

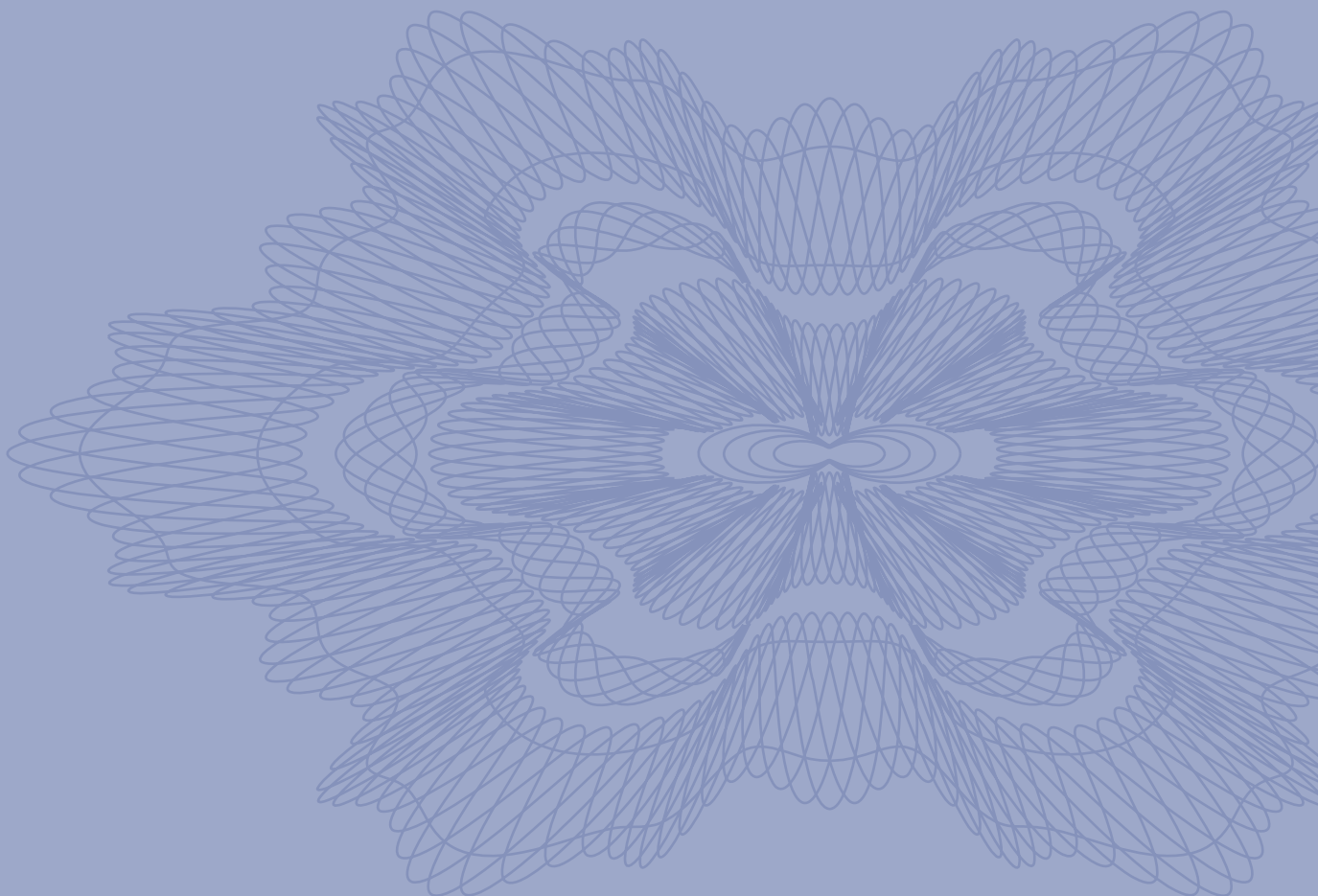
Norges Banks rapportserie
Nr. 4-2007



Pengepolitisk rapport

3
07

oktober



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 29. august diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 17. oktober drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 31. oktober en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 13. mars 2008. Hovedstyrets oppsummering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt bakerst i kapittel 1. I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 12. desember, 23. januar og 13. mars.

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 3/2007

Leder	5
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	6
Konklusjoner	16
Rammer	
Likviditetsstyringen i Norges Bank	7
Kriterier for en god rentebane	9
Endringer i rentebanen	12
Pengepolitikken siden forrige rapport	17
2. Nærmere om den økonomiske utviklingen	18
Rammer	
Tiltak fra sentralbankene i forbindelse med uroen i finansmarkedene	20
Prisutviklingen den siste tiden	24
Utdypinger	33
Utviklingen i energi- og råvaremarkedene	35
Husholdningenes sparing	38
Finanspolitikken og kommuneøkonomien	41
Høye petroleumsinvesteringer	42
NEMO - en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse	43
Anslagene i Pengepolitisk rapport 2/07 og 3/07	45
Vedlegg I Regionalt nettverk	51
Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag	57

Rapporten er basert på informasjon fram
til og med 25. oktober 2007

Den pengepolitiske strategien i kapittel I ble vedtatt av hovedstyret

31. oktober 2007

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, og banken holder pressekonferanse kl 14.45 samme dag. I pressemeldingen gjøres det rede for både de vesentlige trekk ved utviklingen i økonomien som har fått betydning for beslutningen om renten og for hovedstyrets avveininger. Pressemeldingen 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

Motstridende krefter

Utsiktene for inflasjonen preges av motstridende krefter. Prisveksten på tjenester og norskproduserte varer tiltar. Høykonjunktoren i norsk økonomi fortsetter. Det er uvanlig sterk etterspørsel etter innsatsvarer og arbeidskraft. Den økonomiske veksten er sterk i Kina, India og Russland, og norsk næringsliv nyter godt av dette gjennom høye priser. Utsiktene for USA og Vest-Europa er derimot svekket. Samtidig har kronen styrket seg markert. Det kan holde prisstigningen tilbake.

Renten er blitt satt opp tidlig, slik at inflasjonen ikke skal bli for høy. Analysene i denne rapporten tilsier at styringsrenten skal ytterligere noe opp, men mindre enn vi så for oss i juni. Uroen i finansmarkedene i høst har ført til at pengemarkedsrentene har ligget betydelig høyere enn den forventede styringsrenten, og derfor vil trolig også bankenes utlånsrenter øke videre.

Anslagene er usikre. Skulle verdensøkonomien gå inn i en lavkonjunktur eller kronen styrke seg ytterligere, kan inflasjonen igjen vike tilbake under 1½ prosent. Da kan det bli aktuelt å sette renten ned. På den andre siden kan pris- og kostnadsveksten tilta raskere og mer enn vi nå venter. Da kan det bli aktuelt med flere renteøkninger. Hovedstyret har på denne bakgrunn vedtatt at styringsrenten bør ligge i intervallet 4¾ - 5¾ prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 13. mars 2008, med mindre norsk økonomi utsettes for uventet store forstyrrelser.

31. oktober 2007
Jarle Berge

1 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

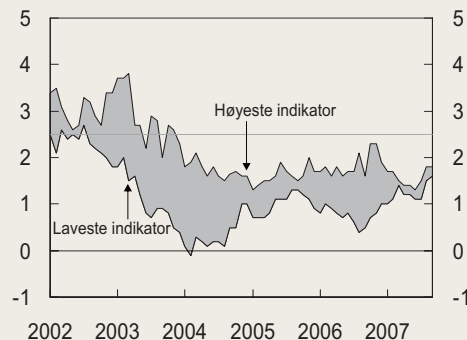
Prisveksten på mange varer og tjenester har tiltatt de siste månedene. Ulike mål på den underliggende inflasjonen ligger nå mellom 1½ og 2 prosent, se figur 1.1. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tatt seg opp, se figur 1.2. Kronen er sterk, og prisene på importerte konsumvarer går fortsatt ned. Fallet i strømprisene det siste året har ført til at den samlede konsumprisveksten (KPI) midlertidig er lav, se figur 1.3.

Den sterke veksten i norsk økonomi har fortsatt. BNP for Fastlands-Norge vil for fjerde år på rad øke mer enn 4 prosent, og anslagene for veksten i BNP for inneværende år er igjen oppjustert. Sysselsettingen har steget markert sent i konjunkturoppgangen. Det har vært stor tilgang på arbeidskraft, og den samlede produksjonskapasiteten i norsk økonomi har utvidet seg raskt. Den sterke veksten i aktiviteten har likevel ført til at kapasitetsutnyttingen nå er høy. Arbeidsledigheten er like lav som under høykonjunkturen på 1980-tallet, og det er svært mange ledige stillinger. Ordrebøkene i bygg og anlegg og i deler av industrien er fulle, og mange foretak gir uttrykk for at de ikke kan påta seg nye oppdrag. Det er knapphet på en rekke innsatsvarer. Den høye kapasitetsutnyttingen setter nå grenser for veksten. Samtidig er det noen tegn til at veksten i etterspørselen kan dempes. Oppgangen i boligprisene ser ut til å ha stoppet opp, og det settes i gang færre nye boligbygg enn tidligere i år. Sterk kronekurs reduserer lønnsomheten i deler av næringslivet. Uroen i de internasjonale finansmarkedene gir utsikter til noe lavere vekst blant våre handelspartnere.

Den økonomiske veksten i USA er dempet. Det amerikanske boligmarkedet er svekket, og sysselsettingen stiger mindre enn tidligere i år. Det er også utsikter til en viss avmatning i Vest-Europa. Den økonomiske veksten i de fremvoksende økonomiene er fortsatt sterk, særlig i Kina. Utviklingen i disse landene betyr stadig mer for verdensøkonomien. Kina, India og Russland har det siste året stått for om lag halvparten av den samlede økonomiske veksten i verden. På tross av svakere utsikter for USA og Vest-Europa har oljeprisen steget siden forrige rapport, og prisene på andre råvarer holder seg høye blant annet som følge av fortsatt sterk vekst i etterspørselen fra Asia. Den underliggende inflasjonen ute er fortsatt moderat.

Usikkerheten om utviklingen i verdensøkonomien er blitt forsterket av uroen i finansmarkedene i høst. Mislighold av amerikanske boliglån med lav kredittverdighet og økt bruk av kompliserte låneprodukter har ført til økte risikopremier i kreditt- og obligasjonsmarkedene. Frykt for tap har gjort

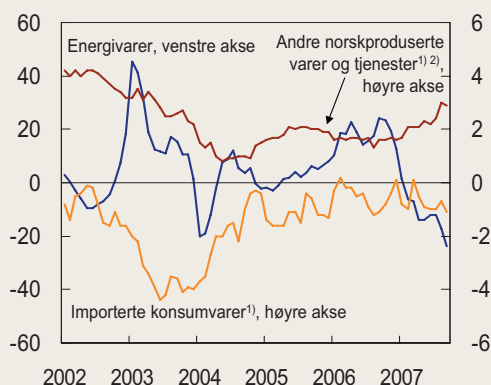
Figur 1.1 Usikkerhetsintervall for underliggende prisvekst. Høyeste og laveste indikator.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – sep. 07



¹⁾ Høyeste og laveste indikator av KPI-JAE, vektet median og trimmet gjennomsnitt, se egen utdyping om prisutviklingen den siste tiden

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

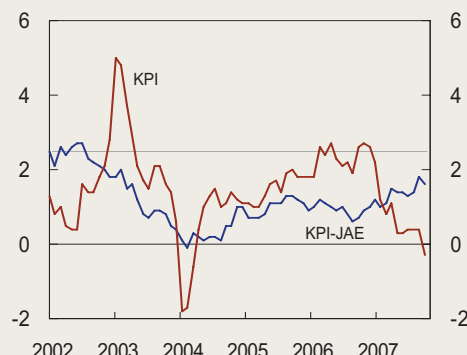
Figur 1.2 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – sep. 07



¹⁾ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

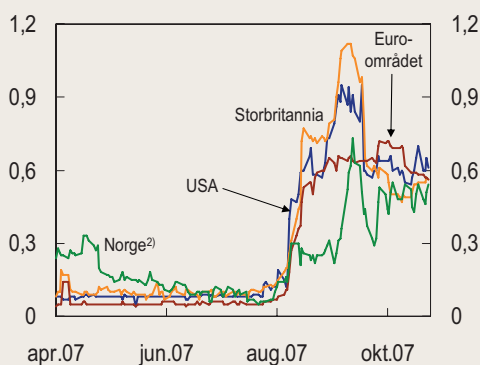
Figur 1.3 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – sep. 07



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.4 Differanse mellom pengemarkedsrente og forventet styringsrente¹⁾. Tremåneders løpetid. Prosentenheter. Dagstall. 2. apr. 07 – 25. okt. 07



¹⁾ Forventet styringsrente er målt ved Overnight indexed swap (OIS)

²⁾ Norges Banks anslag

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

bankene mer tilbakeholdne med å gi lån til hverandre. Tilføring av likviditet fra sentralbankene har bidratt til å holde pengemarkedsrenter med løpetider kortere enn en uke på normale nivåer, se utdyping på side 20. Også Norges Bank har tidvis tilført ekstra likviditet, se egen ramme nedenfor. Renten på lån med tremåneders løpetid i USA, euroområdet og Storbritannia har siden uroen startet vært høyere enn markedsaktørens forventninger til sentralbankenes styringsrenter skulle tilsi. I det norske pengemarkedet er differansen mellom tremånedersrenten og forventet styringsrente nå om lag på nivå med andre land, se figur 1.4.

Siden forrige rapport har sentralbanken i USA satt ned styringsrenten med 0,5 prosentenheter, mens sentralbankene i Sverige, Sveits, Canada, New Zealand og Kina har økt renten. Markedsaktørens forventninger til nivået

Likviditetsstyringen i Norges Bank

Norges Banks styringsrente er renten bankene får på sine innskudd i sentralbanken. Tidvis må Norges Bank tilføre likviditet til banksystemet for å sikre at de kortsiktige rentene i pengemarkedet blir liggende nær styringsrenten.

Staten har sin konto i Norges Bank. Når bedrifter betaler inn for eksempel skatt til staten, trekker de på sine konti i bankene. Dermed reduseres de innestående beløpene bankene har på sine konti i Norges Bank. Utbetalinger fra staten virker motsatt. I forbindelse med innbetalinger til staten øker bankenes behov for likviditet. Norges Bank tilbyr da kortsiktige lån til bankene. Uten slike lån ville de kortsiktige rentene i pengemarkedet bli budt opp, i perioder til nivåer langt over styringsrenten. Norges Banks styring av likviditeten i banksystemet sørger for å motvirke disse svingningene, slik at de kortsiktige rentene i pengemarkedet blir mer stabile.

Norges Bank tilfører likviditet gjennom såkalte fastrentelån (F-lån). Disse lånenes løpetid og volum kan tilpasses etter behov. Likviditeten fordeles gjennom auksjoner der bankene byr på F-lån gjennom et internetbasert system. For at bankene skal få lån, må de ha tilstrekkelig sikkerhet i form av verdipapirer deponert i Norges Bank.

Da den finansielle uroen for alvor spredte seg til pengemarkedet 9. august, tilførte Norges Bank mer likviditet enn normalt. Det var i tråd med vanlig praksis når pengemarkedet ikke fungerer som normalt. Også i resten av august og i september siktet Norges Bank mot at bankenes samlede likviditet skulle være noe høyere enn det som er vanlig. I forbindelse med innbetaling av oljeskatt 1. oktober var det et betydelig likviditetsbehov. De helt kortsiktige rentene i pengemarkedet steg, og Norges Bank tilførte igjen ekstra likviditet. Siden har rentene i pengemarkedet med løpetider kortere enn en uke gått ned, men påslaget i markedet er fortsatt noe høyere enn før uroen startet.

Banker som ikke skaffer seg annen kortsiktig finansiering, kan låne fra en dag til den neste i Norges Bank mot sikkerhet (såkalte D-lån). Renten på slike lån er en prosentenheter høyere enn styringsrenten. D-lån har vært lite brukt, også i perioden med markedsuro.

på styringsrentene har avtatt ute og hjemme. Det ventes nå nedgang i styringsrentene i USA og Storbritannia, se figur 1.5. I Sverige, som har et lavere rentenivå enn våre viktigste handelspartnere, ventes en fortsatt renteoppgang. I euroområdet venter markedsaktørene stabil styringsrente fremover.

Kronen har styrket seg markert, og kronekursen er nå nærmere 5 prosent sterkere enn da forrige rapport ble lagt fram i juni, se figur 1.6. Den forventede rentedifferansen mellom Norge og våre handelspartnere har endret seg lite. Styrkingen av kronekursen har også skjedd på tross av at Norge nå har et underskudd på driftsbalansen når det korrigeres for avsetninger til Statens pensjonsfond – Utland og oljeselskapenes anslåtte kontantoverskudd.¹ Tidligere har vi sett at markedsuro har gått sammen med en svakere krone. Denne gangen har kronen styrket seg gjennom uroen.

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 inflasjon. Et gjennomsnitt for inflasjonen har de siste ti årene vært rundt 2 prosent, altså noe lavere enn, men ganske nær målet på 2,5 prosent, se figur 1.7.

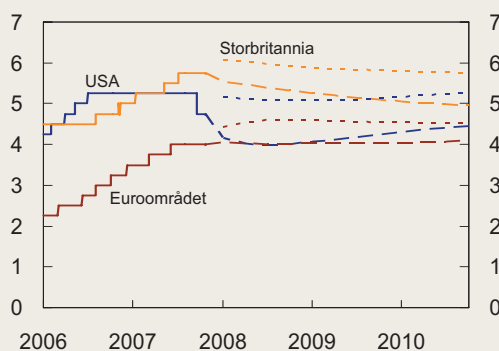
Hensynet til å hindre at inflasjonsforventningene skulle festne seg betydelig under målet var en vesentlig årsak til at styringsrenten ble satt ned til et svært lavt nivå i 2003 og i 2004 da prisveksten avtok og nærmet seg null. Til tross for flere år med lav prisvekst har aktørenes inflasjonsforventninger, slik de måles i TNS Gallups forventningsundersøkelse, holdt seg oppe, se figur 1.8. Det har lenge vært utsikter til at den underliggende prisveksten ville tilta. Renten har vært satt opp gradvis og i forkant av oppgangen i inflasjonen. Den kortsiktige realrenten, som lenge var lav, er nå i overkant av et mer normalt nivå, se figur 1.9.²

I denne konjunkturoppgangen tok det langt tid før inflasjonen begynte å øke. Sterk konkurranse i mange næringer, lav prisvekst på importvarer og høy vekst i produktiviteten og i tilbudet av arbeidskraft førte til at veksten i økonomien kunne være høy uten at prisveksten skjøt fart. Dessuten har høye priser på norske eksportvarer gitt kraftig inntektsvekst og impulser til en sterk økning i sysselsettingen.

¹ Grunnbalansen anslås til om lag -164 milliarder kroner i 2007. Grunnbalansen er her definert som overskuddet på driftsbalansen korrigert for årlig avsetning til Statens pensjonsfond – Utland og den delen av oljeselskapenes valutainntekter som anslås å beholdes i valuta, se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/04.

² Beregninger kan indikere at den normale realrenten for Norge for tiden ligger i den nedre delen av området 2½-3½ prosent.

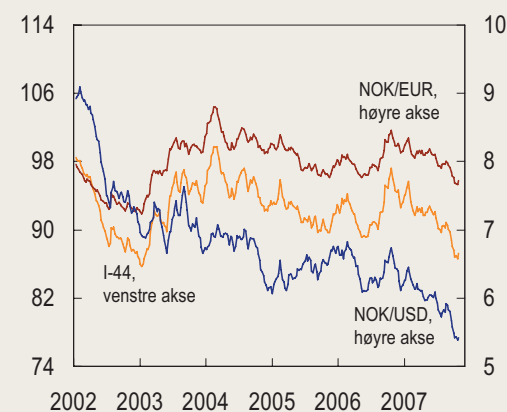
Figur 1.5 Styringsrenter og terminrenter per 21. juni og 25. oktober 07.¹⁾ Prosent. Dagstall og kvartalstall. 2. jan. 06 – 31. des. 10



¹⁾ Stiplede kurver viser terminrenter per 25. oktober 2007. Prikkete kurver viser terminrenter per 21. juni 2007. Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

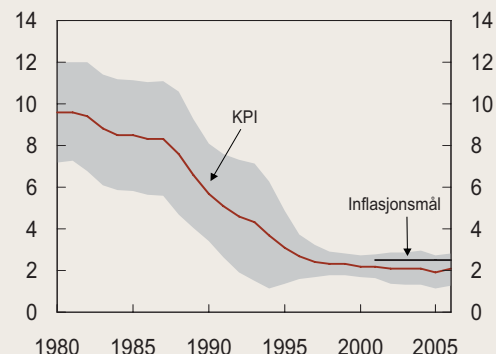
Figur 1.6 Valutakurser.¹⁾ Den importveide valutakursindeksen (I-44), 1995 = 100, NOK/EUR og NOK/USD. Uketall. Uke 1 2002 – uke 43 2007



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

Kilde: Norges Bank

Figur 1.7 KPI. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾. Prosent. Årstall. 1980 – 2006³⁾



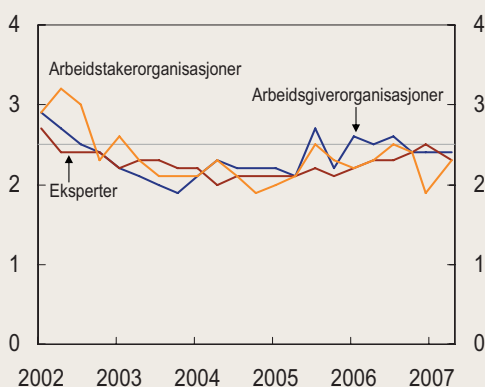
¹⁾ Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og to år fram

²⁾ Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik

³⁾ I beregningen er anslag for 2007 og 2008 fra denne rapporten lagt til grunn

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Forventet konsumprisvekst om to år. Arbeidslivsorganisasjoner og eksperter¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 – 3. kv. 07



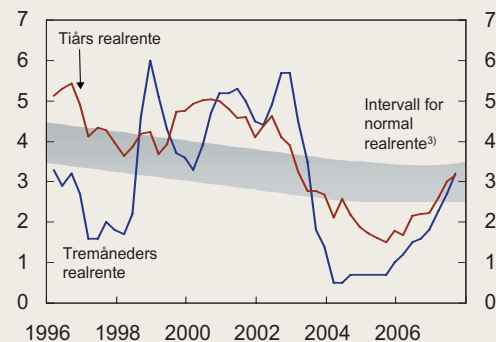
¹⁾ Ansatte i finansnæringen, makroanalytikere og akademikere

Kilde: TNS Gallup

Vi ser nå tydelige tegn til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester tiltar. Knapphet på produksjonskapasitet, innsatsvarer og kvalifisert arbeidskraft fører til at bedriftene byr opp lønningene og setter opp prisene. Virksomhetene i Norges Banks regionale nettverk rapporterer at lønnsveksten tiltar raskere enn de anslo før sommeren. Trolig avtar også veksten i produktiviteten i næringslivet.

Utsiktene for inflasjonen preges av motstridende utviklingstrekk. På den ene siden er kronen sterk, og prisene på importerte konsumvarer fortsetter å falle til tross for prisoppgang på mange råvarer. Anslagene for utviklingen i verdensøkonomien er noe nedjustert sammenliknet med forrige rapport. På den andre siden har veksten i norsk økonomi vært sterkere enn ventet, og det er utsikter til at den innenlandske pris- og kostnadsveksten vil tilta.

Figur 1.9 Tremåneders realrente¹⁾, tiårs realrente²⁾ og den normale realrenten i Norge. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 3. kv. 07



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

²⁾ Tiårs swaprente deflatert med inflasjonsmålet

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

Kilde: Norges Bank

Den underliggende inflasjonen er fortsatt noe lavere enn inflasjonsmålet. Den sterke kronen og utviklingen i verdensøkonomien kan etter hvert få negative virkninger for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen, men sannsynligheten for at inflasjonen skal falle markert tilbake og avløses av et fall i prisnivået synes samlet sett liten. Likevel er det grunn til å gardere mot risikoen for en avdemping av prisveksten når inflasjonen i utgangspunktet er lav. Det må tillegges vekt i rentesettingen.

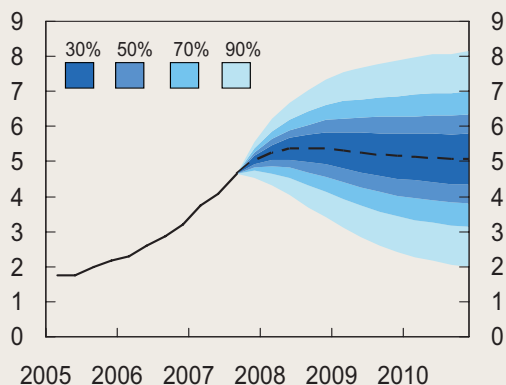
Samtidig viser erfaringene at pris- og kostnadsveksten kan stige raskt mot slutten av en konjunkturoppgang. Utviklingen i norsk økonomi gjennom sommeren og høsten kan tyde på at kostnadsveksten nå øker mye. For å gardere mot at inflasjonen blir for høy, kunne det isolert sett være riktig å sette renten mer opp i forkant. Det må også tillegges vekt i rentesettingen.

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:

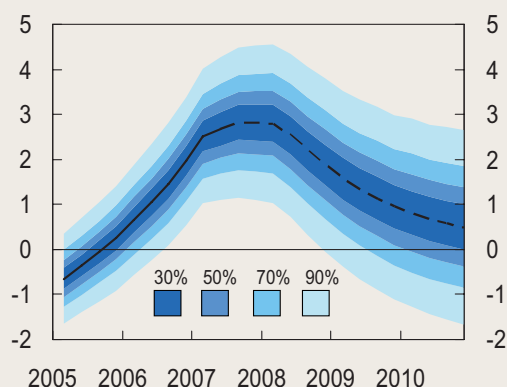
1. Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.
2. Rentebanen bør gi en rimelig avveing mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen.
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 reaksjonsmønstre.
5. Som en kryssjekk for rentesettingen bør eventuelle store og systematiske avvik fra enkle pengepolitiske regler kunne forklares.

