

Norges Banks rapportserie
Nr. 4-2006

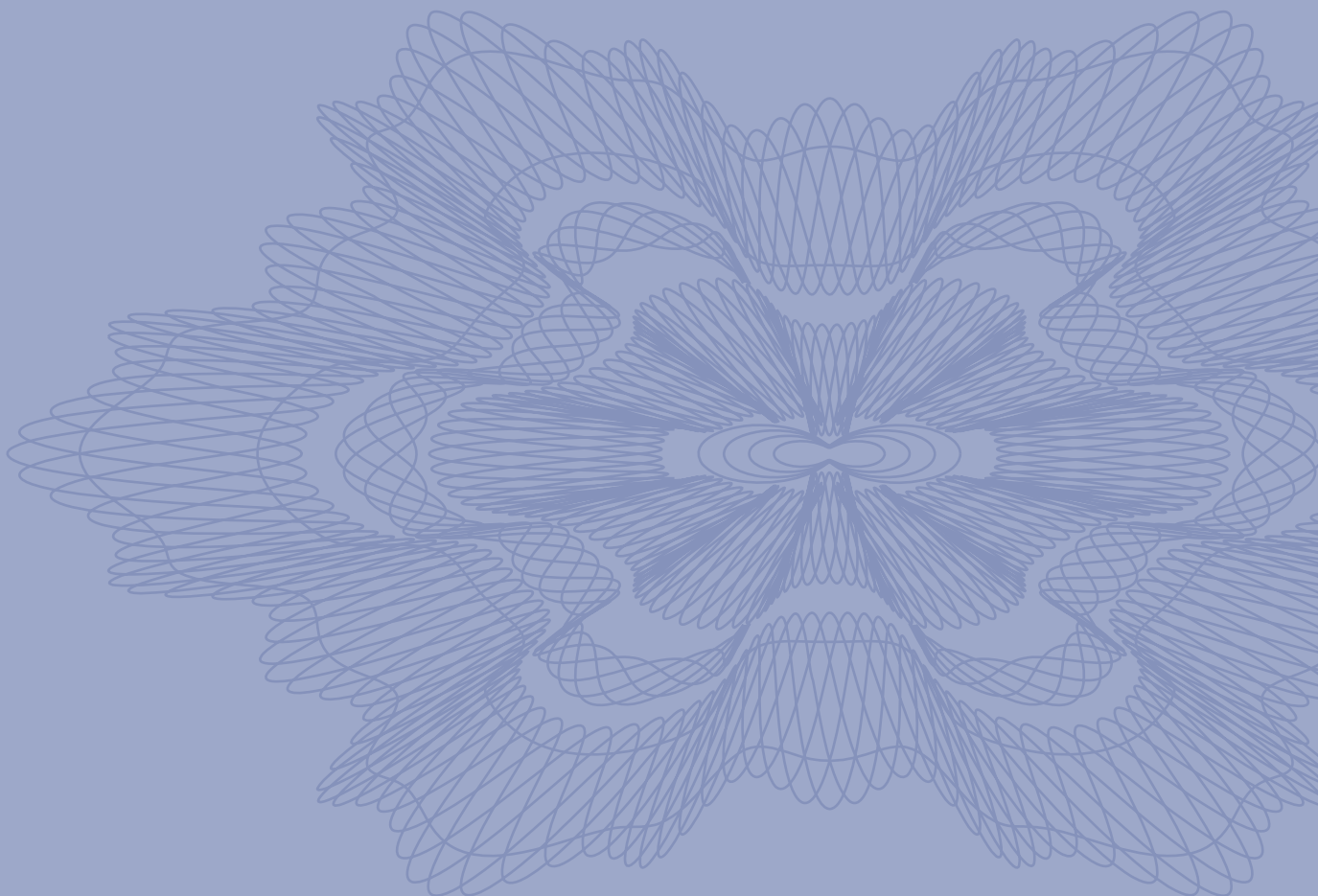


Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

3
06

n o v e m b e r



Norges Banks inflasjonsrapport med pengepolitiske vurderinger

Norges Banks inflasjonsrapport publiseres tre ganger i året, i mars, juni og november. Inflasjonsrapporten gir en vurdering av utsiktene for pengepolitikken. Rapporten inneholder anslag for utviklingen i norsk økonomi, utdypinger av særskilte temaer og et sammendrag fra Norges Banks regionale nettverk.

