammen med høy produktivitsvekst, ført til at vekstevnen i norsk økonomi har vært høy. Veksten i produktiviteten skyldes trolig forhold som økt spesialisering, ny teknologi, bedre logistikk og mer effektiv organisering av produksjonen, se utdyping i Pengepolitisk rapport 2/07. Avdempingen i den potensielle veksten fremover, fra det høye nivået i 2007 og 2008, kan føres tilbake til lavere vekst i arbeidstilbudet. Tabell 5, side 71, gir en oversikt over utviklingen i produksjonspotensialet.

Den sterke veksten de siste årene har ført til at kapasitetsutnyttningen har økt markert. Vi anslår at produksjonsgapet ved inngangen til 2008 lå noe høyere enn ved toppen av forrige høykonjunktur, se figur 3.18, og noe høyere enn anslått i forrige rapport. Produksjonsgapet nådde trolig en topp i overgangen mellom 2007 og 2008. Vi anslår at veksten gradvis faller under potensiell vekst fram mot sommeren.

Ledigheten kan ha nådd bunnen

Ledigheten falt gjennom hele 2007, se figur 3.19. Ved inngangen til 2008 ser ledigheten ut til å ha stabilisert seg på et lavere nivå enn i forrige oppgangskonjunktur. Antall registrerte helt ledige hos NAV var i februar 42 000 personer, mot 57 000 da ledigheten var på sitt laveste i 1999. Samtidig er nivået på utlyste stillinger fremdeles høyt.

Med en avdemping i økonomien vil etterspørselen etter arbeidskraft gradvis avta. Lavere vekst i produksjonen kan i første omgang slå ut i noe lavere vekst i produktiviteten. I 2006 og 2007 lå veksten i arbeidsproduktiviteten noe under gjennomsnittet for de siste 10 år, se figur 3.20. Vi anslår produktivitsveksten i 2008 til 1¾ prosent.

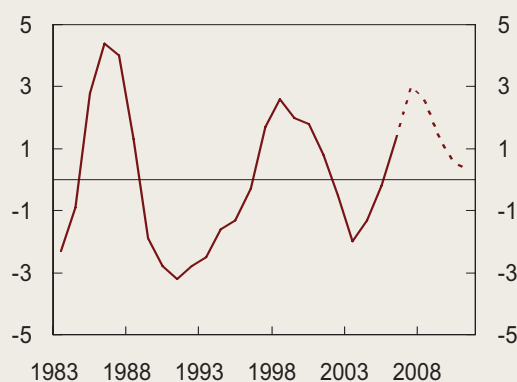
Vi venter at veksten i sysselsettingen vil avta gjennom 2008. Nivået på sysselsettingen endres lite fra og med 2009. Arbeidsledigheten øker noe mot slutten av 2008, og vi anslår ledighetsraten til 2½ prosent for året som gjennomsnitt. Utover i prognoseperioden ser vi for oss at ledig-

Tabell 3.1 Vekst i befolkning og arbeidsstyrke
Prosentvis endring fra foregående år

	2008	2009	2010	2011
Vekst i befolkningen i alderen 15-74 år	1½	1¼	1	1
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-¼	-¼	-¼	-¼
Konjunkturt bidrag	1	-¼	0	-¼
Vekst i arbeidsstyrken	2¼	¾	¾	½

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

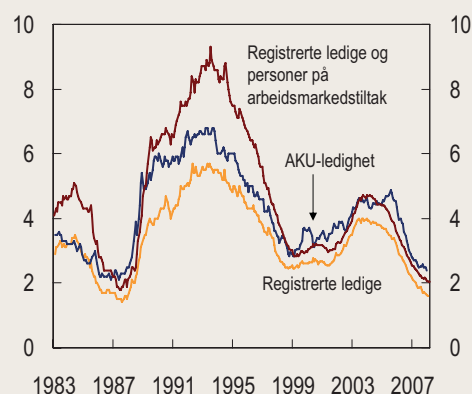
Figur 3.18 Anslag på produksjonsgapet. Prosent. Årstall. 1983 – 2011¹⁾



¹⁾ Anslag for 2007 – 2011

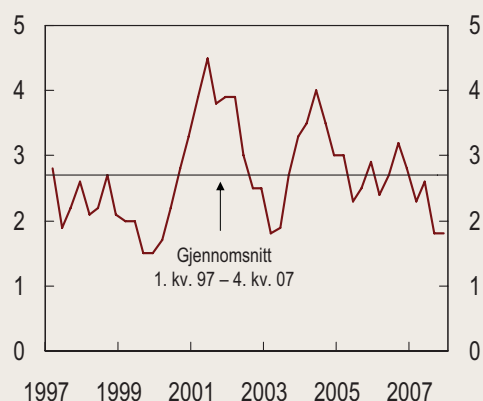
Kilde: Norges Bank

Figur 3.19 Arbeidsledige. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Månedstall. Feb. 83 – feb. 08



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

Figur 3.20 Bruttoprodukt per time i Fastlands-Norge. Fem kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. Firekvartalersvekst. 1. kv. 97 – 4. kv. 07



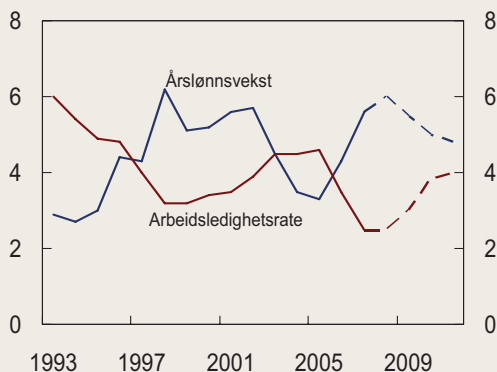
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

heten kommer opp over 3 prosent i løpet av 2009 og at den vil stige videre i 2010.

Lønnsveksten har tatt seg opp

Et stramt arbeidsmarked og høy inntjening i bedriftene har gitt økt lønnsvekst. Lønnsveksten har steget raskt, se figur 3.21. Vi må tilbake til 1998 for å finne om lag like høy lønnsglidning som gjennom fjoråret. Lønningene i industrien steg vesentlig mer enn lagt til grunn i de sentrale forhandlingene i fjor og litt mer enn vi anslo. Lønnsveksten i andre deler av økonomien steg noe mindre enn ventet. Det tekniske beregningsutvalget (TBU) har beregnet den samlede årslønnsveksten i 2007 til 5,4 prosent. Det er om lag på linje med det vi anslo i forrige rapport. Vi legger til grunn at kostnadene knyttet til innføring av obligatorisk tjenstepensjon (OTP) trakk opp lønnskostnadene med 0,2 prosentenheter i 2007.

Figur 3.21 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. Årstall. 1993 – 2011²⁾



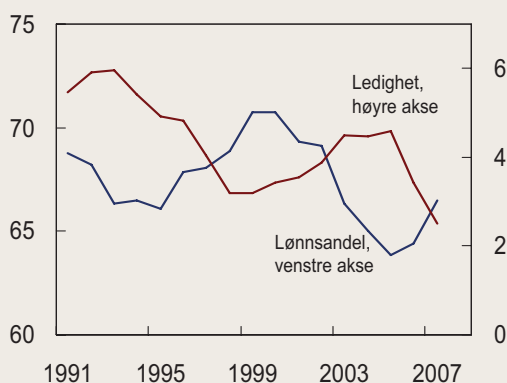
¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenstepensjon

²⁾ Anslag for 2008 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Lønningenes andel av BNP Fastlands-Norge falt gjennom første del av oppgangskonjunkturen, men synes å ha tatt seg noe opp de siste to årene, se figur 3.22. Veksten i produktiviteten har vært høy og bytteforholdet overfor utlandet er bedret som følge av stigende eksportpriser på råvarer og fallende importpriser på forbruksvarer. Dette har gjort det mulig for bedriftene å øke sin andel av verdiskapingen samtidig som arbeidstakerne har hatt høy reallønnsvekst, og veksten i sysselsettingen har vært sterk. I fjor var reallønnsveksten på nærmere 4,5 prosent. Det er den høyeste veksten siden midten av 1970-tallet.

Figur 3.22 Lønnsandel¹⁾ og ledighet (AKU). Prosent. Årstall. 1991 – 2007



¹⁾ Lønn som andel av faktorinntekt i markedsrettet virksomhet i Fastlands-Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Tiltakende mobilitet over landegrensene, både i form av høyere arbeidsinnvandring og gode muligheter for utflytting av produksjon, kan ha bidratt til å dempe lønnskravene sammenliknet med tidligere oppgangskonjunkturer. Dersom det har skjedd en varig endring i retning av et mer fleksibelt arbeidstilbud – med arbeidsinnvandrere som kommer i oppgangskonjunkturer og reiser i nedgangskonjunkturer – kan lønnsveksten bli mindre påvirket av konjunktursyklene enn tidligere. I våre lønnsanslag legger vi til grunn at en stor andel av arbeidsinnvandrene blir værende.

For 2008 venter Norges Banks regionale nettverk en årslønnsvekst på 5½ prosent. Dette er om lag like høyt som anslaget for 2007 gitt i høst, og nesten én prosentenheter høyere enn anslaget for 2007 gitt på starten av fjoråret.

En vesentlig del av lønnsveksten i fjor ble gitt i siste halvår og ga et høyt lønnsoverheng inn i 2008, 2 prosent ifølge TBU. Årets oppgjør er et hovedoppgjør. Disse har ofte gitt noe høyere tariff tillegg enn mellomoppgjør. Med et fortsatt stramt arbeidsmarked vil tariff tilleggene trolig bidra til at lønnsveksten tiltar ytterligere fra 2007 til 2008. En viss avmatning av økonomien gjennom 2008 kan derimot gi grunnlag for at lønnsglidningen avtar.

I årets hovedoppgjør skal det forhandles om AFP-ordningen. Rammene for den nåværende ordningen løper ut i 2010. Utfallet av selve AFP-forhandlingene vil ikke virke inn på kostnadsveksten i år, men vil få betydning for arbeidstilbudet i årene fremover.

Samlet anslår vi årslønnsveksten i 2008 til 6 prosent. Sterk kostnadsvekst og press på marginer som følge av økte lønninger, lavere vekst i produktiviteten og utsikter til lavere etterspørsel kan bidra til å dempe lønnsveksten fremover. Lønnsveksten ventes å avta gradvis mot 5 prosent i 2010.

Veksten i privat konsum ned fra rekordhøyt nivå

Veksten i husholdningenes konsum har vært sterk gjennom flere år. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap vokste konsumet i husholdningene med 6,4 prosent i 2007, se figur 3.23.

Flere forhold trekker i retning av en nedgang i konsumveksten gjennom inneværende år. Vi antar at veksten i husholdningenes disponible realinntekt vil avta i år som følge av lavere sysselsettingsvekst, økte netto renteutgifter og høyere konsumprisvekst.

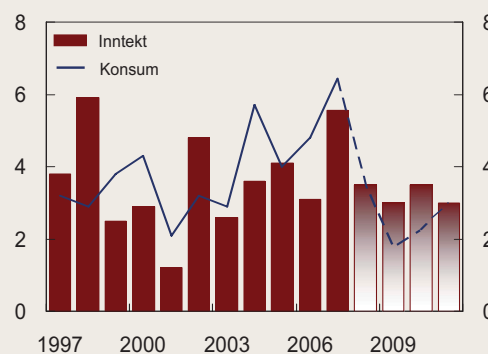
I løpet av det siste året har lånerenten husholdningene står overfor, økt markert, både som følge av økt styringsrente og som følge av at uroen i internasjonale finansmarkeder har gitt høyere pengemarkedsrenter, se kapittel 2. Boliglånsrenten har økt med om lag 1 prosentenhet siden august 2007, se figur 3.24. Det er 0,25 prosentenhet mer enn styringsrenten har økt i samme periode. Sammen med økt gjeldsgrad har dette bidratt til å forsterke virkningen av renteendringene på disponibel inntekt.

Til tross for en betydelig økning i realinntektene har husholdningenes sparerate falt markert de siste årene, og spareraten utenom aksjeutbytte var negativ i 2007³, se figur 3.25. I en utdyping i Pengepolitisk rapport 3/07 pekte vi på at lave renter sammen med bedringen i Norges bytteforhold overfor utlandet og endringene i kredittmarkedene trolig kan ha bidratt til å fremskynde husholdningenes forbruk og kjøp av varige forbruksgoder, redusere deres sparing og øke deres bolig- og aksjeformuer.

Husholdningene vil trolig ikke opprettholde sparerater som er negative eller nær null over lengre tid. I anslagene i denne rapporten legger vi til grunn at fallet i spareraten er i ferd med å stoppe opp. Vi anslår at den vil ta seg opp gjennom året og øke gradvis med om lag 3 prosentenheter i perioden fram til 2011.

³ Dersom spareraten inklusive aksjeutbytte korrigeres for effektene av de skattemessige tilpasningene i forbindelse med nye regler for beskatning av aksjeutbytte til personlige aksjonærer i 2006, anslås spareraten til 0,6 prosent i 2007. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til korrigeringer for reinvestering av aksjeutbytter i perioden 2000-2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 2006 og 2007.

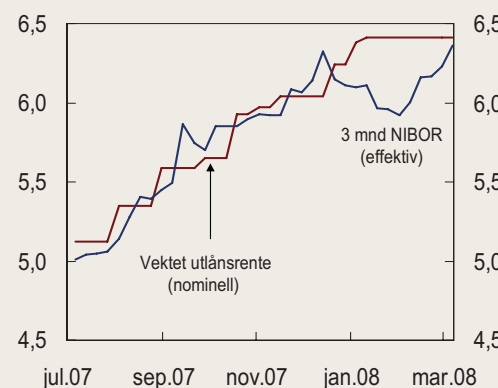
Figur 3.23 Husholdningenes disponible realinntekt¹⁾ og konsum²⁾. Vekst fra året før. Prosent. Årstall. 1997 – 2011³⁾



¹⁾ Korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2011
²⁾ Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner
³⁾ Anslag for 2008 - 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

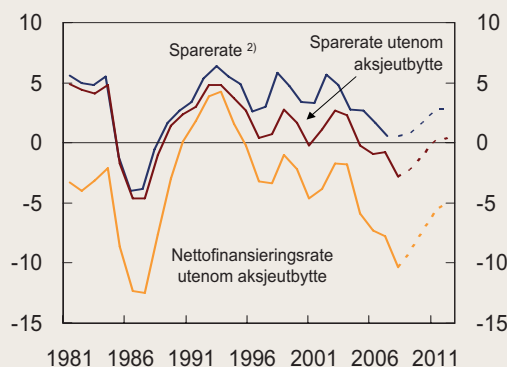
Figur 3.24 Pengemarkedsrenten og bankenes utlånsrenter på nye lån¹⁾. Prosent. Ukestall. 6. jul. 07 – 7. mar. 08



¹⁾ Nominelle renter på nye boliglån på én million kroner med flytende rente, innenfor 60 prosent av kjøpssum, for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler

Kilder: Norsk Familieøkonomi og Norges Bank

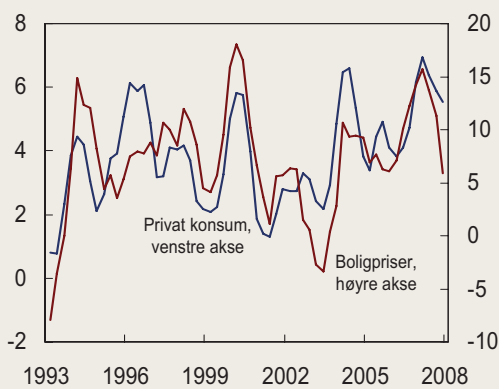
Figur 3.25 Husholdningenes sparing og netto finansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. Årstall. 1981 – 2011¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008 – 2011
²⁾ Korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 Privat konsum¹⁾ og realpriser på boliger²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 93 – 4. kv. 07

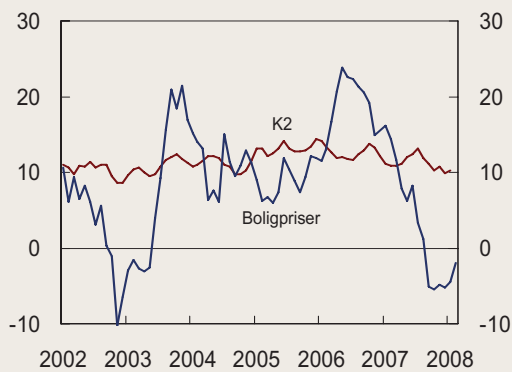


¹⁾ Sesongjustert og glattet

²⁾ Nominell boligprisindeks deflatert med konsumprisindeksen

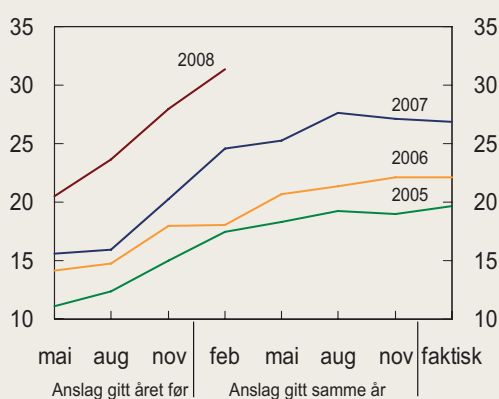
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.27 Boligpriser og kreditt til husholdninger (K2). Vekst i tremåneders glidende gjennomsnitt. Årlig rate. Sesongjustert. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – feb. 08



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

Figur 3.28 Investeringsstatistikk for industrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. Årstall. 2004 – 2008¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Enkelte forhold kan føre til at husholdningene øker sparingen raskere enn vi har anslått. Høyere rente vil isolert sett bidra til å øke spareraten. I flere land har dessuten bankene innført strengere utlånspraksis, men det er inntil videre ikke tegn til noen markert tilstrømming i Norge.