Figur 1.10a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



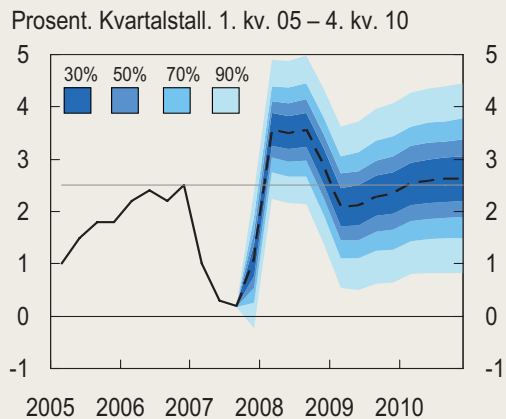
Kilde: Norges Bank

Figur 1.10b Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



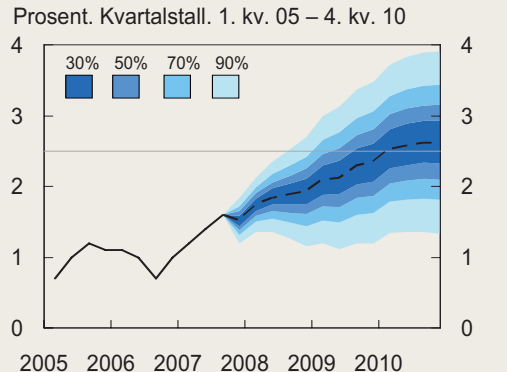
Kilde: Norges Bank

Figur 1.10c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10d Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10

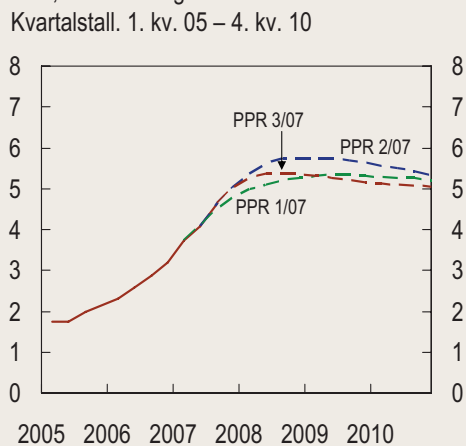


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

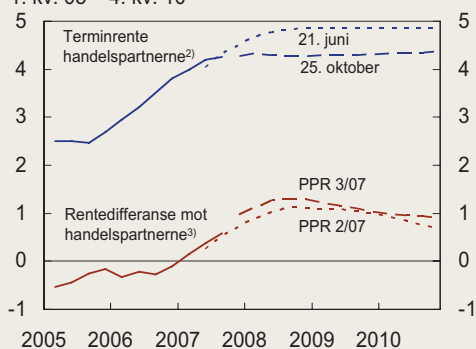
Pengepolitikken er rettet inn mot å bringe inflasjonen opp nær inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Samlet taler utsiktene og risikobildet for at styringsrenten settes videre opp, men anslagene er usikre, se figur 1.10a-d. Sammenliknet med Pengepolitisk rapport 2/07 er anslagene for styringsrenten fremover noe nedjustert, se figur 1.11 og ramme på side 12. Utsiktene har nå en tid tydet på at inflasjonen vil tilta og gradvis nærme seg inflasjonsmålet. En mer markert økning i renten enn det vi nå anslår, ville øke risikoen for at inflasjonen ikke kommer opp mot målet før vesentlig senere enn vi tidligere har siktet mot. Det ville ikke være riktig. Det kunne ha påvirket stabiliteten i forbrukernes, prissetternes og kursstillernes forventninger i mange markeder. Skulle derimot renten holdes uendret på dagens nivå eller settes ned, løper vi en risiko for at kostnadsveksten skyter fart, at inflasjonen blir for høy og at omslaget i norsk økonomi – når det kommer – blir mer markert.

Figur 1.11 Styringsrente i referansebanen i PPR 1/07, PPR 2/07 og PPR 3/07. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilde: Norges Bank

Figur 1.12 Terminrenter hos handelspartnere og anslått rentedifferanse i PPR 2/07 og PPR 3/07. Pengemarkedsrenter¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



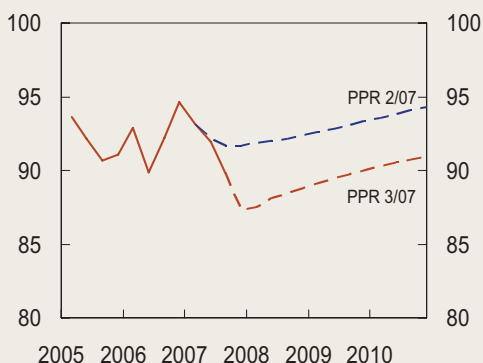
¹⁾ Pengemarkedsrentene ligger normalt anslagsvis 0,2 prosentenheter høyere enn styringsrenten. Pengemarkedsrentene per 25. oktober er justert ned til dette nivået
²⁾ Vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnere
³⁾ Rentedifferanse i referansebanen

Kilde: Norges Bank

Dersom pris- og kostnadsveksten tiltar raskt gjennom høsten og vinteren, kan renten bli satt opp mer og raskere enn vi nå ser for oss. Skulle derimot kronen styrke seg ytterligere eller prisene på importerte konsumvarer avta markert, slik at inflasjonen faller tilbake, kan det bli aktuelt å vurdere en lavere rente.

Siden forrige rapport ble lagt fram i juni har forventningene om utviklingen i styringsrentene i mange land falt med om lag ½ prosentenheter. Terminrentene hos handelspartnere sett under ett ligger i overkant av 4¼ prosent de nærmeste årene, se figur 1.12. Vi har lagt til grunn at kronkursen er om lag uendret den nærmeste tiden og svekkes noe etter hvert, se figur 1.13. En slik utvikling i kronkursen gjenspeiler forventede rentedifferanser mellom Norge og utlandet og at kronen over tid ikke gir høyere avkastning enn andre valutaer.

Figur 1.13 Importveid valutakurs (I-44) i referansebanen i PPR 2/07 og PPR 3/07.^{1) 2)} Indeks. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



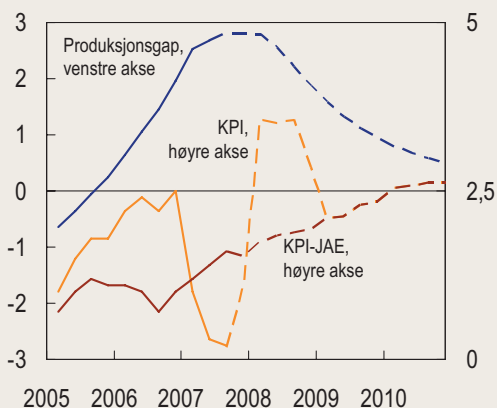
¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs
²⁾ Kursbanen er basert på udekket renteparitet

Kilde: Norges Bank

Avveilingen mellom de hensynene pengepolitikken skal ta, er illustrert i figur 1.14, se også egen ramme på side 9 om kriterier for en god rentebane. Kapasitetsutnyttningen er i utgangspunktet så høy at prisveksten etter hvert kommer opp mot 2,5 prosent. Samtidig bidrar renten til at kapasitetsutnyttningen etter hvert kan avta, slik at inflasjonen ikke blir for høy. Utviklingen i renten som skisseres i denne rapporten, samsvarer med bankens tidligere reaksjonsmønstre.

Prisstigningen målt ved KPI anslås å ta seg markert opp fra et svært lavt nivå i år, se figur 1.10c. De store svingningene i KPI har sammenheng med at strømprisene varierer. Stort fall i strømprisene i år og utsikter til høyere strømpriser tidlig neste år bidrar til at veksten i KPI vil komme over 3 prosent tidlig i 2008. Ser vi bort fra energiprisene, anslås prisveksten å tilta mer gradvis, se figur 1.10d. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil fortsette å stige som følge av høyere lønnsvekst og lavere vekst i produktiviteten. Målt i utenlandsk valuta ventes importprisene på konsumvarer å holde seg om lag uendret. Prisveksten på importerte konsumvarer vil det nærmeste året bli dempet av den sterke kronen. Veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) ventes å tilta til rundt 2 prosent fra annet halvår 2008, om lag som anslått i forrige rapport.

Figur 1.14 Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Med en renteutvikling som skissert i denne rapporten anslås veksten i økonomien å avta fra i overkant av 5 prosent i 2007 til noe under 3 prosent i 2008 og videre ned i 2009. Samlet venter vi at BNP for Fastlands-Norge etter hvert vil vokse mindre enn produksjonskapasiteten, slik at kapasitetsutnyttningen gradvis kan avta. Økt lønnsvekst og lavere vekst i produktiviteten vil redusere lønnsomheten i bedriftene og etter hvert dempe veksten i investeringene. Svakere vekst i verdensøkonomien og den sterke krone-

kursen vil kunne bidra til å redusere veksten i eksporten. Med en svakere utvikling i boligmarkedet og en realrente som er i overkant av et mer normalt nivå, er det rimelig å anta at husholdningenes sparerate øker etter et markert fall de siste årene. Det vil dempe veksten i det private konsumet. Husholdningenes lånerenter vil en tid fremover trolig gjenspeile at pengemarkedsrentene i det siste har økt mer enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi, og bankene vil kunne bli noe mindre aggressive i salg av utlån. Det vil i så fall også dempe veksten i konsumet. På den andre siden vil fortsatt god etterspørsel fra offentlig sektor og vekst i oljeinvesteringene bidra til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe de nærmeste årene.

Endringer i rentebanen

Anslagene i denne rapporten er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og av vår oppfatning om økonomiens virkemåte. I denne rapporten er prognosen for renten noe nedjustert sammenliknet med Pengepolitisk rapport 2/07, se figur 1.¹ I figur 2 har vi beregningsteknisk illustrert hvordan ulike faktorer har bidratt til endringene i rentebanen gjennom virkninger på utsiktene for inflasjonen og produksjonsgapet.²

Kronen har styrket seg markert. Samtidig er vekstutsiktene ute svekket. Markedsaktørene venter nå lavere styringsrenter hos våre handelspartnere. Disse forholdene trekker i retning av en lavere bane for renten.

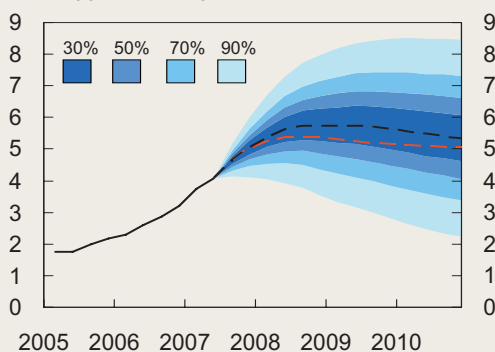
Veksten i norsk økonomi har vært sterkere enn ventet. Kapasitetsutnyttningen anslås nå høyere enn i forrige rapport, og det gir utsikter til tiltakende pris- og kostnadsvekst. Det trekker i retning av en høyere rentebane.

Den underliggende prisveksten har samlet sett vært om lag som ventet og gir ikke et selvstendig bidrag til endringen i rentebanen.

¹ Endringene i anslagene for inflasjon og kapasitetsutnyttning er omtalt på side 45.

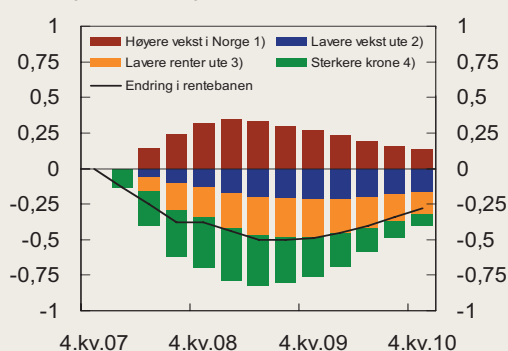
² Beregningene i figuren er gjort med utgangspunkt i en liten kalibrert modell for norsk økonomi, se Staff memo 2004/3. Figuren viser bidrag til rentebanen fra endringer i eksogene faktorer i modellen.

Figur 1 Styringsrente i referansebanen fra PPR 2/07 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/07 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilde: Norges Bank

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



¹ Gjenspeiler virkninger av den uventet høye produksjonsveksten i 2007 og følgene av dette

² Gjenspeiler virkninger av lavere forventet vekst i verdensøkonomien

³ Gjenspeiler virkninger av forventninger om lavere styringsrenter hos våre handelspartnere, gjennom virkninger på kronkursen

⁴ Gjenspeiler virkninger av kronestyrkingen i høst utover det som følger av endrede renteforventninger ute

Kilde: Norges Bank

Usikkerhet i anslagene

Anslagene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen nå og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Det er stor usikkerhet om den fremtidige utviklingen i inflasjon og produksjon og derfor om renteutviklingen. Vi har illustrert usikkerheten i anslagene med sannsynligheter, se figur 1.10a-d.³ Jo bredere usikkerhetsviftene er, desto mer usikre er prognosene. Bredden er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk og uttrykker derfor et gjennomsnitt av perioder med stor og liten usikkerhet.⁴ 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.

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 produksjon, sysselsetting og priser på en annen måte enn forutsatt.

Usikkerheten i anslagene for inflasjonen er anslått i viften i figuren 1.10d. Det fremgår av denne figuren at sannsynligheten for at konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer kommer opp over 3,5 prosent om to til tre år anslås til noe under 15 prosent. Tilsvarende anslås sannsynligheten for at inflasjonen blir liggende under 1,5 prosent i en lengre periode til om lag 10 prosent. Sannsynligheten for at inflasjonen blir under 1,5 prosent i 2008, anslås til om lag 15 prosent.

I figurene 1.15a-c analyseres utviklingen med to alternative forløp for økonomien. Anslagene i figurene bygger på at Norges Banks reaksjonsmønster er kjent og konsistent over tid.⁵ 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 produksjon og inflasjon. 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.

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

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

⁵ 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.

I figurene 1.15a-c (røde linjer) illustrerer vi en utvikling der prisene på norskproduserte varer og tjenester stiger raskere enn anslått. Som en beregningsteknisk forutsetning legger vi her til grunn at den samlede inflasjonen blir $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prosentenheter høyere enn i referansebanen det nærmeste året. Ulike forhold kan ligge bak en slik rask oppgang i prisveksten. Vi kan ha undervurdert virkningene på inflasjonen av den høye kapasitetsutnyttningen. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester, som allerede har økt utover sommeren og høsten, kan tilta raskere enn anslått. Når mange bedrifter møter kapasitetsskranker samtidig som etterspørselen er sterk, kan bedriftene komme til å øke marginene. Også kostnadsveksten kan være sterkere enn vi anslår. Arbeidsledigheten er nå like lav som under høykonjunkturen på 1980-tallet, og det er stor knapphet på arbeidskraft. I tidligere konjunktursyklus har en slik utvikling i arbeidsmarkedet ofte ført til brå taktskifter i lønns- og prisveksten samtidig som veksten i produktiviteten har gått ned. I referansebanen anslår vi en vekst i lønningene på $5\frac{3}{4}$ prosent fra 2007 til 2008. Beregninger utført på den makroøkonomiske modellen NEMO⁶ kan tyde på at høyere inflasjon på linje med den som er vist i figur 1.15a, kan være forenlig med at lønnsveksten tiltar raskere og snart kommer over 7 prosent.

Hvis inflasjonen utvikler seg som skissert over, vil renten bli økt raskere enn i referansebanen og kan komme opp i underkant av 6 prosent fram mot våren og videre opp gjennom 2008 for å hindre at inflasjonen kommer vesentlig over målet.⁷ En høyere rente vil bidra til at kapasitetsutnyttningen i økonomien etter hvert blir lavere enn i referansebanen. Stigningen i inflasjonen dempes gradvis, men prisveksten blir de neste årene noe høyere enn i referansebanen.

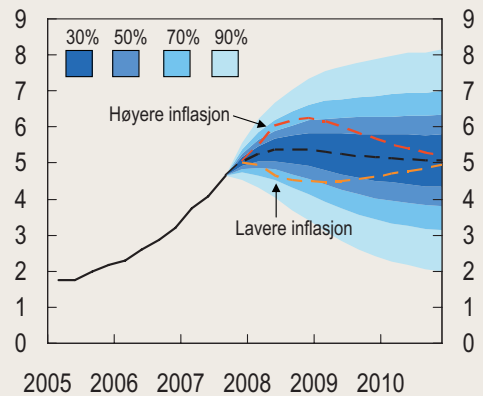
I figurene 1.15a-c (gule linjer) illustreres en utvikling der den underliggende inflasjonen ikke tiltar, men faller tilbake og blir liggende under $1\frac{1}{2}$ prosent de neste kvartalene.⁸ Ulike forhold kan ligge bak en slik prisutvikling. Hvis utviklingen i verdensøkonomien blir svakere enn vi anslår, vil også virkningene på produksjonen og sysselsettingen i Norge kunne bli betydelige. Det vil etter hvert kunne bidra til å dempe inflasjonen. Det er også en viss usikkerhet knyttet til gjennomslaget fra kronekursen til inflasjonen fordi kronekursen har variert de siste årene. Hvis de som setter prisene venter at kronen holder seg på dagens nivå lenge, kan inflasjonen bli dempet mer enn vi nå anslår. Skulle kronen styrke seg videre, kan det også gi utsikter til lavere inflasjon lenger fram. I tillegg kan vridningen av import

⁶ NEMO – Norwegian Economy Model, se utdyping side 43.

⁷ I beregningene er det lagt til grunn at anslagene for realøkonomien i utgangspunktet ikke er endret.

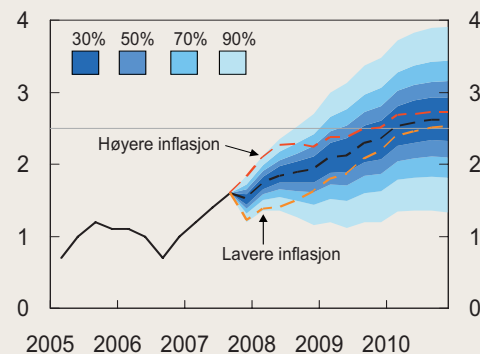
⁸ Også i dette tilfellet har vi lagt til grunn at anslagene for realøkonomien i utgangspunktet ikke er endret. Skulle for eksempel lavere inflasjon ha sitt utspring i sterkere krone, er det her sett bort fra den dempende virkningen det ville ha på veksten i produksjon og sysselsetting.

Figur 1.15a Styringsrente i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilde: Norges Bank

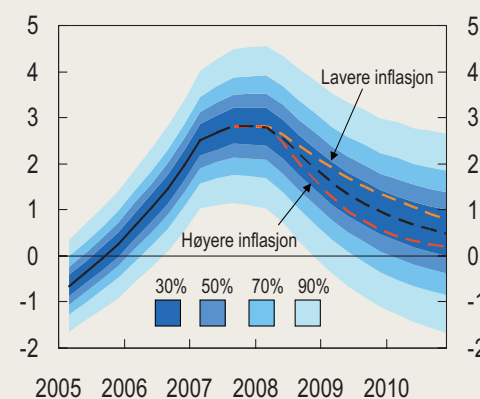
Figur 1.15b KPI-JAE¹⁾ i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

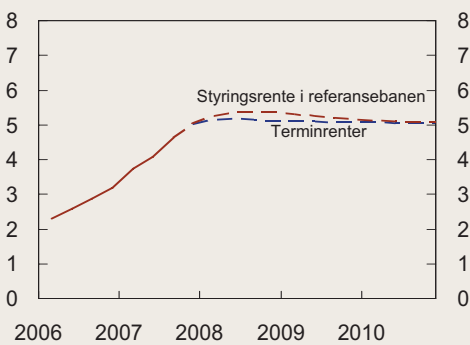
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.15c Produksjonsgapet i referansebanen og i alternativene med høyere inflasjon og lavere inflasjon. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilde: Norges Bank

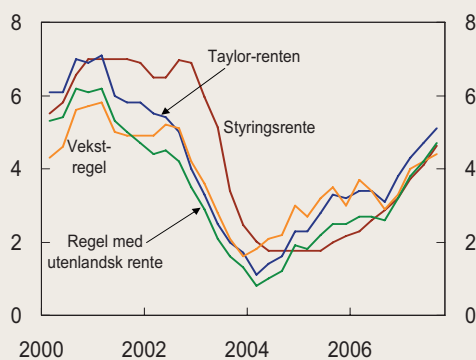
Figur 1.16 Styringsrente i referansebanen og beregnede terminrenter¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 10



¹⁾ I beregningen er det trukket fra en kredittrisikopremie samt en beregningsteknisk differanse på 0,20 prosentpoeng for å gjøre terminrentene sammenliknbare med styringsrenten. Terminrenter per 25. oktober 2007

Kilde: Norges Bank

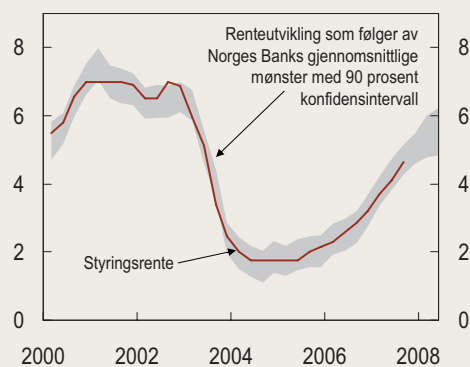
Figur 1.17 Styringsrente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente.¹⁾ Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 07



¹⁾ Her er KPI-JAE justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006 brukt som mål på inflasjonen. Andre mål på underliggende inflasjon, som har vært over KPI-JAE, ville gitt en høyere rentebane

Kilde: Norges Bank

Figur 1.18 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 07



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

Kilde: Norges Bank

mot lavkostland bli sterkere enn vi legger til grunn, og det kan dempe prisveksten ytterligere.

Med en slik utvikling i inflasjonen vil renten kunne bli satt ned fra dagens nivå tidlig neste år for å ivareta hensynet til å holde inflasjonsforventningene oppe og bringe inflasjonen tilbake mot målet. Som følge av en lavere rente vil kronen kunne svekke seg. Inflasjonen tiltar etter hvert, men blir lavere enn i referansebanen de neste årene.

Kryssjekker⁹

Terminrentene i markedet kan være en kryssjekk for bankens renteprognose. Under bestemte forutsetninger om risikopremiene kan de beregnede terminrentene være et uttrykk for markedsaktørenes forventninger til den fremtidige renteutviklingen. Terminrentene i Norge har siden forrige rapport falt både på kort og lang sikt. De beregnede terminrentene kan tyde på at aktørene i finansmarkedet nå forventer en økning i styringsrenten til om lag 5¼ prosent i 2008, se figur 1.16. Terminrentene samsvarer i stor grad med renteprognozen i denne rapporten.

De enkle pengepolitiske reglene tilsa lenge en noe høyere rente enn Norges Banks styringsrente. Siden andre halvdel av 2006 har det ikke vært vesentlige forskjeller mellom styringsrenten og de enkle reglene, se figur 1.17. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen bygger i stedet på den observerte veksten i BNP og inflasjonen. De enkle reglene tar ikke hensyn til utsiktene fremover, men ser bare på den økonomiske situasjonen i dag. 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.

Norges Bank har beregnet en enkel renteregulering basert på bankens tidligere rentesetting, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. En slik regel taler for en fortsatt økning i renten fremover, se figur 1.18. Det er i første rekke høy vekst i BNP og utsikter til høyere konsumprisvekst justert for avgiftsendringer og uten energivarer som bidrar til at denne renteregelen gir høyere rente fremover. Regelen gir en rente i samsvar med referansebanen i rapporten.

⁹ For en grundig gjennomgang av flere kryssjekker for rentesettingen, se Årsmelding og rekneskap 2006.

Konklusjoner

Oppsummering:

- Den underliggende prisveksten har tiltatt, men er lavere enn inflasjonsmålet. Veksten i norsk økonomi er fortsatt sterk, og sterkere enn tidligere anslått. Kapasitetsutnyttningen er høy. Lønnsveksten tiltar, og det er utsikter til høyere prisstigning. Pengemarkedsrentene har steget mer enn markedets forventninger til styringsrenten på kort sikt skulle tilsi. Samtidig har kronen styrket seg betydelig. Det er utsikter til at en noe svakere utvikling i verdensøkonomien vil bidra til å dempe inflasjonen og veksten i produksjonen og sysselsettingen i Norge. Analysene i denne rapporten tilsier at styringsrenten skal settes ytterligere opp, men noe mindre enn vi så for oss i juni.
- 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. Den høye kapasitetsutnyttningen og økt kostnadsvekst kan på den ene siden medføre at inflasjonen tiltar raskere enn ventet. På den andre siden har risikoen for lavere vekst i verdensøkonomien økt. Hvis utviklingen i verdensøkonomien blir svakere eller hvis kronen blir sterkere enn vi legger til grunn, kan inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår.

Hovedstyrets strategi:

- Styringsrenten bør ligge i intervallet $4\frac{3}{4}$ - $5\frac{3}{4}$ prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 13. mars 2008, med mindre norsk økonomi blir utsatt for uventet store forstyrrelser. Når vi har et inflasjonsmål, følger det at vi vil være vare for virkningene på kronekursen av økte renter når prisstigningen er lav.

Pengepolitikken siden forrige rapport

Norges Banks anslag for den økonomiske situasjonen i Pengepolitisk rapport 2/07 – som ble lagt fram 27. juni 2007 – tilsa en styringsrente i intervallet 4½ - 5½ prosent i perioden fram til 31. oktober. Den pengepolitiske strategien var betinget av at den økonomiske utviklingen ble om lag som anslått. Økningen i renten skulle skje gradvis, slik at virkningene av renteendringer og annen ny informasjon kunne vurderes.

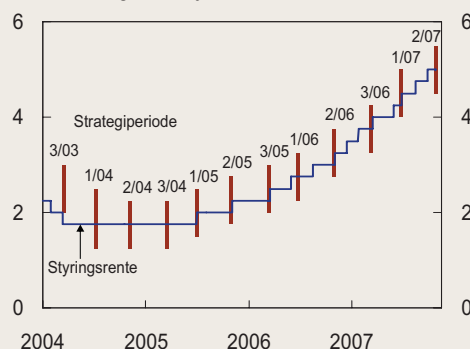
I Pengepolitisk rapport 2/07 ble det pekt på at den høye kapasitetsutnyttningen og økt kostnadsvekst kunne medføre at inflasjonen tiltok raskere enn ventet. Det ble også pekt på at vedvarende høy produktivitetsvekst, sterkere vridning av import mot lavkostland og en sterkere krone kunne bidra til å gi lavere prisvekst enn ventet.