Hovedstyret i Norges Bank har i møter 17. oktober og 1. november drøftet hovedlinjene i inflasjonsrapporten og sluttet seg til analysene og anslaget for den fremtidige renteutviklingen i rapporten. På bakgrunn av drøftingen ble det 1. november vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 15. mars 2007. Strategien er gjengitt i kapittel 1. I perioden er det rentemøter i hovedstyret 13. desember, 24. januar og 15. mars.

Inflasjonsrapporten 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 (kapittel 1 gjengir hovedstyrets vurderinger).
Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS
Sats og trykk: Reclamo grafisk senter as
Teksten er satt med 11½ pkt. Times

ISSN 0807-8521 (trykk), 1503-8866 (online)

Inflasjonsrapport 3/2006

med pengepolitiske vurderinger

Leder	5
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	6
- Konklusjoner – pengepolitisk strategi	17
2. Internasjonale rammebetingelser	19
3. Nærmere om utviklingen i norsk økonomi	29
Utdypinger	
Prisutviklingen den siste tiden	42
Anslagene i Inflasjonsrapport 2/06 og 3/06	44
Usikkerheten i produksjonsgapet	48
Vedlegg I Regionalt nettverk	51
Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag	57

Rapporten er basert på informasjon fram
til og med 26. oktober 2006

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret
1. november 2006

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.

Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

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.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1–3 år. 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 presentert for og drøfter hovedlinjene i analysen i inflasjonsrapporten i et møte om lag to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen og vedtar en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport. Strategien er gjengitt i kapittel 1 i inflasjonsrapporten.

Renten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om rentendringer eller andre viktige omlegginger i virkemiddelbruken vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter hver sjette uke. Analysene og den pengepolitiske strategien gjengitt i Norges Banks inflasjonsrapport 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 inflasjonsrapporten 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

Et annet forløp

De ulike fasene av den konjunkturoppgangen vi nå er inne i, har tatt lenger tid enn vi hadde ventet. Sterk vekst i produktiviteten og et midlertidig fall i sykefraværet bidro til at private og offentlige virksomheter lenge kunne øke produksjonen uten å ansette flere. Først mot slutten av fjoråret begynte sysselsettingen å øke vesentlig, og i år har den vokst kraftig. Det tok også tid før ulike mål på ledigheten entydig viste at den kom ned. Siden i vår har arbeidsledigheten falt markert.

Selv etter flere år med sterk vekst hjemme og ute er den underliggende inflasjonen fortsatt lav. Økt import fra lavkostland har gitt prisfall på importvarer. En sterk krone har bidratt til fallet i importprisene målt i norske kroner. Økt konkurranse i arbeidsmarkedet, særlig arbeidsinnvandring fra nye EU-land, har etter alt å dømme bidratt til moderat vekst i lønnskostnadene. Også muligheten bedriftene har til å flytte produksjonen utenlands, kan ha virket dempende på lønnsveksten.

I forhold til kapasitetsutnyttningen og tilstrammingen i arbeidsmarkedet er prisstigningen svært lav. Det er grunn til å tro at dette ikke vil vare ved. Mange bedrifter i vårt regionale nettverk melder at mangel på arbeidskraft er en vesentlig skranke for produksjonen. Lønnstakernes posisjon styrkes, og etter hvert må vi også vente at arbeidsgivere er villige til å by opp lønningene for å tiltrekke seg arbeidskraft. Bedriftene vil i neste runde måtte velte økte kostnader over i prisene. Kronekursen svinger fra måned til måned, men har i høst falt noe tilbake fra sterke nivåer i sommer. Med høy vekst i etterspørselen og tilstramming i arbeidsmarkedet har vi god grunn til å tro at konsumprisveksten etter hvert vil ta seg opp.