Med fallende boligpriser vil husholdningene igjen måtte øke finansinvesteringene for å opprettholde sin formuesposisjon. Det har i perioder vært en nær sammenheng mellom utviklingen i boligprisene og utviklingen i konsumet, se figur 3.26. Boligprisene hadde i januar falt i syv måneder på rad ifølge sesongjusterte tall, men steg noe fra januar til februar, se figur 3.27.

Fallet i aksjekursene i begynnelsen av året påvirker bare en relativt liten gruppe av husholdningene direkte. Den finansielle uroen kan likevel, sammen med svakere utvikling i internasjonal økonomi, dempe forventningene til veksten i norsk økonomi. Ny informasjon gir ikke et entydig bilde av utviklingen i privat konsum fremover. Indeksene for detaljomsetning og varekonsum viser en videre avmatning i konsumveksten. Så langt tyder imidlertid ikke ulike forventningsbarometre på et brått stemningskifte hos husholdningene.

Kredittveksten hos husholdningene har falt noe de siste månedene, se figur 3.27. Det er likevel grunn til å tro at en justering av spareraten vil ta tid. Atferdsendringer knyttet til nye konsum- og spareplaner kan strekke seg over flere år. Husholdningens tilpasning til høyere gjeldsgrad som følge av endringene i kredittmarkedene, vil derfor kunne fortsette i noe tid og fortsatt bidra til å dempe oppgangen i spareraten.

Boliginvesteringene vokste med 6,3 prosent i 2007. Med bakgrunn i en kombinasjon av høyere renter, fallende boligpriser og økte byggekostnader avtok veksten i boliginvesteringene gradvis i løpet av året. I 2008 venter vi et svakt fall i boliginvesteringene.

Lavere vekst i investeringer og eksport

Investeringene er tradisjonelt høye mot slutten av en oppgangskonjunktur. Kapasitetsutnyttningen tiltar, og bedriftene må investere for å øke kapasiteten. Samlede bruttoinvesteringer i fast realkapital vokste ifølge nasjonalregnskapet med 9,3 prosent i 2007. Ifølge Statistisk sentralbyrås investeringstelling har bedriftene planer om svært høye investeringer også i 2008, se figur 3.28. Også fra regionalt nettverk rapporteres det om økte investeringer i 2008. Det regionale nettverket finner imidlertid at investeringsplanene er noe nedjustert siden slutten av fjoråret, særlig i industrien.

Investeringene i næringsbygg vokste markert i 2007. Samtidig er arealledigheten lav. Ifølge en undersøkelse utført av Eiendomsspar var det en arealledighet på 4,4 prosent i Oslo, Bærum og Asker ved inngangen til 2008, og en nedgang i ledig areal på 25 prosent i løpet av det siste året. Vi forventer likevel at veksten i nye prosjekter innenfor næringsbygg vil avta noe gjennom 2008.

Høyere renter og usikkerhet om utviklingen i internasjonal økonomi kan føre til at enkelte planlagte investeringsprosjekter utsettes eller ikke realiseres. Lavere aksjekurser kan isolert sett gjøre det vanskeligere for bedrifter å finansiere seg i aksjemarkedet. Mye tyder på at også finansiering gjennom obligasjonsmarkedet har blitt vanskeligere. Det er imidlertid relativt få norske bedrifter utenom finanssektoren som finansierer seg direkte i dette markedet.

Utbygging av næringsbygg har tradisjonelt en høy opp-låningsgrad. Et strammere kredittmarked vil kunne skape usikkerhet om utviklingen fremover i denne bransjen. Høsten 2007 var det fremdeles høy vekst i utlånene fra norske kilder målt ved K2. Som omtalt i kapittel 2 har prisen bankene betaler for sine innlån økt. Dette kan øke finansieringskostnadene for norske bedrifter. Ifølge det regionale nettverket har 30 prosent av bedriftene allerede merket høyere finansieringskostnader som følge av finansuroen, og like mange forventer høyere kostnader i de neste 6 månedene. Bare et fåtall av bedriftene ser imidlertid tilgang på kreditt som en begrensende faktor.

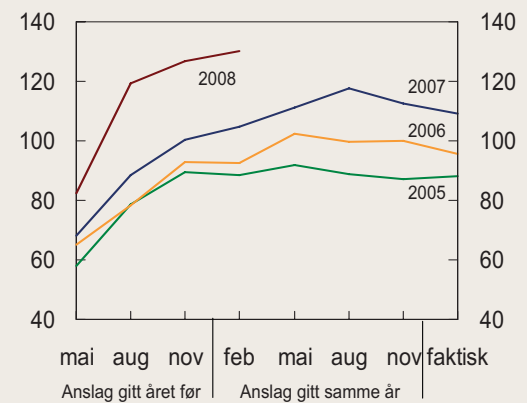
Samlet legger vi til grunn en viss avdemping i veksten i foretaksinvesteringene i forhold til fjoråret.

Høy oljepris, stor leteaktivitet og vekst i investeringene i eksisterende anlegg bidrar til å holde investeringsveksten i oljesektoren oppe. Med utgangspunkt i Statistisk sentralbyrås investeringstelling for petroleumssektoren, se figur 3.29, anslår vi en vekst i oljeinvesteringene på 7½ prosent i 2008, se figur 3.30. Prisveksten på norsk sokkel kan imidlertid være høyere enn tidligere antatt. I så fall kan volumveksten bli noe lavere.

Siden i høst har noen store prosjekter falt bort, blant annet på Snøhvit og Troll. På den andre siden er det ventet at flere mindre prosjekter vil komme til. Kapasitetsskranke har hindret flere planlagte prosjekter i denne konjunkturoppgangen. Spesielt har tilgangen på rigger vært en begrensning. Bedre kapasitet vil gjøre dette til et mindre problem fremover. Informasjon fra selskapene og Oljedirektoratet tyder imidlertid på at de historisk høye investeringsnivåene vil nå toppen mot slutten av prognoseperioden.

I eksportmarkedene har det vært store prissvingninger på flere viktige eksportvarer, herunder metaller og fisk, etter flere år med høy prisvekst. Så langt i første kvartal lig-

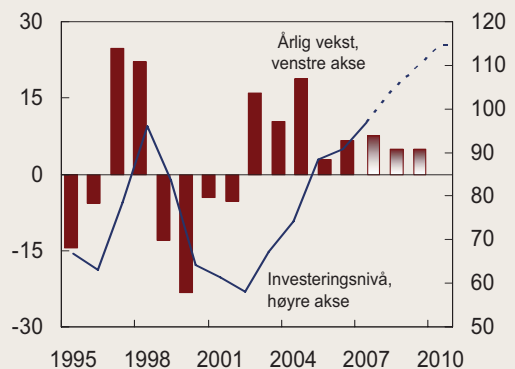
Figur 3.29 Investeringsstatistikk for petroleumindustrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner. Årstall. 2005 – 2008¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008

Kilde: Statistisk sentralbyrå

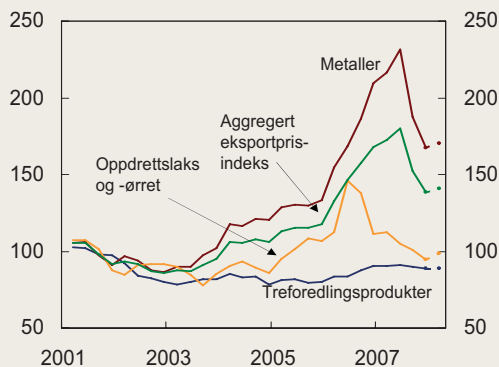
Figur 3.30 Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringsnivå i milliarder kroner (faste 2005-priser) og årlig vekst i prosent. Årstall. 1995 – 2011¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008 – 2011

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.31 Prisindekser¹⁾ for norsk eksport i NOK. 2001 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 1. kv. 08²⁾



¹⁾ Norges Banks beregninger basert på verdensmarkedspriser

²⁾ Anslag for 1. kv. 08 basert på data tilgjengelig så langt i kvartalet

Kilder: Reuters (EcoWin), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ger prisene i gjennomsnitt på om lag samme nivå som i fjerde kvartal, se figur 3.31. Ordrestatistikken for eksportindustrien og konjunkturbarometeret viste svakere vekst i eksportordrene mot slutten av fjoråret. Fremover kan den svake utviklingen i amerikansk økonomi ytterligere redusere inngangen av eksportordre. Sterkere valutakurs og høy lønns- og kostnadsvekst kan gi et ytterligere negativt bidrag til eksporten. Vi anslår at veksten i eksporten etter hvert dempes noe.

Finanspolitikk og kommuneøkonomi – fortsatt vekst i 2008

Ifølge Statistisk sentralbyrå var det en samlet skatteinngang på 653 milliarder kroner i 2007, en økning på 4,2 prosent fra 2006. Ser man bort fra oljeskatter, har skatteinngangen økt med 51,3 milliarder kroner eller 12,4 prosent fra 2006. Størst var veksten i Oslo og Rogaland. Den høye skatteinngangen bekrefter bildet av sterk vekst i norsk økonomi i fjor.

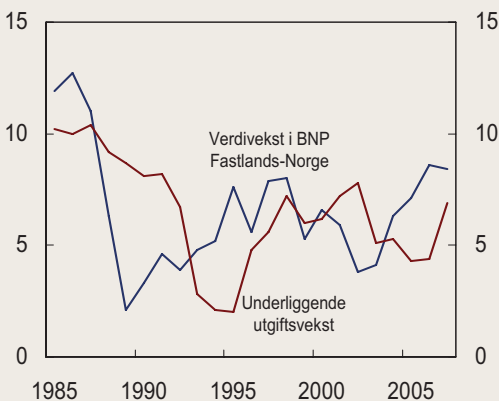
Figur 3.32 Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder 2008-kroner. Årstall. 2002 – 2010



Kilde: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2008)

Handlingsregelen for finanspolitikken innebærer at det strukturelle oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet i gjennomsnitt skal utgjøre 4 prosent av innstående på Statens pensjonsfond – Utland (SPU) ved inngangen av året. Det er i tråd med retningslinjene i handlingsregelen at regjeringen tilpasser innfasingen av oljepengene til konjunktursituasjonen og presset i norsk økonomi. Ifølge nysalderingen av statsbudsjettet for 2007 var det strukturelle oljekorrigerte underskuddet 58,6 milliarder kroner i 2007. Det er nær 10 milliarder kroner lavere enn anslått i Nasjonalbudsjettet 2008, som følge av høyere skatteinntekter og lavere utgifter enn anslått. Målt i forhold til størrelsen av SPU ved inngangen til 2007 var det strukturelle underskuddet på 3,3 prosent. Regjeringens forslag til statsbudsjett for 2008 ble vedtatt av Stortinget uten større endringer. Ifølge anslagene i Nasjonalbudsjettet 2008 var det ventet at det strukturelle underskuddet skulle øke fra 2007 til 2008, men fortsatt ligge under 4 prosent av SPU, se figur 3.32.

Figur 3.33 Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP Fastlands-Norge. Prosent. Årstall. 1985 – 2007



Kilder: Finansdepartementet (Nysaldering av statsbudsjettet 2007) og Statistisk sentralbyrå

Den nominelle, underliggende utgiftsveksten i 2007 ble i nysalderingen anslått til 6,9 prosent, og utgiftsveksten var dermed lavere enn den nominelle veksten i BNP for Fastlands-Norge i fjor, se figur 3.33. I Nasjonalbudsjettet 2008 var det lagt til grunn en nedgang i den underliggende utgiftsveksten fra 2007 til 2008. Det er grunn til å tro at en del offentlige investeringer som var planlagt i 2007, ble utsatt til 2008. Noen offentlige investeringer har blitt utsatt fordi kapasitetsproblemer har gjort det umulig å få inn anbud, eller anbudsprisene har ligget høyere enn forutsatt.

I Nasjonalbudsjettet 2008 ble kommunenes inntekter anslått å øke med 5 prosent i 2007 og 5,7 prosent i 2008. Dette er noe lavere enn i de foregående tre årene.

Utdypinger

Faktorer bak veksten i internasjonale og norske matvarepriser

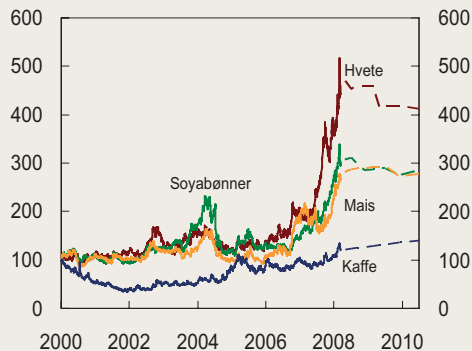
Kryssjekker for valutakursen

Etterprøving av anslagene for 2007

Anslagene i Pengepolitisk rapport 3/07 og 1/08

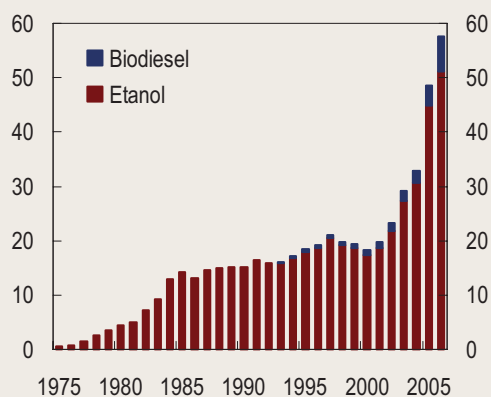
Faktorer bak veksten i internasjonale og norske matvarepriser

Figur 1 Internasjonale råvarepriser i USD. Indeks, 3. jan. 00 = 100. Dagstall. 3. jan. 00 – 10. mar. 08. Terminpriser fra 10. mar. 08 (stiplet linje). Månedstall. Mai 08 – jul. 10



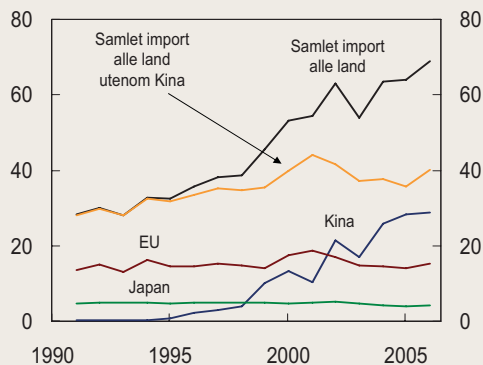
Kilder: Reuters (EcoWin), Chicago Board of Trade, The Intercontinental Exchange og Norges Bank

Figur 2 Produksjon av biodrivstoff. Milliarder liter. Årstall. 1975 – 2006



Kilder: Earth Policy Institute og The Global Subsidies Initiative (GSI)

Figur 3 Import av soyabønner. Millioner tonn. Årstall. 1991 – 2006



Kilder: United States Department of Agriculture og Norges Bank

Den sterke veksten i matvareprisene har vært et markert trekk ved internasjonal økonomi de to siste årene. I denne utdypingen ser vi nærmere på hvilke krefter som kan forklare prisveksten på matvarer ute og hjemme. Vi ser også kort på hvilke forhold som kan påvirke matvareprisene innenlands fremover.