I rentemøtet 27. juni pekte hovedstyret på at konsumprisveksten fortsatt var moderat selv om høykonjunkturen i norsk økonomi hadde vart lenge. Den underliggende prisveksten hadde vært nokså stabil og ligget mellom 1 og 1½ prosent i lengre tid. Det var likevel flere tegn til at inflasjonen ville ta seg opp. Lønnsveksten tiltok, og det var utsikter til at høykonjunkturen kunne vare ved noe lenger enn tidligere antatt. Sysselsettingen steg om lag som anslått, og arbeidsledigheten var lavere enn ved forrige høykonjunktur. Det var knapphet på arbeidskraft og enkelte viktige innsatsfaktorer i mange næringer. Midlertidig lav vekst i KPI i år ville bli avløst av midlertidig høy vekst neste år. Sett bort fra energipriser, ble prisveksten anslått å tilta mer gradvis. Renten ble økt med 0,25 prosentenheter til 4,50 prosent.

Renten ble økt med 0,25 prosentenheter til 4,75 prosent i rentemøtet 15. august. Hovedstyret pekte på at konsumprisveksten fortsatt var moderat, men det var utsikter til at inflasjonen etter hvert ville ta seg opp. Renten ble satt opp for at inflasjonen ikke skulle bli for høy. Uro i kreditt- og aksjemarkedene hadde skapt usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen, men samlet sett ga ikke ny informasjon grunnlag for ved dette møtet å avvike fra strategien som ble lagt fram i juni.

I rentemøtet 26. september pekte hovedstyret på at prisveksten på mange varer og tjenester hadde tiltatt de siste månedene. Det hadde lenge vært anslått at den underliggende prisveksten ville ligge mellom 1½ og 2 prosent i andre halvår i år. Ulike mål på underliggende inflasjon hadde steget om lag som anslått. Det hadde særlig vært tiltakende prisstigning på norskproduserte varer og tjenester. Veksten i økonomien hadde vært sterkere enn ventet. Kostnadsveksten steg, og det var utsikter til at prisveksten tok seg videre opp. Disse forholdene talte for å øke renten. På den andre siden hadde uroen i finansmarkedene vart ved siden det forrige rentemøtet. Finanssektoren i flere land var berørt. Det pekte i retning av svakere utvikling både i USA og Europa. Kronen var sterk. Renten ble økt med 0,25 prosentenheter til 5,00 prosent, men hovedstyret hadde som et alternativ å holde renten uendret. I pressemeldingen etter møtet ble det fremholdt at hvis uroen i de internasjonale finansmarkedene varer ved og hvis kronen holder seg sterk, og det får betydelige virkninger på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen, kan styringsrenten bli satt opp mindre enn banken så for seg i juni.

Figur 1 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling.¹⁾ Prosent. Dagstall. 2. jan. 04 – 25. okt. 07



¹⁾ Hovedstyrets beslutning 31. oktober er ikke innarbeidet, se tabell s. 58

Kilde: Norges Bank

2 Nærmere om den økonomiske utviklingen

Finansuro, lavere vekst og fortsatt moderat inflasjon internasjonalt

Turbulente finansmarkeder

Siden slutten av juni har penge- og kredittmarkedene vært preget av kraftige svingninger, dårlig likviditet og mindre vilje til å ta risiko. Bakgrunnen for uroen var problemer i det amerikanske boliglånemarkedet. Fra andre halvår 2006 misligholdt amerikanere med lav kredittverdighet i økende grad sine boliglån, såkalte "subprime"-lån. Disse boliglånene er i betydelig grad blitt solgt videre fra de opprinnelige kreditorene som verdipapirer med pant i porteføljen av boliglån. Kjøperne av verdipapirene, blant andre bankeide spesialselskap i USA og Europa, har i hovedsak finansiert seg i sertifikatmarkedet. Som sikkerhet for finansieringen hadde mange av spesialforetakene opprettet kredittlinjer fra bankene, som de kunne trekke på ved behov. Etter hvert som forventede tap på verdipapirer med pant i boliglån økte, ble det vanskeligere å finansiere seg i sertifikatmarkedet.

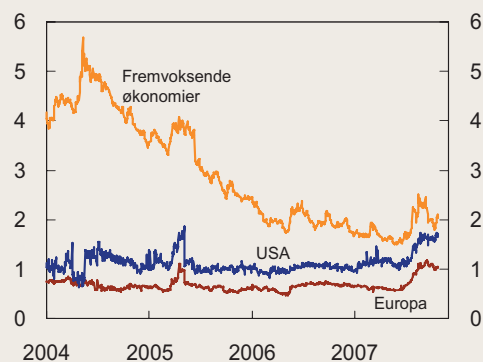
Investorer i flere land ble etter hvert mer forsiktige med å ta risiko. Rentepåslaget på obligasjonslån utstedt av bedrifter økte merkbart, se figur 2.1. Økningen var naturlig nok sterkest for de minst solide bedriftene. Rentepåslaget på statspapirer utstedt i fremvoksende økonomier økte også, men mindre enn på foretakslån.

Etter hvert som bankenes spesialselskaper ville trekke på kredittlinjene og usikkerheten økte om finansinstitusjonenes eksponering mot risiko, tiltok bankenes behov for likviditet. Det reduserer deres evne og vilje til å gi nye lån, og rentepåslaget for lån mellom banker har gått merkbart opp.

Flere sentralbanker har tilført ekstraordinær likviditet til banksektoren, se ramme side 20. Forskjellen mellom pengemarkedsrentene og sentralbankenes pengepolitiske styringsrenter er likevel fortsatt unormalt høy både i USA og i Europa. De høye påslagene gir økte kostnader for finansinstitusjoner som har basert sin finansiering på rullering av kortsiktige lån.

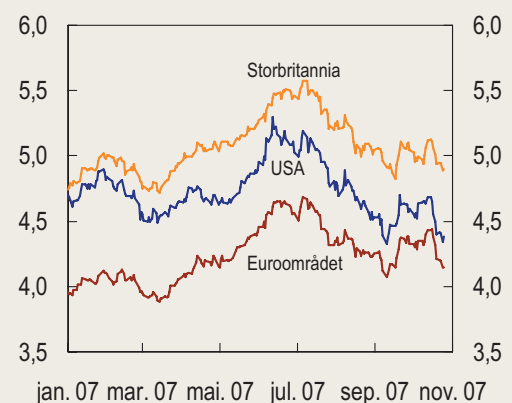
Som følge av mindre vilje til å ta risiko har investorer unngått verdipapirer med kredittrisiko og foretrukket investeringer i sikre verdipapirer utstedt av statlige myndigheter. Rentene på langsiktige statsobligasjoner er betydelig lavere enn da vår forrige rapport ble lagt fram i slutten av juni, se figur 2.2. Renten på kortsiktige statspapirer har falt enda mer, særlig i USA.

Figur 2.1 Kredittpåslag i rentene på foretaksobligasjoner gradert BBB og statsobligasjoner i fremvoksende økonomier. 5 års løpetid. Prosentenheter. Dagstall. 1. jan. 04 – 25. okt. 07



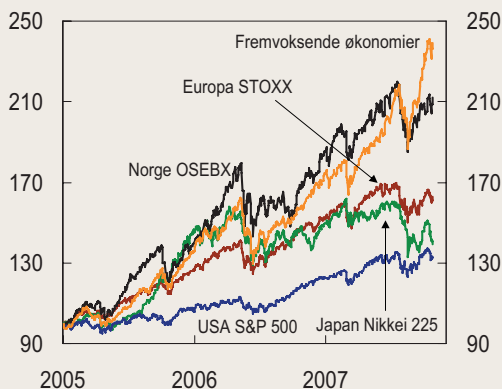
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.2 Renter på 10 års statsobligasjoner. Prosent. Dagstall. 1. jan. 07 – 25. okt. 07



Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.3 Utviklingen i internasjonale aksjeindekser. 3. jan. 05 = 100. Dagstall. 3. jan. 05 – 25. okt. 07

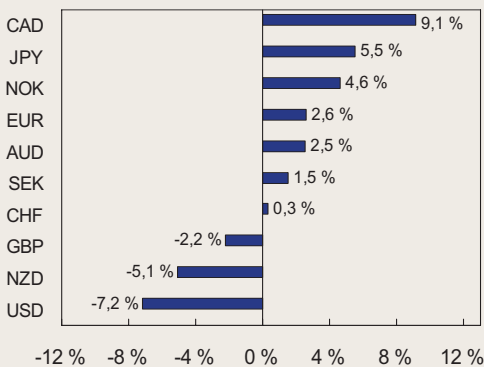


Kilde: Reuters (EcoWin)

Risikopremiene i kredittmarkedet har de siste årene vært svært lave. Det har delvis gjenspeilet redusert reell risiko. I en rekke fremvoksende økonomier har sterk vekst, høye valutareserver og bedre makroøkonomisk styring bidratt til å redusere risikoen for mislighold. Internasjonalt har inntjeningen i deler av bedriftssektoren vært svært god, og det har styrket foretakenes finansielle stilling. Turbulensen vi nå har sett, tyder likevel på at feilvurderinger av den reelle risikoen var en viktig årsak til de lave premiene. Det er derfor grunn til å tro at deler av økningen i risikopremiene er varig.

Uroen i finansmarkedene og usikkerhet knyttet til utviklingen i USA bidro gjennom sommeren til at markedsaktørenes forventninger til den økonomiske veksten og sentralbankenes styringsrenter falt. Forventningene til styringsrentene i flere land ble ytterligere justert ned da den amerikanske sentralbanken 18. september reduserte styringsrenten med 0,50 prosentenheter til 4,75 prosent. Markedsrentene tyder på at styringsrentene blant våre handelspartnere samlet ventes å endre seg lite i prognoseperioden. Forventningene ligger lavere enn da forrige rapport ble lagt fram.

Figur 2.4 Endring i effektive valutakurser siden PPR 2/07¹⁾



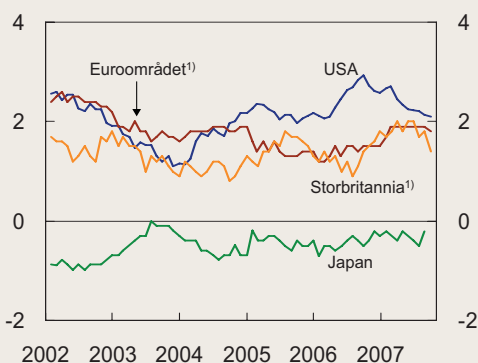
¹⁾ Prosentvis endring fra 21. jun. 07 til 25. okt. 07. Positivt (negativt) tall betyr sterkere (svakere) valutakurs

Kilder: Bank of England og Norges Bank

Globale aksjemarkeder har svingt mye gjennom sommeren og høsten. Aksjekursene falt markert fra andre halvdel av juli til midten av august, se figur 2.3. Fallet skyldes trolig i første rekke mindre vilje til å ta risiko blant investorene. Kursfallet var særlig markert for aksjer tilknyttet boligsektoren og for finansinstitusjoner. Aksjekursene internasjonalt har siden tatt seg opp igjen. Kursoppgangen har vært sterkest i fremvoksende økonomier. Det gjenspeiler fortsatt gode vekstutsikter, særlig i store deler av Asia.

Uroen i penge- og verdipapirmarkedene har også påvirket valutakursene, se figur 2.4. Låneopptak i valutaer med lav rente for plassering i valutaer med høy rente har avtatt. Det har bidratt til at japanske yen har styrket seg med vel 5 prosent siden forrige rapport. Utsiktene til lavere vekst og til ytterligere nedsettelse av styringsrenten i USA har bidratt til at den effektive kursen på amerikanske dollar er 7 prosent svakere. Britiske pund har også svekket seg. Euro og svenske kroner er noe sterkere.

Figur 2.5 Konsumpriser uten mat og energi. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – sep. 07



¹⁾ Uten mat, energi, alkohol og tobakk

Kilde: Reuters (EcoWin)

Dempede vekstutsikter for industrilandene

Den underliggende inflasjonen ute har holdt seg moderat, og avtok blant de fleste av våre handelspartnere i løpet av sommeren og høsten, se figur 2.5. I Japan er inflasjonen nær null. I Kina har derimot inflasjonen tiltatt som en følge av oppgang i matvareprisene. Høy vekst i Kina og andre fremvoksende økonomier kan isolert sett bidra til at prisveksten internasjonalt tiltar fremover. Inflasjonsforventningene målt ved spørreundersøkelser har økt noe i euroområdet, Storbritannia og Sverige, men har gått litt ned i USA.

Tiltak fra sentralbankene i forbindelse med uroen i finansmarkedene

Problemene i kredittmarkedene smittet for alvor over i pengemarkedet torsdag 9. august. Den europeiske sentralbanken (ECB) lånte ut 94,8 milliarder euro til europeiske banker fra 9. til 10. august. Dette var det største beløpet ved en slik tilføring til nå. Beløpet ble tilført til en fast rente på 4,0 prosent, lik nivået på styringsrenten. I dagene som fulgte fortsatte ECB å tilby likviditet med kort løpetid, men beløpene ble trappet ned. I to ekstraordinære markedsoperasjoner i august og september lånte ECB ut til sammen 115 milliarder euro med tre måneders løpetid til banksystemet. Likevel har de litt lengre pengemarkedsrentene i euroområdet holdt seg høye i forhold til styringsrenten.

Den amerikanske sentralbanken forsikret 10. august at den tilførte likviditet for å sikre at finansmarkedene fungerte tilfredsstillende. Til sammen 24 milliarder dollar ble tilført 9. august, og til sammen 38 milliarder kroner 10. august. Dette var mer enn normalt.

Fredag 17. august uttalte den amerikanske sentralbanken at faren for negative økonomiske konsekvenser av uroen hadde økt vesentlig. Samtidig reduserte sentralbanken renten på diskontolån fra 6,25 til 5,75 prosent. Dette er en stående lånefasilitet der bankene kan låne til en fast rente. Reduksjonen medførte at rentepåslaget for slike lån ble redusert fra 1,0 til 0,5 prosentenheter over styringsrenten. Løpetiden for lånene ble økt til inntil 30 dager. Endringene vil være i kraft til markeds-situasjonen har bedret seg. Bankenes trekk innenfor denne ordningen har til nå vært begrenset. Den 18. september reduserte den amerikanske sentralbanken styringsrenten med 0,5 prosentenheter for å motvirke de negative konsekvensene for økonomien av finansuroen. Markedsaktørene forventer at det vil komme ytterligere rentereduksjoner i USA.

Sentralbanken i Storbritannia gjennomførte ingen ekstraordinære tiltak i løpet av august. Pengemarkedsrentene i Storbritannia ble etter hvert høye i forhold til styringsrenten, også for lån med svært kort løpetid. Den 5. september annonserte sentralbanken at dersom rentene holdt seg høye ville den tilby likviditet utover målet for bankenes samlede reserver i sentralbanken. Uken etter tilbød sentralbanken 4,4 milliarder pund ekstra. Reservene ble også tillatt å avvike mer fra målet uten at det medførte ekstra kostnader for bankene. Det ga bankene økt fleksibilitet i sin likviditetsstyring.

Den 14. september kunngjorde sentralbanken i Storbritannia at den hadde blitt autorisert av finansministeren til å yte lån til banken Northern Rock. Lånet ville bli gitt mot sikkerheter og til en rente med et ekstra tillegg. Usikkerhet blant publikum om tilstanden i Northern Rock førte i den påfølgende uken til at mange tok ut sine innskudd i banken. Situasjonen normaliserte seg etter at finansministeren annonserte at staten garanterte for alle innskudd i banken.

Renten for tre måneders lån i det britiske pengemarkedet økte ytterligere i september, og var i en periode mer enn 1 prosentenheter høyere enn styringsrenten. Den 19. september annonserte den britiske sentralbanken at den ville tilby lån med tre måneders løpetid gjennom fire ukentlige markedsoperasjoner. Den laveste renten bankene kunne by ble satt til 6,75 prosent, det vil si 1 prosentenheter over styringsrenten. I auksjonene kom det ikke inn noen bud. Det reflekterer trolig at situasjonen i pengemarkedet var noe bedre enn da sentralbanken besluttet å tilby likviditeten.

Sentralbankene i Japan, Australia, Canada og Sveits tilførte alle ekstra likviditet 9. og/eller 10. august. Sentralbankene i Australia, Malaysia, Indonesia og Filippinene interverte i valutamarkedet ved å selge amerikanske dollar.

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

	2007	2008	2009-10
USA	2¼	2¼	2¼
Euroområdet ¹⁾	2	2	2
Japan	0	½	1
Storbritannia	2¼	2	2
Sverige	2	2	2
Kina	4½	4	3¼
Norges handelspartnere ²⁾	2¼	2	2

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

²⁾ Importvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilder: Eurostat og Norges Bank

Det er risiko for at den sterke prisstigningen på råvarer og mat kan smitte over på konsumprisveksten i industrilandene. På den andre siden kan lavere vekst etter hvert gi mindre press på produksjonsressursene og dermed dempe lønns- og prisveksten. Vi venter at svakere vekst i USA og Vest-Europa vil bidra til fortsatt moderat konsumprisvekst i verdensøkonomien samlet, se tabell 2.1.

Prisen på olje og andre råvarer falt midlertidig i august i forbindelse med uroen i finansmarkedene, men er nå høyere enn ved forrige rapport. Oljeprisen (Brent Blend) har økt med 12 dollar og var 25. oktober 85 dollar fatet. Gjennomsnittlig terminpris for levering av olje i 2008 har steget 11 dollar i samme periode til 84 dollar fatet. Utviklingen i energi- og råvaremarkedene er nærmere drøftet i egen utdyping på side 35.

På bakgrunn av uroen i finansmarkedene og den svake utviklingen i det amerikanske boligmarkedet har vi justert ned anslagene for BNP-veksten i USA med ¼ prosentenheter for 2007 og med 1 prosentenheter for 2008. Også veksten i Vest-Europa anslås lavere i 2008, mens anslagene for fremvoksende økonomier i Asia er oppjustert. Samlet er anslaget for veksten blant våre handelspartnere for 2008 2½ prosent, se tabell 2.2. Dette er en nedjustering på ¼ prosentenheter fra forrige rapport.

Usikkerheten knyttet til utviklingen fremover er høy. Dersom uroen i finansmarkedene varer ved, kan virkningene på produksjon, sysselsetting og inflasjon bli sterkere enn lagt til grunn i denne rapporten. På den andre siden kan den finansielle uroen få mindre konsekvenser, eller bli mindre varig, enn det nå ser ut til. Risikoen rundt våre internasjonale anslag anses å være balansert.

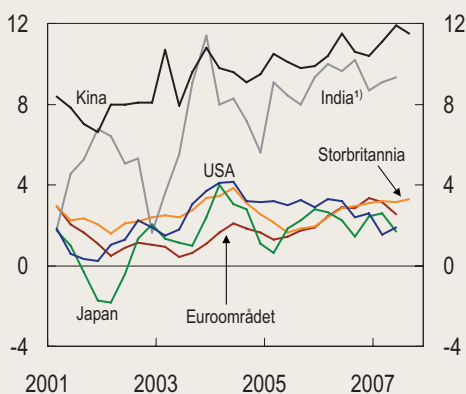
Tabell 2.2 Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	2007	2008	2009-10
USA	2	1¼	2¼
Euroområdet	2½	1¼	2
Japan	2	1½	1½
Storbritannia	3	1¼	2¼
Sverige	3½	2¼	2¼
Kina	11½	10½	9½
Norges handelspartnere ¹⁾	3	2½	2½

¹⁾ Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 BNP. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 3. kv. 07



¹⁾ Målt ved faktorpris

Kilde: Reuters (EcoWin)

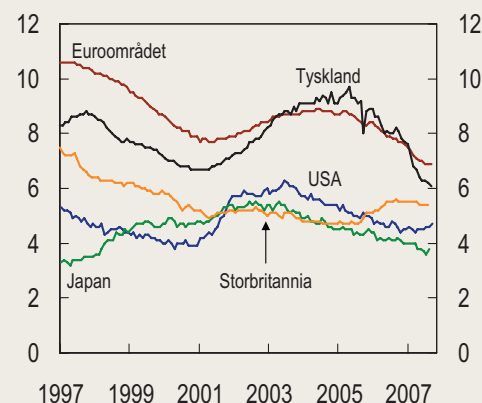
Veksttakten internasjonalt holdt seg godt oppe i første halvår, se figur 2.6. Produksjonsveksten var noe svakere enn ventet i USA, euroområdet og Japan, mens oppgangen i Storbritannia, Sverige og Kina var sterkere. Arbeidsledigheten er på lave nivåer hos de fleste av våre tradisjonelle handelspartnere, se figur 2.7. Produksjonskapasiteten synes å være fullt utnyttet.

I USA var veksten sterk i andre kvartal, men det har vært klare tegn til svakere utvikling den siste tiden. Vanskelighetene i boligmarkedet har tiltatt, se figur 2.8. I løpet av sommeren var det tegn til at virkningene spredte seg fra boligmarkedet til andre deler av amerikansk økonomi. Oppgangen i sysselsettingen har avtatt. Forventningsindikatorer både for industrien og husholdningene har falt. Strammere kredittgivning som følge av uroen i finansmarkedene, kan svekke det amerikanske boligmarkedet ytterligere og føre til høyere sparing og lavere privat konsum. Et svakere arbeidsmarked og mindre optimisme i husholdningene kan også bidra til å dempe veksten i forbruket.

I euroområdet er det fortsatt god vekst, men oppgangen er blitt svakere. For Tyskland har særlig høy eksport av investeringsvarer til fremvoksende økonomier og oljeeksporterende land bidratt til økte investeringer. Samtidig har den positive utviklingen i Tyskland bidratt til mer handel innen euroområdet. I flere land har veksten i sysselsettingen støttet opp under en sterk oppgang i privat konsum. Utviklingen i finansmarkedene har likevel gitt fall i flere tillitsindikatorer de siste månedene, se figur 2.9. Lavere global vekst og en sterk valuta kan dempe oppgangen fremover. Boligprisene har steget mye i land som Spania, Irland og Frankrike og, utenom euroområdet, i Storbritannia og Danmark. Strammere kredittforhold og lavere tillit blant husholdningene kan bidra til å korrigere boligmarkedene i disse landene.

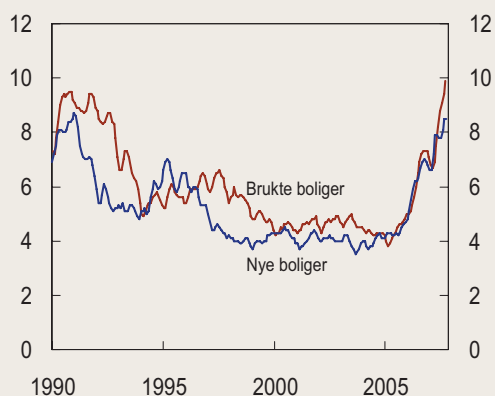
Vi venter fortsatt sterk oppgang i de fremvoksende økonomiene, selv om uroen i finansmarkedene i noen grad også vil påvirke utviklingen i disse landene. God vekst i Russland er ventet å bidra til å holde etterspørselen etter europeiske eksportvarer oppe, blant annet i Tyskland. I Kina vil veksten trolig holde seg godt oppe selv om eksporten til USA skulle øke noe mindre enn før.

Figur 2.7 Arbeidsledighet. Prosent. Månedstall. Jan. 97 – sep. 07



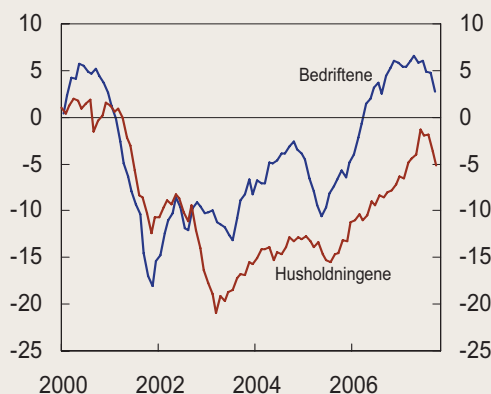
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 2.8 Boliger for salg i USA ved utløpet av måneden i forhold til månedens salg. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Månedstall. Jan. 90 – sep. 07



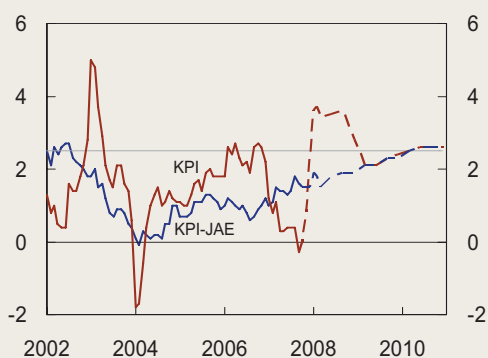
Kilde: Reuters (Ecowin)

Figur 2.9 Tillitsindikatorer i euroområdet. Sesongjusterte diffusjonsindekser. Månedstall. Jan. 00 – sep. 07



Kilde: Reuters (EcoWin)

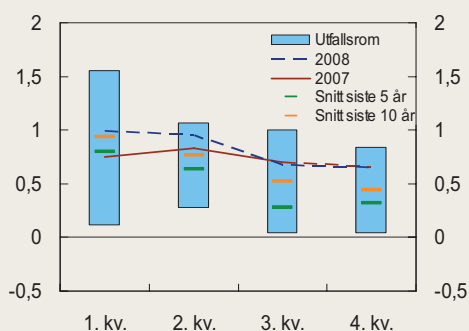
Figur 2.10 KPI og KPI-JAE¹⁾.
Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill.
Jan. 02 – des. 10²⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006
²⁾ Anslag for okt. 07 – des. 10

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

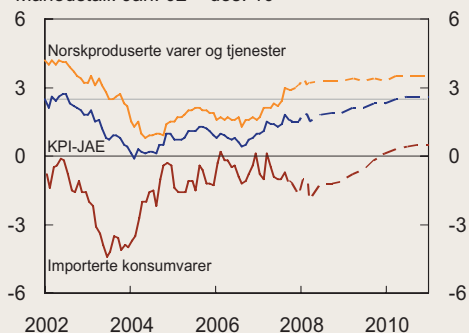
Figur 2.11 Kvartalsvekst i prisene på norskproduserte varer og tjenester. Prosent. Gjennomsnitt og utfallsrom¹⁾. Anslag 4. kv. 07 – 4. kv. 08



¹⁾ Utfallsrommet viser den høyeste og laveste prisveksten i de respektive kvartalene i perioden fra 1991 til 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.12 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 02 – des. 10³⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

²⁾ Norges Banks beregninger

³⁾ Anslag for okt. 07 – des. 10

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Midlertidig lav vekst i KPI, men stigende underliggende inflasjon i Norge

Årsvæksten i konsumprisene (KPI) har vært lav gjennom sommermånedene, og i september falt konsumprisene sammenliknet med samme måned året før, se figur 2.10. Det skyldes at strømprisene har vært vesentlig lavere enn i fjor. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer har tolv månedersveksten i prisene gradvis tiltatt siden sensommeren i fjor. Det er prisveksten på norskproduserte varer og tjenester som har økt. I september var prisene på norskproduserte varer og tjenester 2,9 prosent høyere enn samme måned i 2006. Prisutviklingen den siste tiden er nærmere omtalt i en egen ramme på side 24.