Også renten har vært lav uvanlig lenge som følge av svært moderat inflasjon. Samlet kan imidlertid utviklingen siden forrige inflasjonsrapport tilsi at det nå vil være riktig å sette renten gradvis opp mot et mer normalt nivå noe raskere enn det vi hittil har sett for oss, men neppe ved hvert rentemøte. Blir utviklingen fremover omtrent som antatt, vil vi når vi om en tid ser tilbake, likevel kunne konstatere at renten i denne konjunkturoppgangen har vært satt opp i små og ikke hyppige skritt.

1. november 2006
Jarle Bergo

1 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

Den underliggende prisveksten er lav. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har falt noe siden i sommer, se figur 1.1. Andre indikatorer for underliggende inflasjon ligger høyere, se figur 1.2. Både prisene på norskproduserte varer og tjenester og prisene på importerte konsumvarer har steget mindre enn ventet, se figur 1.3. Veksten i konsumprisene samlet (KPI) har derimot holdt seg oppe og ligger nå rundt inflasjonsmålet. Uventet høye energipriser har trukket opp veksten i KPI.

Det siste året har underliggende prisvekst beregnet etter ulike mål stort sett ligget stabilt, men vesentlig lavere enn inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Etter vår vurdering er den underliggende inflasjonen nå i intervallet $\frac{3}{4}$ - $1\frac{1}{2}$ prosent.

Det er lite ledige ressurser i norsk økonomi. Veksten er sterk i de fleste næringene, og lønnsomheten i næringslivet er god. Samtidig har kronkursen svekket seg fra sterke verdier. Kapasitetsutnyttingen i økonomien øker. Etterspørselen fra husholdninger, bedrifter og offentlige virksomheter vokser. Sysselsettingen stiger raskt, og arbeidsledigheten er nå på linje med ledighetsnivået under forrige høykonjunktur på slutten av 1990-tallet. Oppgangen i norsk økonomi er sterkere enn vi tidligere så for oss.

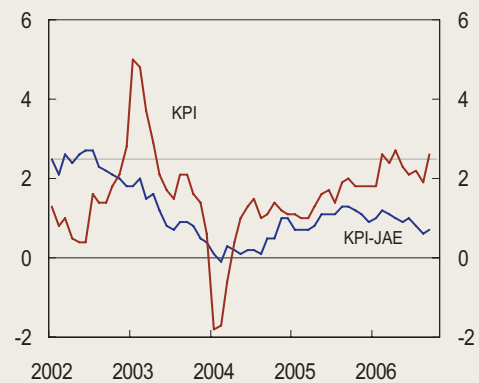
Den lave underliggende inflasjonen er ikke et resultat av svak vekst i økonomien, men heller et uttrykk for gunstige utviklingstrekk på produksjonssiden. Sterk konkurranse og høy produktivitetsvekst har, sammen med ganske lav lønnsvekst, bidratt til å holde prisveksten på norske varer og tjenester nede. Variasjonen i inflasjonen har vært mindre enn hva vi erfarte på 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet, se figur 1.4. Arbeidsinnvandring kan ha ført til at det i lokale og sentrale lønnsforhandlinger er lagt større vekt på at lønnsnivået i Norge i utgangspunktet er svært høyt sammenliknet med våre handelspartnere. Arbeidsinnvandringen har samtidig redusert flaskehalser i en del næringer og økt vekstevnen i norsk økonomi. Også muligheten mange bedrifter har til å flytte produksjonen eller etablere ny virksomhet ute, kan ha bidratt til å holde lønnsveksten nede.

Pengepolitikken er innrettet mot å bringe inflasjonen mot målet og forankre inflasjonsforventningene nær 2,5 prosent. Siden i fjor sommer har Norges Bank satt renten gradvis opp. Realrentene er likevel lavere enn hva vi anser som et nøytralt nivå, se figur 1.5.¹

¹ Beregninger kan på usikkert grunnlag indikere at den nøytrale realrenten for Norge for tiden ligger i den nedre delen av området $2\frac{1}{2}$ til $3\frac{1}{2}$ prosent.

