

## 3. Økonomisk utsyn over 2009

*De påfølgende kapitlene gir en oversikt over norsk økonomi i 2009, i anledning publiseringen av årstall for 2009 fra nasjonalregnskapet. Året 2009 sto i finanskrisens tegn og var preget av svært ekspansiv finans- og pengepolitikk, i tillegg til ekstraordinære tiltak for å sikre likviditet i finansnæringen. Mens den økonomiske situasjonen ved inngangen til året var preget av sterk nedgangskonjunktur og stor usikkerhet, ble 2009 preget av en tilbakevending til mer normale tilstander både i norsk og internasjonal økonomi.*

### 3.1. Konjunktursituasjonen i Norge ved inngangen til 2009

Ved inngangen til 2009 befant norsk økonomi seg i en bratt nedoverbakke, i kjølvannet av en internasjonal finanskrise. I finansmarkedene verden over var det dramatiske tilstander fra midten av september 2008, da Lehman Brothers gikk konkurs. Pengemarkedene fungerte ikke som normalt, og rentene skjøt i været som følge av sviktende tillit og lav likviditet. I valutamarkedene flyktet investorene til store valutaer, som styrket seg på bekostning av små valutaer som den norske krona. Børskurser og råvarepriser ble mer enn halvert i løpet av høsten.

De første tegnene til omslag i norsk økonomi kom med fall i boliginvesteringer i 2007, som så ble fulgt av nedgang i kjøp av varige forbruksvarer slik at varekonsumet falt i begynnelsen av 2008. Gjennom 2008 ble konjunkturedgangen gradvis sterkere. Gjennom første halvår 2008 økte fortsatt produksjonen målt ved BNP Fastlands-Norge, men veksten var klart bremsset. Fra 2. til 3. kvartal begynte produksjonen å falle, noe som signaliserte et sterkere omslag. Utviklingen etter midten av september 2008 ble imidlertid langt mer dramatisk, og i 4. kvartal 2008 falt produksjonen i fastlandsøkonomien tilsvarende en årlig rate på om lag 5 prosent.

Ifølge KNR fortsatte imidlertid sysselsettingsveksten fram til 3. kvartal 2008, om enn i et klart svakere tempo enn tidligere. Først i 4. kvartal 2008 begynte sysselsettingen å falle, og nedgangen fortsatte inn i 2009. Med dystre framtidsutsikter fryktet myndighetene at ledigheten ville øke mye og raskt. Det motiverte de kraftige tiltakene som ble foreslått i januar 2009, på toppen av et allerede ekspansivt budsjett vedtatt noen måneder tidligere.

Tilbakeslaget i verdensøkonomien påvirket norsk økonomi gjennom flere kanaler. Den umiddelbare følgen var en kraftig oppbremsing i tilbudet av kreditt. Motstykket var en økning i etterspørselen etter sikre statspapirer. Mer usikre papirer, slik som aksjer, falt kraftig i kurs. På Oslo børs hadde aksjekursene falt litt siden sommeren 2008 i tråd med en begynnende konjunkturedgang, men kursene ble om lag halvert gjennom andre halvår 2008. Konjunkturedgangen internasjonalt førte til en nedgang i eksporten av tradisjonelle varer. Flere av våre tradisjonelle eksportnæringer ble også sterkt berørt av prisnedgang på verdensmarkedet. Prisen på råolje, som var unormalt høy sommeren 2008, falt til nær

fjerdeparten av sin toppnotering i noen uker vinteren 2009. Regnet i norske kroner var fallet litt mer moderat som følge av kronesvekkelsen, men likevel så kraftig at det kunne være grunn til å frykte at petroleumsinvesteringene i Norge ville bli kraftig berørt.

Flere forhold skulle imidlertid bidra til å redusere effektene i Norge av den internasjonale nedgangen. Selv om påslaget mellom Norges Banks foliorente og 3 måneders pengemarkedsrente økte under krisen, ble pengemarkedsrenten omtrent halvert fra 3. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009. Etter å ha hevet renten gradvis gjennom 2008 for å motvirke stigende inflasjon, reduserte Norges Bank styringsrenten i raskt tempo da finanskrisen slo ut i september. Pengepolitikken bidro til den betydelige svekkelsen av kronen, noe som gjorde at eksportbedriftene fikk en mye gunstigere prisutvikling målt i norske kroner enn i utenlandsk valuta. Det dempet effekten av den internasjonale nedgangen. Automatiske stabilisatorer i finanspolitikken bidro også til å dempe utslagene. I tillegg ble det iverksatt en rekke tiltak overfor bankene for å sikre deres likviditet og få ned pengemarkedsrenten, og finanspolitikken ble lagt om i ekspansiv retning i flere runder.

### 3.2. Finanspolitikken i 2009

Statsbudsjettet for 2009 la opp til et strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd (SOBU) som innebar at 4 prosent-regelen ble fulgt nærmest eksakt. I forhold til politikken i 2008 innebar dette en ekspansiv impuls tilsvarende 0,7 pst. av BNP Fastlands-Norge.

26. januar 2009 la regjeringen frem den finanspolitiske tiltakspakken (St.prp. nr. 37 (2008-2009)). Alt i alt inneholdt denne pakken tiltak som ifølge Nasjonalbudsjettet 2010 brakte SOBU i 2009 opp til 120,5 mrd. kroner. Tiltakene bak økningene i budsjettunderskuddet gjennom 2009 var i hovedsak reversible, og det ble lagt vekt på at de skulle ha rask sysselsettingseffekt, særlig i de mest utsatte områdene av arbeidsmarkedet. Tiltakspakken inneholdt eksplisitte finanspolitiske tiltak på 20 milliarder kroner utover vedtatt statsbudsjett for 2009. Av dette gikk 16  $\frac{3}{4}$  milliarder kroner til økte utgifter, mens 3  $\frac{1}{4}$  milliarder kroner gikk til skattelettelser for næringslivet. Utgiftsøkningene gikk i all hovedsak til kjøp av varer og tjenester fra privat sektor, spesielt fra bygg- og anleggsnæringen. 6,4 milliarder kroner av utgiftsøkningen ble tilført kommunene.

Tabell 3.1. **Det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet. Anslag fra Nasjonalbudsjettet 2010. Milliarder kroner der intet annet oppgitt**

	2007	2008	2009	2010
Oljekorrigeret underskudd på statsbudsjettet	1,3	11,8	118,1	153,8
- Overføringer fra Norges Bank. Avvik fra beregnet trendnivå	5,6	6,0	6,3	6,3
- Netto renteinntekter. Avvik fra beregnet trendnivå	-5,1	-7,6	-3,0	-4,3
- Særskilte regnskapsforhold	-3,2	-0,1	7,4	0,5
- Aktivitetskorrigeringer	-53,0	-58,8	-22,4	2,8
= Strukturelt oljekorrigeret budsjettunderskudd	57,0	72,2	129,9	148,5
Målt i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge	3,5	4,2	7,2	7,8
Endring fra året før i prosentpoeng	0,1	0,7	3,0	0,6

Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010.