Utviklingen i internasjonale matvarepriser

The Economists prisindeks for matvarer har siden begynnelsen av 2007 steget med 70 prosent målt i dollar, 46 prosent målt i euro og 40 prosent målt i norske kroner. Særlig har prisene på hvete, mais, soyabønner og vegetabiliske oljer økt kraftig, se figur 1. Prisstigningen skyldes hovedsakelig tre forhold: økt produksjon av biodrivstoff, høyere etterspørsel fra fremvoksende økonomier og værforhold.

Produksjonen av biodrivstoff har steget markert de siste årene, se figur 2. Satsingen på bioenergi kommer blant annet som følge av ønsket om å redusere utslippene av klimagasser. Myndighetene i flere land har derfor innført til dels høye subsidier i biodrivstoffproduksjonen. Matvarer som mais, sukker og vegetabiliske oljer er innsatsfaktorer i denne produksjonen. Omtrent 20 prosent av USAs maisavling brukes i produksjonen av etanol. Det er en tredobling siden 2000. I Brasil, verdens største sukkerprodusent, går nesten halvparten av landets sukkeravling til å utvinne etanol, mens 40 prosent av EUs rapsavling går til produksjonen av biodiesel. Den hurtig økende bruken av biodrivstoff har bidratt til å presse opp prisene på innsatsvarene. Samtidig fortrenkes dyrkingen av andre jordbruksprodukter, slik at prisene på disse også øker.

Etter hvert som velstanden har økt i fremvoksende økonomier, har også etterspørselen etter matvarer endret seg. Det etterspørres stadig mer kjøtt, frukt og grønnsaker. I Kina har det vært særlig kraftig vekst i kjøttkonsumet. Økt etterspørsel etter kjøtt har blant annet medført høyere forbruk av og økte priser på soyabønner, som brukes som dyrefôr. Kinas import av soyabønner har steget markert siden 1990-tallet, se figur 3.

Også tilbudssideforhold har bidratt til den høye prisveksten på matvarer internasjonalt. Dårlig vær har ødelagt avlinger i flere store hveteproduserende land. Hos de fem største eksportørene¹ av hvete falt produksjonen med til sammen 12 prosent fra 2006 til 2007.² Lagrene av hvete har derfor gått kraftig

ned og antas nå å være på det laveste nivået siden slutten av 1970-tallet. Dette har bidratt til at hveteprisen er mer enn doblet siden begynnelsen av 2007. Økte energipriser har i tillegg bidratt til høyere kostnader i jordbruksproduksjonen.

Terminprisene indikerer høye matvarepriser internasjonalt også fremover, se figur 1. Veksttakten i prisene ventes imidlertid å avta, og for enkelte matvarer kan prisene også falle litt.

Utviklingen i norske matvarepriser

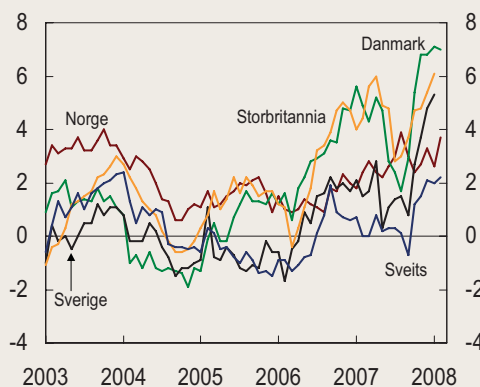
Prisveksten på matvarer i Norge har vært langt mindre markert enn på verdensmarkedet, men også i Norge har prisene på matvarer og alkoholfrie drikkevarer i konsumprisindeksen (KPI) økt de siste par årene. I februar var prisene på disse varene 3,6 prosent høyere enn i februar året før. Prisveksten på matvarer har vært betydelig høyere i andre land. Prisene på matvarer i Danmark, Sverige og Storbritannia har steget markert siden midten av fjoråret, se figur 4. Prisutviklingen i Norge og Sveits har vært mindre markant, noe som trolig skyldes at begge landene gjennom vern av landbruket i større grad er skjermet fra internasjonale prissvingninger.

Den innenlandske prisutviklingen på matvarer reflekterer både internasjonale og norske forhold. Importerte matvarer utgjør en relativt liten andel av matvarene som inngår i KPI, se figur 5.³ Prisene på importerte matvarer har gjennomgående falt siden i fjor sommer, se figur 6. Nedgangen skyldes blant annet prisfall på frisk frukt, som har sammenheng med at flere dagligvarekjeder har hatt tilbudskampanjer på frukt i vinter. I februar tok prisene på importerte matvarer seg opp og økte med 1,2 prosent fra januar.

Det er særlig prisene på matvarer produsert i Norge med norske råvarer eller med en blanding av norske og importerte råvarer som har steget det siste halvåret, se figur 7. Disse matvarene utgjør hoveddelen av matvarene i KPI. I februar var prisene på disse matvarene om lag 5 prosent høyere enn i februar i fjor.

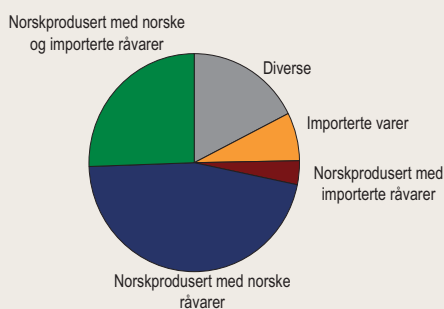
Prisøkningen på matvarer i Norge kan derfor i hovedsak forklares med prisvekst på norskproduserte matvarer som kjøtt, melk, ost, egg og kornprodukter. Prisene på disse matvarene, eller råvarene som brukes, fastsettes i jordbruksoppkjøret gjennom målpriser⁴. De aller fleste norske målpriser ligger over verdensmarkedsprisene, til tross for veksten i

Figur 4 Prisutviklingen på mat og alkoholfrie drikkevarer i KPI i noen europeiske land. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 03 – feb. 08



Kilde: Reuters (EcoWin)

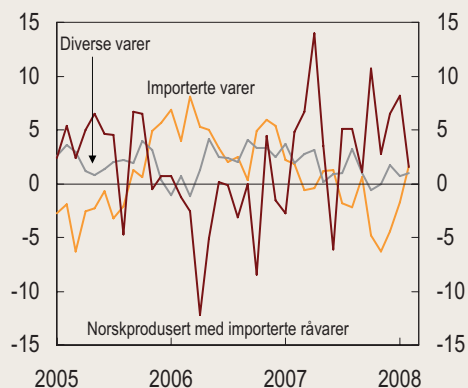
Figur 5 Matvarer og alkoholfrie drikkevarer i KPI etter opprinnelse.¹⁾ Vekt i KPI



¹⁾ Fiskevarer er ikke inkludert

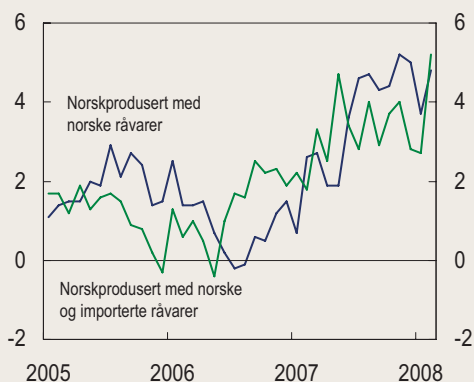
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning

Figur 6 Prisutviklingen på matvarer i Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 05 – feb. 08



Kilde: Norsk Institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF)

Figur 7 Prisutviklingen på matvarer i Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 05 – feb. 08



Kilde: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF)

Figur 8 Priser på mathvete. Kroner per tonn. Uketall. Uke 1 2002 – uke 8 2008



Kilder: International Grains Council og Statens landbruksforvaltning (SLF)

matvareprisene internasjonalt. Dette betyr i praksis at matvarer som omfattes av jordbruksavtalen, i stor grad er skjermet for internasjonale prissvingninger. Kommer prisene internasjonalt opp mot norske målpriser vil prisene på matvarer som omfattes av jordbruksavtalen kunne påvirkes. For korn skjedde dette for første gang i september i fjor, se figur 8. Tollsatsene på hvete ble da redusert til null, og dette har blitt videreført inn i det nye året da verdensmarkedsprisene på hvete fortsatt er høye. Hensikten med å redusere tollene er at prisdifferansen mellom den norske prisen og verdensmarkedsprisen skal være minst mulig.

Jordbruksavtalene har gitt grunnlag for prisvekst på norske matvarer de siste årene. I jordbruksoppgjøret for 2007 ble målprisene økt med 3¼ prosent.

Finansdepartementet har anslått at den isolerte effekten av dette er en prisøkning på produktene fra norsk landbruk på 1¼ prosent, noe som gir et bidrag til KPI på rundt 0,1 prosent på årsbasis.⁵

Også andre strukturelle og konjunkturelle forhold påvirker prisene på matvarer i Norge. Kostnadsforholdene i detaljist- og grossistleddene i matvarekjedene har stor betydning for prisene forbrukerne møter i butikken. Ifølge Statistisk sentralbyrå står avansen i varehandelen for rundt 30 prosent av matvareprisene husholdningene står overfor. I tillegg er konkurranseforholdet mellom dagligvarekjeder og forhandlingene mellom dagligvarekjedene og matvareleverandørene avgjørende.

Hver vår og høst forhandles det om pris og levering mellom dagligvarekjedene og leverandørene. Det inngås som regel halvårslige avtaler som trer i kraft i begynnelsen av februar og juli hvert år. Leverandørenes kostnader har økt på grunn av prisveksten på matvarer internasjonalt, og prisveksten i februar tyder på at de veltet deler av denne kostnadsveksten over på dagligvarekjedene. Dette gjelder spesielt produkter hvor hvete inngår, blant annet hvetemel, brød, pasta, pizza og kjeks. Prisene på pasta var 9,8 prosent høyere i februar i år enn i februar i fjor. Prisene på melkeprodukter har hatt en tilsvarende økning, men prisveksten for disse varene er mindre påvirket av utviklingen internasjonalt. Økningen i disse prisene skyldes trolig økte målpriser i jordbruksoppgjøret for 2007 og andre innenlandske forhold.

Veksten i internasjonale matvarepriser vil trolig avta fremover, og vi venter at virkningen på konsumprisveksten i Norge i hovedsak vil være midlertidig. Også fremover er det grunn til å tro at landbruksoppgjør og innenlandsk kostnadsvekst og konkurranseforhold vil ha større betydning for prisutviklingen på matvarer i Norge enn internasjonale forhold, selv om utviklingen internasjonalt også vil ha noe betydning.

¹ Verdens fem største eksportører av hvete er USA, Canada, EU, Australia og Argentina.

² Kilde: Australian Commodity Statistics 2007

³ Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF) har gruppert matvarene som inngår i KPI i fem grupper etter opprinnelse. "Diverse varer" er varer det er vanskelig å plassere, og gruppen kan inneholde noe import.

⁴ Målpriser er maksimal årsgjennomsnittlig salgspris til grossist/detaljist for en gitt vare. Landbruksdirektoratet overvåker prisnoteringer gjennom året, og disse skal ikke overstige målprisen. Dersom dette skjer, innføres det vanligvis administrative tollnedsettelse.

⁵ Kilde: St.meld.nr.1 (2007-2008). Nasjonalbudsjettet 2008.

Kryssjekker for kronkursen

Ulike modeller og teorier kan gi forskjellige forklaringer på utviklingen i kronkursen og derfor også gi opphav til ulike anslag på produksjonen og inflasjonen. Nedenfor gjør vi nærmere rede for noen modeller Norges Bank støtter seg på i vurderingen av kursutviklingen.

Figur 1 viser kronkursen og Norges Banks anslag fra og med Inflasjonsrapport 3/05. Kronen svinger, og ny informasjon om den økonomiske utviklingen kan føre til at kronkursen kan avvike betydelig fra anslagene. Kronen har gjennomgående styrket seg fra begynnelsen av 2004. Styrkingen har gått sammen med en kraftig økning i oljeprisen og økt rentedifferanse mot utlandet, se figur 2 og 3.

Norges Bank legger til grunn i sine anslag at prinsippet om udekket renteparitet gjelder på lang sikt, slik dette kommer til uttrykk i terminkursen på kroner. Erfaring tilsier imidlertid at terminkursene i liten grad kan forutsi de kortsiktige svingningene i valutakursene.¹ Derfor har vi utviklet enkle modeller basert på historisk samvariasjon mellom kronkursen og ulike økonomiske størrelser. Disse modellene kan gi en kryss-sjekk mot anslagene på kort sikt. Modellene har til felles at anslagene for kronkursen kan skrives på formen

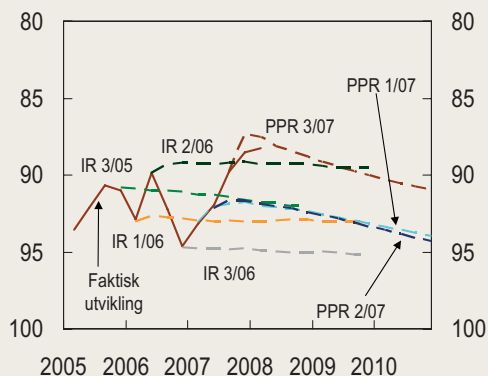
$$\text{kronkurs} = b_0 + b_1(p-p^*) + b_2(i-i^*) + b_3\text{oljepris} + b_4\text{ordrestrøm}$$

der p er innenlandsk prisnivå, p^* er prisnivået ute, i er renten i Norge, i^* er renten hos våre handelspartnere, oljepris er oljeprisen målt i amerikanske dollar, og ordrestrøm er ordrestrømmer i valuta-markedet.²

Modellene kan brukes til å vurdere om dagens kurs er i tråd med de faktorene som historisk kan forklare svingningene i kronkursen. Avvik fra den "modellbestemte" kursen kan tolkes som midlertidige. For eksempel har vi erfaring for at temaene som driver valutakursen, kan skifte over tid.³ Hvis kronen er svakere enn det modellene tilsier, kan det tilsi at den skal styrke seg i tiden fremover.