Lønnsveksten har steget, og produktivitetsveksten har avtatt. Det har ført til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester nå tiltar. Noe av økningen i prisene kan skyldes midlertidige forhold. Blant annet har sterk oppgang i prisene på byggevarer bidratt. Prisene på byggevarer vil neppe fortsette å vokse like raskt som de har gjort i det siste. Matvareprisene har også økt noe. Det har vært sterk prisvekst på mange matvarer internasjonalt, og det er forventninger i markedene om at prisene på en del matvarer vil fortsette å øke i årene fremover. Prisene i Norge vil trolig være mer stabile fordi matvarer er skjermet av importkvoter og toll.

Ulike spørreundersøkelser gir noe forskjellige signaler om prisveksten fremover. Ifølge TNS Gallups kvartalsvise forventningsundersøkelse 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 høyere prisvekst, falt riktignok noe fra 2. til 3. kvartal. Blant kontaktene i Regionalt nettverk er andelen som venter lavere prisvekst, imidlertid større enn andelen som venter høyere prisvekst. Bakgrunnen for dette oppgis å være at prisveksten har vært så høy den siste tiden at det ikke vil være rom for å øke prisene like raskt fremover. Blant kontaktene i varehandelen er det en liten overvekt som venter høyere prisvekst.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester stiger i gjennomsnitt mest i første kvartal, se figur 2.11. Mange bedrifter endrer prisen kun en gang i året, og dette skjer gjerne i forbindelse med årsskiftet.¹ Det er færre endringer gjennom resten av året.

Vi venter at prisene på norskproduserte varer og tjenester vil stige forholdsvis raskt de neste kvartalene, se figur 2.11. Samlet sett er det utsikter til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester tiltar opp mot en årlig vekst på 3½ prosent fra neste sommer, se figur 2.12.

¹ I en spørreundersøkelse om prissetting som Norges Bank gjennomførte blant norske bedrifter denne våren, oppga om lag halvparten av de bedriftene som svarte at de kun endret prisen en gang årlig, at prisendringen fant sted i januar. Studier av de faktiske enkeltpriiser som inngår i beregningen av konsumprisindeksen viser også at det er relativt mange prisendringer i de første månedene av året, se egen utdyping i Pengepolitisk rapport 2/07.

Prisutviklingen den siste tiden

Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var i underkant av ½ prosent i sommermånedene i år. I september var årsveksten negativ, med et fall på 0,3 prosent sammenliknet med samme måned i fjor. Veksten i KPI har vært en del lavere enn anslagene i forrige rapport, se figur 1. Dette skyldes at elektrisitetsprisene har falt mer enn lagt til grunn. Inkludert nettleie var elektrisitetsprisene i KPI 42,8 prosent lavere i september i år enn i september 2006.

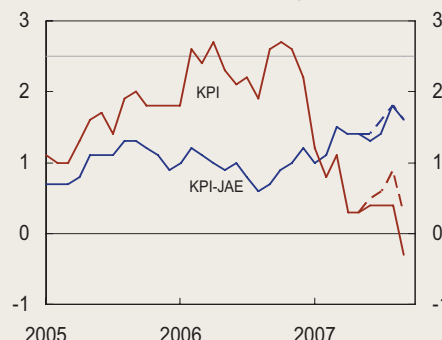
Ser vi bort fra elektrisitet, andre energivarer og avgifter (KPI-JAE), har prisveksten gradvis tiltatt siden sensommeren i fjor, se figur 2. I september var tolvmånedersveksten 1,6 prosent. Som anslått i siste rapport avtok tolvmånedersveksten noe fra august til september. Nedgangen har sammenheng med at månedsveksten i KPI-JAE fra august til september i fjor var uvanlig høy. Månedsveksten fra august til september i år var mer i tråd med utviklingen i tidligere år. Også andre indikatorer for underliggende inflasjon har tiltatt siden forrige rapport. I september var tolvmånedersveksten for det trimmede gjennomsnittet 1,6 prosent og 1,8 prosent for den vektete medianen.

Siden i fjor høst har tilsiget til vannmagasinene vært høyere enn normalt. Dette har bidratt til lave strømpriser. Strømprisene har også blitt trukket ned av at prisene på utslippstillatelser for CO₂ har falt. På kraftbørsen Nord Pool har spotprisen på elektrisitet de siste månedene vært den laveste siden 2002, se figur 3. I august var spotprisen for levering i Sør-Norge den laveste som noen gang er registrert siden Nord Pool ble etablert i 1996. Det er imidlertid utsikter til høyere strømpriser i månedene fremover. Dette skyldes blant annet at prisene på CO₂-kvoter i 2008 ser ut til å bli mye høyere enn i år. Det er ikke mulig å overføre kvoter fra 2007 til 2008.¹ Fremtidsprisene på elektrisk strøm fra 1. kvartal 2008 er nå noe høyere enn de var i juni.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester tiltar

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tiltatt noe raskere enn lagt til grunn i forrige rapport. I september var tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester 2,9 prosent, ned fra 3,0 prosent i august. Dette er de høyeste vekstene siden mai 2003. Årsveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester i 2006 var på 1,6 prosent når vi også justerer for den beregnede virkningen av innføringen av nye maksimalpriser i barnehagene i januar 2006.

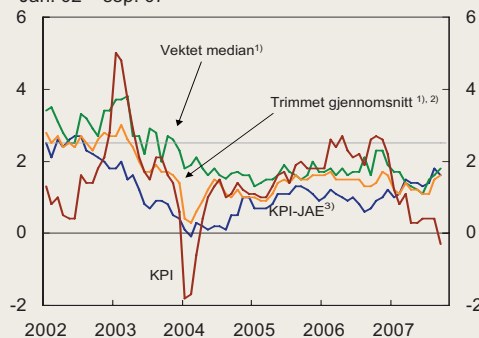
Figur 1 KPI og KPI-JAE¹⁾. Anslag fra PPR 2/07 (stiplet) og faktisk utvikling. Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 05 – sep. 07



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 02 – sep. 07



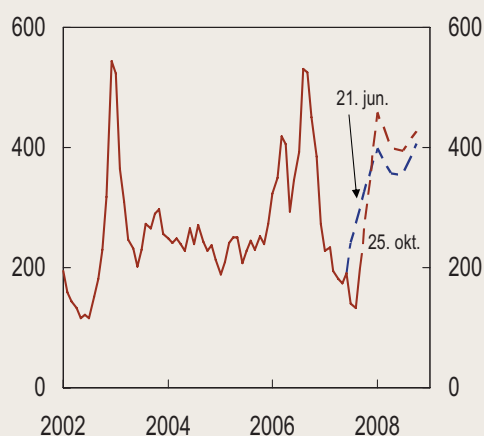
¹⁾ Beregnet på grunnlag av 146 undergrupper av KPI-JA

²⁾ Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget

³⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

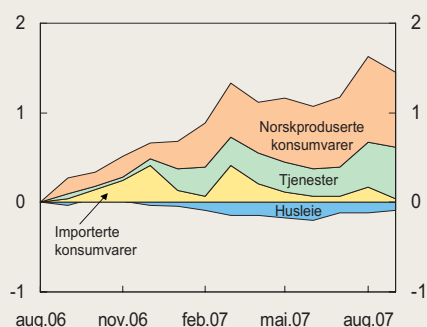
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Strømpris. Nord Pool. NOK/MWh. Månedstill. Jan. 02 – sep. 07. Terminpriser (stiplet) fra 1. kv. 08



Kilder: Nord Pool og Norges Bank

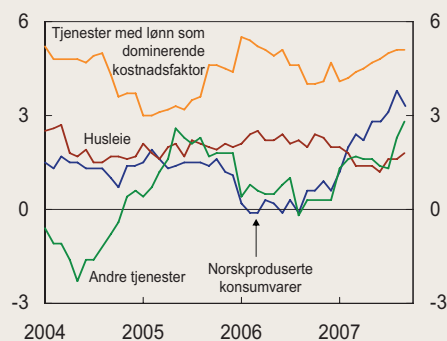
Figur 4 Bidrag i prosentenheter til tolv månedersveksten i KPI-JAE¹⁾ siden august 2006. Månedstill. Aug. 06 – sep. 07



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

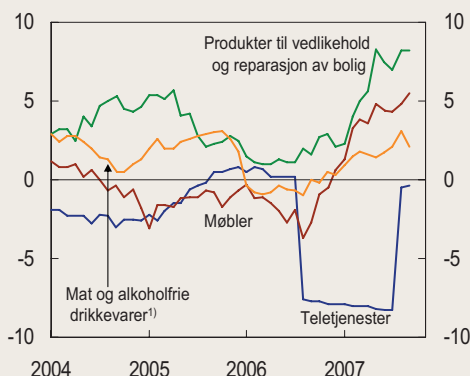
Figur 5 Innenlandske leveringssektorer i KPI-JAE¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 04 – sep. 07



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6 Priser på utvalgte varegrupper i KPI. Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 04 – sep. 07



¹⁾ Justert for avgiftsendringer

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Over det siste året er det særlig prisveksten på tjenester og norskproduserte konsumvarer som har bidratt til å trekke opp prisveksten i KPI-JAE, se figur 4. I september var prisene på norskproduserte konsumvarer 3,3 prosent høyere enn i september i fjor, mens tolv månedersveksten i tjenestepriene var på 3,4 prosent.

Den tiltakende prisveksten på norskproduserte konsumvarer, se figur 5, skyldes i hovedsak økende prisvekst på mat og byggevarer, se figur 6. Tolvmånedersveksten i prisene på produkter til vedlikehold og reparasjon av bolig har ligget rundt 8 prosent siden forrige rapport. Prisene på mat og alkoholfrie drikkevarer justert for avgifter var i september 2,1 prosent høyere enn tilsvarende måned i fjor. Prisveksten på møbler og bøker har også steget.

Det betydelige prisfallet på teletjenester i august i fjor er nå faset ut av tolv månedersveksten. Dette er en viktig grunn til at tolv månedersveksten i tjenestepriene har tatt seg opp. Samtidig var det en kraftig prisoppgang på flyreiser i september i år, etter at flyprisene falt markant fra juli til august. Indeksen for flypriser i KPI ble lagt om fra og med august. Prisveksten på tjenester med lønn som viktigste kostnadsfaktor har tiltatt mer gradvis, og i september var tolv månedersveksten i disse prisene 5,1 prosent. Prisene på tjenester med andre viktige priskomponenter enn lønn var i september samlet sett 2,8 prosent høyere enn i september i fjor.

Veksten i husleiene har tiltatt igjen etter at tolv månedersveksten falt gjennom første halvår i år, se figur 5. I september var tolv månedersveksten i husleiekomponenten i KPI 1,8 prosent. Økningen skyldes særlig at veksten i den beregnede husleien, som er et mål på bokostnaden for selveiere, har tatt seg opp.

Prisfall på importerte konsumvarer

Prisfallet på importerte konsumvarer har fortsatt gjennom sommermånedene, og prisutviklingen har vært svakere enn anslått i forrige rapport. I september var prisene på importerte konsumvarer 1,1 prosent lavere enn samme måned året før. Sammenliknet med de ni første månedene i fjor har prisfallet hittil i år vært på 0,8 prosent. Prisveksten på importerte konsumvarer trekkes fortsatt ned av prisfall på audiovisuelt utstyr og klær og sko. I september var prisene på begge varegruppene mellom 5 og 6 prosent lavere enn samme måned i fjor. Det er også lav prisvekst på biler, og tolv månedersveksten i prisene på hvitevarer har vært negativ siden i fjor sommer.

¹ Mye av strømproduksjonen på kontinentet medfører utslipp av CO₂, og prisene på CO₂-kvoter påvirker dermed strømprisene på kontinentet. Etersom Norge er integrert i det europeiske kraftmarkedet får prisene på CO₂-kvoter også betydning for strømprisene i Norge.

Som en følge av friere handel, lav prisstigning i andre land og vridning av import mot lavkostland, har prisene på de konsumvarene vi importerer, gjennomgående falt siden midten av 1990-tallet, målt i utenlandsk valuta, se figur 2.13. I 2006 var prisene på disse varene om lag uendret fra året før, og det ser ut til at prisveksten kan bli nær null også i år. Det henger sammen med at oppgangen i prisene på olje og andre viktige råvarer har trukket opp prisveksten på industrivarer, og at prisveksten på matvarer har tiltatt. I tillegg ser det ut til at vridningen av importen mot lavkostland er i ferd med å avta. Den sterke kronekursen og mer effektiv distribusjon har trolig medvirket til at butikksprisene på importerte konsumvarer likevel har fortsatt å falle. Samtidig er det usikkerhet knyttet til den målte prisveksten. Vareutvalget skiftes hyppig ut for flere grupper av de importerte konsumvarene. Eksempler på dette er klær og sko, audiovisuelt utstyr, IT-utstyr og mobiltelefoner. Det blir dermed vanskelig å følge prisutviklingen på de samme varene over tid, slik konsumprisindeksen i prinsippet skal.

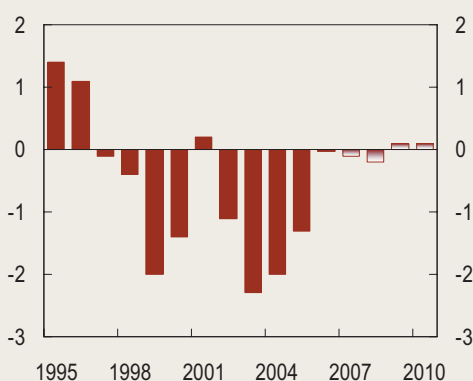
Sesongforløpet for prisene på importerte konsumvarer skiller seg vesentlig fra sesongforløpet for prisene på norsk-produserte varer og tjenester, se figur 2.14. Sesongsalgene på klær og skotøy i januar/februar og i juli/august – og den påfølgende prisoppgangen i månedene etterpå – er den viktigste forklaringen på dette forløpet. Mindre importvridning enn i de foregående årene og sterk prisvekst på en del varer internasjonalt trekker nå i retning av høyere prisvekst. På den andre siden kan styrkingen av kronen det siste året bidra til lavere prisvekst gjennom 2008. Samlet sett legger vi til grunn at prisene på importerte konsumvarer vil utvikle seg om lag i tråd med gjennomsnittet for de siste 5-10 årene de nærmeste kvartalene.

Etter hvert vil virkningene av kronestyrkingen fases ut, og vi anslår at økningen i innenlandske kostnader i større grad vil slå ut i utsalgsprisene også på importerte konsumvarer. Mest sannsynlig vil derfor prisveksten på importerte konsumvarer tilta mot et mer normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

Samlet venter vi at veksten i KPI-JAE holder seg mellom 1½ og 2 prosent fram mot sommeren 2008. Prisfall på importerte konsumvarer vil dempe oppgangen i prisveksten. Anslagene for de neste kvartalene er om lag i samsvar med fremskrivninger fra enkle tidsseriemodeller, se figur 2.15.

Når virkningene av den sterke kronen blir mindre, anslås veksten i KPI-JAE å tilta gradvis opp mot 2½ prosent. Økningen i styringsrenten vil etter hvert føre til at veksten i etterspørsel og sysselsetting avtar og at lønnsveksten igjen dempes. Det vil bidra til å stabilisere prisveksten nær 2½ prosent.

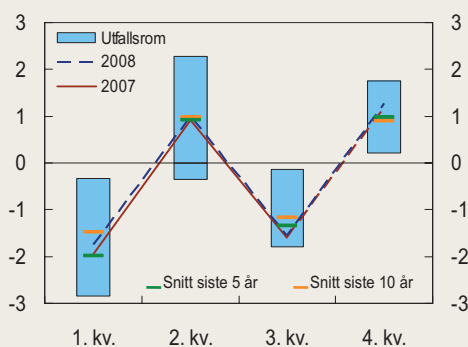
Figur 2.13 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. Årstall. 1995 – 2010¹⁾



¹⁾ Anslag for 2007 – 2010

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

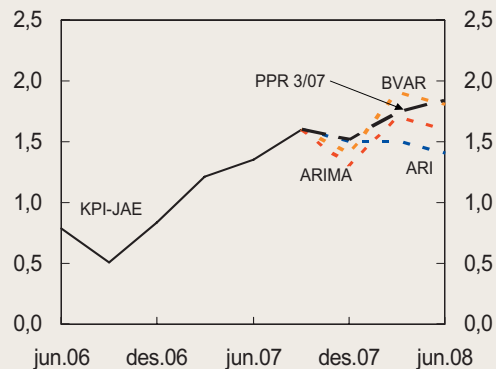
Figur 2.14 Kvartalsvekst i prisene på importerte konsumvarer. Prosent. Gjennomsnitt og utfallsrom¹⁾. Anslag 4. kv. 07 – 4. kv. 08



¹⁾ Utfallsrommet viser den høyeste og laveste prisveksten i de respektive kvartalene i perioden fra 1991 til 2006

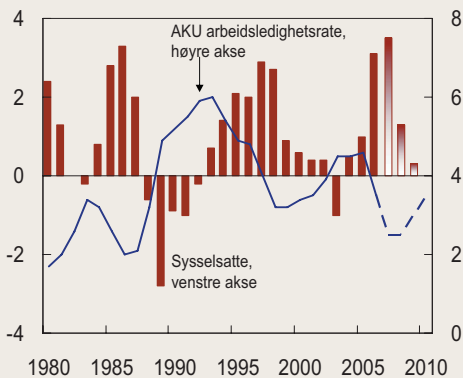
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.15 KPI-JAE. Fremskrivninger fra ulike modeller, anslag i referansebanen og observerte verdier. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 06 – 2. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

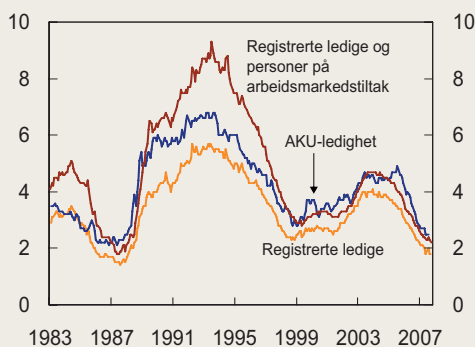
Figur 2.16 Endring i sysselsetting fra året før i prosent og arbeidsledighet (AKU) i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980 – 2010¹⁾



¹⁾ Anslag for 2007 – 2010

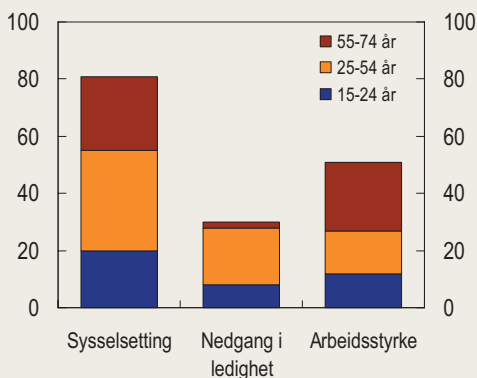
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 Arbeidsledige. AKU-ledighet, registrerte ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Månedstall. Feb. 83 – sep. 07



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

Figur 2.18 Vekst i sysselsetting og arbeidsstyrke og reduksjon i ledighet. Antall personer i tusen. Kvartalstall. 2. kv. 06 – 2. kv. 07



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Terminprisene på elektrisitet tyder på at strømprisene vil bli en del høyere mot vinteren. Vi legger derfor til grunn at veksten i KPI tiltar raskere enn veksten i KPI-JAE i månedene fremover, og at tolv månedersveksten i KPI kan komme over tre prosent i første halvår neste år. Temperatur og nedbørsmengde fremover vil ha stor innvirkning på strømprisene, og dermed også på utviklingen i KPI. Det er derfor knyttet stor usikkerhet til våre anslag for KPI. 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 2.10.

Stramt arbeidsmarked og økt lønnsvekst, til tross for god tilgang på arbeidskraft

God tilgang på arbeidskraft og høy vekst i produktiviteten har gjort den sterke veksten i norsk økonomi mulig. Den høye aktiviteten gjenspeiles nå likevel i et stramt arbeidsmarked. Etterspørselen etter arbeidskraft har så langt i år vokst kraftig. Vi anslår at antall sysselsatte personer øker med 3½ prosent i år, se figur 2.16. Det er i så fall den sterkeste veksten som er målt i etterkrigstiden. Vi må tilbake til høykonjunkturen på 1980-tallet for å finne tilsvarende lave nivåer på ledigheten, både målt ved antall registrerte ledige og i Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU), se figur 2.17. Antall ledige stillinger per arbeidsledig har ikke vært målt høyere. Ifølge Konjunkturbarometeret for industrien er knappheten på arbeidskraft og innsatsvarer nå større enn i høykonjunkturene på 1980- og 1990-tallet.

Den kraftige veksten i sysselsettingen motsvares dels av en reduksjon i arbeidsledigheten, men også av en kraftig vekst i arbeidsstyrken, se figur 2.18. Arbeidsinnvandring har økt tilgangen på arbeidskraft, se figur 2.19. Både antall personer på korttidsopphold, som ikke telles som en del av befolkningen i Norge, og antall personer som flytter til Norge, øker kraftig. I år kan befolkningen i arbeidsfør alder øke med 1,2 prosent, se tabell 2.3. Det er svært høyt i et historisk perspektiv. Innvandring står for om lag halvparten av denne økningen.

Arbeidstilbudet i Norge er fleksibelt. Den høye etterspørselen etter arbeidskraft er blitt møtt med økte yrkesfrekvenser. Samlet yrkesfrekvens kan i år overstige det rekordhøye nivået fra årene rundt årtusenskiftet, og vi anslår veksten i arbeidsstyrken til 2¼ prosent i 2007 og 1¼ prosent i 2008. Med fortsatt høy innvandring ventes befolkningen i arbeidsfør alder å øke med i overkant av 1 prosent hvert år fram til 2010. Samtidig vil det bli en økende andel eldre og yngre personer i arbeidsstyrken. De har lavere yrkesdeltaking enn personer som er midtveis i yrkeslivet. Arbeidsstyrken vil derfor trolig øke en del mindre enn befolkningen i arbeidsfør alder. Vi anslår at arbeidsstyrken vokser med om lag ¾ prosent i 2009 og ½ prosent i 2010.

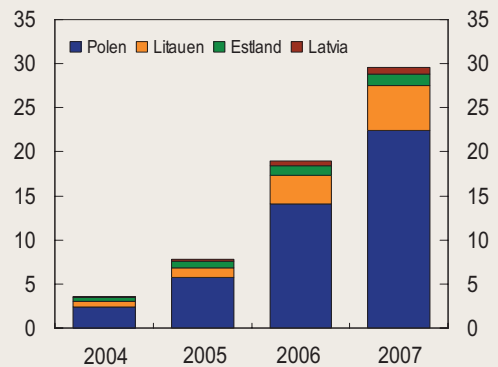
Deler av økningen i arbeidstilbudet er trolig forbigående. En betydelig del av veksten i arbeidsstyrken kommer nå fra eldre arbeidstakere, se figur 2.18. Blant annet kan det se ut til at flere går senere ut i avtalefestet tidligpensjon (AFP) eller er på andre trygdeordninger, og nå tar deltidsarbeid. For 2009 og 2010 har vi lagt til grunn et mer normalt arbeidstilbud fra disse gruppene.

Lønnsveksten tiltar, se figur 2.20. I enkelte næringer bidrar bonuser i vesentlig grad. Virksomhetene i vårt regionale nettverk venter nå at lønnsveksten vil bli 5½ prosent i 2007, en oppjustering på ½ prosentenheter fra før sommeren. Det gjenspeiler høy lønnsglidning. Vi anslår at årslønnsveksten tiltar fra 4,3 prosent i fjor til 5½ prosent i år, inkludert kostnadene for obligatorisk tjenstepensjon, se figur 2.21. Det innebærer at lønnsglidningen øker med ¼ prosentenheter fra i fjor og kommer opp på samme nivå som i 1998. Reallønnsveksten i år anslås med dette å bli nærmere 5 prosent. Det blir i så fall den høyeste reallønnsveksten siden 1976.

Ifølge det regionale nettverk ønsker bedriftene å øke sysselsettingen ytterligere de neste månedene. Beholdningen av ledige stillinger er stor. Samlet ser det ut til at veksten i sysselsettingen kan holde seg godt oppe, og arbeidsledigheten vil være lav gjennom 2008. Vi venter derfor at lønnsveksten vil tilta ytterligere neste år. I neste års hovedoppgjør vil 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 neste år, men vil kunne få betydning for hvor store kronetilleggene blir. Vi anslår at lønnsveksten fra 2007 til 2008 kan bli 5¾ prosent.

Etter to år med høy lønns- og kostnadsvekst vil kostnadsnivået i deler av norsk næringsliv være uvanlig høyt. Det vil kunne dempe bedriftenes etterspørsel etter arbeidskraft og deres evne og vilje til å gi lønnstillegg. Lavere vekst i sysselsettingen vil etter hvert kunne dempe knappheten på arbeidskraft, se tabell 5 bak i rapporten. Arbeidsledigheten vil kunne stige noe. Samlet anslås AKU-ledigheten å stige fra 2½ prosent i 2007 og 2008 til 3½ prosent i 2010. Selv om det ventes en viss økning i ledigheten, vil arbeidsmarkedet likevel trolig virke stramt gjennom store deler av prognoseperioden. Det tilsier at lønnsveksten vil avta forholdsvis sakte. Årslønnsveksten i 2009 og 2010 anslås på denne bakgrunn til henholdsvis 5¼ prosent og 5 prosent.