**Boks 3.1 Noen sentrale begreper**

*Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet* på statsbudsjettet viser underskuddet på statsbudsjettet korrigeret for inntekter og utgifter fra petroleumsvirksomheten, overføringer fra Norges Bank utover beregnet trendnivå, netto renteinntekter fra Norges Bank og utlandet utover beregnet trendnivå, særskilte regnskapsmessige forhold, samt virkninger på inntekter og utgifter av avvik mellom den faktiske økonomiske aktiviteten og aktivitetsnivået i en nøytral konjunktursituasjon (aktivitetskorrigeringer). Korreksjonene gjøres av Finansdepartementet.

Aktivitetskorrigeringer utføres på følgende måte: For skatter og avgifter beregnes den isolerte effekten på budsjettbalansen av at veksten i skattegrunlaget avviker fra trendutviklingen. Korreksjonen er ulik for ulike skattearter. For bilavgifter utføres særskilte beregninger av hvordan budsjettet påvirkes av at førstegangsregistreringen av biler avviker fra en trendmessig utvikling. I tillegg korrigeres dagpengeutbetalingene ved å ta utgangspunkt i avvik fra et trendberegnet ledighetsnivå. Ved høyere ledighet enn dette, korrigeres balansen for beregnede ekstrautgifter til ledighetstrygd, og tilsvarende ved lavere ledighet.

Indikatoren for *den underliggende realveksten i statsbudsjettets utgifter* er basert på statsbudsjettets utgifter fratrukket utgifter til petroleumsvirksomheten, dagpenger og renteutgifter. I tillegg er det korrigeret for regnskapsmessige forhold som påvirker sammenliknbarheten av budsjettallene for påfølgende år.

*Offentlig forvaltnings netto finansinvesteringer* uttrykker den transaksjonsbaserte endringen i forvaltningens netto fordringer overfor husholdninger, foretak og utlandet. Netto finansinvesteringer fremkommer som differansen mellom offentlig forvaltningens totale inntekter og utgifter. Nasjonalregnskapets definisjon er: Netto finansinvesteringer = Bruttosparing - Brutto realinvestering i fast realkapital - Netto kjøp av tomt og grunn - Netto kapitaloverføringer.

Netto finansinvesteringer for offentlig forvaltning er summen av netto finansinvesteringer i stats- og kommuneforvaltningen. For statsforvaltningen omfatter begrepet i tillegg til statsbudsjettet og Statens pensjonsfond utland overskuddet på andre stats- og trygderegnskaper, blant annet Statens pensjonsfond – Norge og andre statlige fond. Kapitalinnskudd i den løpende forretningsdriften kommer også i tillegg.

Netto finansinvesteringer i offentlig forvaltning oppgis i påløpt verdi. Dersom netto finansinvesteringene i stats- og kommuneforvaltningen oppgis i bokførte verdier, må det derfor korrigeres for forskjellen mellom bokførte og påløpte skatter. Bokført skatt er skatt som er innbetalt i en gitt periode, mens påløpt skatt er den skatt som er utlignet, men ikke nødvendigvis innbetalt i den samme perioden.

Den ekspansive finanspolitikken ble ytterligere forsterket gjennom vedtakene i forbindelse med behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett i mai 2009. Ifølge anslag i Nasjonalbudsjettet 2010 økte disse til sammen SOBU med 9,5 milliarder kroner, til 130 milliarder. Bak denne økningen lå relativt få nye tiltak, utover en økning på 1 milliard kroner i rammeoverføringene til kommunene. Det meste av budsjettsvekkelsen skyldtes nedjustering av anslagene på skatte- og utbytteinntekter, og oppjustering av utgifter til dagpenger, sykepenger og andre trygdeytelser.

Tabell 3.2 beskriver nærmere endringene i hovedkomponentene i statsbudsjettets oljekorrigerede underskudd gjennom 2009. Informasjon fremkommet etter utarbeidelsen av Nasjonalbudsjettet 2010 frem til nysalderingen i St.prp. nr. 61, har økt anslaget for de strukturelle skatte- og avgiftsinntektene i 2009 med ca. 3 milliarder kroner. Sammen med andre revisjoner av inntekts- og utgiftsanslagene i forbindelse med nysalderingen av statsbudsjettet for 2009, er SOBU i 2009 anslått til 124,4 milliarder, vel 33 milliarder kroner høyere enn 4 prosent av kapitalen i Statens pensjonsfond utland ved inngangen til fjoråret.

Ifølge anslag i St.prp. nr. 61 falt overskuddet på statsbudsjettet, inklusive inntektene fra petroleumsvirksomheten, fra 404,1 til 166,6 milliarder kroner fra 2008 til 2009. I 2009 utgjorde netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten 273,8 milliarder kroner. Anslaget på det oljekorrigerede underskuddet er dermed 107,2 milliarder kroner, mot 11,8 milliarder i 2008. Siden salderingen av statsbudsjettet for 2009 høsten 2008, er anslaget på det oljekorrigerede underskuddet økt med 58,6 mrd. kroner.

Den reelle, underliggende utgiftsveksten på statsbudsjettet fra regnskapet for 2008 til 2009 ble i St.prp. nr. 61 anslått til 6,7 prosent. Et inntrykk av styrken i utgiftsøkningene i løpet av 2009 får man ved å sammenligne med det tilsvarende vekstanslaget i Nasjonalbudsjettet 2009 på 2,5 prosent.

Siste anslag fra Finansdepartementet tilsier at Statens totale inntekter falt fra 1 183 milliarder kroner til 1040 milliarder kroner fra 2008 til 2009. Dette fallet skyldes i det alt vesentlige et fall i statens inntekter fra petroleumsvirksomhet. Inntekter utenfor petroleumsvirksomhet falt med 3,4 milliarder kroner. I en normal

konjunktursituasjon ville inntektene ha økt. For bredere omtale av offentlig forvaltnings inntekter, se kapittel 5.

Markedsverdien av kapitalen i Statens pensjonsfond utland ble i Nasjonalbudsjett 2010 anslått til 2 597 milliarder kroner ved utgangen av 2009. Ved utgangen av november viste imidlertid Norges Banks balanse at fondets verdi var 2 591 milliarder kroner. Til sammenligning var fondets verdi 2 280 milliarder kroner ved utgangen av 2008. Netto innskudd til fondet, samt renter og aksjeutbytte fra fondet, står for 275 milliarder av denne økningen. Til sammenligning anslår SSB offentlig forvaltnings samlede netto finansielle fordringer til 3 551 milliarder kroner ved utgangen av 2009, se boks 5.1.