Figur 4 viser den faktiske kronkursen (KKI) og anslaget på kursen som følger av en modell estimert på månedsdata fra 1982. I denne modellen bestemmes kursen av relativ prisutvikling i forhold til handelspartnerne, oljeprisen og differansen i tolv månedersrenter.⁴ På 1980-tallet og

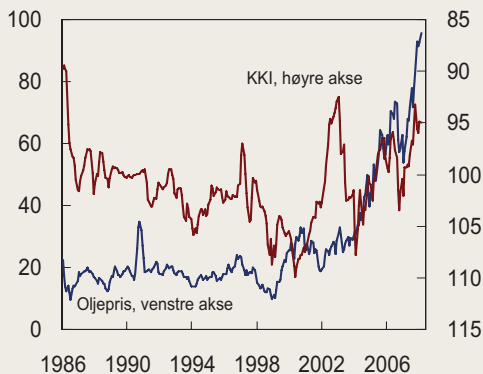
Figur 1 Importveid valutakurs (I-44)¹⁾ i referansebanen i ulike rapporter. Indeks. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronkurs

Kilde: Norges Bank

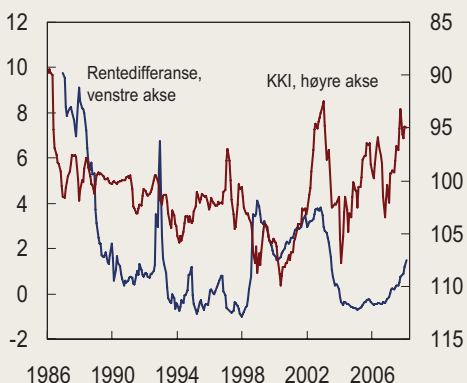
Figur 2 Oljepris (Brent Blend) i USD og konkurransekursindeksen (KKI)¹⁾. Månedstall. Jan. 86 – feb. 08



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronkurs

Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

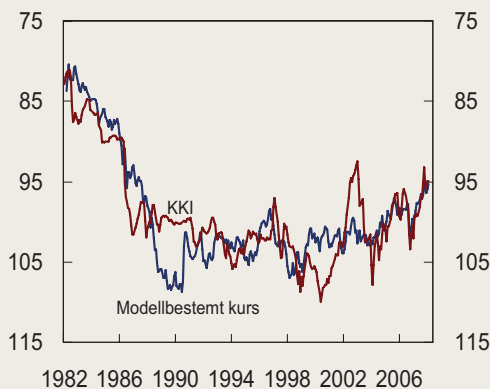
Figur 3 Tremåneders rentedifferanse mot handelspartnerne og konkurransekursindeksen (KKI)¹⁾. Månedstall. Jan. 86 – feb. 08



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronkurs

Kilde: Norges Bank

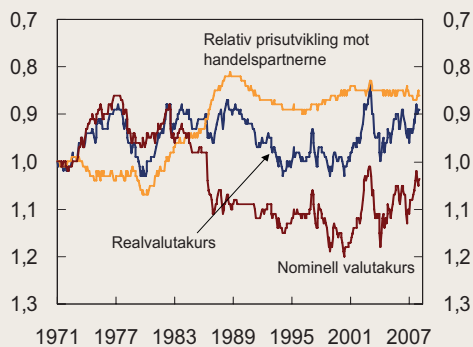
Figur 4 Konkurranskursindeksen (KKI)¹⁾ og modellkurs bestemt av relativ prisutvikling, tolv måneders rentedifferanse og oljeprisen. Månedstill. Jan. 82 – feb. 08



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

Kilde: Norges Bank

Figur 5 Nominell valutakurs (KKI)¹⁾, realvalutakurs²⁾ og relativ prisutvikling mot handelspartnere³⁾. Indeks, jan. 71 = 1. Månedstill. Jan. 71 – feb. 08



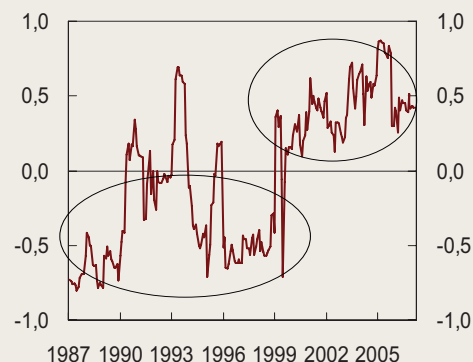
¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

²⁾ Målt ved KKI deflatert med relative konsumpriser mellom Norge og handelspartnere. Stigende kurve betyr sterkere reell kronekurs

³⁾ Stigning betyr økt prisnivå i Norge i forhold til handelspartnere

Kilde: Norges Bank

Figur 6 Ett års glidende korrelasjon mellom endring i konkurransekursindeksen (KKI) og endring i tremåneders rentedifferanse.¹⁾ Månedstill. Des. 87 – feb. 08



¹⁾ Positiv (negativ) korrelasjon betyr at høyere rentedifferanse går sammen med sterkere (svakere) krone

Kilde: Norges Bank

fram til begynnelsen av 1990-tallet svekket både den faktiske og den modellbestemte kursen seg. Det skyldtes at vi hadde høyere inflasjon enn våre handelspartnere og fanges opp av leddet med relativ prisutvikling i modellen. Historisk har det vært en tendens til at inflasjonsforskjeller mellom Norge og utlandet over tid har blitt motvirket av bevegelser i den nominelle kursen, se figur 5. På slutten av 1970-tallet og på 1980-tallet hadde Norge i flere år høyere inflasjon enn handelspartnere. Målt i utenlandsk valuta ble denne særnorske prisstigningen utlignet ved at norske kroner falt i verdi. Den reelle kronekursen var mer stabil.⁵ Målt reelt er kronen nå noe sterkere enn gjennomsnittet de siste 30-40 årene.

Figur 6 viser hvordan samvariasjonen mellom rentedifferansen og kronekursen har endret seg over tid.⁶ Fram til slutten av 1990-tallet ble renten brukt til å stabilisere kursen. Et press i retning av svakere krone ble motvirket med økt rente. Tilsvarende ble renten redusert når etterspørselen etter kroner økte. Dermed gikk høyere rentedifferanse ofte sammen med svakere krone og omvendt. Dette kommer til uttrykk i den negative samvariasjonen som er vist i figuren. Når vi har et inflasjonsmål, vil kronen flyte. Høyere rentedifferanse vil da normalt falle sammen med sterkere krone. Dette kommer til uttrykk i den positive samvariasjonen som vises i figuren for årene etter årtusenskiftet.

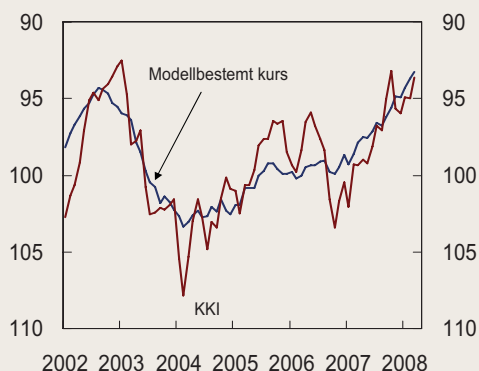
Figur 7 viser kronekursen (KKI) og anslaget på kursen som følger av en modell estimert på månedssdata fra begynnelsen av 2002. Her forklares kronekursen kun av rentedifferansen (tolv måneders pengemarkedsrenter) og oljeprisen. Aktørene i valutamarkedet viser ofte til disse størrelsene for å forklare bevegelser i kronekursen. Forskjellen i inflasjonen mellom Norge og handelspartnere er utelatt, siden den har vært forholdsvis liten siden 2002. Effekten av renten er noe sterkere enn i modellen i figur 4. Det skyldes trolig at samvariasjonen mellom renten og kronekursen har endret seg over tid, jf. figur 6.

Figur 8 viser kronekursen (I-44) og anslaget på kursen som følger av en modell estimert på uke-data, der kursen forklares av ordrestrømmer i valutamarkedet. I denne modellen erstatter observasjon av ordrestrømmer de mer strukturelle forklaringene – rentedifferansen og oljeprisen – som inngår i de andre modellene.⁷

Modeller av denne typen er ikke spesielt egnet til å predikere kronkursen over en lengre horisont fremover i tid. Det skyldes at kronkursen og forventede fremtidige renter fastsettes simultant av ulike fremoverskuende aktører i forskjellige markeder. Det er vekselvirkninger mellom kronkursen og renter som ikke fanges opp i enkle modeller av den typen vi har drøftet her. Norges Banks anslag på kursutviklingen bygger derfor på strukturelle likevektsmodeller – for eksempel NEMO – der disse vekselvirkningene inngår.⁸

Modellene kan være bedre egnet til å forstå hva som har drevet svingningene i kronkursen historisk, gitt den pengepolitikken som faktisk ble realisert. De røde søylene i figur 9 viser hvor mye kronen har styrket seg siden begynnelsen av 2004 og begynnelsen av 2007. De blå søylene viser hvor mye kronen skulle ha styrket seg ifølge modellen i figur 7. De gule søylene viser hvor mye av styrkingen som ifølge modellen skyldes oljeprisen, mens de grønne søylene viser hvor mye som skyldes rentedifferansen. Både fra begynnelsen av 2004 og fra begynnelsen av 2007 har oljeprisen ifølge denne modellen vært en noe viktigere forklaring på endringen i kronkursen enn den forventede rentedifferansen.

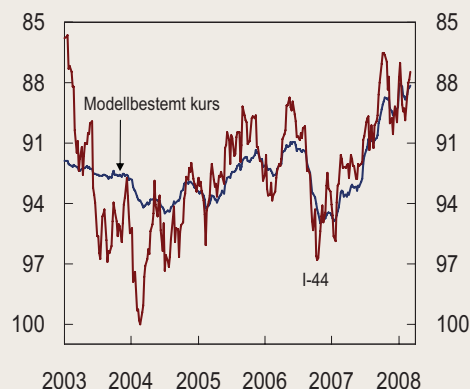
Figur 7 Konkurranskursindeksen (KKI)¹⁾ og modellkurs bestemt av tolv måneders rentedifferanse og oljeprisen. Månedstall. Jan 02 – mar. 08



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronkurs

Kilde: Norges Bank

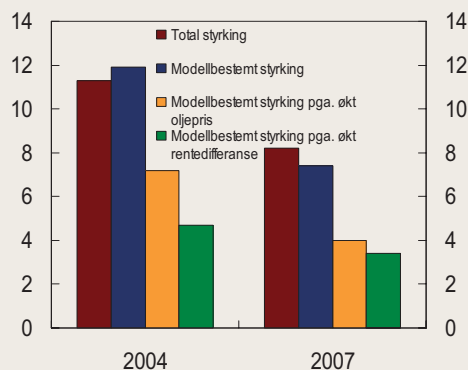
Figur 8 Importveid kursindeks (I-44)¹⁾ og modellkurs bestemt av ordrestrømmer. Uketall. Uke 1 2003 – uke 10 2008



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Figur 9 Styrking av konkurranskursindeksen (KKI) siden hhv. januar 2004 og januar 2007.¹⁾ Prosent



¹⁾ Den modellbestemte kursen er basert på modellen i figur 7 hvor forklaringsfaktorer for kursutviklingen er tolv måneders rentedifferanse og oljepris

Kilde: Norges Bank

¹ Udekket renteparitet (UIP, "Uncovered Interest rate Parity") innebærer at forventet avkastning av å plassere i kroner er lik forventet avkastning av å plassere i utenlandsk valuta. UIP er definert ved ligningen $i = i_{\text{utl}} + (s^c - s)$, der i er innenlandsk rente, i_{utl} er utenlandsk rente, s er valutakursen og s^c er forventet fremtidig valutakurs. Valutakursen er på logaritmisk form, og en stigning innebærer en svekkelse av kronen. Ligningen for UIP kan skrives på formen $s_t = s^{\text{lang}} + E_t \sum_{k=0}^{\infty} (1-i^*)_{t+k}$ (summert fra $t=0$ til $t=\infty$), det vil si at dagens kurs bestemmes av langsiktig forventet kurs (s^{lang}) og en sum av forventede fremtidige rentedifferanser, se Bernhardsen (2008) for detaljer. UIP impliserer at dagens kurs på kroner gjenspeiler markedsaktørenes forventninger om fremtidige rentedifferanser mot andre valutaer. En overraskende økning i forventet rentedifferanse mot utlandet gir en umiddelbar styrking av kronen. Det er vanskelig å teste UIP empirisk fordi forventninger om fremtidig kronekurs ikke kan observeres. På et gitt tidspunkt impliserer UIP at rentedifferansen er lik *forventet* endring i kursen. Ny informasjon kan imidlertid føre til at den *faktiske* endringen i kursen blir forskjellig fra det som var forventet. At den faktiske kursen endrer seg mer eller mindre enn det som var forventet, betyr ikke at UIP ikke holder. Chinn og Meredith (2005) viser at UIP holder bedre på noe lengre sikt.

² Ikke alle forklaringsvariablene inngår i alle modellene. Ved å estimere modellens parametere (b-ene) kan en beregne den "modellbestemte" kronekursen.

³ Modeller der temaer i kronemarkedet modelleres eksplisitt drøftes i utdypningene "Faktorer bak utviklingen i kronekursen", Inflasjonsrapport 1/2003 og "Utviklingen i kronekursen", Inflasjonsrapport 2/2005. De siste årene ser det ut til at oljeprisen, rentedifferansen og ordrestømmer i valutamarkedet kan forklare utviklingen i kursen nokså godt.

⁴ Tolvmåneders rentedifferanse reflekterer forventede endringer i de helt kortsiktige pengemarkedsrentene tolv måneder fram i tid. Det er i tråd med en hypotese om at aktørene i finansmarkedet er fremoverskuende og tar hensyn til forventet utvikling i renten når de plasserer i norske kroner.

⁵ Den reelle kronekursen viser kronens verdi når vi justerer for prisforskjeller mellom Norge og utlandet.

⁶ Samvariasjonen er målt som 12-måneders glidende korrelasjon. Det vil si at hvert punkt på kurven viser korrelasjonskoeffisienten mellom endringen i kronekursen og endringen i rentedifferansen over de siste 12 månedene.

⁷ Ordrestømmodellen er basert på nyere teori om mikrostrukturen i valutamarkedet. Bailliu og King (2005) gir en oversikt over denne og mer tradisjonelle typer valutakursmodeller. I modellen i figur 4 er renten og kursen simultant modellert som hos Johansen og Juselius (1992) og Bjørnland og Hungnes (2006). Modellene i figur 7 og 8 er en-lignings feilkorreksjonsmodeller. Modellen i figur 7 med rentedifferansen og oljeprisen som forklaringsfaktorer er nærmere beskrevet i Bernhardsen (2008), mens statistikkgrunnlaget for ordrestømmodellen drøftes i Meyer og Skjelvik (2006). Modellene i figur 4 og 8 vil bli nærmere beskrevet i senere arbeidsnotater.

⁸ Se Mork (2008) for en nærmere drøfting av nødvendigheten av å bruke strukturmodeller til politikkformål. Bankens generelle likevektsmodell, NEMO ("Norwegian Economy MOdel"), drøftes i utdypning i Pengepolitisk rapport 3/2007 og Brubakk med flere (2006). Modellen "1a" drøftes i Husebø med flere (2004).

Referanser

Bailliu, J. og M. R. King (2005) "What drives movements in exchange rates?", Bank of Canada Review, Bank of Canada, se www.bankofcanada.ca.

Bernhardsen, T. (2008) "Simple cross-check models for the Krone exchange rate", Staff Memo 1/08, Norges Bank, se www.norges-bank.no.

Bjørnland, H.C. og H. Hungnes (2006) "The importance of interest rates for forecasting the exchange rate", *Journal of Forecasting*, 25, 209-221.

Brubakk, L., T. A. Husebø, J. Maih, K. Olsen og M. Østnor (2006) "Finding NEMO: Documentation of the Norwegian economy model", Staff Memo 6/06, Norges Bank, se norges-bank.no.

Chinn, M. D. og G. Meredith (2005) "Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the Post-Bretton Woods era", NBER Working paper 11077.

Husebø, T. A., S. McCaw, K. Olsen og Ø. Røisland (2004) "A small, calibrated macromodel to support inflation targeting at Norges Bank", Staff Memo 3/04, Norges Bank, se norges-bank.no.

Johansen, S. og K. Juselius (1992) "Testing structural hypotheses in a multivariate cointegration analysis of the PPP and the UIP for UK", *Journal of Econometrics*, 53, 211-244.

Meyer, E. og J. Skjelvik (2006) "Valutahandelsstatistikken – ny innsikt i valutamarkedet", Penger og Kreditt, 1/06, Norges Bank, se norges-bank.no.

Mork, K. A. (2008) "Modeller og pengepolitikk", Samfunnsøkonomen 1/08.