Figur 2.19 Registrerte sysselsatte fra nye EU-land. Antall personer i tusen i perioden januar – september



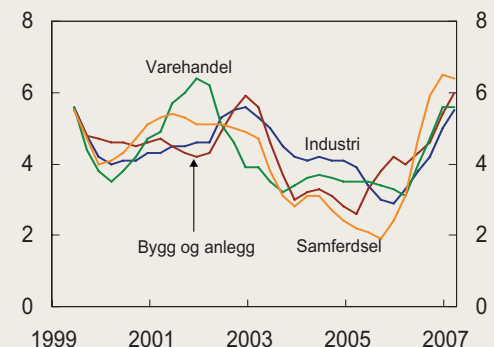
Kilde: Sentralskattekontoret for utenlandssaker

Tabell 2.3 Vekst i befolkning og arbeidsstyrke. Prosentvis endring fra foregående år

	2007	2008	2009	2010
Vekst i befolkningen i alderen 15-74 år	1,2	1,1	1,1	1,0
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
Konjunkturt bidrag	1,3	0,4	0	-0,1
Vekst i arbeidsstyrken	2,3	1,2	0,7	0,5

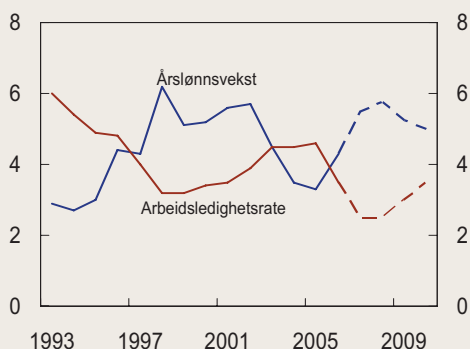
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.20 Månedslønn. Lønnsindekser. Firekvartalersvekst. Tre kvartalers sentrert glidende gjennomsnitt. Prosent. 2. kv. 99 – 1. kv. 07



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.21 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. Årstall. 1993 – 2010²⁾

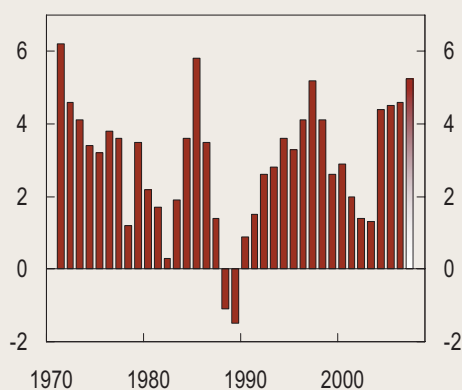


¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenstepensjon

²⁾ Anslag for 2007 – 2010

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

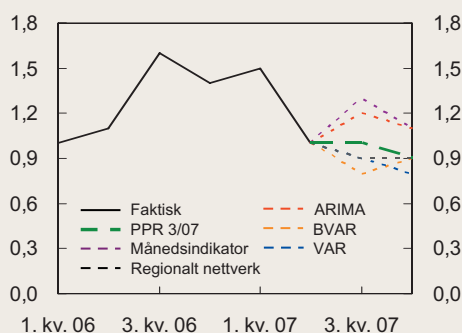
Figur 2.22 BNP Fastlands-Norge. Årlig volumvekst. Prosent. Årstall. 1971 – 2007¹⁾



¹⁾ Anslag for 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.23 BNP Fastlands-Norge utenom kraft. Vekst fra forrige kvartal. Sesongjustert. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 07¹⁾



¹⁾ Anslag for 3. kv. 07 og 4. kv. 07. 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

Sterk vekst i norsk økonomi, men utsikter til avmatting

Norsk økonomi er inne i det fjerde året på rad med høy vekst. BNP Fastlands-Norge vokste med om lag 4½ prosent per år fra 2004 til 2006. I år ser veksten ut til å bli vel 5 prosent, se figur 2.22. Høy produktivitsvekst og god tilgang på arbeidskraft har bidratt til høy vekstevne i økonomien. Den faktiske produksjonen har likevel økt raskere enn produksjonskapasiteten, og kapasitetsutnyttningen har nå kommet opp på et høyt nivå. God vekst ute, bedret bytteforhold med utlandet og vekst i oljeinvesteringene har bidratt til oppgangen. Næringslivet har hatt høy fortjeneste, og husholdningenes inntekter har vokst kraftig. Det har gitt sterk vekst i etterspørselen.

Den høye lønnsomheten i foretakene gjenspeiles i stigende aksjekurser. Aksjeverdiene på Oslo Børs har økt med om lag 400 prosent siden konjunktorene snudde i 2003. Uroen i de internasjonale kredittmarkedene som startet i sommer, skapte usikkerhet rundt utviklingen i internasjonal økonomi. Dette ga også utslag i norske aksjemarkeder. Verdiene på Oslo Børs falt med om lag 10 prosent, men kursene har siden steget noe igjen, se figur 2.3.

Anslag basert på ulike statistiske modeller, tyder på at veksten i BNP Fastlands-Norge nå er noe høyere enn vi tidligere så for oss, men lavere enn i første halvår i år, se figur 2.23. Informasjon fra vårt regionale nettverk, samlet inn i august, tyder på at veksten i de fleste sektorene er litt lavere enn tidligere i år. Aktiviteten i tjenesteyting mot næringslivet og i varehandel er fortsatt meget høy. Tall fra Statistisk sentralbyrå viser at oppgangen i industriproduksjonen er blitt noe dempet de siste månedene. Det er fortsatt vekst i produksjonen av investeringsvarer, mens produksjonen av innsats- og konsumvarer flater ut. Svært høye ordreserver tyder på fortsatt gode utsikter i store deler av industrien. I bygge- og anleggssektoren er aktiviteten svært høy, og ifølge regionalt nettverk vil mangel på kapasitet dempe veksten fremover. Byggeaktiviteten konsentreres i økende grad om næringsbygg.

I tillegg til den sterke veksten i arbeidstilbudet har en markert stigning i produktiviteten over flere år bidratt til høy vekstevne. Den høye produktivitsveksten kan dels føres tilbake til økt spesialisering, ny teknologi, bedre logistikk og mer effektiv organisering av produksjonen, se utdyping i PPR 2/07. De siste årene kan oppgangskonjunktoren ha bidratt til ytterligere vekst i produktiviteten blant annet fordi det har vært nødvendig å bruke tilgjengelig arbeidskraft og kapital mer effektivt, se figur 2.24. Dette potensialet er nå trolig i ferd med å bli uttømt. Fra første halvår i fjor til første halvår i år steg produktiviteten i Fastlands-Norge, målt ved bruttoprodukt per timeverk, med 1,8 prosent. Det

er vesentlig lavere enn gjennomsnittet siden konjunkturoppgangen startet, og er i tråd med at produktivitsveksten normalt faller noe når konjunkturtoppen er i ferd med å passeres. Det skjedde blant annet i 1998-1999. Mangel på kvalifisert arbeidskraft og mange jobbskifter kan dempe veksten i produktiviteten i enkelte sektorer. Vi bygger våre anslag på at produktivitsveksten fremover vil bli lavere enn gjennomsnittet de siste 10 årene.

Etter en samlet vurdering av utviklingen i arbeidstilbudet og produktivitsveksten anslår vi nå at potensiell produksjon i norsk økonomi øker med 3½ prosent i år.² Dette er ¼ prosentenheter høyere enn vi la til grunn i forrige rapport. Oppjusteringen er gjort på bakgrunn av den sterke veksten i arbeidstilbudet. Med fortsatt høy arbeidsinnvandring ventes arbeidstilbudet å bidra mer til den potensielle veksten i 2008 og 2009 enn hva som har vært gjennomsnittet over de siste 20 årene. Veksten i produksjonspotensialet anslås gradvis å avta fra 3¼ prosent i 2008 til 2¾ prosent i 2010.

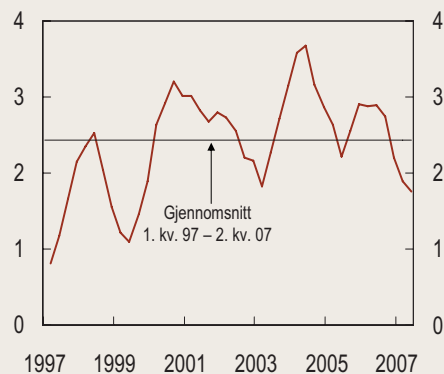
Produksjonsgapet gir uttrykk for vår vurdering av den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien i forhold til et normalnivå. Produksjonsgapet i 2007 anslås til 2¾ prosent, se figur 2.25. Ifølge våre anslag nås konjunkturtoppen mot slutten av 2007 og ligger an til å nå om lag samme nivå som i høykonjunktoren i 1998.

Produksjonsveksten ventes å falle under den potensielle veksten i løpet av 2008, slik at kapasitetsutnyttningen gradvis avtar. Mangelen på kvalifisert arbeidskraft presser opp lønnsveksten og virker dempende på produktivitsveksten. Veksten i lønn per produsert enhet tiltar, se figur 2.26. Det reduserer lønnsomheten i bedriftene. Sterk kronekurs reduserer lønnsomheten ytterligere i norske eksportbedrifter. Samtidig ventes veksten hos våre handelspartnere å bli noe lavere de neste årene enn i de foregående årene. En gradvis oppgang i husholdningenes sparing vil trolig også etter hvert bidra til å dempe veksten i etterspørselen. Etterspørselen fra offentlig sektor vil bidra til å holde samlet etterspørsel oppe, se omtale side 41. Samlet ventes produksjonsgapet å avta til 2¼ prosent neste år. Fram mot 2010 anslås produksjonsgapet å avta til om lag ¾ prosent.

Vi anslår at privat konsum vokser med 6 prosent i år, opp fra 4,4 prosent i fjor, se figur 2.27. Høy vekst i sysselsettingen og reallønningene bidrar til at husholdningenes disponible realinntekt kan øke med opp mot 6 prosent i år. Høy jobbtrygghet i et stramt arbeidsmarked og et bedret bytteforhold overfor utlandet kan ha gitt forventninger om fortsatt god vekst i inntektene og bidratt til høy vekst i forbruket. Boligpriser og aksjekurser har steget kraftig.

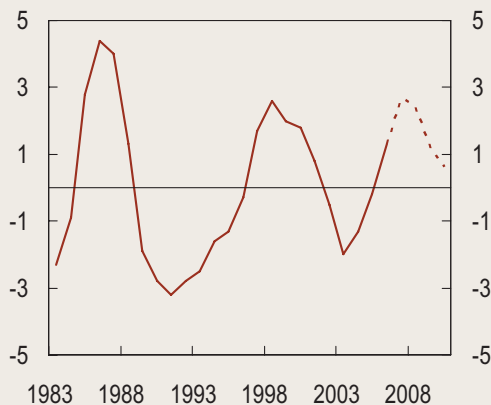
² Store svingninger i kraftproduksjon fra år til år er opphav til variasjoner i BNP Fastlands-Norge. Vi anslår at høy kraftproduksjon vil trekke opp veksten i BNP Fastlands-Norge med ¼ prosentenheter i år. Når vi inkluderer dette bidraget fra kraftproduksjonen anslås veksten i potensielt BNP-Fastlands-Norge 3¾ prosent. Høy kraftproduksjon i år påvirker således ikke vårt anslag på produksjonsgapet.

Figur 2.24 Bruttoprodukt per time i Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Fem kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 97 – 2. kv. 07



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

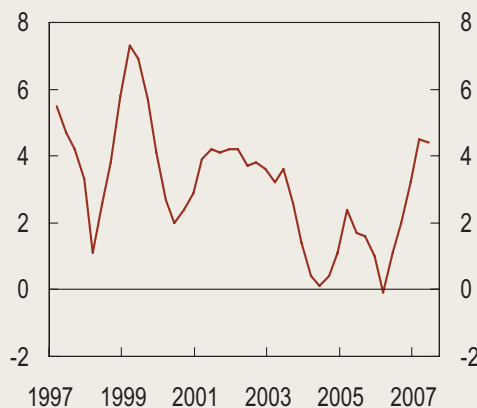
Figur 2.25 Anslag på produksjonsgapet. Prosent. Årstall. 1983 – 2010¹⁾



¹⁾ Anslag for 2007 – 2010

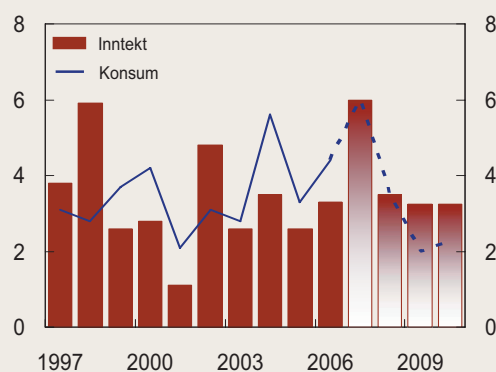
Kilde: Norges Bank

Figur 2.26 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Fire kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent. 1. kv. 97 – 2. kv. 07



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.27 Husholdningenes disponible realinntekt¹⁾ og konsum. Vekst fra året før. Prosent. Årstall. 1997 – 2010²⁾

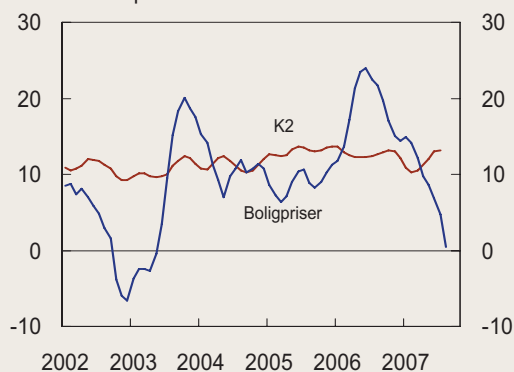


¹⁾ Korrigert for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter 2000 – 2005

²⁾ Anslag for 2007 – 2010

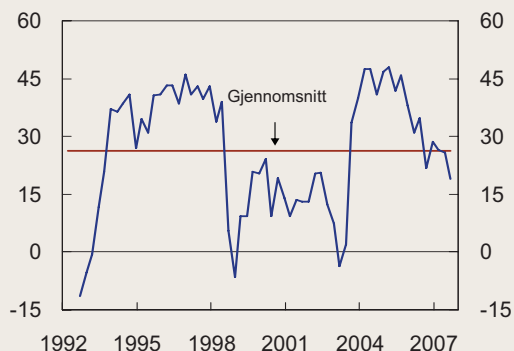
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.28 Boligpriser og kreditt til husholdninger (K2). Vekst i tremåneders glidende gjennomsnitt. Årlig rate. Sesongjustert. Prosent. Månedstill. Jan. 02 – sep. 07



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

Figur 2.29 Husholdningenes trendindikator: "Er nå et godt tidspunkt for å gjøre større innkjøp?". Diffusjonsindeks¹⁾. Sesongjustert. 3. kv. 92 – 3. kv. 07



¹⁾ Indeksen måler differansen mellom andelen som svarer ja og nei på spørsmålet

Kilder: TNS Gallup og Norges Bank

Samtidig har kredittveksten vært høy og gjeldsbelastningen i husholdningen økt markert, se figur 2.28. Sparingen i husholdningene har falt.

Etterspørselsveksten fra husholdningene vil trolig dempes noe gjennom andre halvår i år. Varekonsumet falt i juli og august etter å ha vokst kraftig gjennom våren. TNS Gallups trendindikator som måler husholdningenes forventninger, falt litt i 3. kvartal. Andelen av de spurte som mener at det nå er et godt tidspunkt for større innkjøp, avtar, se figur 2.29.

Rentenivået er på vei opp. I begynnelsen av perioden med rentehevinger videreførte ikke bankene økningene fullt ut til husholdningene. Den siste tiden har imidlertid utlånsrentene til husholdningene steget noe mer enn styringsrenten, og veksten i husholdningenes renteutgifter tiltar. Renteutgiftene ventes å stige fram til 2010. Med økte renteutgifter og avtakende lønns- og sysselsettingsvekst vil veksten i de disponible realinntektene avta i årene 2008-2010. Vi venter at konsumveksten blir lavere de neste tre årene. Veksten i etterspørselen fra husholdningene vil trolig bli mindre enn økningen i den disponible realinntekten, slik at spareraten øker noe fram mot utgangen av prognoseperioden. Utviklingen i husholdningenes sparing er nærmere omtalt i en utdyping på side 38.

Etter en periode med høye boliginvesteringer og stigende priser ser aktiviteten i boligmarkedet ut til å avta. Sesongjustert har boligprisene nå falt i tre måneder, og veksttaket, målt ved tremåneders glidende gjennomsnitt, er den laveste siden mai 2003, se figur 2.28. Veksten i boliginvesteringene ser også ut til å avta. Ordretilgangen for boligbygg har falt, og igangsettingen av boliger har falt gradvis gjennom året. Økte renter, det høye nivået på boligbyggingen de siste 3 årene og økende byggekostnader kan bidra til lavere boliginvesteringer. Vi venter derfor et moderat fall i boliginvesteringene i årene 2008-2010.

Foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge vokste med 9,5 prosent fra første halvår i fjor til første halvår i år. Bedriftenes låneopptak er høyt. Stigende ordreserver i industrien og i bygg- og anleggsbransjen tyder på at mange bedrifter har lite ledig produksjonskapasitet. Ifølge Konjunkturbarometeret for industrien og vårt regionale nettverk vurderer bedriftslederne markedsutsiktene som gode. Industriinvesteringene øker for å møte ytterligere vekst i etterspørselen. Statistisk sentralbyrås investeringstelling for industrien og kraftnæringen viser en markert oppgang i investeringsanslagene for 2007 og 2008, se figur 2.30. Flaskehalser i produksjonen av investeringsvarer kan dempe investeringsveksten noe på kort sikt, men veksttaket ventes å holde seg godt oppe gjennom neste år. Også tellingen av planlagte oljeinvesteringer tyder på høyere investeringer i år og neste år. Det innebærer høy-

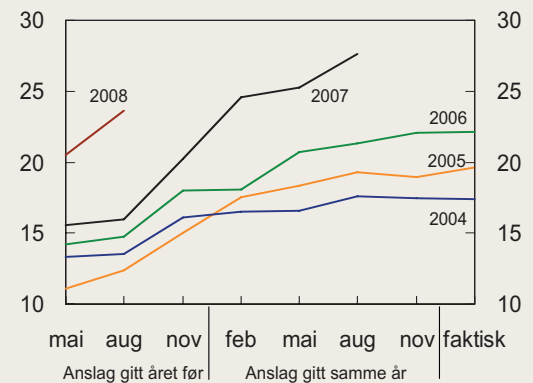
ere etterspørsel mot leverandørindustrien, som allerede har svært høy kapasitetsutnyttning. Investeringene i petroleumssektoren er nærmere omtalt i en utdyping, se side 42.

Den sterke veksten i innenlandsk aktivitet har gitt økt etterspørsel etter næringslokaler. Prisene stiger og byggingen av næringsbygg tiltar. I løpet av de første åtte månedene i år ble det igangsatt 22 prosent flere kvadratmeter næringsbygg enn i samme periode i fjor. Kapasitetsproblemer i bygnnæringen vil kunne begrense veksten og bidra til at oppgangen blir noe mer utstrakt.

Normalt svinger investeringstakten med konjunktorene i økonomien, men med større utslag. Veksten i foretaksinvesteringene ventes å bli nokså høy også neste år. Lenger fram vil trolig økte kostnader og redusert lønnsomhet i bedriftene bidra til lavere vekst i investeringsetterspørselen. Investeringene i forhold til produksjonen har da kommet opp på et høyt nivå, og kapitalbeholdningen i bedriftene kan være bedre tilpasset.

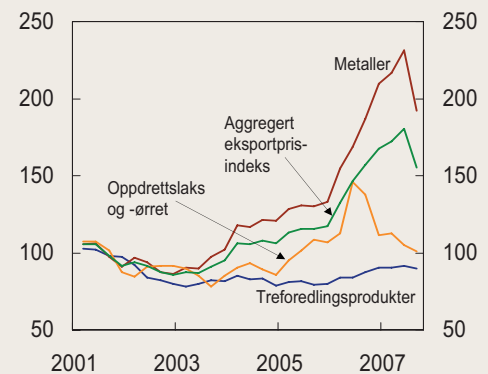
Sterk vekst hos våre handelspartnere og høye priser har ført til at eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har økt markert de siste tre årene, se figur 2.31. Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester steg 8 prosent fra første halvår i fjor til første halvår i år. Deler av eksportnæringen opererer på kapasitetsgrensen. Den siste tidens styrking av kronen virker dempende på lønnsomheten i norske eksportbedrifter. Eksportprisene har falt noe tilbake, men den ligger fortsatt på et høyt nivå. Det holder lønnsomheten oppe. Fremover venter vi at den sterke kronen, lavere vekst i etterspørselen fra våre handelspartnere og høyere kostnader i norske bedrifter likevel vil dempe veksten i eksporten.

Figur 2.30 Investeringsstatistikk for industrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarder kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.31 Prisindekser¹⁾ for norsk eksport i NOK. 2001 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 3. kv. 07



¹⁾ Norges Banks beregninger basert på verdensmarkedspriser

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

Utdypinger

Utviklingen i energi- og råvaremarkedene

Husholdningenes sparing

Finanspolitikken og kommuneøkonomien

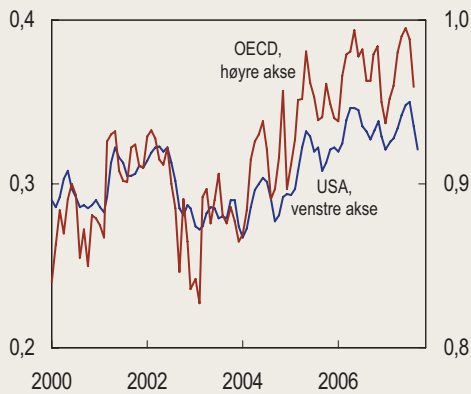
Høye petroleumsinvesteringer

NEMO - en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse

Anslagene i Pengepolitisk rapport 2/07 og 3/07

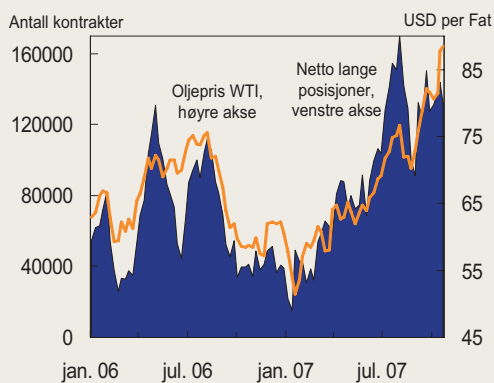
Utviklingen i energi- og råvaremarkedene

Figur 1 Lagre av råolje. Milliarder fat. Månedstill. Jan. 00 – sep. 07



Kilder: International Energy Agency (IEA), Energy Information Agency (EIA) og Reuters (EcoWin)

Figur 2. Oljepris (WTI i USD per fat) og ikke-kommersielle aktørers nettoposisjoner i termin- og opsjonsmarkedet for WTI (antall kontrakter). Uketall. Uke 1 2006 – uke 43 2007



Kilder: Reuters (EcoWin), Commodity Futures Trading Commission (CFTC) og New York Mercantile Exchange

Olje- og gasspriser

Oljeprisen (Brent Blend) har i gjennomsnitt vært 69 dollar per fat så langt i år, litt høyere enn gjennomsnittet for samme periode i fjor. Siden forrige Pengepolitiske rapport har prisen steget med 12 dollar og lå 25. oktober på 85 dollar per fat.

Den høye oljeprisen i dollar henger sammen med flere forhold:

- Svekkelsen av dollaren betyr at prisoppgangen i andre valutaer blir mindre.
- De samlede oljelagrene i OECD-landene falt i tredje kvartal, i en periode de normalt stiger. Lagrene for råolje falt særlig markert i USA, riktignok fra et høyt nivå, se figur 1.
- Den samlede årsveksten i etterspørselen etter olje var sterkere i tredje kvartal enn i de to foregående årene, til tross for oppgangen i oljeprisen. Det samlede tilbudet av olje falt i samme periode, for første gang siden 2002.
- Frykt for at oljeproduksjon skal falle bort har økt med uro i flere viktige oljeeksporterende land.
- Investorene i fremtidsmarkedet for olje har økt sine nettokjøp, se figur 2. Disse investorene reduserte sine posisjoner i forbindelse med uroen i finansmarkedene i august, da oljeprisen falt midlertidig.

OPEC besluttet i september å øke produksjonen med 500 000 fat per dag fra november. Denne økningen er likevel lavere enn den anslåtte veksten i etterspørselen rettet mot OPEC i fjerde kvartal.¹ Dette vil ventelig gi fall i oljelagrene også i fjerde kvartal.

Gjennomsnittet av anslagene fra Det internasjonale energibyrået (IEA) i Paris og energibyrået under det amerikanske energidepartementet (EIA) og OPEC gir en vekst i samlet oljeetterspørsel i 2008 på 1,6 millioner fat per dag. Det er en økning i forhold til anslaget for 2007 og i forhold til veksten i 2005 og 2006. Brorparten av stigningen kommer fra land utenfor OECD-området, særlig fra fremvoksende økonomier i Asia og landene i Midt-Østen. Gjennomsnittet av anslagene for veksten i tilbudet fra land utenfor OPEC er på 1,4 millioner fat per dag. Også dette er noe høyere enn i de foregående årene.

Mye av veksten vil komme fra land utenfor OECD-området, blant annet i tidligere Sovjetunionen og i Brasil. Med disse anslagene vil etterspørselen rettet mot OPEC i 2008 i gjennomsnitt bli 31,3 millioner fat per dag. OPEC produserte 30,7 millioner fat per dag i september 2007.

Forløpet for oljeprisen i denne rapporten bygger som tidligere på terminprisene. Disse prisene tilsier nå en oljepris på 84 dollar i 2008 og 80 dollar i 2009, henholdsvis 11 og 7 dollar høyere enn i forrige rapport. Regnet i euro er prisøkningen mindre, se figur 3.

Et vektet gjennomsnitt av gassprisen for Statoil og Norsk Hydro viste et nokså markert fall gjennom første halvår 2007, se figur 4. Det må ses i sammenheng med nedgangen i britiske gasspriser i samme periode og i oljeprisen fra høsten i fjor og gjennom første halvår i år. Siden oljeprisen og de britiske gassprisene har gått opp igjen, venter vi at prisen på norsk gass vil kunne stige fremover.

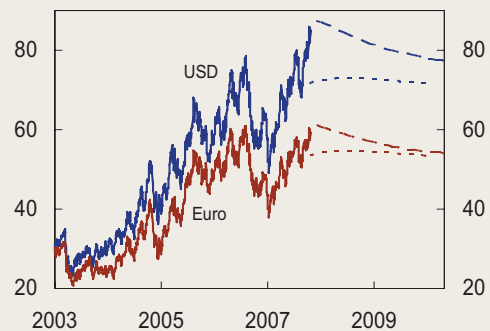
Andre råvarer

Prisutviklingen på råvarer utenom energi har variert mye siden forrige rapport. I sum har The Economists råvareprisindeks økt 6 prosent siden PPR 2/07. Målt i euro har indeksen holdt seg uendret.