### 3.3. Pengepolitikk og finansiell stabilitet

Retningslinjene for pengepolitikken er fastlagt i forskrift av 29. mars 2001. Der heter det blant annet: «Det

Tabell 3.2. Endringene i komponentene i statsbudsjettets oljekorrigerte underskudd gjennom 2009

Oljekorrigert underskudd i nysaldert budsjett 2009	107 221
- Oljekorrigert underskudd i saldert budsjett 2009	48 650
= Endring Oljekorrigert underskudd	58 571
Netto inntektsendringer, herav	-31 614
Skatter og avgifter	-21 041
Renteinntekter	-3 849
Andre inntektsendringer (netto)	-6 723
Netto utgiftsendringer, herav	26 957
Dagpenger til arbeidsledige	4 597
Renteutgifter	389
Andre utgiftsendringer (netto)	21 971

Kilde: Finansdepartementet, St.prop. 61, 2009-2010.

Tabell 3.3. Hovedtall for statsbudsjettet og Statens pensjonsfond utland. Anslag fra Nasjonalbudsjettet 2010 og St.prp.nr.61 (2009-2010). Milliarder kroner<sup>1</sup>

	2007 <sup>2</sup>	2008 <sup>2</sup>	2009 <sup>3</sup>	2010 <sup>4</sup>
Totale inntekter	1 030,1	1 182,6	1 040,4	974,1
Inntekter fra petroleumsvirksomhet	337,4	437,7	298,9	244,8
Inntekter utenom petroleumsinntekter	692,7	744,9	741,5	729,3
- Totale utgifter	715,1	778,6	873,9	907,5
Utgifter til petroleumsvirksomhet	21,2	21,8	25,1	24,4
Utgifter utenom petroleumsvirksomhet	694,0	756,7	848,7	883,1
= Overskudd før overføring til statens petroleumsfond	315,0	404,1	166,5	66,6
- Netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten	316,4	415,9	273,8	220,4
= Oljekorrigert overskudd	-1,3	-11,8	-107,2	-153,8
+ Overført fra Statens pensjonsfond - Utland	2,8	8,4	107,2	153,8
= Overskudd på statsbudsjettet	1,5	-3,4	0,0	0,0
+ Netto avsatt i Statens pensjonsfond - Utland	313,6	407,5	166,5	66,6
+ Renter og utbytte, Statens pensjonsfond	78,4	103,1	108,4	105,6
= Samlet overskudd på statsbudsjettet og i Statens pensjonsfond	393,5	507,2	275,0	172,2

<sup>1</sup> Tall for 2007 og 2008 kan avvike fra tilsvarende tall fra Statistisk sentralbyrå pga. ulikt informasjonsgrunnlag og definisjonsforskjeller.

<sup>2</sup> Regnskap 2007 og 2008. Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010, St.meld. nr. 1 (2009-2010).

<sup>3</sup> Anslag 2009. Kilde: St. Prp. Nr. 61 (2009-2010).

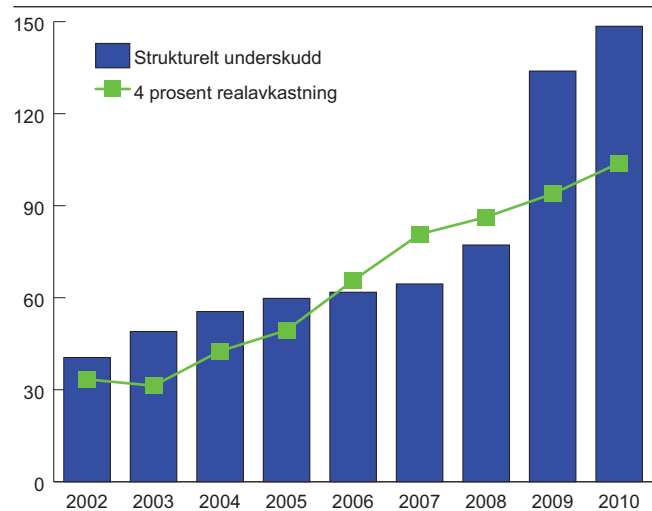
<sup>4</sup> Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010.

Kilde: Finansdepartementet.

operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser.» Videre sies det at pengepolitikken skal sikte mot «stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.»

I utøvelsen av pengepolitikken legger Norges Bank vekt på utviklingen i inflasjonen målt ved forskjellige

Figur 3.1 Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland og strukturelt, oljekorrigert underskudd. Mrd. 2010-kroner



Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010.

indikatorer, bl.a. SSBs offisielle konsumprisindeks justert for avgiftsendringer og hvor energivarer er tatt ut (KPI-JAE). Samtidig anvender Norges Bank en fleksibel inflasjonsstyring. Dette innebærer at rentesettingen er framoverskuende, og det legges vekt på forløpet til inflasjonen. Dessuten tas det hensyn til konjunktursituasjonen og utsiktene for produksjon og sysselsetting.

Målt ved KPI-JAE steg prisene med 2,6 prosent fra 2008 til 2009, den samme årsveksten som året før. På årsbasis har dermed veksten i KPI-JAE vært svært nær inflasjonsmålet de to siste årene.

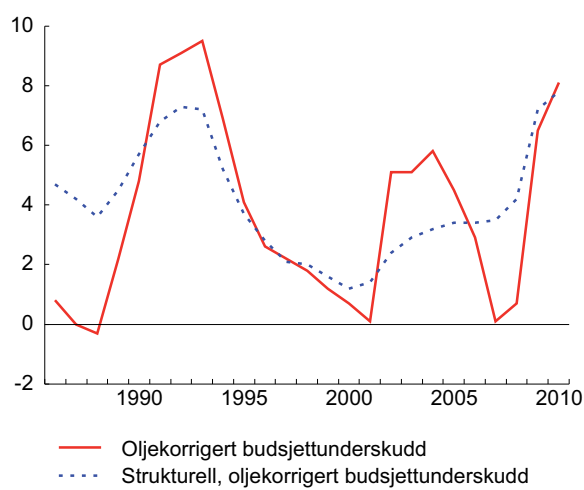
Ved inngangen til 2009 var styringsrenten 3,0 prosent, etter å ha blitt satt ned flere ganger og med til sammen 2,75 prosentpoeng i løpet av siste kvartal 2008. Rentekuttene fortsatte gjennom første halvår 2009, og nådde bunnen på 1,25 prosentpoeng i juni. Dermed var styringsrenta satt ned med hele 4,5 prosentpoeng i løpet av 8 måneder. Ettersom finansmarkedene begynte å normalisere seg og veksten igjen tok seg opp, satte Norges Bank opp igjen styringsrenta 2 ganger i fjerde kvartal 2009, begge gangene med 0,25 prosentpoeng. Dermed var styringsrenta på 1,75 prosentpoeng ved utgangen av 2009.

Tremåneders pengemarkedsrente følger normalt styringsrenta med et påslag. Dette påslaget lå fra 2000 til sommeren 2007 på rundt ¼ prosentpoeng, men har siden vært klart høyere. I siste del av september 2008 var pengemarkedsrenta 7,9 prosent, mer enn 2 prosentpoeng høyere enn styringsrenta. Påslaget falt til om lag ett prosentpoeng ved årsskiftet 2008/2009. Gjennom 2009 har pengemarkedsrenta ligget mellom 0,5 og 1,0 prosentpoeng over styringsrenta. Ved inngangen til 2010 var pengemarkedsrenta 2,2 prosent, slik at påslaget var om lag 0,5 prosentpoeng.

Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente falt fra 7,8 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2008 til 4,2 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2009. I samme periode falt gjennomsnittlig rente på bankinnskudd fra 5,6 prosent til 1,7 prosent. Rentemarginen har dermed økt; fra 2,2 prosentpoeng til 2,5 prosentpoeng. Noe av økningen i rentemarginen skyldes at lån med pant i boliger har blitt ført over fra banker til kredittforetak som følge av ordningen hvor banker kan bytte til seg statspapirer mot sikkerhet i obligasjoner (se nedenfor). Rentemarginen kan splittes opp i innskudds- og utlånsmargin. På grunn av den lave pengemarkedsrenta har innskuddsmarginen vært meget lav i 2009 og ved utgangen av tredje kvartal var den på 0,3 prosentpoeng. På samme tidspunkt var utlånsmarginen på 2,2 prosentpoeng.

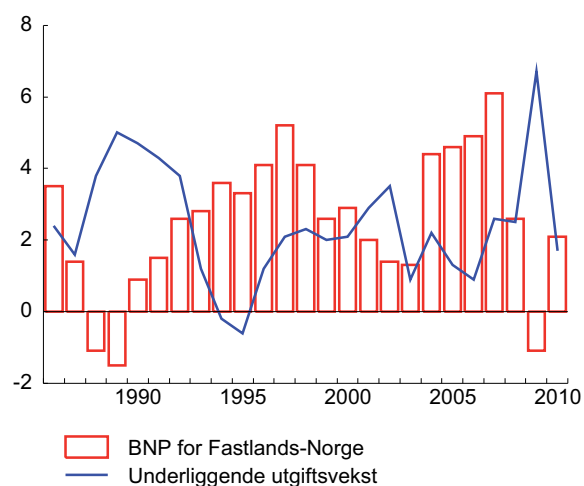
I løpet av 2009 var den innenlandske kredittveksten, målt ved 12-månedersveksten i publikums innenlandske bruttogjeld (K2), på 4,1 prosent. Vi må tilbake til 1995 for å finne en 12-månedersperiode da kredittveksten var lavere. Husholdningens gjeld vokste med 6,7 prosent gjennom 2009, mens ikke-finansielle foretak

Figur 3.2 Budsjetunderskudd som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent



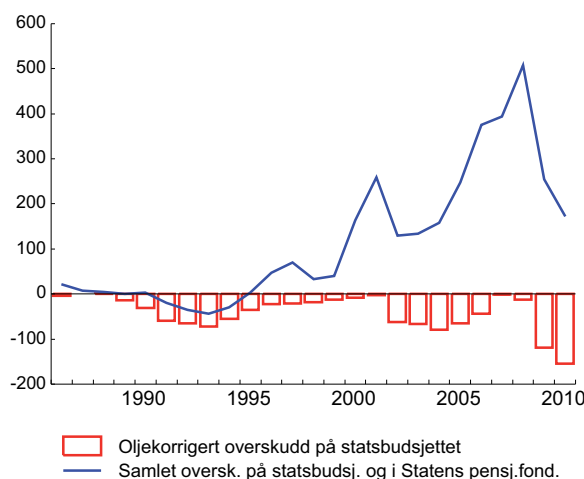
Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010.

Figur 3.3. Statsbudsjettets reelle, underliggende utgiftsvekst og vekst i BNP for Fastlands-Norge. Prosent



Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010.

Figur 3.4. Overskudd på statsbudsjettet og i Statens pensjonsfond<sup>1</sup>. Milliarder kroner



1) Før 2006 Petroleumsfond (Statens pensjonsfond - Utland)  
Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010.

reduerte sin gjeld med 1,4 prosent i samme periode. Kommunene økte sin gjeld med 12,0 prosent i 2009.

Til tross for store renteendringer i pengemarkedet i 2009 endret ikke avkastningen på statsobligasjoner seg mye. I de første 7 månedene i 2009 var avkastningen på statsobligasjoner med 3 års gjennomsnittlig gjenstående løpetid om lag 2,5 prosent, og avkastningen steg til om lag 3,0 prosent de siste 5 månedene i 2009. For statsobligasjoner med 5 års gjenstående løpetid steg avkastningen gjennom året fra 3,0 i januar til 3,5 i desember. Avkastningen på statsobligasjoner med 10 års gjenstående løpetid var om lag 3,75 prosent i de tre første månedene i 2009 og om lag 4,0 prosent de resterende 9 månedene.

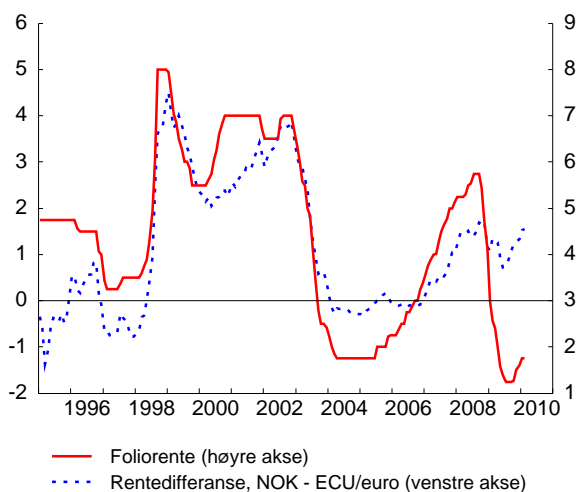
Finanskrisen innebar at bankene fikk problemer med å skaffe finansiering i penge- og obligasjonsmarkedet. Stortinget vedtok i oktober 2008 derfor en ordning med utlån av statspapirer med sikkerhet i obligasjoner på inntil 350 milliarder kroner til bankene. Ved å stille

disse statspapirene som sikkerhet kunne bankene få bedre tilgang til lånemarkedet og lavere innlånskostnader. Alternativt kunne bankene videregjøre statspapirene.

Fram til sommeren 2009 innebar ordningen en rente under pengemarkedsrenta. Etter sommeren innebar ordningen en rente lik markedsrenta, før påslaget i forhold til markedsrenta for ordningen ble økt til 0,7 prosentpoeng i oktober 2009. Sammen med bedringen i finansmarkedene bidro dette til at de to siste auksjonene i fjor ble avlyst og at det sannsynligvis ikke vil bli flere auksjoner innenfor denne ordningen. Til sammen ble det inngått bytteavtaler for 230 milliarder kroner i løpet av 2009.