Figur 1.1 KPI og KPI-JAE¹⁾.

Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06

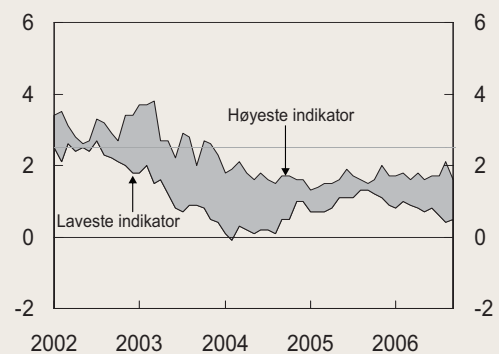


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 Usikkerhetsintervall for underliggende prisvekst. Høyeste og laveste indikator.¹⁾

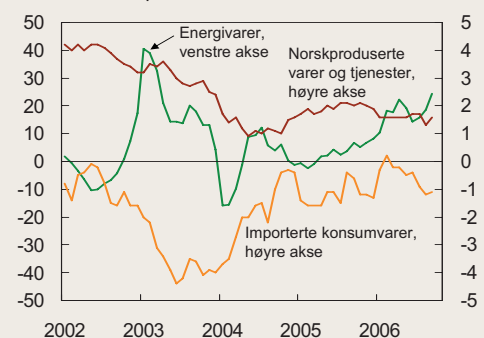
Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06



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 1.3 Konsumpriser. Prisene på energivarer og KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektorer²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06

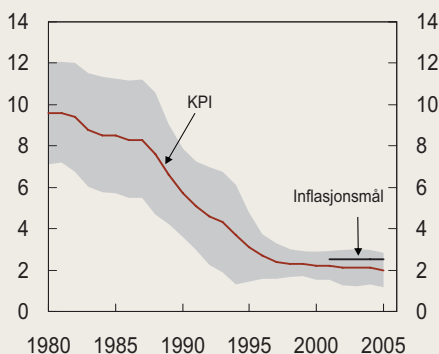


¹⁾ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.4 KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾. Prosent. Årstall. 1980 – 2005³⁾



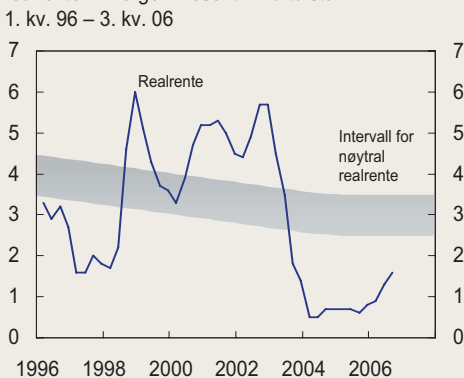
¹⁾ Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og 2 år fram

²⁾ Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik

³⁾ I beregningen er anslag for 2006 – 2007 fra denne rapporten lagt til grunn

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

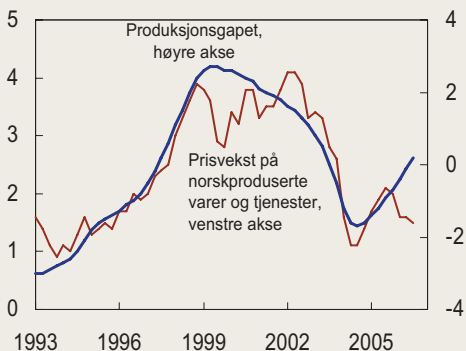
Figur 1.5 Tremåneders realrente¹⁾ og den nøytrale realrenten i Norge. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 3. kv. 06



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.