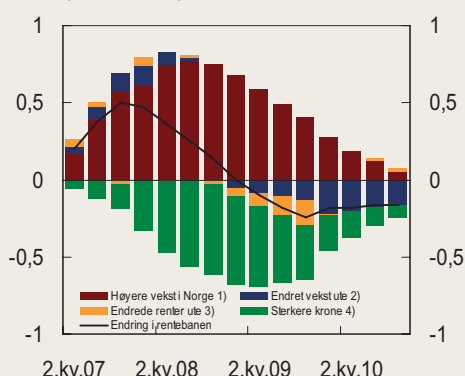
Etterprøving av anslagene for 2007

Norges Banks anslag på inflasjon og produksjon for de nærmeste kvartalene er et viktig utgangspunkt for rentesettingen. De kortsiktige anslagene etterprøves en gang i året. Etterprøvingen kan bidra til å gi oss bedre innsikt i arbeidet med anslagene og til utvikling og forbedring av vårt analyseverktøy. I denne utdypingen vurderes anslagene gitt av Norges Bank fra utgangen av 2006 og gjennom 2007 for utviklingen i 2007.¹

Høyere styringsrente enn anslått

Styringsrenten ble høyere gjennom 2007 enn det som var anslått ved inngangen til året, se figur 1. Endringen mellom Inflasjonsrapport 3/06 og Pengepolitisk rapport 3/07 skyldtes i hovedsak uventet sterk krone og høy kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. Til tross for at kapasitetsutnyttningen ble høyere enn ventet, holdt den underliggende prisveksten seg lav og om lag som anslått. En sterk krone dempet utslagene på prisstigningen og renten.

Figur 1 Faktorer bak endringer i rentebanen fra IR 3/06 til PPR 3/07. Prosentenheter. 2. kv. 07 – 4. kv. 10



- 1) Gjenspeiler virkninger av den uventet høye produksjonsveksten i 2007 og følgene av dette
 2) Gjenspeiler virkninger av endret forventet vekst i verdensøkonomien
 3) Gjenspeiler virkninger av forventninger om endrede styringsrenter hos våre handelspartnere, gjennom virkninger på kronkursen
 4) Gjenspeiler virkninger av kronestyrkingen utover det som følger av endrede renteforventninger utenlands

Kilde: Norges Bank

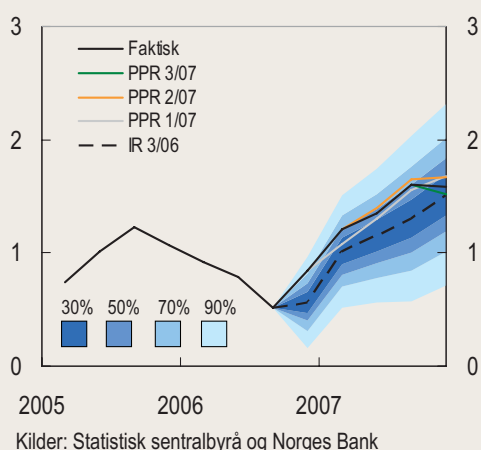
Tabell 1 Anslag og forutsetninger på makroøkonomiske hovedstørrelser for 2007. Fra Inflasjonsrapport 3/06 til Pengepolitisk rapport 3/07. Årsvekst. Prosent

	IR3/06	PPR1/07	PPR2/07	PPR3/07	Foreløpig regnskap
KPI	1¼	¾	¾	¾	0,8
KPI-JAE	1¼	1½	1½	1½	1,4
Årslønn ¹⁾	5	5¼	5½	5½	5,6
BNP	3¼	2¾	3¼	3¼	3,5
BNP Fastlands-Norge	3¼	3¾	4¼	5¼	6,0
Potensielt BNP Fastlands-Norge	2½	3	3¼	3¾	4¼
Produksjonsgap Fastlands-Norge	2¼	2¼	2½	2¾	3
Sysselsetting, personer	1½	2¼	2¾	3½	3,8
Arbeidsstyrke, AKU	1	1¼	1¾	2¼	2,5
AKU-ledighet (rate)	3	2¾	2½	2½	2,5
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3¾	4	4½	5¼	6,1
- Privat konsum	3½	4	4¾	6	6,4
- Offentlig konsum	2¾	3	3	3	3,2
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	5½	5¾	6	8¾	9,2
Oljeinvesteringer	0	2½	7½	7½	6,6
Tradisjonell eksport	4½	7	8¼	6½	9,6
Import	4¼	5½	7¼	7¾	8,6
Styringsrente	4	4¼	4½	4½	4,4
Importveid valutakurs (I-44)	94¾	92¼	92¼	90½	90,8
BNP, handelspartnere	2½	3	3	3	3¼
Oljepris	65,4	63,4	67,5	71,9	72,9

1) Inkluderer anslåtte kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE. Anslag i ulike rapporter og faktisk utvikling. Usikkerhetsvifte fra IR 3/06. Prosent. Firekvarteralersvekst. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 07

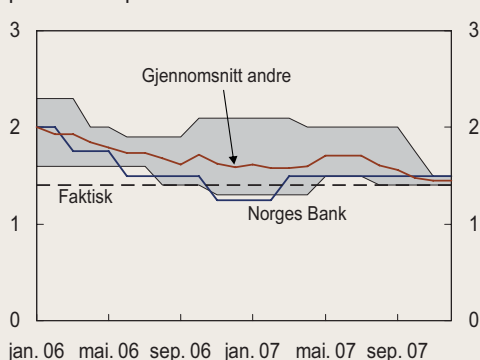


Underliggende konsumprisvekst om lag som anslått

Veksten i konsumprisene (KPI) i 2007 ble noe lavere enn anslått ved utgangen av 2006, i hovedsak som følge av uventet sterk nedgang i prisene på strøm gjennom 2007, se tabell 1. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) økte konsumprisene i 2007 med 1,4 prosent. Det er om lag som anslått, se figur 2. Norges Banks anslag for veksten i KPI-JAE var noe nærmere det faktiske utfallet enn gjennomsnittet av anslagene fra andre, se figur 3.

Den sterke kronen bidro til at den importerte prisveksten ble noe lavere enn anslått. Sammenlignet med anslagene gitt ved utgangen av 2006 ble prisveksten på varer og tjenester produsert i Norge noe høyere enn ventet. Det henger trolig sammen med at produksjonsgapet økte mer enn anslått.

Figur 3 KPI-JAE. Anslag på årsvekst for 2007 gitt på ulike tidspunkter.¹⁾ Prosent. Jan. 06 – des. 07



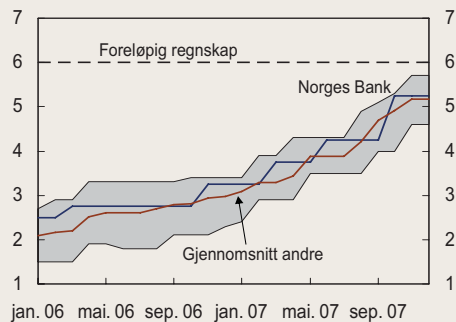
¹⁾ Høyeste og laveste anslag fra andre prognosemakere enn Norges Bank er markert med det grå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av de andre prognosemakernes anslag

Produksjonsgapet høyere enn ventet

Den økonomiske veksten i 2007 var rekordhøy og ble betydelig høyere enn Norges Bank anslo høsten 2006. Anslaget for veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2007 ble gradvis oppjustert gjennom 2007, se tabell 1. Foreløpige nasjonalregnskapstall viser en årsvekst på 6,0 prosent for 2007. Også andre undervurderte veksten i sine anslag, se figur 4.²

Vårt anslag på produksjonsgapet økte langt mindre enn økningen i anslagene for BNP Fastlands-Norge, se figur 5. Dette skyldes at vi også oppjusterte anslaget på den potensielle veksten. Det var god tilgang på arbeidskraft fra andre land. Også den generelle yrkesdeltakelsen økte mer enn ventet.

Figur 4 BNP Fastlands-Norge. Anslag på årsvekst for 2007 gitt på ulike tidspunkter.¹⁾ Prosent. Jan. 06 – des. 07



¹⁾ Høyeste og laveste anslag fra andre prognosemakere enn Norges Bank er markert med det grå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av de andre prognosemakernes anslag

Norsk økonomi har nå i flere år vokst vesentlig mer enn noen anslo på forhånd. Tidligere var det særlig en kraftig bedring i produktiviteten og bytteforholdet mot utlandet som overrasket. Det ga også lavere prisstigning enn ventet. De siste par årene har arbeidsinnvandringen vært høy, mens prisstigningen og kostnadene i næringslivet har utviklet seg mer som anslått.

Den høye oljeprisen har trolig bidratt til kraftig vekst i petroleumsinvesteringene. Også veksten i verdensøkonomien og eksporten ble sterkere enn lagt til grunn. Høy vekst i sysselsettingen og lønnsinntektene bidro til at husholdningenes inntekter og konsum ble høyere enn ventet. Bedret bytteforhold med utlandet de senere årene kan dessuten ha ført

til at husholdningene oppjusterte sine forventninger til fremtidige inntekter. Det kan ha bidratt til at husholdningene fremskyndet sitt forbruk og reduserte sin sparing.³

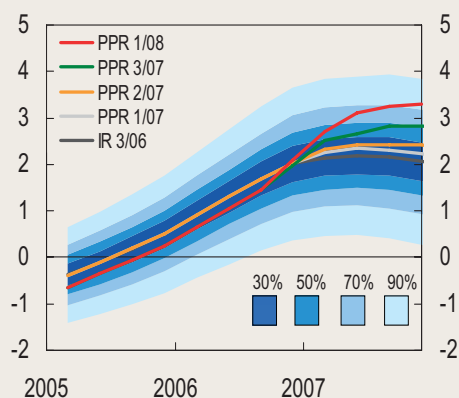
Det er grunn til å understreke at tall fra nasjonalregnskapet for 2007 er meget foreløpige. Erfaring tilsier at anslagene kan bli til dels betydelig revidert også i årene fremover. Det fremgår av viften i figur 5 at også anslag for produksjonsgapet i 2005 og 2006 fortsatt er meget usikre.

¹ Se også artikkelen "Etterprøving av Norges Banks anslag for 2007" som kommer i Penger og Kreditt 1/08.

² Prognosemakere: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå, DnB NOR, Nordea, Fokus, Skandinaviska Enskilda Banken (SEB), Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) og Handelsbanken.

³ Se utdypingen "Husholdningenes sparing" i Pengepolitisk rapport 3/07 for nærmere omtale.

Figur 5 Produksjonsgapet. Anslag i referansebanen i IR 3/06 med usikkerhetsvifte og anslag i andre rapporter. Prosent. 1. kv. 05 – 4. kv. 07



Kilder: Norges Bank

Anslagene i Pengepolitisk rapport 3/07 og 1/08

I denne utdypingen redegjøres det for endringene i anslagene fra forrige Pengepolitiske rapport. Ny informasjon som har kommet siden oktober, påvirker både bildet av nåsituasjonen i økonomien og forutsetningene om drivkreftene som vil påvirke utviklingen i årene som kommer. Samlet taler utsiktene og risikobildet for at renten den nærmeste tiden settes noe høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/07. Til slutt sammenlikner vi Norges Banks anslag for 2008 med anslag fra andre institusjoner.

Nyheter siden Pengepolitisk rapport 3/07

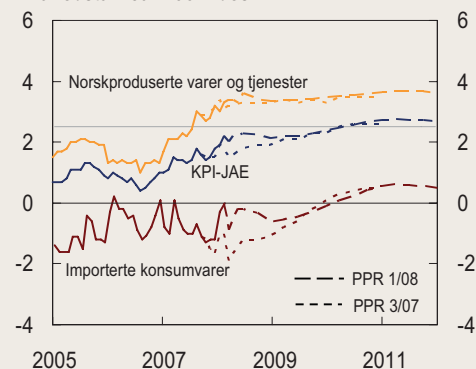
Punktene nedenfor oppsummerer utviklingstrekk ved økonomien som har ført til endringer i våre anslag for i år og tiden fremover:

- Uroen i finansmarkedene har forsterket seg gjennom vinteren og har bidratt til lavere renteforventninger ute. Veksten hos våre handelspartnere ventes å bli noe lavere enn vi så for oss i oktober.
- Kronkursen har vært litt svakere enn vi la til grunn.
- Prisveksten målt ved KPI-JAE har vært sterkere enn anslått. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester utenom energivarer har steget noe mer enn ventet, samtidig som prisfallet på importerte konsumvarer har vært mindre enn lagt til grunn sist, se figur 1. Veksten i konsumprisene internasjonalt tiltok markert på slutten av fjoråret. Lønnsveksten ser ut til å ha vært om lag som anslått.
- Foreløpige nasjonalregnskapstall tyder på at BNP Fastlands-Norge økte mer enn ventet gjennom 2007. Spesielt husholdningenes etterspørsel økte mye, men også investeringene og eksporten økte betydelig. Ulike indikatorer, blant annet Norges Banks regionale nettverk, kan tyde på at veksten blir lavere fremover. Dette er i tråd med våre tidligere anslag.
- Sysselsettingen har igjen økt sterkere enn ventet.
- Den sterke veksten i økonomien gjennom 2007, samt opprevideringen av veksten i 2006, bidrar til at vi nå anslår noe høyere kapasitetsutnyttning i 2007 enn vi gjorde i

forrige pengepolitiske rapport, se figur 2. Samtidig bidro den sterke arbeidsinnvandringen til å trekke opp den potensielle veksten i 2007 mer enn ventet.

- Oljeinvesteringene kan vokse noe mindre fremover enn vi anslo i forrige PPR. Finanspolitikken vil som sist virke svakt ekspansivt de kommende årene.
- Prisen på olje har økt ytterligere siden oktober i fjor. Metallprisene er om lag på samme nivå som ved publiseringen av forrige rapport.

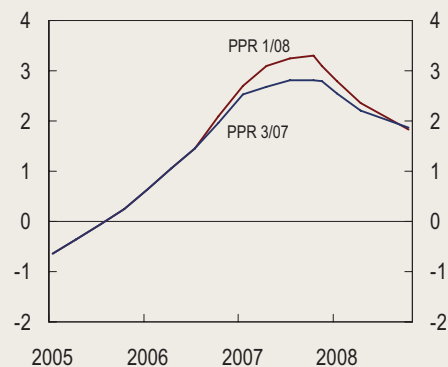
Figur 1 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 05 – des. 11³⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Norges Banks beregninger
³⁾ Anslag for mar. 08 – des. 11

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i PPR 3/07 og PPR 1/08. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

Endringer i anslagene

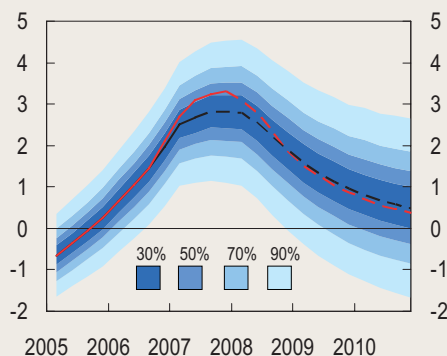
Rentebanen som anslagene i denne rapporten bygger på, er noe høyere den nærmeste tiden men noe nedjustert et stykke fram i tid, sammenliknet med rentebanen i Pengepolitisk rapport 3/07. I kapittel 1 er det gjort nærmere rede for renteutviklingen fremover.

I denne rapporten ser vi for oss noe lavere vekst gjennom 2008 enn vi anslo sist. Veksten fra 2007 til 2008 blir likevel høyere enn anslått i forrige rapport fordi veksten ble overraskende sterk mot slutten av fjoråret. Som i forrige rapport ventet vi at veksten i BNP Fastlands-Norge vil avta videre i 2009 før den tiltar gradvis igjen i 2010 og 2011, se tabell 1. Samlet sett anslås produksjonsgapet ¼ prosentenheter høyere i 2007 og 2008 enn i forrige rapport, se figur 3. Samtidig er anslaget på produksjonspotensialet justert opp både for i fjor og inneværende år, særlig på grunn av sterkere vekst i arbeidsinnvandringen enn tidligere anslått.

Sysselsettingen har igjen vokst sterkere enn lagt til grunn, og arbeidsinnvandringen fortsatte i høyt tempo mot slutten av 2007. Sysselsettingsveksten fra 2007 til 2008 ser dermed ut til å bli høyere enn anslått sist. I 2009 ventes veksten i antallet sysselsatte personer å falle markert. Samlet sett ventes arbeidsledigheten å bli om lag som anslått sist. Noe høyere kapasitetsutnyttning i begynnelsen av perioden bidrar til noe høyere lønnsvekst i år og til neste år.