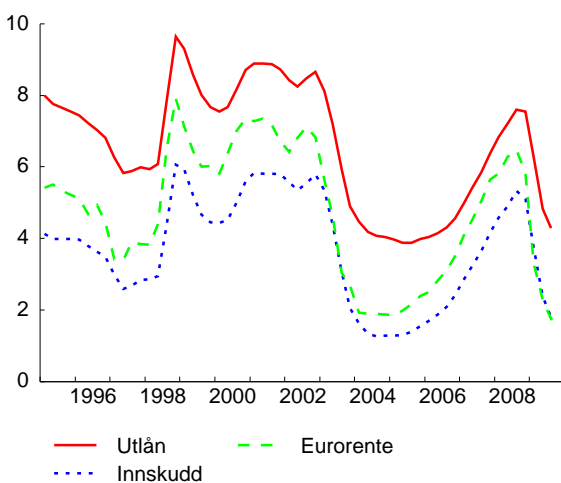
I begynnelsen av 2009 vedtok Stortinget nye tiltak rettet mot finanssektoren med en ramme på 100 milliarder kroner, der halvparten skulle brukes til å tilføre bankene kjernekapital, og resten ble satt av til å øke likviditeten i obligasjonsmarkedet ved at staten kjøper obligasjoner utstedt av bedrifter. Bankene har til

Figur 3.5. Norges Banks dagslansrente og rentedifferanse



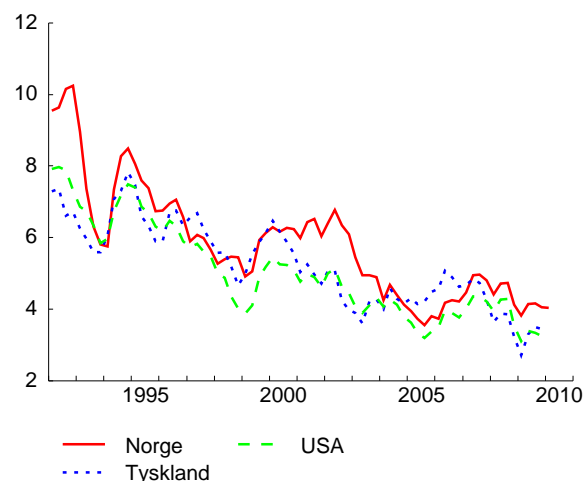
Kilde: Norges Bank.

Figur 3.6. Gjennomsnittlig innskudds- og utlånsrenter i private banker og 3 måneders norsk eurorente. Prosent



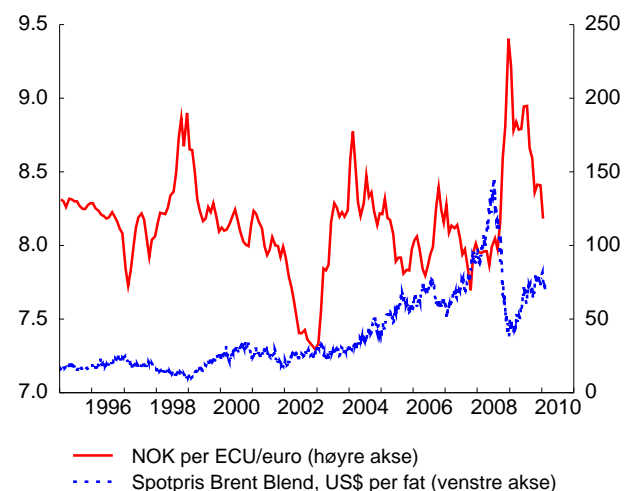
Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå.

Figur 3.7. Renter på obligasjoner med om lag 10 års gjenstående løpetid. Prosent



Kilde: Norges Bank.

Figur 3.8. NOK per ECU/euro og spotpris Brent Blend. Prosent.



Kilde: Norges Bank.

sammen fått innvilget i overkant av 4 milliarder kroner for å styrke kjernekapitalen, mens staten gjennom obligasjonsfondet har lånt ut anslagsvis 7-8 milliarder kroner. Til tross for at disse to tiltakene i liten grad har blitt benyttet, kan det at disse fungerer som et sikkerhetsnett ha bidratt til å bedre det norske obligasjonsmarkedets funksjonsmåte i en vanskelig situasjon.

Gjennom 2009 reverserte Norges Bank de ekstraordinære tiltakene som ble innført i 2008 for å styrke bankenes likviditet. Disse tiltakene omfattet blant annet at utlånsvolumet for Norges Banks fastrenteutlån (F-lån) ble økt, løpetiden på disse lånene ble utvidet og det ble lempet på kravene til sikkerhet som bankene måtte stille for å kunne ta opp disse lånene.

Den kraftige svekkelsen av krona i slutten av 2008 snudde til en kraftig styrking i 2009. I desember 2008 var prisen på en euro 9,40 kroner målt som månedsgjennomsnitt, mens den 12 måneder senere kostet 8,40. Målt med industriens effektive kronekurs styrket krona seg med om lag 11 prosent i samme periode. Om lag halvparten av kronestyrkingen skjedde i januar, mens den resterende styrkingen i stor grad fant sted i tredje kvartal.

### 3.4. Realøkonomien

2009 går inn i historien som et svakt år for store deler av norsk økonomi. For første gang på 20 år gikk bruttonasjonalproduktet (BNP) målt i faste priser ned på årsbasis. Både BNP og BNP Fastlands-Norge gikk ned med 1,5 prosent fra 2008 til 2009. Nedgangen i fastlandsøkonomien startet i 3. kvartal 2008 og fortsatte inn i 1. kvartal 2009. Fallet stoppet i 2. kvartal, og aktiviteten økte svakt etter dette. Sammenlignet med andre land var nedgangen i BNP moderat. OECD anslår at nedgangen i BNP for OECD-området var på 3,5 prosent i 2009.

Petroleumsvirksomheten er viktig for norsk økonomi, og bruttoproduktet i sektoren utgjorde 22 prosent av samlet BNP i 2009. Etter 2001 har det vært nedgang i oljeproduksjonen, men med vekst i prisene er den høye andelen av BNP opprettholdt. I tillegg har det vært vekst i gassproduksjonen. De siste 10 årene har petroleumsvirksomhetens andel av BNP variert mellom 18 og 27 prosent.

#### Nedgang i industrien ...

Aktiviteten i industrien målt ved bruttoproduktet gikk ned med 5,8 prosent i 2009. Nedgangen startet i andre halvår 2008, men snudde til oppgang i andre halvår 2009. De svake tallene for industrien i 2009 kom som følge av fall i både innenlandsk og utenlandsk etterspørsel. Den markerte tilbakegangen i eksport av tradisjonelle varer, blant annet metaller og kjemiske råvarer, bidro sterkt til nedgangen. Redusert etterspørsel etter trelast- og trevareprodukter fra bygge- og anleggsnæringen som følge av blant annet redusert boligbygging, er et eksempel på negative innenlandske vekstimpulser. Fra 2008 til 2009 økte investeringer i utvinning av råolje og naturgass med nærmere 12 prosent og var på

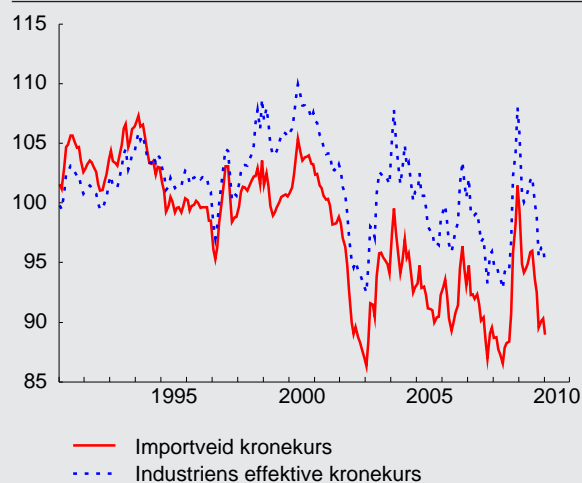
et rekordhøyt nivå. Den økte etterspørselen dette medførte overfor enkelte deler av norsk industri, bidro til å dempe nedgangen for industrien samlet.