The Economists prisindeks for industrimetaller har falt 1 prosent siden forrige rapport. Metallprisene falt kraftig i august på grunn av uroen i finansmarkedene, se figur 5. Uroen medførte at finansielle aktører solgte seg ned i råvarer som følge av økt usikkerhet og forventninger om lavere vekst i verdensøkonomien. Det er likevel foreløpig lite som tyder på at etterspørselen etter industrimetaller har endret seg særlig den siste tiden, fordi veksten i fremvoksende økonomier ser ut til å holde seg godt oppe. Med unntak av nikkell har metallagrene endret seg lite over sommeren. Samtidig har fraktratene for tørrbulk (Baltic Dry Index) økt kraftig siden rapporten i juni, se figur 6. Dette indikerer at volumet av råvarer som handles verden over er svært høyt og at råvarene nå fraktes over lengre avstander enn før. Baltic Dry Index har tidligere vært en ledende indikator for metallprisene. Det ventes imidlertid at produksjonen av industrimetaller vil stige i årene fremover, slik at prisene trolig vil falle noe i 2008 og 2009.

The Economists prisindeks for matvarer har økt 13 prosent siden forrige rapport, som følge av høyere priser på hvete, kaffe, mais og soyabønner, se figur

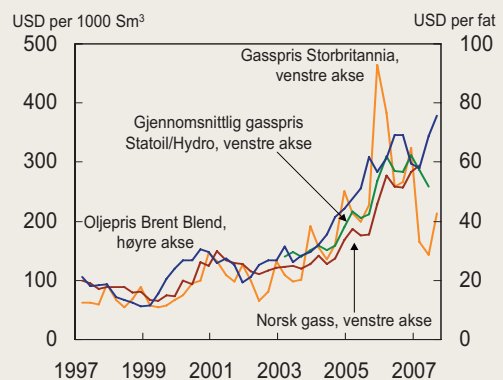
Figur 3 Oljepris (Brent Blend) i USD og euro per fat.¹⁾ Dagstall og månedstall. 1. jan. 03 – 1. mai 10



¹⁾ Stiplede kurver viser terminpriser per 25. okt. 07. Prikkede kurver viser terminpriser per 21. jun. 07 (PPR 2/07). Terminprisene i euro er beregnet på bakgrunn av valutakursen per 21. jun. 07 og 25. okt. 07

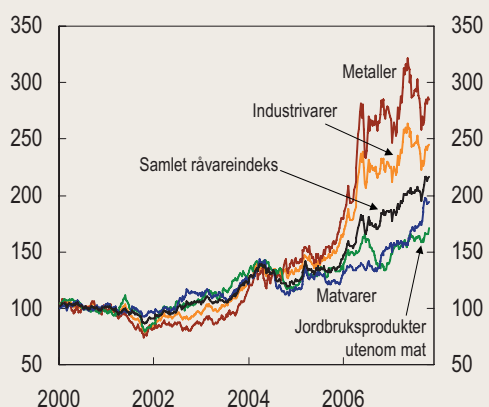
Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Figur 4 Gjennomsnittlige priser på råolje (USD per fat) og naturgass (USD per 1000 Sm³). Kvartalstall. 1. kv. 97 – 3. kv. 07



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

Figur 5 Internasjonale råvarepriser i dollar. Indeks, 2000 = 100. Uketall. Uke 1 2000 – uke 43 2007



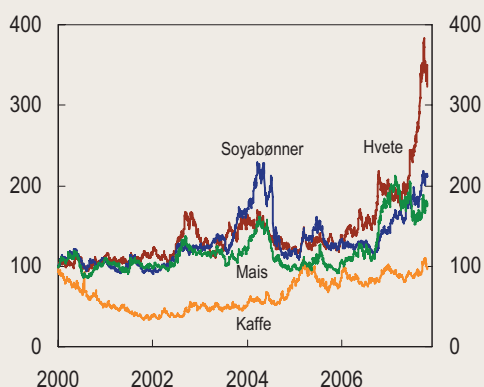
Kilder: Reuters (EcoWin) og The Economist

Figur 6 Indeks for fraktrater på tørrbulk.
Baltic Dry Index. 1. jan. 1985 = 1000. Dagstall.
3. jan. 00 – 25. okt. 07



Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 7 Matvarepriser. Indeks, 1. jan. 2000 = 100.
Dagstall. 2. jan. 00 – 25. okt. 07



Kilde: Reuters (EcoWin)

7. Hvetepreisen har økt med over 30 prosent siden forrige rapport, hovedsakelig fordi dårlig vær har ødelagt avlinger verden over. Lagrene av hvete er nå på det laveste nivået på over 30 år. Terminprisene indikerer at hvetepreisen vil holde seg høy gjennom vinteren, for deretter å falle til våren.

Kraftig vekst i produksjonen av biodrivstoff bidrar til økning i matvareprisene. Blant annet brukes sukker og mais som innsatsvarer i produksjonen av bioetanol. Siden 2000 er mengden mais som brukes i amerikansk etanolproduksjon nesten tredoblet², og prisen på mais ventes å stige i årene fremover. Etterspørselen etter mer biobrensel fører også til prisoppgang på andre matvarer fordi mer landbruksarealer brukes til å produsere biodrivstoff.

De fremvoksende økonomiene etterspør stadig mer matvarer, spesielt kjøtt, som krever en større mengde energi og innsatsvarer i produksjonen. Forbruket av fôr til dyreoppdrett har økt, og dermed også prisene på blant annet soyabønner. Selv om etterspørselsveksten fra disse landene var sterk allerede på 1990-tallet, kan effektene på prisene fremover bli større som følge av lite ledig produksjonskapasitet og konkurranse med biodrivstoff.

¹ Etterspørselen rettet mot OPEC – den såkalte Call on OPEC – er global etterspørsel etter olje fratrukket tilbudet fra ikke-OPEC. Tilbudet fra ikke-OPEC inneholder råolje, NGL (inkludert fra OPEC), kondensat og olje fra ikke-konvensjonelle kilder.

² Renewable Fuels Association "Ethanol Industry Outlook 2007, Building New Horizons"

Husholdningenes sparing

Siden 2004 har husholdningenes forbruk økt med nærmere 4½ prosent i årlig gjennomsnitt, og veksten fra 2006 til 2007 anslås til 6 prosent. Til tross for en betydelig økning i realinntektene har husholdningenes sparerate falt, og den er nå på det laveste nivået siden slutten av 1980-tallet, se figur 1. Husholdningenes netto finansinvesteringer er negative.

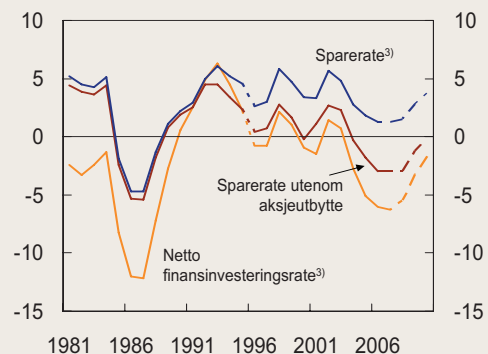
Både kortsiktige og langsiktige renter har vært lave de siste årene. Lave renter gjør det mer lønnsomt å forbruke i dag i forhold til senere, og det lave rentenivået har derfor trolig bidratt til fallet i spareraten. Husholdningene har likevel fortsatt å redusere sparingen også etter at Norges Bank begynte å øke styringsrenten sommeren 2005. De lave langsiktige rentene fører til at husholdningene trolig ikke venter store renteøkninger fremover. Dessuten har bankenes utlånsrenter til husholdningene inntil nylig ikke økt like mye som styringsrenten, se figur 2. Sammen med høy sysselsetting og økt jobbsikkerhet kan disse forholdene ha bidratt til å utsette oppgangen i sparingen.

Norges bytteforhold overfor utlandet er blitt kraftig bedret de siste årene, se figur 3. Bedringen gjenpeiles blant annet i økte lønnsinntekter, i bedret lønnsomhet hos foretakene, i stigende aksjeverdier og i økte avsetninger til Statens pensjonsfond – Utland. Det kan ha ført til at husholdningene har oppjustert sine forventninger til fremtidige inntekter, og dermed til økt forbruk og redusert sparing.

Figur 4 viser årlige observasjoner av bytteforholdet og husholdningenes sparerate i ti OECD-land for perioden 1991–2006. For å gjøre tallene sammenlignbare mellom landene, har vi målt spareraten og bytteforholdet som avvik fra gjennomsnittet for den samme perioden for hvert land. Det er en tendens til at husholdningenes sparerate i et land faller når landets bytteforhold bedres og øker når bytteforholdet forverres. Andre land som eksporterer mye råvarer – som Australia, Canada og New Zealand – har også hatt en kraftig bedring av bytteforholdet overfor utlandet. Husholdningenes sparing i disse landene har som i Norge vært særlig lav i de siste årene, se figur 5.¹

Ofte nevnes også den sterke økningen i boligprisene som en forklaring på fallet i spareraten. Det er imidlertid viktig å være oppmerksom på at bolig-

Figur 1 Husholdningenes sparing og netto finansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. Årstall. 1981 – 2010^{1), 2)}



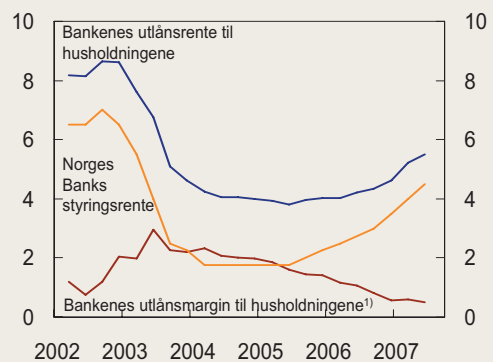
¹⁾ Brudd i seriene i 1995 – 1996

²⁾ Anslag for 2007 – 2010

³⁾ Korrigert for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter 2000 – 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

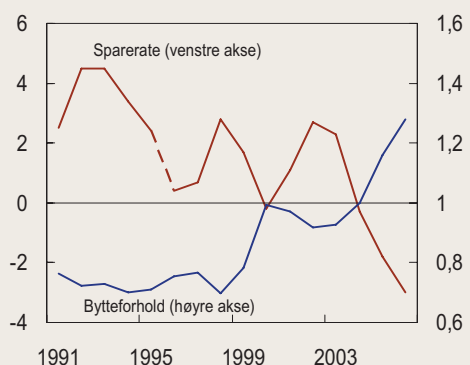
Figur 2 Renter. Prosent. Tall ved utgangen av kvartalet. 1. kv. 02 – 2. kv. 07



¹⁾ Definert som utlånsrente minus tremåneders pengemarkedsrente (NIBOR)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Husholdningenes sparerate^{1), 2)} (prosent) og bytteforholdet overfor utlandet (2004 = 1). Årstall. 1991 – 2006

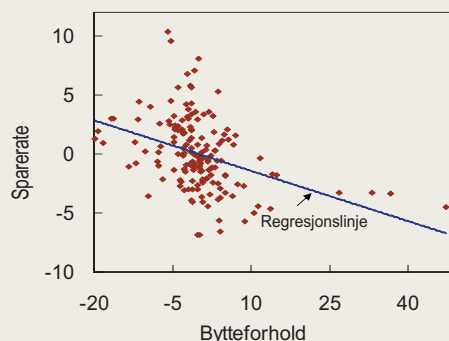


¹⁾ Utenom aksjeutbytte

²⁾ Brudd i serien i 1995 – 1996

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

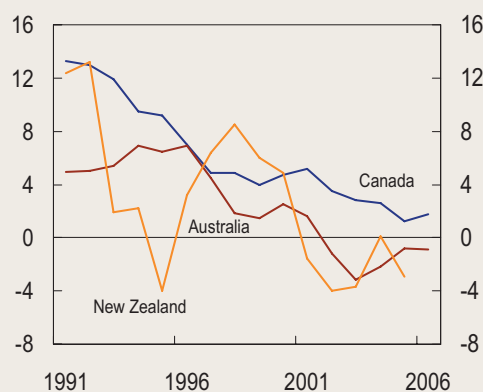
Figur 4 Husholdningenes sparerate og bytteforholdet overfor utlandet i ti land.¹⁾ Årstall. 1991 – 2006²⁾



¹⁾ Figuren viser årlige avvik fra gjennomsnittlig sparerate (prosentenheter) og årlige avvik fra gjennomsnittlig verdi for bytteforholdet (prosent) for hvert av landene Australia, Canada, Danmark, Finland, New Zealand, Norge, Storbritannia, Sverige, Tyskland og USA. Sparerate utenom aksjeutbytte for Norge
²⁾ 1991 – 2005 for New Zealand

Kilder: Hodgetts et al. (2006), OECD, Reuters (EcoWin), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

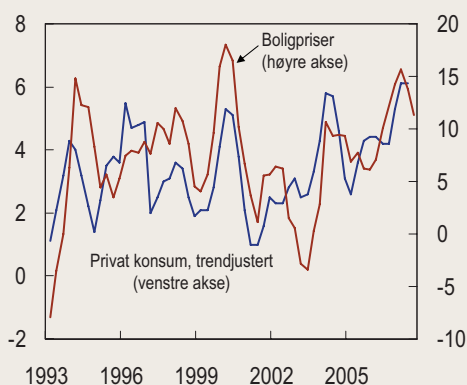
Figur 5 Husholdningenes sparerate i ulike land. Årstall. 1991 – 2006¹⁾



¹⁾ 1991 – 2005 for New Zealand

Kilder: Hodgetts et al. (2006) og OECD

Figur 6 Privat konsum og realboligpriser¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 93 – 3. kv. 07



¹⁾ Nominell boligprisindeks deflatert med konsumprisindeksen

Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

prisene langt på vei drives av de samme forholdene som endringene i forbruket. Figur 6 illustrerer dette. Endringer i boligprisene samvarierer med endringer i forbruket, men det er den underliggende inntektsutviklingen og husholdningenes forventninger som samtidig påvirker både spreadferden og utviklingen på boligmarkedet. Det er trolig de samme husholdningene som både reduserer sin sparing og etterspør boliger. Når forventningene til fremtidige inntekter stiger, øker etterspørselen etter alle forbruksgoder, også forbruket av bolig-tjenester. Prisene på boliger stiger mer enn prisene på andre varer og tjenester fordi boligtilbudet er begrenset, og fordi det tar lang tid og er kostbart å øke den samlede boligmassen. Veksten i prisene på andre varer og tjenester holdes tilbake av internasjonal konkurranse.

Økningen i boligformuen kan likevel forlenge fallet i sparingen. Høyere panteverdier har gitt husholdningene økt tilgang på kreditt. Dessuten kan lånekostnadene gå ned når husholdningene kan bytte fra eksempelvis forbrukslån til lån med pant i bolig. En del av formuesgevinsten kan dermed lettere tas ut som økt forbruk i dag.

Bytteforholdet med utlandet har også påvirket aksjekursene. Aksjeverdiene på Oslo Børs har økt med om lag 400 prosent etter konjunktorene snudde i 2003. Det har trolig også forsterket nedgangen i spareraten.² Dessuten vil økningen i aksjeformuene kunne påvirke boligprisene, særlig for dyre boliger.

Andelen lån til husholdningene med avdragsfrie perioder har steget kraftig i de siste årene. Ifølge Kredittilsynets boliglånsundersøkelse utgjorde slike lån i underkant av 20 prosent av alle nye lån som ble tatt opp i fjor. Den gjennomsnittlige løpetiden på nye lån har samtidig økt, se figur 7. Også internasjonalt er lånemarkedene blitt mer fleksible de siste årene.³ Sammen med nedgangen i de langsiktige rentene kan det bidra til å forklare hvorfor sparingen har falt i mange land samtidig. Australia, Storbritannia og USA er noen eksempler. I Sverige og Tyskland har det derimot vært mindre endringer i husholdningenes lånemarkeder i de siste årene, og husholdningenes sparerate i disse landene har ikke falt like mye, se figur 8. Disse to landene har også hatt en forverring i bytteforholdet overfor utlandet, jamfør drøftingen ovenfor.⁴

Samlet sett er det grunn til å tro at endringer i Norges bytteforhold med utlandet og i kredittmarkedene kan ha bidratt til å fremskynde husholdnin-

genes forbruk, redusere deres sparing og øke deres bolig- og aksjeformuer. Husholdningenes tilpasning til nye konsum- og spareplaner kan strekke seg over flere år. Til tross for høyere rente kan det derfor ta tid før spareraten vender tilbake til et mer normalt nivå.

I anslagene i denne rapporten er det lagt til grunn at husholdningenes sparerate gradvis øker med om lag 2½ prosentenheter i løpet av de neste tre årene, se figur 1. Fortsatt høye forventninger til fremtidig vekst i inntektene og virkninger av endringene i kredittmarkedene kan bidra til å dempe oppgangen i spareraten, i hvert fall for en tid. På den andre siden vil husholdningene før eller senere øke sin sparing fra dagens lave nivå, og det er mulig at husholdningene ikke fullt ut har tatt inn over seg renteøkningene vi har bak oss. Det kan i så fall lede til at sparingen i husholdningene øker raskere enn vi har anslått.

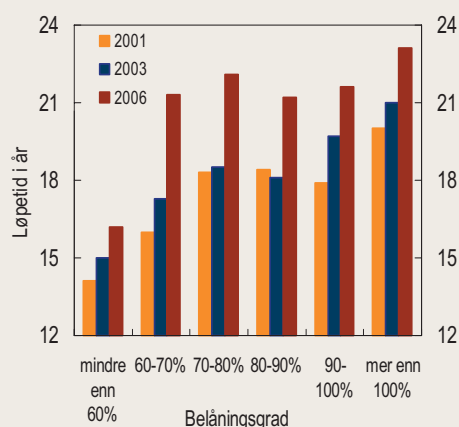
¹ Metoden for å beregne husholdningenes sparerate kan variere mellom landene, og en bør derfor være varsom med å tolke forskjeller i nivåene. Kilden for spareraten i New Zealand er: Hodgetts, B., P. Briggs og M. Smith (2006): "Household saving and wealth", artikkel presentert på Reserve Bank of New Zealands workshop 14. november 2006.

² Økte aksjekurser kan i tillegg føre til en teknisk nedgang i husholdningenes sparerate slik den måles i nasjonalregnskapet. Det skyldes at aksjekursgevinster ikke føres som inntekt for husholdningene i nasjonalregnskapet, mens skatten av realiserte aksjekursgevinster utgiftsføres. Alan Greenspan (2001) mente at dette kunne forklare om lag en prosentenheter av nedgangen i husholdningenes sparerate i USA på slutten av 1990-tallet (tale i Jackson Hole, USA, 31. august 2001). Se også utdypingen "Lav sparing i husholdningene" i Finansiell Stabilitet 1/07, for diskusjon av mulige effekter på spareraten av endringer i beskatning av aksjeutbytte.

³ Se for eksempel Bank for International Settlements (2006): "Housing finance in the global financial markets", CGFS Papers No 26, for en internasjonal oversikt.

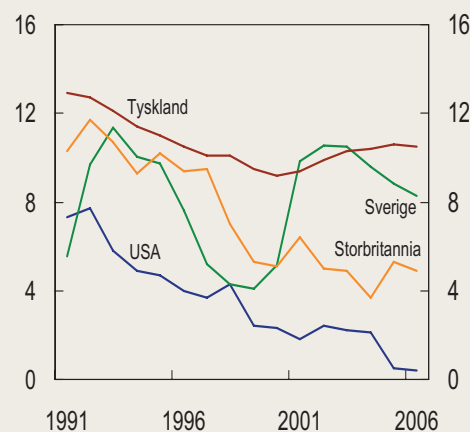
⁴ Endringer i pensjonssystemet har trolig også påvirket utviklingen i Sverige.

Figur 7 Løpetid på nye lån med pant i bolig for ulike belåningsgrader



Kilde: Kredittilsynet

Figur 8 Husholdningenes sparerate i ulike land. Årstall. 1991 – 2006



Kilder: OECD og Reuters (EcoWin)

Finanspolitikken og kommuneøkonomien

I regjeringens forslag til statsbudsjett for 2008 anslås det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, målt i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, å øke fra 4,3 prosent i 2007 til 4,5 prosent i 2008. Denne indikatoren var på 3,6 prosent i 2006. Målt slik, vil finanspolitikken bidra til å øke etterspørselen etter varer og tjenester i år og neste år. Det kommer også til uttrykk ved at den underliggende veksten i statsbudsjettets utgifter anslås til 7,9 prosent i år og 6,5 prosent neste år. Det er noe høyere enn Regjeringens anslag for den nominelle veksten i BNP Fastlands-Norge, se figur 1. Det er usikkerhet knyttet til utgiftsveksten med risiko både for tilleggsbevilgninger i nysalderingen av årets budsjett i desember og i revidert budsjett for 2008 neste vår og for glidninger i trygder og andre rettighetsbaserte ordninger. Anslaget for veksten i statsbudsjettets underliggende utgifter i 2007 har således økt med 1,5 prosentenheter siden i fjor høst.

Anslagene i Nasjonalbudsjettet 2008 viser et overskudd før lånetransaksjoner på 294 milliarder kroner i år. For 2008 anslås overskuddet til 265,4 milliarder kroner. Korrigert for inntektene fra petroleumsvirksomheten og kapitalinntektene i Statens pensjonsfond – Utland (SPU) anslås det et underskudd på 25,3 milliarder kroner i år, mens underskuddet anslås til 36,4 milliarder kroner neste år.

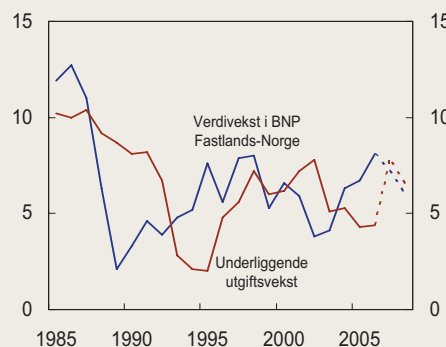
Det oljekorrigerede underskuddet er mindre enn det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet på grunn av at høykonjunkturen gir økte skatteinntekter og lavere utgifter til arbeidsledighetstrygd. Finansdepartementet anslår at det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet i år er 40,5 milliarder kroner større enn det oljekorrigerede underskuddet som følge av høykonjunkturen, eller 2,5 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. For 2008 venter departementet at denne forskjellen vil være 38,1 milliarder kroner. Den inndragningen av kjøpekraft over statsbudsjettet som skyldes den sterke veksten, gir et viktig bidrag til å jevne ut svingningene i norsk økonomi.

Flere år med høy inntektsvekst, og særlig 2006, har bedret kommunenes økonomi. Handlingsrommet til kommunene har økt. Inntektsveksten ventes å bli noe lavere i år og neste år enn i de tre foregående årene. Kommunesektorens samlede inntekter anslås å øke med 5 prosent fra 2006 til 2007. Det er i underkant av én prosentenheter høyere enn anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2007 som følge av at skatteinntekter i år er blitt høyere enn tidligere lagt

til grunn. For 2008 ventes en vekst i inntektene på 5,7 prosent regnet i forhold til anslag på regnskap for 2007.

Statsmyndighetene har lagt til grunn at bruken av petroleumsinntekter og kapitalinntekter fra SPU skal øke gradvis. Som en referanse skal det årlige underskuddet i statsbudsjettet utenom disse inntektene og korrigert for at enkelte av inntektene og utgiftene svinger med konjunktorene, over tid tilsvare den forventede realavkastningen av SPU, som tilsvare 4 prosent av fondet. Dette strukturelle underskuddet ventes å bli 3,8 prosent av SPU i år og 3,7 prosent i 2008, se figur 2. Det er i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken at det strukturelle underskuddet er mindre enn 4 prosent i en høykonjunktur. Også for de neste årene venter vi at det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet blir noe mindre enn den forventede realavkastningen på SPU. Siden kapitalen i fondet øker sterkt, vil offentlig virksomhet likevel fortsette å stimulere den samlede etterspørselen.

Figur 1 Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP Fastlands-Norge. Prosent. Årstall. 1985 – 2008¹⁾



¹⁾ Anslag for 2007 og 2008 fra Finansdepartementet

Kilder: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2008) og Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder 2008-kroner. Årstall. 2002 – 2010



Kilde: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2008)

Høye petroleumsinvesteringer

Veksten i petroleumsinvesteringene har vært høy de siste årene, og nivået på oljeinvesteringene er historisk høyt. Investeringstillingen for petroleumssektoren tyder på fortsatt vekst gjennom 2008, se figur 1. Trolig skyldes deler av veksten til dels betydelige prisøkninger på investeringene. Det er derfor usikkert hvor stor oppgang i investeringsvolumene, målt i faste priser, som ligger bak anslagene i tellingen.

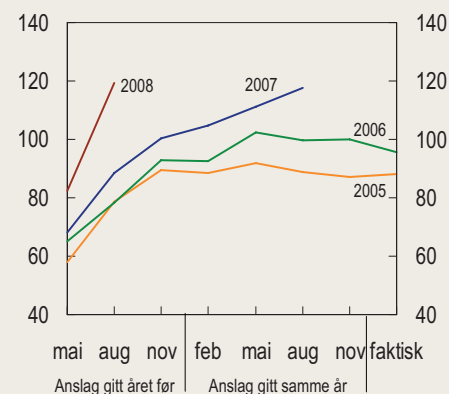
Utbyggingene av Snøhvit og Ormen Lange har bidratt til det høye investeringsnivået. Disse anleggene går nå over i produksjonsfasen. Dette vil isolert sett bidra til å redusere investeringene. Ifølge investeringstillingen for olje- og gassvirksomheten vil det i inneværende år bli foretatt store investeringer til feltutbygging på anleggene Gjøa, Vega, Vega Sør og Rev. I tillegg har investeringene på felt i drift vært betydelig større i år enn i foregående år. I 2007 er det spesielt feltene Ekofisk, Troll, Valhall og Snorre som skiller seg ut med et høyt investeringsnivå.

Oljeprisen er høy, og terminprisene for olje indikerer at prisen vil holde seg oppe gjennom prognoseperioden. Funnraten på norsk sokkel ser ut til å bli høy i inneværende år. Antall søkere til nye leteaktiviteter er uvanlig stort. Samlet sett bidrar disse faktorene til økt aktivitet på norsk sokkel i tiden fremover.

Investeringene i letevirksomhet har i de senere årene utgjort en stadig voksende andel av de totale investeringene. I 2008 er det ventet at denne veksten fortsetter. Skarv/Idun, Goliat, Morvin og Frøy er prosjekter som trolig vil bli påbegynt i 2008. Også investeringene på felt i drift ventes å øke neste år.