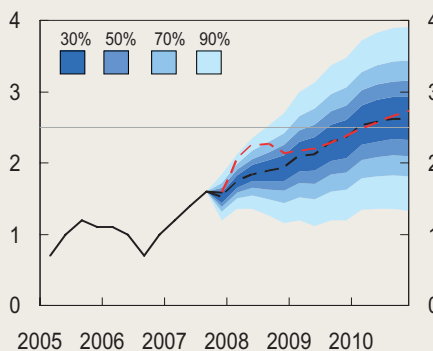
Høyere vekst i sysselsetting og lønn enn lagt til grunn sist, bidrar til sterkere vekst i husholdningenes disponible realinntekter både i år og neste år. Veksten i det private konsumet vil imidlertid dempes av økende

Figur 3 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i PPR 3/07 med usikkerhetsvifte og produksjonsgapet i referansebanen i PPR 1/08 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilde: Norges Bank

Figur 4 Anslag på KPI-JAE i referansebanen i PPR 3/07 med usikkerhetsvifte og KPI-JAE i referansebanen i PPR 1/08 (rød linje). Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/08. Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 3/07 i parentes

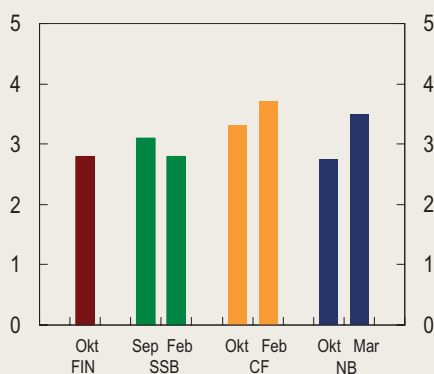
	2007	2008	2009	2010
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	6,1 (¼)	3¾ (½)	2 (0)	2½ (¼)
BNP Fastlands-Norge	6,0 (¾)	3½ (¾)	2 (¼)	2¼ (¼)
Sysselsetting	3,8 (¼)	2¼ (1)	¼ (0)	0 (0)
AKU-ledighet (rate)	2,5 (0)	2½ (0)	3 (0)	3¾ (¼)
KPI-JAE ¹⁾	1,4 (0)	2¼ (½)	2¼ (0)	2½ (0)
KPI	0,8 (0)	3 (-¼)	2¾ (½)	2½ (0)
Årslønn ²⁾	5,6 (0)	6 (¼)	5½ (¼)	5 (0)

¹⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

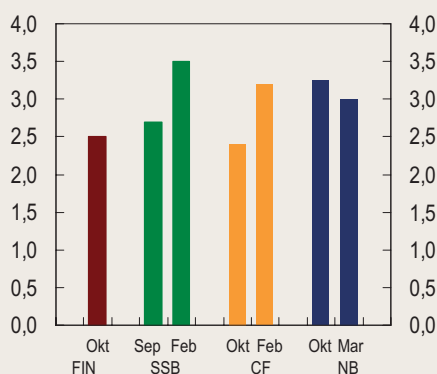
Kilde: Norges Bank

Figur 5 BNP Fastlands-Norge. Anslag for 2008 publisert før PPR 3/07 og 1/08. Prosentvis vekst



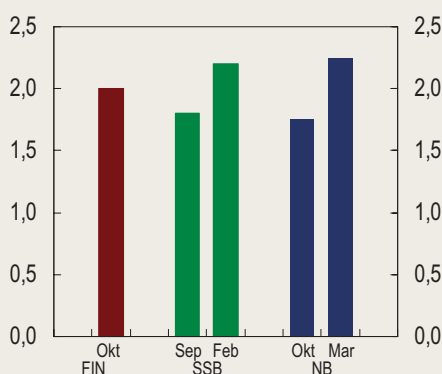
Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Økonomiske analyser 4/2007 og 1/2008, Consensus Forecasts oktober 2007 og februar 2008, Pengepolitisk rapport 3/07 og 1/08

Figur 6 KPI. Anslag for 2008 publisert før PPR 3/07 og 1/08. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Økonomiske analyser 4/2007 og 1/2008, Consensus Forecasts oktober 2007 og februar 2008, Pengepolitisk rapport 3/07 og 1/08

Figur 7 KPI-JAE. Anslag for 2008 publisert før PPR 3/07 og 1/08. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Økonomiske analyser 4/2007 og 1/2008, Pengepolitisk rapport 3/07 og 1/08

sparing og større usikkerhet rundt utviklingen i boligmarkedet. Samlet sett vil konsumet trolig utvikle seg om lag som anslått i forrige rapport. Lavere vekstimpulser utenfra og sterkere kronekurs bidrar til lavere eksportvekst utover i perioden, mens veksttakten fra 2007 til 2008 blir trukket opp av sterk vekst i andre halvår 2007. Også investeringsveksten i 2008 blir påvirket av det sterke forløpet mot slutten av fjoråret.

For 2008 anslås veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) høyere enn i forrige rapport. Det er særlig svakere fall i prisene på importerte konsumvarer som bidrar til oppjusteringen, men også prisveksten på norsk-produserte varer og tjenester ventes å øke noe mer. Anslagene for årene fremover er om lag uendret, se figur 4. Den siste tiden har markedsprisene på strøm for levering utover i 2008 falt markert, og KPI ser ikke ut til å øke like mye i 2008 som vi anslo i oktober. Det er utsikter til at strømprisene kan bli en del høyere igjen i 2009, noe som vil bidra til å trekke opp veksten i KPI i forhold til anslaget sist.

Andre institusjoners anslag

Vårt anslag på den økonomiske veksten i 2008 er noe høyere enn anslagene fra Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet, men om lag på linje med gjennomsnittet i Consensus Forecasts, se figur 5. Vi anslår veksten i Fastlands-Norge til 3½ prosent i år. Da Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag i midten av februar, anslo de BNP-veksten for Fastlands-Norge til 2,8 prosent. Dette er lavere enn deres anslag fra september i fjor på 3,1 prosent. Finansdepartementet anslår i Nasjonalbudsjettet 2008 også en BNP-vekst på 2,8 prosent for i år. Det gjennomsnittlige anslaget for BNP-veksten fra Consensus Forecasts er oppjustert fra 3,3 prosent i oktober til 3,7 prosent i februar i år.

I denne rapporten anslår vi at prisveksten målt ved KPI vil bli 3 prosent i 2008, se figur 6. Finansdepartementet anslår en vekst i KPI på 2¼ prosent. Siden september har Statistisk sentralbyrå hevet sitt anslag for veksten i KPI i 2008 med 0,8 prosentenheter til 3,5 prosent. Det gjennomsnittlige anslaget for KPI-veksten fra Consensus Forecasts er også oppjustert, fra 2,4 prosent i oktober til 3,2 prosent i februar. Prisveksten målt ved KPI-JAE anslås til 2¼ prosent for inneværende år i denne rapporten, se figur 7. Finansdepartementet anslår

en vekst i KPI-JAE på 2 prosent. Siden september i fjor har Statistisk sentralbyrå hevet sitt anslag for veksten i KPI-JAE i 2008 med 0,4 prosentenheter til 2,2 prosent. Consensus Forecasts samler ikke inn anslag på KPI-JAE.

Finansdepartementets anslag ble offentliggjort 5. oktober 2007. Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag 6. september og 21. februar. Consensus Forecasts samlet inn sine anslag 8. oktober og 11. februar. Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene, være ulik.

Oversikt over utdypinger 2003-2008

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
Konkurransen og priser
Etterprøving av anslagene for 2006*

3 / 2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

2 / 2006:

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

1 / 2006:

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

3 / 2005:

*Usikkerhet i fremtidig rente
Treffsikkerheten i de kortsiktige renteforventningene
Usikkerheten i produksjonsgapet
Økt import fra lavkostland
Virkinger 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
Virkinger av fallet i rentene på husholdningenes inntekter
Kronekurs og forventninger
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003*

3 / 2003:

*Direkte virkninger av renten på husleiene
Ubalanser i USA
Om forutsetningene for valutakursen
Fleksibel inflasjonsstyring og indikatorer for press i realøkonomien*

2 / 2003:

*Lav vekst i konsumprisene
Vurdering av inflasjonsrapporter i land med inflasjonsmål
Hvorfor holder gjeldsveksten i husholdningene seg oppe?
Fortsatt overskudd av realkapital i bedriftene?*

1 / 2003:

*Faktorer bak utviklingen i kronkursen
Produksjonsgap
Importert prisvekst og valutakurs – erfaringer fra Storbritannia
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2001 og 2002*

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 supplement 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. 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. Følgende institutter er valgt:

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 kontaktrundene siden Pengepolitisk rapport 3/07

I kontaktrundene som ble gjennomført i november og januar, hadde vi til sammen samtaler med om lag 570 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region finnes 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

Veksten i næringslivet fortsetter, men veksten avtok i fjor høst og inn i 2008, se figur 1. Finansuroen og lavere vekst internasjonalt har hittil ikke påvirket bedriftene i særlig grad, men ventes å påvirke dem mer fremover. Påvirkningen ventes særlig å skje gjennom lavere etterspørsel fra kundene. Avmattingen i veksten som vi har sett i høst og så langt i år er litt sterkere enn kontaktene hadde ventet på forhånd. Bedriftenes forventninger for det neste halve året indikerer noe lavere vekst fremover enn de siste 3 månedene.

I hjemmemarkedsindustrien avtok veksten markert høsten 2007, og denne trenden forsterket seg ytterligere i begynnelsen av 2008. Veksten er moderat i de fleste industrier. Unntaket er byggevareindustrien som nå melder om en svak nedgang i produksjonsvolumet. Forventningen til vekst et halvt år frem avtok mye høsten 2007, men holder seg stabil inn i 2008. Det ventes nå en veksttakt fremover som er marginalt lavere enn de siste 3 månedene. Eksportindustrien har også

hatt noe avtakende vekst. Veksttaket ligger nå litt høyere enn for hjemmemarkedsindustrien. Det er særlig offshorerelaterte eksportbedrifter som har hatt god vekst, men også fiskerinæringen. Som i hjemmemarkedsindustrien er forventningene til vekst i eksportindustrien marginalt lavere de neste 6 månedene sammenliknet med veksten de siste 3 månedene.

Veksten i oljeleverandørnæringen er mer moderat enn den har vært tidligere. Aktivitetsnivået er imidlertid på et veldig høyt nivå. Mange aktører opererer nær kapasitetsgrensen, og det kan forklare avmattingen i veksten. Det forventes at veksten skal holde seg oppe de neste 6 månedene.

I bygg og anlegg avtar veksten ytterligere etter det sterke fallet tidlig på høsten 2007. Mangel på arbeidskraft begrenser aktiviteten for mange, samtidig som flere entreprenører bevisst har valgt å redusere aktiviteten og produksjonen for å øke lønnsomheten. Salget av nye boliger har avtatt markert. Det selges nesten ikke leiligheter i nye prosjekter, bare i pågående prosjekter. Håndverkere som kommer tidlig inn i byggeprosessen, som murere og tømrere, merker den reduserte etterspørselen. Håndverkere som kommer senere inn i byggeprosessen, som elektroinstallatører, har foreløpig merket avmattingen i mindre grad. Aktiviteten knyttet til næringsbygg har tatt seg opp, men kompenseres ikke for fallet i boligmarkedet. I tillegg har aktiviteten i anleggsbransjen avtatt noe, ettersom flere offentlige prosjekter har blitt utsatt som følge av for høye byggekostnader. Kontaktene anslår at det går fra 6 til 12 måneder før redusert salg av nye boliger vises i produksjonen. Aktørenes fremtidsutsikter de neste 6 månedene er derfor svært moderate. For første gang siden 2003 forventes redusert aktivitetsnivå i næringen.

I varehandel og tjenesteyting er det fortsatt god vekst, men lavere enn i de foregående rundene i 2007. Bransjer som klær og dagligvarer har hatt størst vekst, mens det har vært stabilt eller en viss nedgang i salg av kapitalvarer som byggevarer for boligbygging og oppussing, biler, møbler og elektriske artikler. Veksten er fremdeles noe høyere for tjenester rettet mot næringsliv enn for tjenester rettet mot husholdninger. Fremtidsutsiktene har avtatt de siste to rundene og det forventes lavere vekst – særlig i varehandelen - de neste 6 månedene sammenliknet med veksten de siste 3 månedene.

Figur 1 Samlet vekst i etterspørsel og produksjon. Markedsutsikter. Indeks¹⁾. Okt. 02 – jan. 08



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

Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Kapasitetsutnyttning, arbeidsmarked og investeringer

56 prosent av kontaktene oppgir nå at de vil ha problemer med å møte en eventuell etterspørselsvekst. Dette er om lag som i de foregående to intervjurundene og indikerer at utviklingen i ledig kapasitet nå er stabil. Halvparten av kontaktene oppgir at tilgangen på arbeidskraft vil begrense en eventuell produksjonsøkning. Også her er utviklingen stabil, og det kan synes som om tilstramningen på arbeidsmarkedet har stoppet opp. Bygg og anlegg er fortsatt den næringen som har minst ledig kapasitet, selv om det synes som om presset har avtatt siden våren 2007. De råvaremarkedene som begrenset både industrien og bygg og anlegg tidlig i 2007 synes nå å være mer i balanse. De fleste næringer mangler høyt utdannet arbeidskraft som for eksempel ingeniører, men virksomhetene melder også om mangel på andre typer arbeidskraft som for eksempel sjåfører.

Den planlagte veksten i investeringer har økt relativt mye fra det moderate nivået sensommeren 2007. Sterkest investeringsvekst er det i kommune- og sykehussektoren der det bygges barnehager, skoler og omsorgsbygg. I de øvrige næringene investeres det i effektivisering, samt noe i kapasitetsutvidelser. Industriens investeringsplaner ble noe nedjustert utover høsten og vinteren, men det ventes fortsatt vekst i forhold til i fjor.

Syssetting

Syssettingsveksten avtar fra det relativt høye nivået den lå på gjennom hele 2007, til et noe mer moderat nivå. Veksten har vært sterkest i tjenesteyting, og svakest i kommune- og sykehussektoren. Forventet syssettingsvekst fremover avtar også. Kontaktene venter nå at veksten fremover vil være på om lag samme nivå som de siste 3 månedene.

Kostnader, priser og lønnsomhet

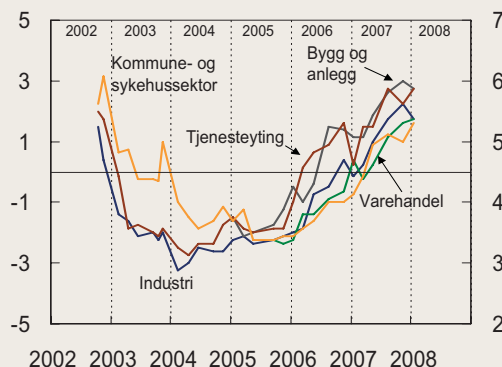
Forventningene til årslønnsveksten i 2007 steg gjennom hele året og var nær 5½ prosent ved slutten av året. Den sterkeste lønnsveksten så vi i industrien, bygg og anlegg og i tjenesteytende sektor. Kontaktbedriftenes første anslag for årslønnsveksten i 2008 indikerer en vekst på i overkant av 5½ prosent, se figur 2. Lønnsforventningene er høyest innen tjenesteyting og bygg og anlegg med en forventning på mellom 5½ og 6 prosent.

Prisveksten denne høsten og vinteren har vært den høyeste som regionalt nettverk har registrert, se figur 3. Prisveksten har vært desidert sterkest i bygg

og anlegg, men også relativt høy i hjemmemarkedsindustrien og i tjenesteyting mot næringslivet. Varehandelen har hatt den laveste prisveksten de siste 12 månedene. De neste 12 månedene forventer en overvekt av kontaktene lavere prisvekst. Det er særlig bygg og anlegg som forventer at prisveksten vil avta. Eksportindustrien har også forventninger til lavere prisvekst fremover som følge av den sterke kronen. Varehandel og tjenesteyting mot husholdninger venter tiltakende prisvekst. Særlig ventes matvareprisene å stige som følge av økte råvarepriser.