Annen vareproduksjon, som består av primærnæringene, vann- og kraftforsyning og bygge- og anleggsvirksomhet, gikk ned med 3,8 prosent fra 2008 til 2009. Både bygge- og anleggsvirksomhet og kraftforsyning trakk ned.

#### Boks 3.3. Importveid kronekurs og industriens effektive kronekurs

Om lag 60 prosent av Norges utenrikshandel i tradisjonelle varer (dvs. eksport og import av varer unntatt olje, gass, skip og plattformer) skjer med land som ikke er med i EUs pengeunion. Kronekursen målt mot euro gir følgelig begrenset informasjon om den norske kronens internasjonale verdi. Det er derfor viktig å supplere med alternative valutakursindikatorer som i større grad gjenspeiler bredden i vårt handelsmønster. Eksempler på slike er industriens effektive kronekurs (konkurranseskursindeksen) og importveid kronekurs. Industriens effektive kronekurs er beregnet på grunnlag av kursen på norske kroner mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere, og er et geometrisk gjennomsnitt basert på OECDs løpende konkurransevekter. Vektene i den importveide kronekursen er beregnet med utgangspunkt i sammensetningen av importen av tradisjonelle varer fra Norges 44 viktigste handelspartnere. Begge indeksene er konstruert slik at høye verdier betyr en svak krone, og lave verdier en sterk krone. Figuren viser at forløpet til de to indeksene ikke er helt sammenfallende. For eksempel var krona i januar i år rundt 12,5 prosent sterkere enn gjennomsnittet for 1990-tallet målt ved den importveide kronekursen, mens den ifølge industriens effektive kronekurs bare var 7,5 prosent sterkere. Dette gjenspeiler at de to indeksene er konstruert for litt ulike formål; konkurransekskursindeksen skal gjenspeile norsk industris konkurranseflate både på eksport- og hjemmemarkedet, mens den importveide kronekursen viser kursutviklingen for et gjennomsnitt av norske importvarer.

#### Importveid kronekurs og industriens effektive kronekurs



Kilde: Norges Bank.

### ... og i privat tjenesteproduksjon

Det var også nedgang i bruttoproduktet for private tjenestenæringer, selv om nedgangen var noe mer moderat enn i de vareproduserende næringene. De foreløpige tallene viser at særlig forretningsmessig tjenesteyting bidro til nedgangen, i tillegg til transportnæringene, varehandel og hotell- og restaurantvirksomhet. Private helsetjenester, finansnæringene, og post- og telekommunikasjon hadde høyere aktivitet i 2009 enn året før.

### Offentlig forvaltning dempet nedgangen i BNP

Sterk vekst i offentlig forvaltning bidro til å trekke opp BNP Fastlands-Norge med om lag et halvt prosentpoeng fra 2008 til 2009. I tillegg var bruttoinvesteringene i forvaltningen klart høyere i 2009 enn året før. Særlig kommunene gjennomførte store investeringer blant annet knyttet til bygging og oppgradering av skoler.

Til tross for høye offentlige investeringer og rekordhøyt nivå på investeringer i utvinning av råolje og naturgass,

#### Temaboks 3.1. Sammenhengen mellom finansielle størrelser og realøkonomien og den finansielle akseleratoren

Dagens finanskriser hadde sitt utspring i det amerikanske markedet for lån til låntagere med dårlig kredittverdighet, og har hatt store realøkonomiske konsekvenser. For eksempel falt BNP med rundt 5 prosent i både Tyskland og Storbritannia i 2009. I USA har BNP siden finanskrisen for fullt slo til i 3. kvartal 2008 og frem til 2. kvartal i fjor blitt redusert med 3,8 prosent. Enkelte land i Øst-Europa og Asia har opplevd en enda svakere utvikling. I perioden fra 1. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009 falt for eksempel BNP i Japan med hele 8,6 prosent. Med et BNP-fall fra inngangen til 2008 og frem til 3. kvartal 2009 på i overkant av 25 prosent er det likevel den baltiske staten Latvia som har den tvilsomme æren av å være det land der finanskrisen har satt dypest spor. Også i Norge har krisen fått realøkonomiske konsekvenser. Fra 3. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009 falt Fastlands-Norges BNP med i overkant av 2 prosent.

Denne utviklingen har aktualisert problemstillinger knyttet til sammenhengen mellom den finansielle delen av økonomien og realøkonomien. Etablert teori tilsier at lønnsomheten av å investere vil avhenge positivt av forholdet mellom investeringsobjektets markedsverdi og dens gjenanskaffelses/byggekostnad, såkalt Tobins-q. Således vil både realkapital- og boliginvesteringer øke når henholdsvis aksjekurser og boligpriser øker. Videre tilsier Friedmans permanentinntekthypotese at det optimale konsumet er lik permanentinntekten, det vil si mengden som kan konsumeres hvert år uten at nåverdien av den totale nettoformuen endres. Ved å påvirke totalformuen, vil således endringer i formuesprisene kunne ha effekter på konsumet. Ettersom markedsverdien av realkapital og formuespriser generelt har en tendens til å øke mer i gode tider enn i dårlige, gir både Tobins-q og permanentinntekthypotesen opphav til en gjensidig forsterkende interaksjonsmekanisme der økte investeringer og konsum forsterkes via økte aksjekurser og formuespriser.

I den økonomiske litteraturen er det imidlertid i dag en betydelig aksept for at også nivået på gjelden vil kunne spille en rolle for den realøkonomiske betydningen av finansielle forhold gjennom en såkalt finansiell akselerator. Under forutsetninger om perfekt informasjon og fravær av kredittrasjonering, skulle imidlertid ikke gjeldsfinansieringen ha realøkonomisk betydning. Disse forutsetningene er imidlertid antagelig for sterke til å ha praktisk relevans.

For en entreprenør som vurderer å gå i gang med et prosjekt, eller for en person som vurderer å investere i en bolig, vil det i praksis være kostnadmessige fordeler forbundet med å finansiere investeringene med egne midler fremfor med lånte midler. Årsaken til dette er at banker ikke sitter med den samme informasjonen som låntagerne, såkalt asymmetrisk informasjon. Da låntagerne må antas både å kjenne og å kunne påvirke sannsynligheten for mislighold bedre enn banken, vil banken derfor kreve en risikopremie for å yte lån som ikke er fullt ut sikret i pant, eller i verste fall ikke tilby lån i det hele tatt. Økt pantesikkerhet, som for eksempel en økning i låntagers formue, vil da

kunne føre til en investeringsøkning. Når formuesprisene stiger i gode tider gir det således opphav til en finansiell akselerator, der formuesøkningen forsterker oppgangskonjunkturen via økte formuespriser, kreditt og investeringer. Denne selvforsterkende mekanismen kommer i tillegg til den som ble omtalt over, og bidrar derfor til å forsterke samspillet mellom finansielle størrelser og det realøkonomiske forløpet.