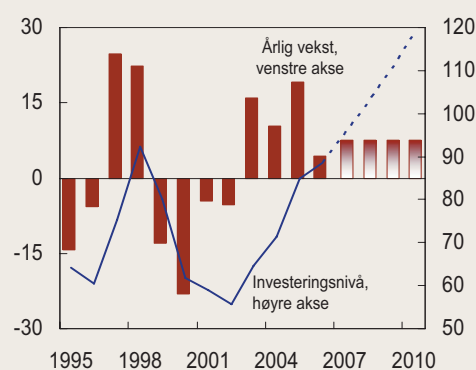
Begrenset kapasitet i leverandørindustrien og riggmangel kan gjøre det vanskelig å få gjennomført alle planlagte investeringer. Vi venter derfor at enkelte investeringer må utsettes, slik at forløpet for investeringene blir jevnere enn det den siste investeringstillingen isolert sett tyder på, se figur 2.

Figur 1 Investeringsstatistikk for petroleumsindustrien. Antatte og utførte investeringer (løpende priser). Milliarden kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringsnivå i milliarder kroner (faste 2004-priser) og årlig vekst i prosent. Årstall. 1995 – 2010¹⁾



¹⁾ Anslag for 2007 – 2010

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

NEMO – en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse

NEMO ("Norwegian Economy Model") er en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse i Norges Bank.¹ NEMO er basert på internasjonal forskning og modellutvikling de siste 10-15 årene og har mange fellestrekk med tilsvarende modeller i andre sentralbanker.² Modellen har vært under utvikling siden høsten 2004 og har tidligere vært benyttet til å analysere spesifikke problemstillinger knyttet til utviklingen i norsk økonomi. Til arbeidet med denne rapporten har NEMO også vært brukt i prognosearbeidet parallelt med andre modeller.

NEMO bygger på at Norge med egen valuta kan bestemme sitt eget nivå på inflasjonen over tid. Et krav i modellen er derfor at pengepolitikken forankrer inflasjonsforventningene. I modellen legges det til grunn at aktørene i det økonomiske livet ser fremover når de fatter beslutninger om pengeplasserings, forbruk og investeringer, lønninger og priser og tar hensyn til den økonomiske politikken ikke bare slik den er i dag, men også slik de forventer at den vil være i morgen og i overmorgen. Modellen bygger også på erfaringen fra 1970- og 80-årene om at en ikke kunne redusere arbeidsledigheten på varig basis ved å akseptere noe høyere inflasjon. Fordi priser og lønninger tilpasser seg trekt kan likevel pengepolitikken påvirke etterspørselen og dermed produksjonen og sysselsettingen på kort til mellomlang sikt.

Atferden til de ulike aktørene modelleres i NEMO eksplisitt (mikrofundament). Ved å ta utgangspunkt i atferden til husholdninger og foretak blir modellen lettere å tolke, og vi kan analysere effekten av mer strukturelle endringer i økonomien. I NEMO kan utviklingen i norsk økonomi blant annet føres tilbake til endringer i foretakenes teknologi, konkurranseforhold i produkt- og arbeidsmarkedet, husholdningenes preferanser mellom konsum og fritid og pengepolitikken.

NEMO kan betegnes som en ny-keynesiansk DSGE modell (dynamisk stokastisk generell likevektsmodell). Denne modellklassen kjennetegnes ved at den bygger bro mellom den klassiske teoriretningen (hvor aktørene har rasjonelle forventninger og maksimerer nytte/profitt over tid) og den keynesianske teoriretningen (hvor ufullkommen konkurranse og nominelle stivheter fører til trekt tilpasning

i priser og lønninger). Som resultat får modellen klassiske egenskaper på lang sikt (tilbudssidebestemt produksjon) og keynesianske egenskaper på kort til mellomlang sikt (etterspørselsbestemt produksjon).

I utviklingen av NEMO er det blitt lagt særlig vekt på at modellen skal være et nyttig beslutningsverktøy i pengepolitikken. Modellen er derfor laget med tanke på at den skal være oversiktlig og håndterbar. Produksjonssiden, prissettingen, lønnsdannelsen og alle de viktigste etterspørselskomponentene er modellert, og det skilles mellom innenlandsk og importert inflasjon. Hovedtrekkene i modellen kan beskrives gjennom de økonomiske aktørenes tilpasning:

- Husholdningene har nytte av konsum og fritid og maksimerer forventet nytte gitt en budsjettbetingelse og gitt bedriftenes etterspørsel etter arbeidskraft. Husholdningene gjør avveininger mellom å konsumere og spare, og mellom å jobbe og ha fritid. Både historien og forventninger til fremtidig rente og konsummuligheter påvirker deres valg. Lønnsdannelsen i NEMO har likhetstrekk med en forhandlingsbasert modell. Blant annet tar arbeidstakerne hensyn til at bedriftenes etterspørsel etter arbeidskraft blir lavere jo høyere lønn de krever.

- Bedriftene bruker arbeidskraft og kapital til å produsere varer for både hjemme- og eksportmarkedene. Bedriftene maksimerer profitten. De har en viss markedsrett og kan sette produktprisene høyere enn ved fri konkurranse. Det er både indirekte og direkte kostnader ved å endre prisene.³ Bedriftene tar derfor hensyn til den forventede fremtidige utviklingen i kostnader og valutakurs i tillegg til den historiske utviklingen når de fastsetter prisene.

- Myndighetene driver finans- og pengepolitikk. På lang sikt forutsettes at de offentlige finansene er i balanse, og at utgiftene er en konstant andel av BNP. Pengepolitikken forankrer inflasjonsforventningene. I modellen vil pengepolitikken være representert ved en enkel reaksjonsfunksjon (der renten er en funksjon av et fåtall variable) eller i form av en tapsfunksjon som skal minimeres.

- Utlandet etterspør norske varer og tjenester og eksporterer varer og tjenester til Norge. Norske aktører har tilgang til et internasjonalt kapitalmarked. Valutakursen blir bestemt av udekket renteparitet korrigert for en risikopremie. Risikopremien avhenger av Norges nettofordringer overfor utlandet. På lang sikt sørger valutakursen for balanse i utenriksregnskapet.

NEMO er estimert på norske data ved bruk av bayesianske estimeringsteknikker.⁴ Estimeringsprosedyren innebærer at vi inkluderer våre vurderinger og våre erfaringer om virkemåten til norsk økonomi, herunder usikkerheten rundt disse vurderingene. Det gjør modellen egnet til å analysere pengepolitikken og ta hensyn til usikkerheten i anslagene.⁵

¹ For en mer detaljert beskrivelse av NEMO, se Brubakk et. al. (2006).

² Se for eksempel Bank of England (2004), Adolfson et. al. (2005a), Fenton og Murchison (2006), Coenen et. al. (2007) og IMF (2007).

³ Den europeiske sentralbanken har nylig gjennomført en stor undersøkelse av prisdannelsen i euroområdet, se Altissimo et. al. (2006). Her fant man at implisitte kostnader som for eksempel muligheten for tap av omdømme i forbindelse med prisøkninger var en viktig årsak til at prisene er rigide.

⁴ For eksempler på bruk av slike teknikker, se Smets og Wouters (2003) og Adolfson et. al. (2005b)

⁵ For en nærmere drøfting, se Sims (2006).

Referanser:

Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé og M. Villani (2005a): "The Role of Sticky Prices in an Open Economy DSGE Model: A Bayesian Investigation", *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, pp. 444-457.

Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé og M. Villani (2005b): "Evaluating an Estimated Small Open Economy Model", Working Paper 203, Sveriges Riksbank.

Altissimo, F., M. Ehrmann og F. Smets (2006): "Inflation Persistence and Price-Setting Behaviour in the Euro Area. A Summary of the IPN Evidence", Occasional Paper Series 46, Den europeiske sentralbanken.

Bank of England (2004): "The new Bank of England Quarterly Model", *Quarterly Bulletin* 2, Bank of England.

Brubakk, L., T. A. Husebø, J. Maih, K. Olsen og M. Østnor (2006): "Finding NEMO: Documentation of the Norwegian economy model", Staff Memo 2006/6, Norges Bank.

Coenen, G., P. McAdam og R. Straub (2007): "Tax Reform and Labour Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model", Working Paper 747, Den europeiske sentralbanken.

Fenton, P. og S. Murchison (2006): "ToTEM: The Bank of Canada's New Projection and Policy-Analysis model", *Bank of Canada Review*, vol. 3, 2006.

IMF (2007): "GEM: A New International Macroeconomic Model". Occasional paper 239, IMF.

Sims, C. A. (2006): "Improving Monetary Policy Models", <http://sims.princeton.edu/yftp/CBModels/CBModelsPaper.pdf>, kommer i *Journal of Economic Dynamics and Control*.

Smets, F. og R. Wouters (2003): "An Estimated Dynamic Stochastic Equilibrium Model of the Euro Area", *Journal of the European Economic Association*, vol 1, pp. 1123-1175.

Anslagene i Pengepolitisk rapport 2/07 og 3/07

I denne utdypingen redegjøres det for endringene i anslagene fra forrige Pengepolitiske rapport. Ny informasjon som har kommet siden juni, påvirker både bildet av nåsituasjonen i økonomien og forutsetningene om drivkreftene som vil påvirke utviklingen i årene som kommer. Samlet trekker den nye informasjonen i retning av en noe lavere bane for renteprognosen enn i Pengepolitisk rapport 2/07. Til slutt sammenlikner vi Norges Banks anslag for 2008 med anslag fra andre institusjoner.

Nyheter siden Pengepolitisk rapport 2/07

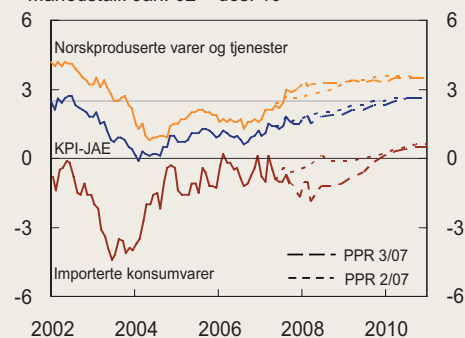
Punktene nedenfor oppsummerer utviklingstrekk ved økonomien som har ført til endringer i våre anslag for i år og tiden fremover:

- Uroen i finansmarkedene gjennom sommeren har bidratt til lavere renteforventninger ute. Veksten hos våre handelspartnere ventes å bli noe lavere enn vi så for oss i juni.
- Kronekursen er sterkere enn lagt til grunn sist.
- Prisveksten målt ved KPI-JAE har vært om lag som anslått. Prisveksten på norskproduerte varer og tjenester utenom energivarer har steget noe raskere enn ventet, mens prisfallet på importerte konsumvarer har vært noe sterkere enn lagt til grunn sist, se figur 1. Lønnsveksten ser ut til å være om lag som anslått.
- Foreløpige nasjonalregnskapstall tyder på at BNP Fastlands-Norge økte mer enn ventet gjennom første halvår i år. Det skyldes særlig sterkere vekst i husholdningenes etterspørsel. Sysselsettingen har økt sterkere enn ventet. Dette har blitt motsvart av høyere vekst i arbeidstilbudet, særlig blant eldre og ungdom. Arbeidsledigheten har utviklet seg om lag som anslått.
- Den sterke veksten i arbeidsstyrken må ses i sammenheng med sterk tilstrømning av utenlandsk arbeidskraft til Norge. Utviklingen i arbeidsinnvandringen siden EØS-utvidelsen 1. mai 2004 kan tyde på at den utenlandske arbeidskraften har utgjort en større arbeidskraftsreserve enn tidligere antatt. Derfor har også produksjonspotensialet trolig vært noe større de siste årene

enn vi tidligere har lagt til grunn. Samlet sett vurderer vi at kapasitetsutnyttning de siste årene har vært noe lavere enn lagt til grunn sist, men at den nå er noe høyere, se figur 2.

- Oljeinvesteringene for i år ser ut til å bli som anslått, men vil trolig vokse noe mer fremover enn lagt til grunn sist. Finanspolitikken vil virke ekspansivt både i år og neste år, men samlet sett i noe mindre grad enn antatt i Pengepolitisk rapport 2/07.
- Prisen på olje har økt ytterligere.

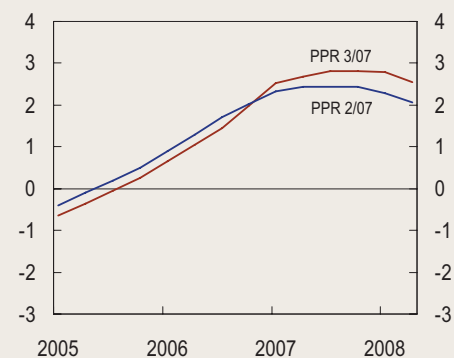
Figur 1 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – des. 10³⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager i 2006
²⁾ Norges Banks beregninger
³⁾ Anslag for okt. 07 – des. 10

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



Kilde: Norges Bank

Endringer i anslagene

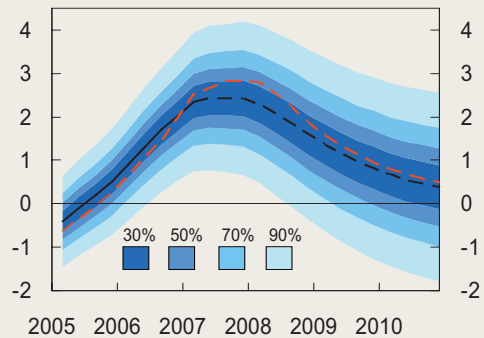
Rentebanen som anslagene i denne rapporten bygger på, er noe nedjustert sammenliknet med Pengepolitisk rapport 2/07. I kapittel 1 er det gjort nærmere rede for renteutviklingen fremover.

Sammenliknet med forrige rapport anslår vi nå høyere vekst i BNP Fastlands-Norge både for i år og neste år, se tabell 1. Dette skyldes i stor grad høyere vekst enn anslått i 1. halvår i år, og at konjunkturtoppen ventes å bli nådd noe senere enn vi så for oss sist. Samtidig er våre anslag på produksjonspotensialet justert noe opp for de siste årene og for i år og neste år. Samlet sett er produksjonsgapet $\frac{1}{4}$ prosentenheter høyere i 2007 og 2008 enn anslått i forrige rapport, mens det for årene 2005 og 2006 er noe lavere, se figur 3.

Sysselsettingen har vokst sterkere enn lagt til grunn, og veksten for i år er oppjustert med $\frac{3}{4}$ prosentenheter til $3\frac{1}{2}$ prosent. Også veksten i 2008 og 2009 anslås nå noe høyere. Selv om også veksten i arbeidsstyrken ventes å stige noe sterkere de kommende årene, ventes arbeidsledigheten å bli noe lavere fremover enn anslått sist. Strammere arbeidsmarked trekker i retning av høyere lønnsvekst, og vi venter nå at lønnsveksten ikke vil komme under 5 prosent i anslagsperioden.

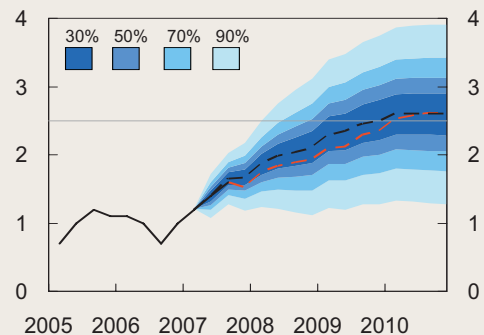
Høyere sysselsetningsvekst og lønnsvekst samt noe lavere rentebane enn lagt til grunn sist, bidrar til sterkere vekst i husholdningenes disponible realinntekter både i år og fremover. Veksten i det private konsumet anslås til 6 prosent i år. Dette er $1\frac{1}{4}$ prosentenheter høyere enn i forrige rapport. Også neste år venter vi en høyere vekst i det private konsumet enn sist. Noe

Figur 3 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i PPR 2/07 med usikkerhetsvifte og produksjonsgapet i referansebanen i PPR 3/07 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10



Kilde: Norges Bank

Figur 4 Anslag på KPI-JAE i referansebanen i PPR 2/07 med usikkerhetsvifte og KPI-JAE i referansebanen i PPR 3/07 (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 3/07. Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 2/07 i parentes

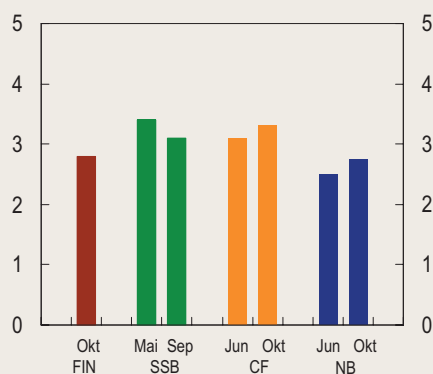
	2007	2008	2009	2010
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	5¼ (1¼)	3¼ (¼)	2 (-¼)	2¼ (0)
BNP Fastlands-Norge	5¼ (1)	2¼ (¼)	1¼ (-¼)	2 (-¼)
Sysselsetting	3½ (¾)	1¼ (¼)	¼ (¼)	0 (0)
AKU-ledighet (rate)	2½ (0)	2½ (-¼)	3 (-¼)	3½ (-¼)
KPI-JAE ¹⁾	1½ (0)	1¾ (-¼)	2¼ (-¼)	2½ (0)
KPI	¾ (0)	3¼ (¼)	2¼ (-¼)	2½ (0)
Årslønn ²⁾	5½ (0)	5¾ (¼)	5¼ (½)	5 (½)

¹⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

²⁾ Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Prognosene inkluderer anslåtte kostnader i 2007 knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon

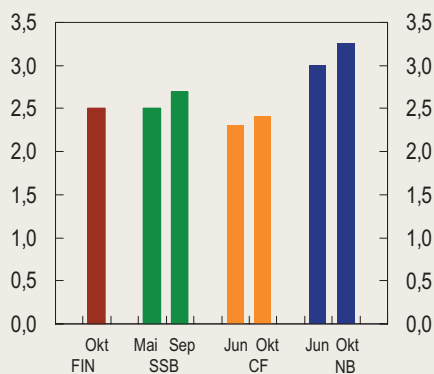
Kilde: Norges Bank

Figur 5 BNP Fastlands-Norge. Anslag for 2008 publisert før PPR 2/07 og 3/07. Prosentvis vekst



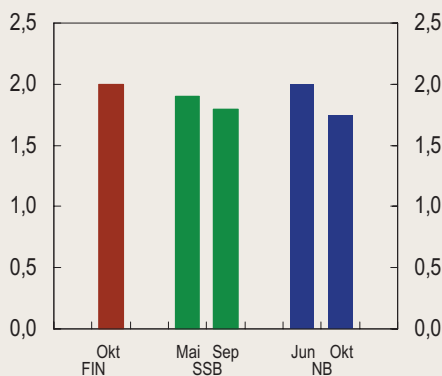
Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Økonomiske analyser 3/2007 og 4/2007, Consensus Forecasts juni og oktober 2007, Pengepolitisk rapport 2/07 og 3/07

Figur 6 KPI. Anslag for 2008 publisert før PPR 2/07 og 3/07. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Økonomiske analyser 3/2007 og 4/2007, Consensus Forecasts juni og oktober 2007, Pengepolitisk rapport 2/07 og 3/07

Figur 7 KPI-JAE. Anslag for 2008 publisert før PPR 2/07 og 3/07. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2008, Økonomiske analyser 3/2007 og 4/2007, Pengepolitisk rapport 2/07 og 3/07

lavere vekstimpulser utenfra og sterkere kronekurs bidrar til lavere eksportvekst i år og neste år. Til tross for lavere anslått eksportvekst ventes importveksten å holdes oppe i år og neste år grunnet sterkere vekst i innenlandsk etterspørsel.

Anslagene for veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) anslås noe lavere for perioden fram til 2009 i forhold til forrige rapport, mens anslaget for 2010 er uendret, se figur 4. Dette gjenspeiler på den ene siden noe høyere anslått innenlandsk prisvekst som følge av høyere kapasitetsutnyttning og sterkere innenlandsk kostnadsvekst, og på den andre siden noe lavere importert prisstigning på grunn av sterkere kronekurs. Som sist ventes KPI å ta seg markert opp fra et svært lavt nivå i år som følge av stort fall i strømprisene i år og utsikter til høyere strømpriser. Anslaget for KPI er justert opp med ¼ prosentenheter for 2008 sammenliknet med forrige rapport.

Andre institusjoners anslag

Vårt anslag på den økonomiske veksten i 2008 er på linje med anslaget fra Finansdepartementet og noe lavere enn anslagene fra Statistisk sentralbyrå og gjennomsnittet i Consensus Forecasts, se figur 5. Vi anslår veksten i Fastlands-Norge til 2¾ prosent neste år. Da Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag i begynnelsen av september, anslo de BNP-veksten for Fastlands-Norge til 3,1 prosent i 2008. Dette er lavere enn anslaget i slutten av mai på 3,4 prosent. Finansdepartementet anslår i Nasjonalbudsjettet 2008 en BNP-vekst på 2,8 prosent neste år. Det gjennomsnittlige anslaget for BNP-veksten fra Consensus Forecasts er oppjustert fra 3,1 prosent i juni til 3,3 prosent i oktober.

I denne rapporten anslår vi at prisveksten målt ved KPI vil bli 3¼ prosent neste år, se figur 6. Finansdepartementet anslår en vekst i KPI på 2½ prosent. Siden mai har Statistisk sentralbyrå hevet sitt anslag for veksten i KPI i 2008 med 0,2 prosentenheter til 2,7 prosent. Det gjennomsnittlige anslaget for KPI-veksten fra Consensus Forecasts er også noe oppjustert, fra 2,3 prosent i juni til 2,4 prosent i oktober. Prisveksten målt ved KPI-JAE anslås til 1¾ prosent for neste år i denne rapporten, se figur 7. Finansdepartementet anslår veksten i KPI-JAE til 2 prosent. Siden mai har Statistisk sentralbyrå redusert sitt anslag for veksten i KPI-JAE i 2008 med 0,1 prosent til 1,8 prosent. Consensus Forecasts samler ikke inn anslag på KPI-JAE.

Finansdepartementets anslag ble offentliggjort 5. oktober 2007. Statistisk sentralbyrå publiserte sine anslag 31. mai og 6. september. Consensus Forecasts samlet inn sine anslag 11. juni og 8. oktober. Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene, være ulik.

Oversikt over utdypinger 2003-2007

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
Virkninger av høy oljepris på verdensøkonomien*

2 / 2005:

Utviklingen i kronekursen

1 / 2005:

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

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 kronekursen til prisene på importerte konsumvarer
Virkninger 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 kronekursen
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 2/07

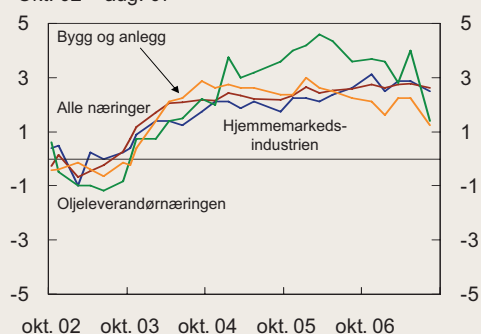
I kontaktrunden som ble gjennomført i august, hadde vi til sammen samtaler med om lag 280 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region finnes på Norges Banks internettsider. Sammendraget nedenfor er basert på regionale rapporter fra institusjonene som er ansvarlige for de forskjellige regionene, og er ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen.

Etterspørsel, produksjon og markedsutsikter

Virksomhetene i vårt regionale nettverk rapporterer om fortsatt god vekst i etterspørsel og produksjon i alle næringer, men veksten er litt lavere enn før sommeren, se figur 1. Bedriftenes forventninger for det neste halve året indikerer fortsatt god vekst, men den forventede veksttakten har falt noe. I flere næringer rapporteres det at mangel på ledig kapasitet har begrenset veksten og vil begrense mulighetene for vekst fremover.

I hjemmemarkedsindustrien er det solid vekst, og veksten er bredt basert. Veksten er sterkest for leverandører til bygg og anlegg og for underleverandører til oppdretts- og offshorenæringen. Samlet sett er det et høyt aktivitetsnivå, og det er forventninger om at veksten vil holde seg oppe de kommende 6 måneder. Eksportindustrien melder om fortsatt bra vekst i etterspørsel og produksjon. Industri som leverer til skipsbyggingsindustrien og offshorerelaterte virksomheter har også høy vekst. Den gode utviklingen ventes å fortsette også 6 måneder fram.

Figur 1 Norges Banks regionale nettverk. Vekst i etterspørsel og produksjon. Indeks¹⁾. Okt. 02 – aug. 07



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

Kilde: Norges Bank

I oljeleverandørnæringen har veksttakten avtatt sammenliknet med tidligere. Det skyldes at de store prosjektene Snøhvit og Ormen Lange nå er i ferd med å fases ut, kombinert med forsinkelser på andre større prosjekter. Offshorerederier og utstyrproducenter har spesielt sterk vekst. Aktiviteten på offshoreverftene er høy og det er ikke kapasitet til videre vekst. Som følge av kapasitetsproblemer synes det ikke å være rom for mer enn moderat vekst på 6 måneders sikt.

I bygg og anlegg er det fortsatt vekst, men veksttakten er den laveste siden høsten 2003. Mange bedrifter understreker at det ikke er etterspørselen som begrenser veksten, men deres evne og vilje til å vokse. Kapasitetsutnyttningen er svært høy og ytterligere vekst synes vanskelig med dagens stramme arbeidsmarked. Mange ønsker heller ikke å bygge opp for stor kapasitet, men konsentrerer seg heller om å opprettholde god lønnsomhet på prosjektene. Veksten i boligbygging synes å ha stoppet opp i alle regioner, men det oppveies helt eller delvis av veksten i næringsbygg. Flere regioner rapporterer om god vekst i oppdrag for offentlig sektor.

Varehandel og tjenesteyting mot næringslivet er næringene som har sterke vekst. I varehandel rapporteres det at veksten har tiltatt gjennom året. Veksten er bredt basert. Fortsatt vokser byggevarer, selv etter sterk vekst i lang tid. Det er spesielt høy vekst i salget av biler, møbler og elektriske artikler. Kontaktene forventer at den høye veksten skal fortsette også et halvt år fram.