Kontaktens driftsmargin vokser samlet sett, men veksten har vært avtakende etter sommeren 2007. Sterkest vekst er det i oljeleverandørnæringen. Vi ser også at veksten i bygg og anlegg tiltar, trolig dels som resultat av entreprenørenes bevisste satsing på resultat fremfor omsetning. I eksportindustrien avtar driftsmarginene, mye på grunn av den sterke kronekursen.

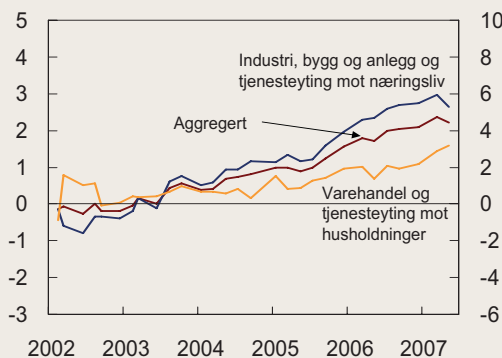
Figur 2 Anslag på årslønnsvekst gitt gjennom året. Årslønnsvekst, inneværende år. Indeks¹⁾ (venstre akse) og prosent (høyre akse). Okt. 02 – jan. 08



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

Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 3 Vekst i utsalgspriser siste 12 måneder. Indeks¹⁾ (venstre akse) og prosent (høyre akse). Okt. 02 – jan. 08



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

Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Bedrifter og organisasjoner som har vært kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 1/08

ABB AS
ABB Flexible Automation
Acando AS
Accenture ANS
Adecco Norge AS, Bodø
Aditro HRM AS
Advanced Production and Loading AS
AF Gruppen ASA
Ahlseil AS
Air Products AS
Aker Kværner MH AS
Aker Kværner MMO Europe
Aker Kværner Offshore Partner AS
Aker Kværner Pusnes AS
Aker Yards Aukra AS
Aktietrykkeriet AS
Albert E. Olsen AS
Alfr. Nesset AS
Alleen Auto AS
Alsvåg Plater AS
Amfi Namsos
Amneus Boghandel AS
A-Møbler AS
Anleggsgartnerfirma Strandman AS
Applica AS
APS Norway AS
Arkitektfirmaet C. F. Møller Norge AS
Arntzen de Besche Advokatfirma AS
Artec Aqua AS
Asko Agder AS
Asko Midt-Norge AS
Asplan Viak Stavanger AS
Asplan Viak Trondheim AS
Atlantic Auto AS
Aure kommune
Avantor ASA
Avisa Glåmdalen
Baker Hughes Inteq
Bakers AS
Bardu kommune
Bates AS
Bautas AS
BearingPoint Norway
Beitostølen Resort AS
Berg Jacobsen Gruppen
Bergen Group Kimek AS
Bergene Holm AS
Bergens Tidende AS
Berg-Hansen Nor AS
Berg-Hansen Reisebureau AS
Bernhard Olsen AS
Bertil O. Steen AS, Rogaland
Betong Øst AS
Bilsenteret Namsos AS
Biotec Pharmacon ASA
Bjerkreim kommune
Bjørn Bygg AS
BKK AS
Blefjell sykehus
Bohus Møbellhuset AS
Bomek Consulting AS
Box delivery
Br. Dyrøy AS
Bravida AS
Brevik Construction AS
Bright ID AS
Brude Safety AS
Brynildgruppen
Brødrene Dahl AS
Brødrene Hveding AS
Buer Entreprenør AS
Busengdal Transport AS
Bussbygg AS
Bygg og Maskin AS
Byggkjøp Kåre Abelsen AS
Byggma ASA
Byhaven kjøpesenter
Bøhmer Entreprenør AS
Bømlo kommune
Børstad Transport AS
Båtservice Holding AS
Båtsfjordbruket AS
Capgemini
CC Mart'n Gjøvik Drift AS
Central Drift Hotel AS
City Syd AS
Clarkes AS
Clas Ohlson
Color Line AS
Comrod AS
Conoco Phillips Norge AS
Coop NKL BA
Coop Nord BA
Coop Sambo BA
Coop Trondheim og omegn BA
Coop Økonom BA
Cowi AS
CSC Solutions
Dagligvareleverandørenes Forening
Dale + Bang kommunikasjon AS
Dark Arkitekter AS
Den Nationale Scene
DnB NOR Eiendom AS
DnB NOR Kongsvinger
Dokken og Moen
Murmesterforretning AS
E. Flasnes Transport AS
EFD Induction AS
Egersund Trål AS
Eidskog kommune
Eidsvoll kommune
Eiendomsmegler 1 AS
Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS
Eiendomsmegler 1 Tromsø
Eiendomsmegling AS
Eiendomsspar AS
EKA Chemicals Rana AS
Ekornes ASA
Elektrotema Agder AS
Elkem Aluminium ANS
Elkem ASA, Salten Verk
Elkjøp Norge AS
Elkjøp Stormarked Tromsø
Elko AS
Elvenes Transport & Maskin AS
Emma EDB AS
Enger Lefsebakeri AS
Engerdal kommune
Engum Elkjøp AS
Enskilda Securities
Ergo Group AS, Brummundal
Esko Graphics Kongsberg AS
Esmeralda AS
Evensen & Evensen AS
Evje- og Hornnes kommune
Expert Langnes
Fagbokforlaget
Falkanger Sko AS
Farveringen AS
Felleskjøpet Rogaland og Agder
Felleskjøpet Trondheim
Fesil ASA
Fesil Produksjon AS, Rana Metall
Finsbråten AS
Fjord Marin AS
Flekkfjord kommune
FMC Technologies
Fokus Bank ASA
Forum Eiendom
Fossberg Hotell AS
FotoKnudsen AS
Fredrikstad kommune
Frost Entreprenør AS
Furnes Hamjern SCC AS
Gapro Norge AS
Gaupen Henger AS
Gausdal Bruvoll BA
GE Health Care AS
GE Money Bank
Gjensidige Forsikring, Ålesund
Gjensidige Forsikring, Tromsø
Gjensidige Forsikring, Hamar
Gjensidige Forsikring, Trondheim
Gjestal Spinneri ASA
Gjøvik kommune
Glamox ASA
Glomsrød AS
Glåma Bygg AS
Goman Bakeriet Trondheim AS
Gran Taralrud AS
Granit Kleber AS
Gravdahl AS
Grenland Group AS
Grieg Logistics AS
Grimstad kommune
Grunnarbeid AS
Grytnes Betong AS
Gudbrandsdalens Uldvarefabrik AS
Gunnar Hippe AS
H&M Hennes & Mauritz AS
H. Mydland AS
H.J Økelsrud AS
Hadsel kommune
Hafjell Alpinsenter AS
Hagen Treindustri AS
Halden kommune
Hamar kommune
Hamworthy AS
Handelsbanken
Handelshuset Martinsen AS
Haram kommune
Harstad Sparebank
Havila AS
Hedalm Anebyhus AS
Hegre Toyota
Heimdahl Gruppen AS
Helgeland Rør AS
Helgeland Sveiseindustrier AS
Hellvig Hus AS
Helse Midt-Norge
Helse Nord RHF
Helse Sunnmøre HF
Hi-fi klubben
Holberg Forvaltning AS
Holm Grafisk AS
Holmen Fjordhotell
Hotel Augustin AS
Hotel Continental AS
HRG Nordic, Bodø
HTH kjøkken Oslo AS
Hustadmarmor AS
Huurre Norway AS
H-vinduet Vatne AS
Hydro Polymers AS
HÅG AS
Ibas AS
ICA Distribusjon AS
ICA Norge AS
IKEA AS, Forus
Imaas Bil AS
Indre Sogn Sparebank
Ingeniør Gunnar M. Backe AS
Innoventi Reklamebyrå AS
Interfil AS
Intra AS
Invenia Innovation AS
ISS Facility Services AS
Itella Logistikk
Ivar Mjåland AS
Hans H. Iversen AS
J. M. Nilsen AS
Jacobsen Reiten Marschall
Arkitekter AS
Jadargruppen AS
Jangaard Export AS
JM Byggholt AS
John Galten AS
Jotunheimen og Valdresruten
Bilselskap AS
Kaffebrenneriet AS
KENO Reklame AS
Kino1 Stavanger
Kirkenes Trelast AS
Kirkstuen Transport AS
Kitron Microelectronics AS
Kjell Arnesen AS
Johan Kjellmark AS
Kleive Betongbygg AS
Kleven Verft AS
KLP Eiendom Trondheim AS
Klaastad Brudd DA
Knutsen OAS Shipping AS
Kongsberg Automotive AS, Raufoss
Kosbergs Arkitektkontor AS
KPMG AS
Kraft Foods Norge AS
Kragere kommune
Kristiansand Cementstøperi AS
Kristiansand Næringsforening
Kristiseter M Entreprenør AS
Kroken Caravan AS
Kruse Smith AS
Kvalitet & Ledelse AS
Laerdal Medical AS
Landteknikk Fabrikk AS
Langmorkje Almenning
Larvik kommune
Leif Gromstads Auto AS
Kitchen Leo Burnett
Lerum Fabrikker AS
Lier kommune
Lillesand Produkter AS
Lindex AS, Tromsø
Lofoten Not & Trål AS
Lofoten Pelagiske AS
Lom kommune
Lom Møbelindustri AS
Lom og Skjåk Sparebank
Luxo Industrier AS
Lørenskog kommune
Løvenskiold Handel AS
Løvdal Bodø AS
Løvdals Industri AS

M2 Eiendomsmegling AS
 Madshus AS
 Mandal Industrier AS
 Manpower AS
 Maskinentreprenør Herbjørn
 Nilssen AS
 Maxit AS
 Melby Snekkerverksted AS
 Melvær & Lien Ide-entreprenør AS
 Mesna Bruk AS
 Meyership AS
 Mezina AS
 Miljøbygg AS
 Mills DA
 Mjosundet Båt og Hydraulikk AS
 Mo Mekaniske Verksted AS
 Modern Design
 Moderne byggfornyelse AS
 Moelven Eidsvold Værk AS
 Moelven Nordia AS
 Moelven Van Severen AS
 Moelven Våler AS
 Moen Slip AS
 Moi Rør AS
 Molab AS
 Molde kommune
 MTU Telecom AS
 Multiconsult AS
 Møllergruppen AS
 Møre Båtservice AS
 Møre og Romsdal Kornsilø ANS
 Møre Tre AS
 Mørekjøtt AS
 Nammo AS
 Namsos kommune
 Naper Informasjonsindustri AS
 NAV Nord-Trøndelag
 NAV Sør-Trøndelag
 NAV Vestfold
 NCC Roads AS
 Nedre Eiker kommune
 Nera Networks AS
 Nesje AS
 Nestlé Norge AS
 Netcom AS
 Nettbuss Sør AS
 Nexans Norway AS
 Noodt & Reiding AS
 Norbook AS
 NorDan AS
 Nord-Aurdal kommune
 Nordea AS
 Nordea Bank Norge ASA
 Nordfjord Hotell
 Nordic Paper AS
 Nordlaks AS
 Nordox AS
 Norfolier AS
 Norgestaxi Trondheim AS
 NorSea AS
 Norsk Stein AS
 Norsk Stål AS, Brumunddal
 Norsk Tipping AS
 Norske Skogindustrier ASA
 Nor-Sport Bodø AS
 Nortura BA
 Nortura BA, Sortland
 Norwegian Air Shuttle ASA
 Notabene region Rogaland
 Notar Eiendom Rogaland AS
 Notar Eiendom Troms AS
 Notodden Mur- og
 Entreprenørforretning AS
 Nova Sea AS
 Næringsforeningen i Trondheim
 Oddstøl Elektronikk AS

Offshore Simulator Centre AS
 Olafsen Transport AS
 Oppegård kommune
 Optimera Vest
 Oras AS
 Oras Nordland AS
 Oras Trondheim AS
 Oslo kommune
 Oslo Sportslager AS
 Ottadalen Mølle AL
 Otteren AS
 Overhalla Cementvare AS
 Paulsen Eiendom AS
 Pedersen Birger AS
 Per Aaland AS
 Peterson Linerboard AS
 Pitney Bowes, Eidsiva
 Plasto AS
 Polimoon AS
 Pon Power AS
 Prefecto AS
 PricewaterhouseCoopers
 PricewaterhouseCoopers, Sandnes
 Proffice AS
 Protech AS
 Proviangruppen AS
 Q-Free ASA
 Quality Spa & Resort Holmsbu
 Radisson SAS Hotel Tromsø
 Radisson SAS Lillehammer Hotell
 Ragasco AS
 Rambøll Unico AS
 Rambøll Norge AS
 Rana kommune
 Rapp Hydema AS
 Rauma kommune
 Reber Schindler Heis AS
 Reinertsen AS
 Reitan Servicehandel
 Renates Dagspa
 Renés Barnevogner
 Renseriet Sandnes AS
 Rescon Mapei AS
 Rica Hotel Norge AS
 Rica Hotels Midt-Norge AS
 Rikshospitalet - Radiumhospitalet HF
 Ringnes AS
 Risør kommune
 Rofiskgruppen AS
 Rogaland Elektro AS
 Rogaland fylkeskommune
 Rogaland Kunnskapspark
 Rogne Bygg AS
 Romsdals Budstikke AS
 Royal Garden Hotell
 Ruukki Profiler AS
 Røros kommune
 Røros Tweed AS
 Saga Fjordbase AS
 Saint Gobain Ceramic Materials AS
 Salten Breddband AS
 Sandnes kommune
 Sandnes Sparebank
 Sandnessjøen Engineering AS
 Sarpsborg kommune
 SAS Norge AS
 ScanRope AS
 Schibsted ASA
 SG Equipment Finance
 Siemens AS, Bergen
 Siemens AS, Electrical Installations
 Siemens AS, Energy & Automation
 Siemens Oil & Gas Offshore AS
 Sigdal Kjøkken AS
 Simon Møkster Shipping AS
 SINTEF konsernstab

Sinus AS
 SIVA Selskapet for industrivekst SF
 Skagerak Energi AS
 Skanska Norge AS, Rogaland
 Skanska Norge AS
 Skeidar AS, Alesund
 Skipsplast AS
 Skodje Byggvare AS
 Skretting AS
 Slatlem & Co AS
 Slipen Mekaniske AS
 Solem Hartmann AS
 Sortland Elektro AS
 Sortland Entreprenør AS
 Sortland kommune
 Sparebank 1 Midt-Norge
 Sparebank 1 Vestfold
 Sparebanken Sør
 Sparebanken Møre region Romsdal/
 Nordmøre
 Sparebanken Nord-Norge
 Sparebanken Pluss
 Sparebanken Vest AS
 Spenncon AS
 Spis Norge AS
 Sporten Nestun Senteret AS
 Stange kommune
 Stansefabrikken Lillesand AS
 Stavanger Universitetssykehus
 Steinkjer kommune
 Stella Polaris AS
 Stjørdal kommune
 Stord kommune
 Stordal Møbler AS
 Storebrand ASA
 Stormoa Butikkcenter
 Strand Hotell Sortland AS
 Strandtorget Kjøpesenter
 Strømsholm Fiskeindustri AS
 Sulland Gruppen AS
 Surnadal Transport AS
 Sykehuset Asker og Bærum HF
 Sykehuset Østfold HF
 Sylteosen Betongvarefabrikk AS
 Synnøve Finden ASA
 Synsam Norge AS
 Systembygg Kirkenes AS
 Søgne og Greipstad Sparebank
 Sørco AS
 Sørlandet sykehus HF
 Sør-Varanger kommune
 T.Stangeland Maskin AS
 Tamnes Transport AS
 Taubåtkompaniet AS
 Team Trafikk AS
 Technor ASA
 Teknisk Bureau AS
 Tele 2 Norge AS
 Tele-Connect Gjøvik AS
 Terra Skadeforsikring AS
 Thon Hotel Arendal
 Thon Hotel Bergen Brygge
 Thon Hotel Gjøvik
 Thon Hotels AS
 Ti Group Automotive Systems AS
 Tibe Reklamebyrå AS
 Tide ASA
 Time kommune
 Tine Meierier Vest
 Tinn kommune
 TNS Gallup
 Top Temp bemanning
 Toten Bygg og Anlegg AS
 Trelleborg Viking AS
 Tromsø kommune
 Trondheim Aktivum AS