Betydningen av den finansielle akseleratoren vil kunne avhenge av en rekke forhold som kan virke forsterkende på formuespris- og kredittspiralen. Økt risikotaking som følge av feilaktige insentivsystemer og eufori er forhold som kan bidra til å øke innslaget av gjeldsfinansierte investeringer. Forventninger om at staten vil måtte trå støttende til overfor systemisk viktige institusjoner dersom det går galt, bonusordninger som ukritisk premierer det å ta økte sjanser uten å korrigere for den underliggende risikoen samt urealistiske forventninger med hensyn til den fremtidige økonomiske utviklingen, er eksempler på slike faktorer som kan ha bidratt til å forsterke finanskrisen i 2008.

Forskning på norske data finner støtte for finansielle akseleratorer i Norge. Det er funnet en sammenheng mellom boliginvesteringer og forholdet mellom pris og byggekostnad på boliger. Videre er det dokumentert en sammenheng mellom boligformue og konsum. Flere arbeider gir dessuten støtte til hypotesen om at boligpriser er prosykliske, dvs. svinger med konjunktorene. Det finnes også støtte for at gjeldsveksten i husholdningene påvirker boligprisene. Når boligprisene i tillegg bidrar til å forklare husholdningenes gjeld, gir dette opphav til en pris- og gjeldsspiral som vil virke forsterkende på interaksjonen mellom boligpriser, konsum og investeringer.

For bedriftssektoren dokumenteres det en liknende interaksjon mellom aksjepriser, gjeld og investeringer. Her fører økte aksjepriser til økt kredittopptak via økt panteverdi. Når aktiviteten øker som følge av dette, og aktiviteten i neste omgang bidrar til å øke kredittopptaket enda mer, skaper dette en selvforsterkende interaksjon som likner på den vi nettopp har omtalt for husholdningssektoren. Det er også funnet støtte for en aksjekurs-gjeldsspiral. Som i tilfellet med husholdningene, bidrar denne til å øke den selvforsterkende interaksjonen mellom aksjekurser og realaktivitet.

#### Referanser

Hammersland, R. og D.H. Jacobsen (2008). The Financial Accelerator: Evidence using a procedure of Structural Model Design, Discussion Papers 560, Statistisk sentralbyrå.

Hungnes, H. (2008). Boligpriser, boligkapital og boligkonsum. Kap. 5.5 i: P.Boug og Y.Dyvi (Red): Modag -en makroøkonomisk modell for norsk økonomi. Sosiale og økonomiske studier 111. Statistisk Sentralbyrå.

Jansen, E.S. (2009). Kan formueseffekter forklare utviklingen i privat konsum? Samfunnsøkonomen, 63 (2009/5) 42-59.

falt de samlede bruttoinvesteringene i fast realkapital fra 2008 til 2009. De samlede investeringene i industrien var om lag 30 prosent lavere i volum i 2009 enn året før, men denne nedgangen må ses i sammenheng med flere år med sterk vekst. Om lag en tredel av nedgangen i industriinvesteringene skyldes fullføring av store investeringsprosjekter i produksjon av kjemiske råvarer. Også husholdningenes boliginvesteringer gikk sterkt ned fra 2008 til 2009. Dette var andre året på rad med sterk nedgang. Man må tilbake til perioden 1988-1992 for å finne tilsvarende nedgang i boliginvesteringene fra ett år til et annet.

### Svak sysselsettingsnedgang

Sysselsettingen gikk ned med 0,4 prosent fra 2008 til 2009, etter at den økte med 3,1 prosent året før. Sysselsettingen falt markert i industri, bygg- og anlegg og varehandel, mens relativt sterk sysselsettingsvekst i offentlig forvaltning bidro til å dempe den samlede nedgangen. Selv om sysselsettingsnedgangen var moderat, falt utførte timeverk med 1,5 prosent i samme periode. Avviket mellom disse størrelsene forklares hovedsakelig med redusert bruk av overtid og økt sykefravær, men også økning i permitteringer av arbeidstakere bidrar.

Ifølge beregningene økte lønn per normalårsverk med 3,5 prosent i 2009, mot 6,0 prosent i 2008. Det siste året falt omfanget av betalt overtid, mens langtids-sykefraværet økte. Begge disse faktorene trekker ned lønn per normalårsverk, og om vi ser bort fra bidragene fra disse ville veksten i lønn per normalårsverk vært 4,1 prosent. Sist lønnsveksten var om lag like lav var i 2003.

### Husholdninger: moderat konsum og økt sparing

Husholdningenes konsum var tilnærmet uendret fra 2008 til 2009, regnet i faste priser. Konsumet gikk ned gjennom 2008 og inn i 2009, men har hatt positiv utvikling fra 2. kvartal i fjor. På årsbasis trakk varekonsumet ned, mens tjenestekonsumet bidro positivt. Mye av nedgangen i varekonsumet har sammenheng med at husholdningene kjøpte stadig færre biler gjennom 2008 og i starten av 2009. Etter hvert har kjøp av biler tatt seg opp og utgjorde i de tre siste kvartalene av 2009 en stor del av økningen i konsumet samlet. For øvrig gikk husholdningenes kjøp i utlandet klart ned fra 2008 til 2009. Tallene tyder imidlertid på at utenlandskonsumet tok seg noe opp mot slutten av året.

Husholdningenes disponible inntekt økte med 7,4 prosent fra 2008 til 2009. Siden husholdningenes konsum nominelt økte med 2,3 prosent, betyr det at sparingen gikk klart opp fra 2008 til 2009. Husholdningenes sparerate er beregnet til 7,5 prosent, og vi må tilbake til første halvdel av 2000-tallet for å finne tilsvarende høy sparerate.

Husholdningenes disponible realinntekter, dvs. disponibel inntekt justert for prisvekst, økte med 4,8 prosent. Det største bidraget til veksten i realinntekten kom fra

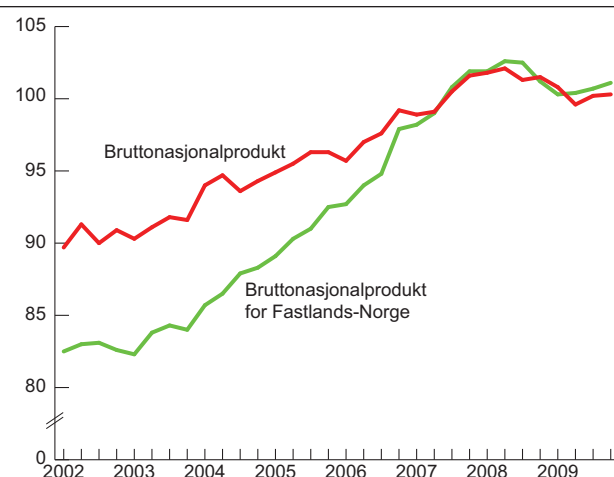
reduserte renteutgifter. Økningen i reallønn bidro bare med 0,5 prosentpoeng til veksten i disponibel realinntekt. Dette kom etter flere år der lønnsinntektene har vært den viktigste drivkraften bak veksten i disponibel realinntekt.