I tjenesteyting rettet mot næringslivet er det høy vekst. Det rapporteres om vekst i de fleste bransjer, men som tidligere i år er det forretningsmessig og finansiell tjenesteyting som i størst grad bidrar til veksten. Dette gjelder bransjer som revisjon, økonomisk rådgivning og advokat-tjenester. Transportbransjen opplever sterk vekst i etterspørselen, men mangel på kapasitet begrenser veksten. Kapasitetsproblemer i mange bransjer gir fortsatt sterk vekst for bemanningsbransjen. Markedsutsiktene er preget av optimisme og fortsatt tro på vekst, men mange rapporterer at lite ledig kapasitet vil begrense veksten fremover. Tjenesteyting mot husholdningene har noe lavere vekst enn tjenesteyting mot næringslivet. Det rapporteres om god til sterk vekst for telekom, bank, restaurant og velvære, men mer moderat vekst for eiendomsmegling og reiseliv.

Kapasitetsutnyttning, arbeidsmarked og investeringer

61 prosent av kontaktene i intervjurunden i august oppgir at de vil ha problemer med å møte en eventuell etterspørselsvekst, se figur 2. 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 tilstrammingen på arbeidsmarkedet har stoppet opp. Det understrekes imidlertid at arbeidsmarkedet er svært stramt og at turnover blant de ansatte øker. Mange industrivirksomheter peker også på at fysiske begrensninger som produksjonskapasitet og tilgang på råvarer og andre leveranser begrenser produksjonsveksten. Bygg og anlegg er fortsatt den næringen som har minst ledig kapasitet. Knapphet på ingeniører og prosjektledere er det største problemet her, men også andre fagfolk er vanskelig å skaffe. I tjenesteyting er det mangel på arbeidskraft innen mange yrkeskategorier som for eksempel revisorer, økonomer, ingeniører, arkitekter og advokater. Det er også mangel på arbeidskraft med lavere utdanning.

Det meldes om moderat vekst i investeringsplanene ett år fram i tid i alle næringene. Samlet sett synes det å være lavere vekst i investeringsplanene nå enn tidligere i år. I industrien derimot har kontaktene planer om større vekst i investeringene enn i vår. Det investeres både i økt kapasitet og i automatisering for å effektivisere produksjonen. I varehandel og offentlig sektor planlegges det ikke vekst i investeringene, men nivået er høyt.

Sysselsetting

Det høye aktivitetsnivået har bidratt til en markert økning i sysselsettingen. Fortsatt er det sterkest vekst i tjenesteyting. Virksomhetene planlegger vekst de kommende tre måneder i samme takt som tidligere i år, men mange av kontaktene sier det er knyttet usikkerhet til dette på grunn av problemer med tilgangen på arbeidskraft.

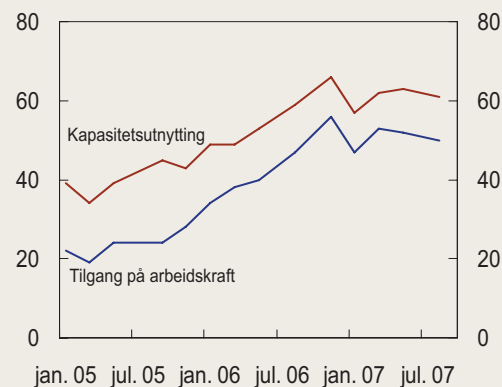
Kostnader, priser og lønnsomhet

Forventningene til årslønnsveksten har steget gjennom hele 2007 for alle næringer. Sammenliknet med før sommeren forventer kontaktene en halv prosentenheter høyere lønnsvekst nå. I gjennomsnitt forventes en årslønnsvekst inneværende år på 5½ prosent. Forventningene varierer mellom 5 og 6 prosent innen de ulike næringene. Bygg og anlegg og tjenesteyting venter høyest vekst.

Det har vært god vekst i utsalgsprisene de siste 12 månedene og veksten er den sterkeste som er registrert hittil i regionalt nettverk. Veksten er sterkest i bygg og anlegg og tjenesteyting mot næringslivet. I forhold til tidligere runder i år tror færre at prisveksten tiltar fremover, se figur 3. 22 prosent av kontaktene denne runden forventer sterkere prisvekst kommende tolv måneder, mens 32 prosent tror den blir svakere. Det er i varehandel det er flest kontakter som forventer sterkere vekst, mens det er færrest i bygg og anlegg. Størst endring finner vi i bygg og anlegg hvor det nå er betydelig flere som forventer avtakende prisvekst.

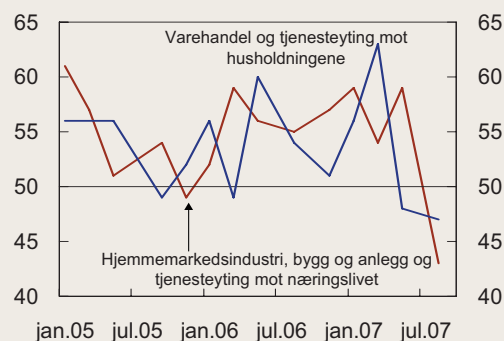
Lønnsomheten vokser i alle næringer, men det rapporteres om lavere vekst enn tidligere i år. Sterkest vekst er det i oljeleverandørnæringen, mens varehandelen og eksportindustrien har svakest utvikling.

Figur 2 Norges Banks regionale nettverk. Kapasitetsutnyttning og tilgang på arbeidskraft. Andel som svarer at de har problemer med å møte en etterspørselsøkning. Prosent. Jan. 05 – aug. 07



Kilde: Norges Bank

Figur 3 Norges Banks regionale nettverk. Forventninger til vekst i utsalgspriser i enkelte næringer neste 12 mnd. Diffusjonsindeks¹⁾



¹⁾ Andel som forventer høyere prisvekst + (0,5 * andel som forventer uendret prisvekst)

Kilde: Norges Bank

Bedrifter og organisasjoner som har vært kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 3/07

7. himmel AS
ADCom Data AS
Adecco Norge AS
Advokatfirmaet Mageli ANS
AF Gruppen ASA
Ahead Frisør
Aker Brattvåg AS
Aker Kværner IPEC AS
Aker Kværner Stord AS
Aker Seafoods J. M. Johansen AS
Aksel Endresen Transport AS
Alfr. Nesset AS
Alta kommune
Alu-rehab AS
Alvdal Skurlag AL
Alvdal Tynset Sport AS
Apropos Internett AS
Arctic Seafood Holding AS
Arendal Auto AS
Arne Johannesen konditori AS
Asator AS
Atelier Ekren AS
Aukra Auto
Avishuset Firda AS
Aviv Capinor AS
B&T Låsservice AS
Bakke EI-installasjon AS
BecoTek AS
Bergans Fritid AS
Big Horn Steak House Norge AS
Bilia AS
Bjerge ASA
BoligPartner AS
Borregaard
Br. Reme AS
Bravida Norge AS
Brunvoll AS
Brødrene Flaarønning AS
Brødrene Harsjøen AS
Brødrene Pedersen AS
Bulldozer Maskinlag Entreprenør AS
Buskerud sentralsykehus
Byggkjøp Farsund Bygg
Byggmaker Norgros
Byggmester Markhus AS
Byggmo eiendom AS
Byggservice Nord- Østerdal AS
Børset og Bjerkset AS
Capgemini Norge AS
Chiron AS
Choice Hotels Scandinavia AS
Coop Elektro
Coop Sogn og Fjordane BA
Coop Sunndalsøra
Corrocean AS
Daldata AS
Deal AS
Dedicare AS
Deloitte Stavanger
DnB NOR Eiendom AS
DnB NOR Eiendom AS, avd. Alta
DNH Den Norske Høytalerfabrikk AS
Dolly Dimple AS
E A Smith AS
EDB Gruppen Norge AS
Eiendomsformidlingen AS
Eiendomsmegler 1 SR-Eiendom AS
Eiendomsmegler Vest AS
Elektro AS
Elkem Aluminium ANS avd. Mosjøen
Elkem Thamshavn
Elkjøp Norge Forus
Elmo
Eltel Networks AS
Elverum kommune
ErgoGroup AS
Ernst & Young Tromsø
Ernst & Young Rogaland
Eurospar Sogndal
Expert ASA
Fabelaktiv AS
Fatland AS
FAV Gruppen AS
Figgjo AS
Finnøy Gear & Propeller AS
Fitjar kommune
Fjeldseth AS
Flora kommune
Fløibanen AS
Fokus Bank Bedriftsmarked
Forestia AS
Fosen Trafikklag ASA
Friskhuset AS
Fædrelandsvennen AS
Gausdal Landhandleri AS
Geomatikk AS
Gjensidige Forsikring avd. Bodø
Gjøco AS
Glen Dimplex Nordic AS
Gresvig ASA
GRO Industrier AS
Hammerfest kommune
Hank Sport AS
Havkrefter AS
Hedmark fylkeskommune
Heimdal Eiendomsmegling
Helgeland Plast AS
Helkama Grepa AS
Helse Bergen HF
Helse Nord RHF
Hennig-Olsen is AS
Herøy kommune
Hunderfossen Familiepark AS
Hunton Fiber AS
Hydro Aluminium Structures Raufoss AS
Hydro Olje og Energi
IBM Norge
Idecon AS
Industriverktøy AS
Innvik Sellgren Industrier AS
Intersport Sortland AS
Island Offshore AS
ISS Norge AS
It Partner AS, Tromsø
Ivar Mjåland, Mandal
JCDecaux
Johs Lunde transport & spedisjon AS
Jonas B. Gundersen
Jotun AS
Julius Jakhelln AS
K. Lund AS
KBS kjøpesenter
Kitron Arendal AS
Klepp Sparebank AS
Komplett ASA
Kongsberg Gruppen ASA
Kongsberg Spacetec AS
Kontali Analyse AS
Kraft Foods avd. Disenå
Kremmertorget kjøpesenter
Kristiansand kommune
Kristiansund kommune
Krogsveen Hamar AS
Krogsveen Raknes
Kruse Smith AS, region vest
Kvestor Pro AS
Langset AS
Leiv Eriksson Nyformidling AS
Leksvik kommune
Lillehammer kommune
Lindex AS
Linjebygg Offshore AS
Litra AS
L'Oréal Norge AS
LPO arkitektur & design AS
Lycro AS
Lyse Energi AS
Maihaugen
Majas Salong
Malvik kommune
Mascot Electronics AS
MaxMat AS
Melhus kommune
Melhus Sparebank
Mesta AS
Mester Grønn AS
Midtre Gauldal kommune
Moelven Limtre AS
Moelven Nordia
Moss kommune
mpDesign AS
Mørenot AS
N.W Damm & Søn AS
NAV Aust-Agder
NCC Construction AS
Nilsson AS
Norac AS
Nor-Cargo AS avd. Stavanger
Norcem AS
Norconsult AS
Nordea Bank Norge ASA
Nordic Comfort Products AS
Nordic Sales Group AS
Nordland Betongindustri AS
Nordlandsbanken ASA
Norgesgruppen ASA
Norgesmøllene DA
Norisol Norge AS
Norpower Brødr. Malo AS
Norsk Sjømat AS
Norsvin
Nortura BA Fjærfedivisjonen
Notar Eiendom Nordland AS
Notar Eiendom Telemark og Vestfold
Nycomed Pharma AS
Nymo AS
Nøsted Kjetting AS
Obos
Olaf Olsens Snekkerfabrikk AS
Olav Thon Eiendomsselskap ASA
Olympic Shipping AS
Optimera AS, Sør
Oracle Norge AS
Orkdal Installasjon AS
Orkidéekspressen AS
Os Husdyrmerkefabrikk AS
Partner Mote AS
Plantasjen Norge AS
Porsgrunds Porselænsfabrik AS
Proffice AS
Prognosecenteret AS
Prosjekt og teknologiledelse AS
Protan AS
PS Data
Quality Hotel Hafjell AS
Radisson SAS Caledonien Hotell
Radisson SAS Hotell Norge
Randaberg kommune
Rapp Bomek AS
REC SiTech AS
Restech Norway AS
Retro AS
Revisorkonsult AS
Rica Hotels Finnmark
Ringerike kommune
Ringnes AS
Rolls-Royce Marine AS
Safari AS
Sandefjord kommune
Savalen Drift AS
SinkaBerg-Hansen AS
Skagen Brygge Hotell AS
Skanem Moss AS
Skedsmo kommune
Skeie AS
Skipsteknisk AS
Solstrand AS
Sparebank 1 Moss
Sparebank 1 Oslo AS
Sparebanken Hedmark
Sparebanken Sogn og Fjordane
Statens Vegvesen Region Sør
Stillasservice AS
Stjern AS
Stokke Gruppen AS
Strand Sea Service AS
Støren Trelost AS
Sult AS
Sveins Auto AS
Sykehuset i Vestfold HS
Systemhus Norge AS
Sør-Norge Aluminium AS
T. Johansen Drift AS
Tannum Møbler AS
Tannum Tekstil AS
Teeness ASA
Teknisk Bureau AS
Telenor Mobil AS
Thommessen Krefting Greve Lund AS
Ticket.no
Tine BA
Tine Meierier Sør BA
TKS AS
Trafikk & Anlegg AS
Trebetong AS
Trehuseksperten AS
Trend-trim
Trondheimsfjorden interkommunale havn
Tvedestrand kommune
Tynset kommune
Ullevål sykehus
Union Hotel
Vakt Service Nord AS
Valldal Høvleri AS
Veidekke Entreprenør AS Indre Østland
Vestvågøy kommune
WellDynamics Norge AS
West Contractors AS
Westco miljø AS
Westnøfa Industrier AS
Windy Boats AS
Østerdal Billag AS
Østereng & Benestad AS

Vedlegg II Tabeller, figurer og detal- jerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente ¹⁾	Endring
13. mars 2008		
23. januar 2008		
12. desember 2007		
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
1998		2,7	4,1	2,8	3,4	9,4	22,2	6,5	8,8
1999		2,0	2,6	3,7	3,1	0,2	-13,0	3,5	-1,6
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	0,2	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	4,5	3,3	1,8	9,1	19,1	6,7	8,6
2006		2,8	4,6	4,4	3,3	8,0	4,4	9,8	8,2
2006 ²⁾	1.kv	0,7	0,8	1,8	2,0	-6,3	-10,8	3,0	-1,2
	2.kv	0,2	0,8	1,3	0,7	7,9	3,8	3,2	4,3
	3.kv	1,6	1,5	1,1	0,7	-4,1	9,3	1,7	0,5
	4.kv	0,4	1,2	1,0	0,6	7,5	-0,8	2,8	3,0
2007	1.kv	0,8	1,6	3,0	0,6	-2,3	-7,9	0,8	1,7
	2.kv	0,9	1,3	0,9	0,1	2,3	9,4	1,7	1,7
Nivå 2006, mrd kroner		2152	1563	874	418	286	95	384	610

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⁾
1998		2,3			2,9	2,0
1999		2,3			2,3	2,1
2000		3,1			2,3	3,0
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	jan	1,2	1,0	1,1	1,1	1,2
	feb	0,8	1,1	0,6	1,3	0,8
	mar	1,1	1,5	0,9	1,7	1,3
	apr	0,3	1,4	0,0	1,5	0,5
	mai	0,3	1,4	0,1	1,5	0,6
	jun	0,4	1,3	0,2	1,4	0,7
	jul	0,4	1,4	0,3	1,5	0,7
	aug	0,4	1,8	0,3	2,0	0,6
	sep	-0,3	1,6	-0,6	1,8	-0,3

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

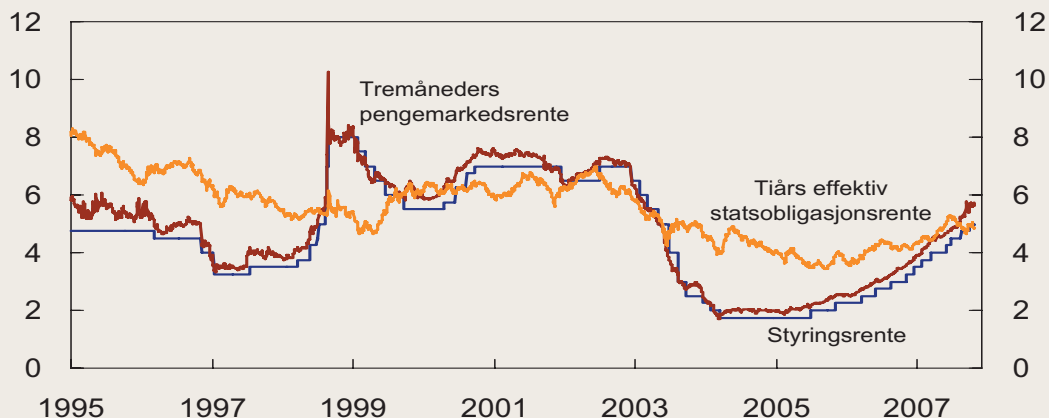
3) KPI-JE: KPI uten energivarer

4) HKPI: Harmonisert konsumprisindeks. Indeksen er basert på internasjonale kriterier utarbeidet av Eurostat

Kilde: Statistisk sentralbyrå

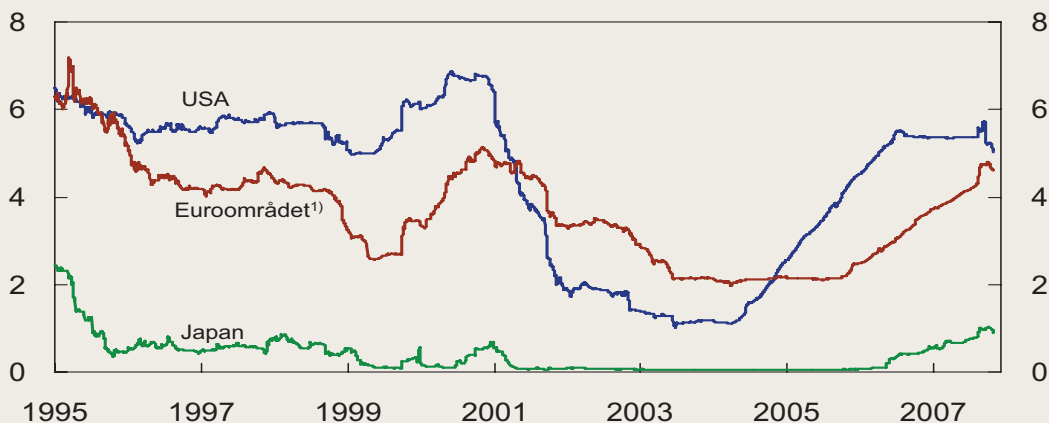
Figurer

Figur 1 Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, styringsrente og tiårs effektiv statsobligasjonsrente. Prosent. Dagstall. 2. jan. 95 – 25. okt. 07



Kilde: Norges Bank

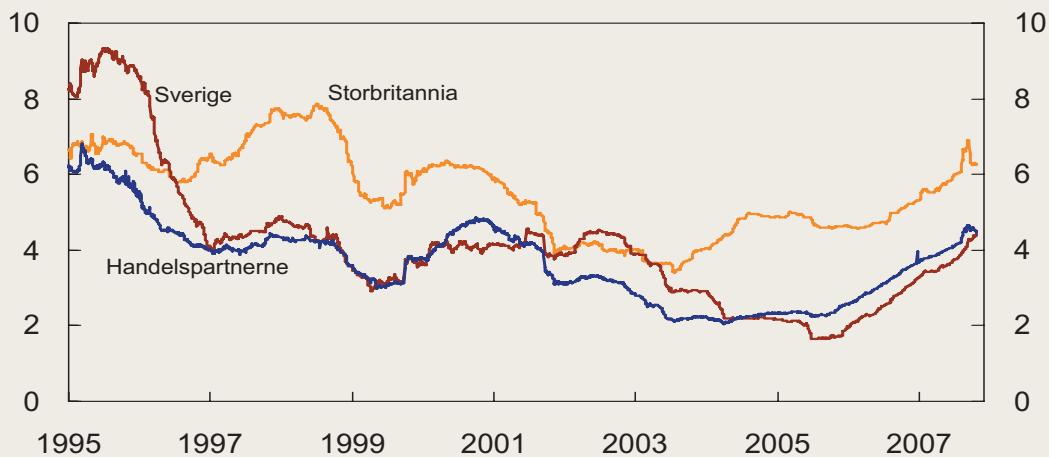
Figur 2 Tremånedersrenter i USA, euroområdet og Japan. Prosent. Dagstall. 2. jan. 95 – 25. okt. 07



¹⁾ Teoretisk ECU-rente t.o.m. des. 98

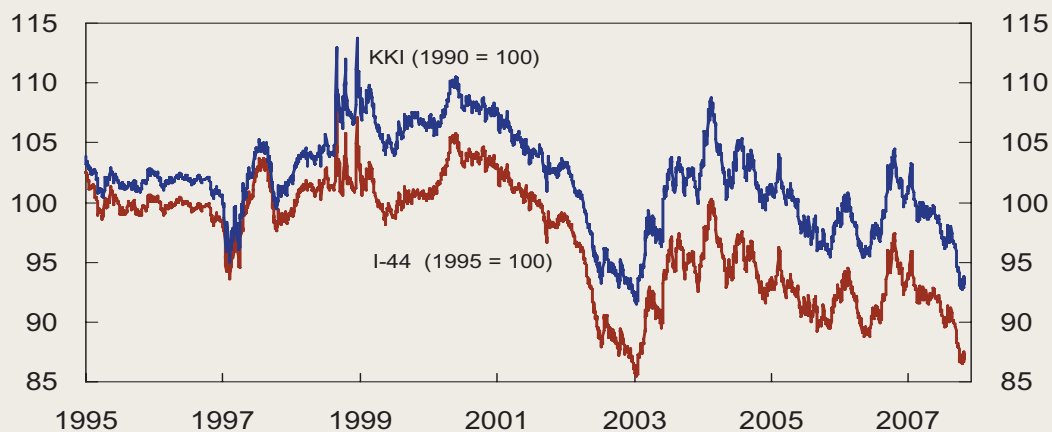
Kilde: Reuters (EcoWin)

Figur 3 Tremånedersrenter i Storbritannia, Sverige og hos Norges viktigste handelspartnere. Prosent. Dagstall. 2. jan. 95 – 25. okt. 07



Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

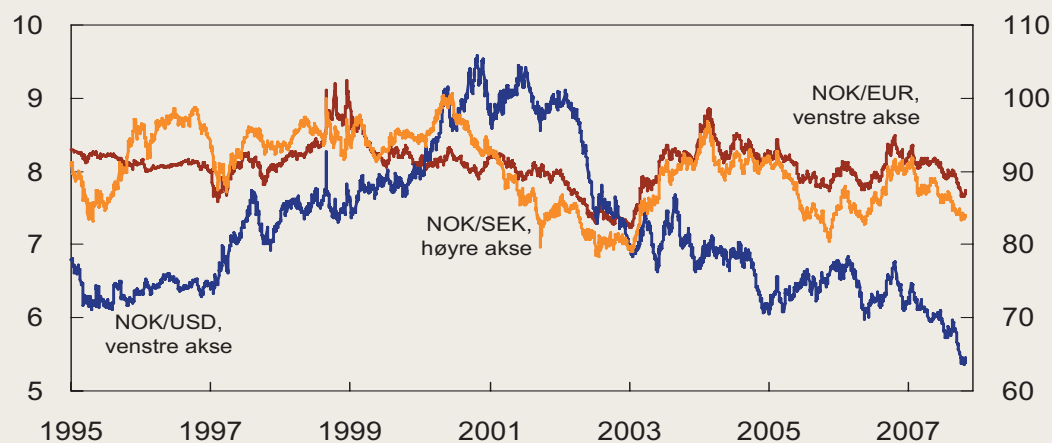
Figur 4 Konkurranskursindeksen (KKI) og importvektet valutakurs (I-44).¹⁾ Dagstall. 2. jan. 95 – 25. okt. 07



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Figur 5 Bilaterale valutakurser.¹⁾ Dagstall. 2. jan. 95 – 25. okt. 07



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2007 – 2010**

	USA	Euro-området	Japan	UK	Sverige	Kina	Handels-partnerne ¹⁾
2006	2,9	2,9	2,2	2,8	4,5	11,1	3,6
Anslag							
2007	2	2½	2	3	3½	11½	3
2008	1¾	1¾	1½	1¾	2¾	10½	2½
2009-10	2¾	2	1½	2¼	2¼	9½	2½

1) Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2007 – 2010**

	USA	Euro-området ¹⁾	Japan	UK	Sverige	Kina	Handels-partnerne ²⁾
2006	3,2	2,2	0,2	2,3	1,4	1,5	1,8
Anslag							
2007	2¾	2	0	2¼	2	4½	2¼
2008	2¼	2	½	2	2	4	2
2009-10	2¼	2	1	2	2	3¼	2

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

2) Importvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilder: Reuters (EcoWin), Eurostat og Norges Bank

Tabell 5 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2006	2006	Anslag			
	2006	2006	2007	2008	2009	2010
Realøkonomi						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	1578	4,7	5¾	3¼	2	2¼
- Privat konsum	874	4,4	6	3½	2	2¼
- Offentlig konsum	418	3,3	3	2¾	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	286	8,0	8¾	3¼	.	.
Oljeinvesteringer ²⁾	95	4,4	7½	7½	7½	7½
Tradisjonell eksport	384	9,8	6½	4	.	.
Import	610	8,2	7¾	4¾	.	.
BNP	2152	2,8	3¼	3¾	1¾	1¾
BNP Fastlands-Norge	1563	4,6	5¼	2¾	1¾	2
Potensielt BNP Fastlands-Norge		3¼	3¾ ³⁾	3¼	3	2¾
Produksjonsgap Fastlands-Norge ⁴⁾		1¼	2¾	2¼	1¼	¾
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting, personer		3,1	3½	1¼	¼	0
Arbeidsstyrke, AKU		1,9	2¼	1¼	¾	½
AKU-ledighet (rate)		3,4	2½	2½	3	3½
Priser og lønninger						
KPI		2,3	¾	3¼	2¼	2½
KPI-JAE ⁵⁾		1,0	1½	1¾	2¼	2½
Årslønn ⁶⁾		4,3	5½	5¾	5¼	5
Rente og valutakurs						
Styringsrente ⁷⁾ (nivå)		2,7	4½	5¼	5¼	5
Importveid valutakurs (I-44) ⁸⁾		92,4	90½	88¼	89½	90¾

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

2) Utvinning og rørtransport

3) Se fotnote side 30

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

5) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for at reduserte maksimalpriser i barnehager reduserer veksten i KPI-JAE med anslagsvis 0,2 prosentenheter i 2006

6) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Anslag på kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon er inkludert i tallene for 2006 og 2007

7) Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

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

· Anslag foreligger ikke

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

B-blad/Economique

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