Trondheim kommune
 Trondheim Stål AS
 Trondheim Torg
 TV Nordvest AS
 Tyrholm & Farstad AS
 Umoe Mandal AS
 Unex AS
 Universal Sodexo Norway AS
 Universitetssykehuset
 Nord-Norge HF
 Valdres Anlegg AS
 Valdres Auto AS
 Valdres Last AS
 Valdres Regnskap AS
 Valdresbygg AS
 Varner-Gruppen AS
 Vegdirektoratet
 Veidekke Entreprenør AS, Bergen
 Veolia Transport Sør AS
 Vestbase AS
 Vestlandshus
 Veøy AS
 Via Travel Trondheim AS
 Vik-Sandvik Group
 Visma Services Norge AS
 Vital Forsikring ASA
 Volmax AS
 Volvat Medisinske Senter AS
 Vågå kommune
 Wartsila Norway AS
 Wenaas AS
 Westnøfa Industrier AS
 Westre Bakeri AS
 Widerøe's Flyveselskap AS
 Wikborg Rein AS
 WM-data Norge
 YC Rør AS
 YIT Building Systems AS
 Ø.M. Fjeld AS
 Økonor Flisa AS
 Øksnes kommune
 Øster Hus Gruppen
 Øystre Slidre kommune
 Åmot kommune
 Aarsland Møbelfabrikk AS
 Aas Mek. Verksted AS

Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente ¹⁾	Endring
25. juni 2008		
28. mai 2008		
23. april 2008		
13. mars 2008	5,25	0
23. januar 2008	5,25	0
12. desember 2007	5,25	+0,25
31. oktober 2007	5,0	0
26. september 2007	5,0	+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	3,50	+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
30. juni 2005	2	+0,25
25. mai 2005	1,75	0
20. april 2005	1,75	0
16. mars 2005	1,75	0
2. februar 2005	1,75	0
15. desember 2004	1,75	0
3. november 2004	1,75	0
22. september 2004	1,75	0
11. august 2004	1,75	0
1. juli 2004	1,75	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.

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Bruttoinvesteringer F-Norge	Oljeinvesteringer ¹⁾	Trad. eksport	Import
2000	3,3	2,9	4,2	1,9	-1,4	-22,9	4,6	2,0
2001	2,0	2,0	2,1	4,6	3,9	-4,6	0,3	1,7
2002	1,5	1,4	3,1	3,1	2,3	-5,4	-1,7	1,0
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	3,5	6,0	6,4	3,2	9,2	6,6	9,6	8,6
2007 ²⁾ 1.kv	0,7	1,4	2,7	0,7	-1,5	-5,3	2,5	-0,8
2.kv	1,1	1,9	1,2	0,9	2,7	7,7	-0,3	1,7
3.kv	1,5	1,9	1,1	1,2	1,0	8,1	2,4	3,3
4.kv	1,3	0,9	1,4	0,3	11,1	-0,8	6,4	6,3
Nivå 2007, mrd kroner	2289	1709	946	447	342	109	430	685

- 1) Utvinning og rørtransport
2) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

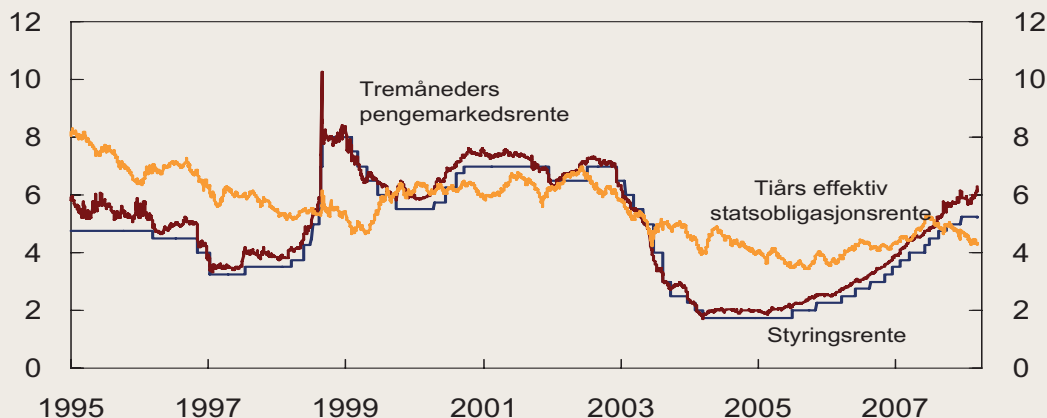
Tolv månedersvekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPI-JA ²⁾	KPI-JE ³⁾	HKPI ⁴⁾
2001	3,0	2,6	3,2	2,4	2,7
2002	1,3	2,3	2,2	1,6	0,8
2003	2,5	1,1	2,5	1,0	2,0
2004	0,4	0,3	0,0	0,8	0,6
2005	1,6	1,0	1,2	1,4	1,5
2006	2,3	0,8	2,0	1,0	2,5
2007	0,8	1,4	0,5	1,6	0,7
2007 jan	1,2	1,0	1,1	1,1	1,2
2007 feb	0,8	1,1	0,6	1,3	0,8
2007 mar	1,1	1,5	0,9	1,7	1,3
2007 apr	0,3	1,4	0,0	1,5	0,5
2007 mai	0,3	1,4	0,1	1,5	0,6
2007 jun	0,4	1,3	0,2	1,4	0,7
2007 jul	0,4	1,4	0,3	1,5	0,7
2007 aug	0,4	1,8	0,3	2,0	0,6
2007 sep	-0,3	1,6	-0,6	1,8	-0,3
2007 okt	-0,2	1,4	-0,3	1,7	-0,3
2007 nov	1,5	1,5	1,5	1,6	1,0
2007 des	2,8	1,8	2,8	1,8	1,9
2008 jan	3,7	1,9	3,7	1,9	2,9
2008 feb	3,7	2,2	3,8	2,1	3,1

- 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

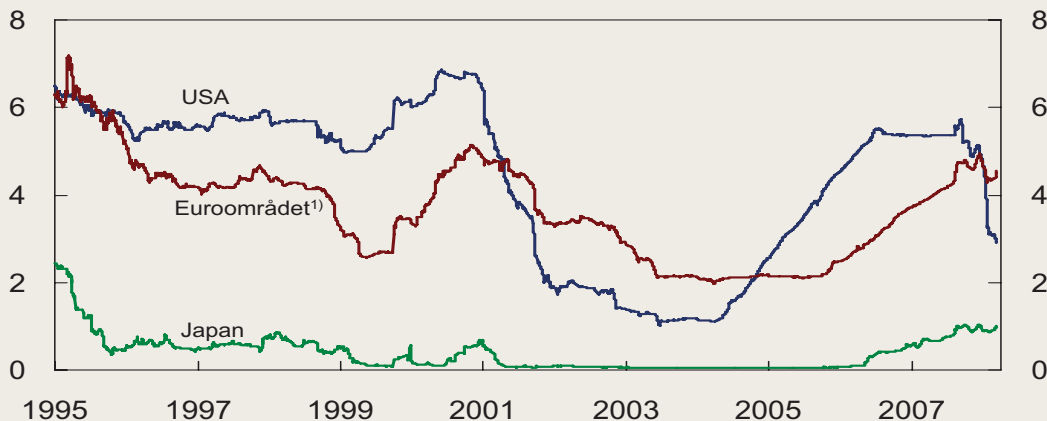
Figurer

Figur 1 Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, styringsrente og tiårs effektiv statsobligasjonsrente. Prosent. Dagstall. 2. jan. 95 – 10. mar. 08



Kilde: Norges Bank

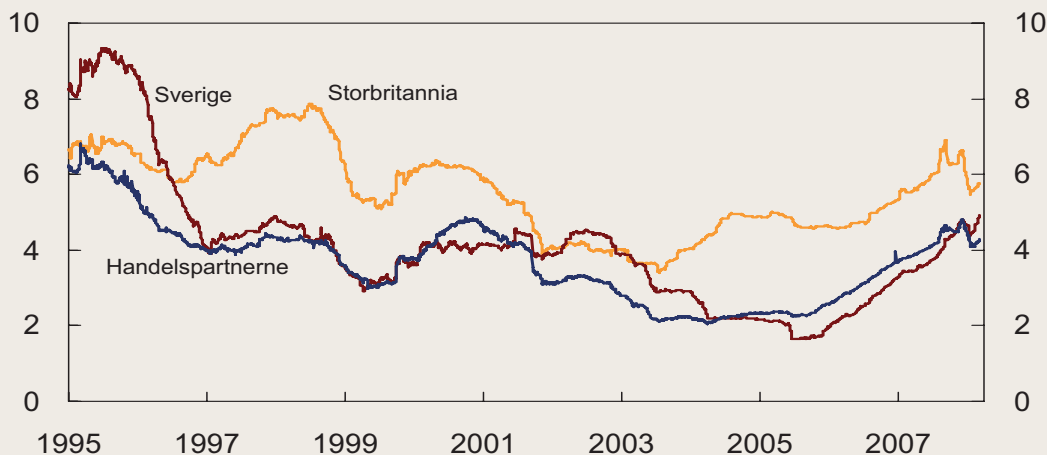
Figur 2 Tremånedersrenter i USA, euroområdet og Japan. Prosent. Dagstall. 2. jan. 95 – 10. mar. 08



¹⁾ Teoretisk ECU-rente t.o.m. des. 98

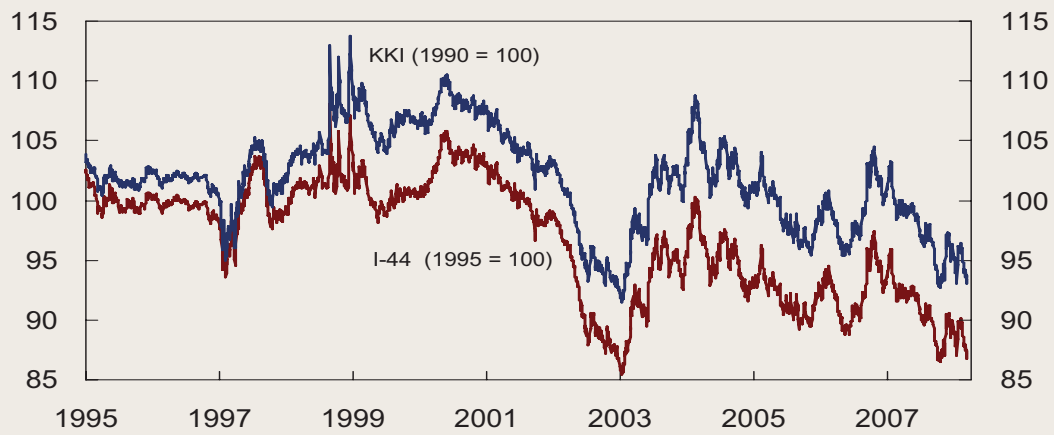
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 3 Tremånedersrenter i Storbritannia, Sverige og hos Norges viktigste handelspartnere. Prosent. Dagstall. 2. jan. 95 – 10. mar. 08



Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

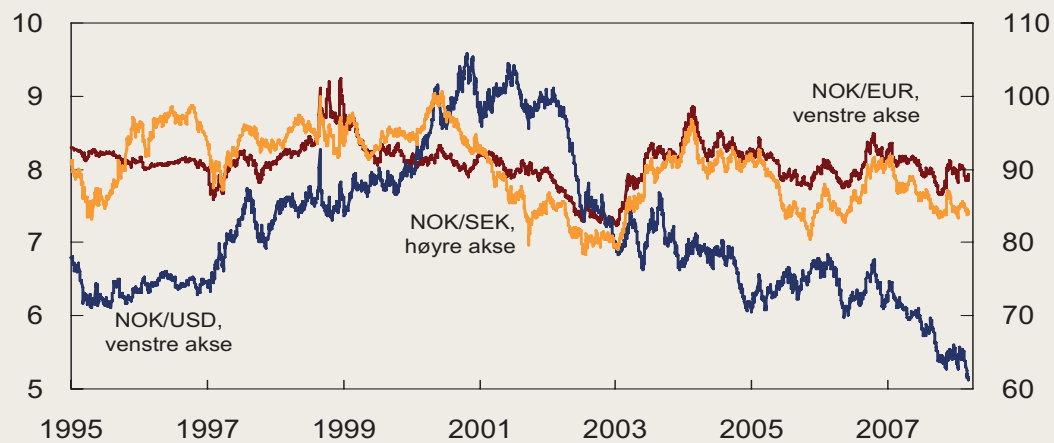
Figur 4 Konkurranssekursindeksen (KKI) og importvektet valutakurs (I-44).¹⁾ Dagstall. 2. jan. 95 – 10. mar. 08



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Figur 5 Bilaterale valutakurser.¹⁾ Dagstall. 2. jan. 95 – 10. mar. 08



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2008 – 2011**

	USA	Euro-området	Japan	UK	Sverige	Kina	Handels-partnerne ¹⁾
2007	2,2	2,6	2,1	3,1	2,8	11,4	3¼
Anslag							
2008	1¼	1½	1¼	1½	2¼	10	2
2009	1¾	1½	1½	2	2	9¼	2¼
2010-11 ²⁾	2¾	2	1½	2¾	2¾	9	2½

1) Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

2) Gjennomsnittlig vekst per år

Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2008 – 2011**

	USA	Euro-området ¹⁾	Japan	UK	Sverige	Kina	Handels-partnerne ²⁾
2007	2,9	2,1	0,1	2,3	2,2	4,8	2,3
Anslag							
2008	3½	2½	½	2½	3¼	5¼	2¾
2009	2	2	¾	2¼	2¼	3½	2
2010-11 ³⁾	2¼	2	1	2	2	3	2

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

2) Importvekter, 26 viktige handelspartnere

3) Gjennomsnittlig vekst per år

Kilder: Reuters (EcoWin), Eurostat og Norges Bank

Tabell 5 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2007	2007	Anslag			
			2008	2009	2010	2011
Priser og lønninger						
KPI		0,8	3	2¾	2½	2¾
KPI-JAE ¹⁾		1,4	2¼	2¼	2½	2¾
Årslønn ²⁾		5,6	6	5½	5	4¾
Realøkonomi						
BNP	2289	3,5	3	2¼	1¾	2½
BNP Fastlands-Norge	1709	6,0	3½	2	2¼	2¾
Potensielt BNP Fastlands-Norge		4¼	4	3½	3	3
Produksjonsgap Fastlands-Norge ³⁾		3	2½	1¼	½	¼
Sysselsetting, personer		3,8	2¼	¼	0	¼
Arbeidsstyrke, AKU		2,5	2¼	¾	¾	½
AKU-ledighet (rate)		2,5	2½	3	3¾	4
Etterspørsel						
Etterspørsel fra fastlands-Norge ⁴⁾	1735	6,1	3¾	2	2½	3
- Privat konsum	946	6,4	3½	1¾	2¼	3
- Offentlig konsum	447	3,2	2¾	3¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	342	9,2	5¼	¾	.	.
Oljeinvesteringer ⁵⁾	109	6,6	7½	5	5	0
Tradisjonell eksport	430	9,6	5	1¼	.	.
Import	685	8,6	5¼	2¼	.	.
Rente og valutakurs						
Styringsrente (nivå) ⁶⁾		4,4	5½	5¼	4¾	4¾
Importveid valutakurs (I-44) ⁷⁾		90,8	87	88¼	90	91

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 innføring av obligatorisk tjenstepensjon

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

B-blad/Economique

Returadresse:
Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
N-0107 Oslo
Norway