### Redusert handelsoverskudd

Norges handelsoverskudd ble redusert med nesten 30 prosent, eller om lag 140 milliarder kroner, fra 2008 til 2009. Nedgangen skyldes i sin helhet fall i prisen på råolje, naturgass og andre petroleumsprodukter, som fikk sin eksportverdi redusert med 157 milliarder kroner fra 2008.

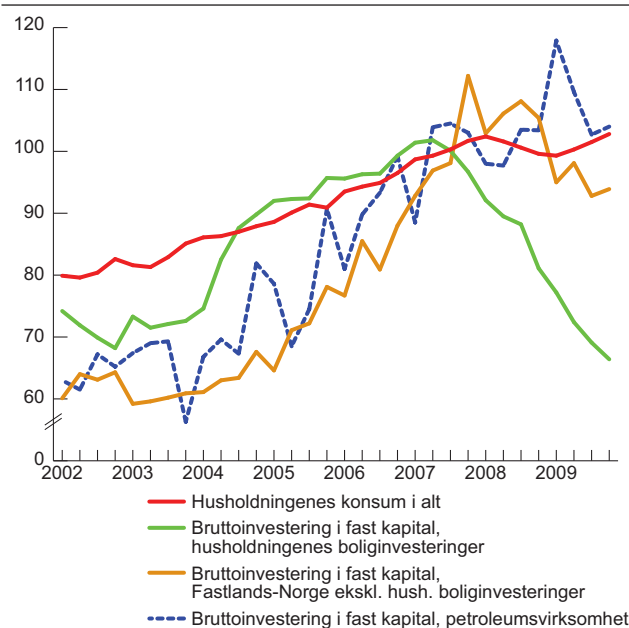
Regnet i volum var samlet eksport 4,3 prosent lavere i 2009 enn året før. Det var sterkest nedgang i eksport av tradisjonelle varer, først og fremst på grunn av

Figur 3.9. Bruttonasjonalprodukt. Sesongjusterte volumindekser. 2007=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Figur 3.10. Bruttoinvestering i fast kapital og konsum i husholdninger. Sesongjusterte volumindekser. 2007=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.



lavere etterspørsel etter metaller og kjemiske råvarer. Eksporten av tradisjonelle varer tok seg imidlertid noe opp i andre halvår.

Samlet import gikk ned med 9,7 prosent i volum fra 2008 til 2009. Import av tradisjonelle varer falt med hele 13,1 prosent. Det meste av nedgangen forklares med redusert import av verkstedprodukter, metaller og kjøretøyer.

### Lavere oljepris: Disponibel inntekt og sparing for Norge gikk ned

Disponibel inntekt for Norge i 2009 er anslått til 2 066 milliarder kroner, en nedgang på 127 milliarder kroner fra 2008. Nedgangen har hovedsakelig sammenheng med lavere produksjonsinntekter, særlig fra olje- og gassutvinning, der prisen falt sterkt fra 2008.

Spareraten for Norge uttrykker landets totale sparing som andel av disponibel inntekt. I 2009 er sparingen beregnet til 25 prosent. De siste 10 årene har Norges sparing variert rundt 19-20 prosent som det laveste i 2002 og 2003 til over 30 prosent i 2006 og 2008. Den høye sparingen har særlig sammenheng med høye oljepriser, men også høye priser på andre viktige eksportvarer de siste årene. En stor del av sparingen i Norge skjer i regi av statlig forvaltning. De siste årene har statens sparing utgjort om lag tre firedeler av den totale sparingen, mens den midt på 2000-tallet utgjorde to tredeler.

### Svekket bytteforhold overfor utlandet

Ved å justere endring i disponibel inntekt for prisstigning på varer og tjenester som anvendes innenlands, får en frem endring i disponibel realinntekt. Tallene viser at Norges disponible realinntekt gikk ned med 8,9 prosent fra 2008 til 2009. Nedgangen i landets totale produksjonsvolum bidro med 2,1 prosentpoeng til denne nedgangen. Utviklingen i petroleumsvirksomheten var isolert sett med på å trekke realinntekten ned med 0,4 prosentpoeng sammenlignet med 2008, mens bidraget fra øvrig produksjonsvirksomhet var en reduksjon på 1,7 prosentpoeng.

Fra 2008 til 2009 endret prisene på eksport- og importvarer seg mye. Bytteforholdet overfor utlandet svekket seg med 8 prosent, noe som forklarer mesteparten av nedgangen i Norges disponible realinntekt. Den sterke nedgangen i prisen på råolje og naturgass forklarer mesteparten av svekkelsen i bytteforholdet, med et negativt vekstbidrag på 7,5 prosentpoeng.

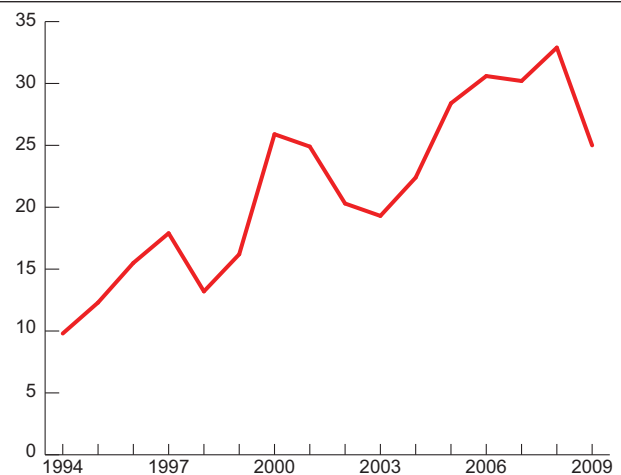
Ifølge beregningene bidro endringen i rente- og stønadbalansen til å øke disponibel realinntekt med 1,2 prosentpoeng i 2009, mens det tilsvarende bidraget var på 0,7 prosentpoeng året før.

Tabell 3.4. Bidrag til vekst i disponibel realinntekt fra året før for Norge. Prosent

	2006	2007	2008*	2009*
Vekst i disponibel realinntekt for Norge	7,5	0,8	7,9	-8,9
Bidrag fra:				
Produksjonsvekst i petroleumsvirksomhet	-1,6	-1,5	-0,1	-0,4
Produksjonsvekst ellers	3,8	4,0	0,8	-1,7
Endring i bytteforholdet generelt				
Herav forårsaket av prisendring på råolje og naturgass	6,1	-1,2	6,4	-8,0
Endring i rente- og stønadbalansen	-0,8	-0,5	0,7	1,2

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Figur 3.11. Spareraten for Norge fra 1994 til 2009



Kilde: Statistisk sentralbyrå.