Kilde: Norges Bank

Figur 1.6 Prisvekst på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE¹⁾ og nivå på produksjonsgapet (forsinket med fire kvartaler). 1. kv. 93 – 3. kv. 06



¹⁾ Justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisstigningen har vært lav også blant våre handelspartnere. Høye og stigende energipriser har fram til i høst trukket opp den samlede konsumprisveksten. Redusert usikkerhet om tilgangen på olje og gass og velfylte oljelagre har bidratt til at oljeprisen har falt de siste månedene, men den er fortsatt høy. Fallet i oljeprisen kan bidra til å dempe konsumprisveksten fremover. Justert for energipriser er konsumprisveksten fortsatt moderat i de fleste land, med et viktig unntak for USA.

Verdensøkonomien er inne i sin sterkeste sammenhengende oppgang siden tidlig på 1970-tallet. Den økonomiske veksten er høyere enn trenden i Sverige, Danmark, Storbritannia og euroområdet, og her ventes økte kortsiktige renter. Utviklingen i Kina og India er svært sterk. Samtidig er veksten i USA nå på vei ned. Utviklingen i det amerikanske boligmarkedet tyder på at veksten i husholdningenes etterspørsel er i ferd med å avta. Svakere vekstutsikter i USA har bidratt til nedgang i de langsiktige rentene i mange land, og i USA og Canada er det nå også ventet en nedgang i de kortsiktige rentene i løpet av neste år.

Referansebanen

Etter flere år med høy vekst er det nå tegn til en avmatning i USA. Det kan få ringvirkninger i andre land. Det ser likevel ut til at veksten i verdensøkonomien vil holde seg oppe. Kina, India og andre asiatiske økonomier er i ferd med å få større tyngde. I euroområdet, og delvis i Japan, er oppgangen blitt bredere basert, og avhengigheten av amerikansk økonomi er blitt noe mindre.

Denne konjunkturoppgangen har hatt et litt annet forløp enn oppgangene i norsk økonomi på midten av 1980-tallet og i siste halvdel av 1990-tallet. En viktig forskjell synes å være at de ulike fasene av oppgangen nå har tatt lenger tid. Inflasjonen er fortsatt lav, mer enn tre år etter at oppgangen startet, se figur 1.6.

Det har tatt lenger tid enn normalt før sysselsettingen begynte å stige. Et markert fall i sykefraværet i 2004 bidro til at private og offentlige virksomheter fikk økt tilgang på arbeidskraft uten å sysselsette flere personer. Først mot slutten av fjoråret tiltok sysselsettingen, og i år har veksten i sysselsatte personer vært kraftig. Sykefraværet har nå økt igjen, og i løpet av det siste året har arbeidsledigheten falt raskt, se figur 1.7.

Lønnsveksten har tatt seg opp fra moderate nivåer det siste året, men er fortsatt lavere enn under forrige høykonjunktur. Nå ser vi likevel tegn til at lønnsveksten kan komme til å tilta mer markert. Mange virksomheter rapporterer om mangel på arbeidskraft. Utviklingen gir grunn til å anta at kostnadsveksten vil tilta fremover.

Fortsatt moderat vekst i lønnskostnadene inneværende år, sterk konkurranse i produktmarkedene, høy produktivitetsvekst og en økning i importandelen fra lavprisland vil trolig bidra til at konsumprisveksten vil holde seg lav ut året og inn i neste år. Det er samtidig flere faktorer som taler for at inflasjonen etter hvert vil stige.

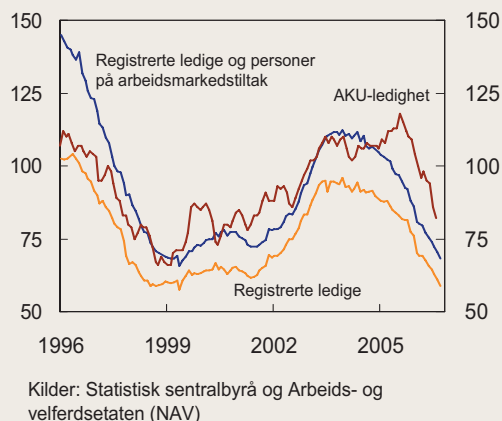
BNP-veksten i Fastlands-Norge vil trolig være høyere enn den trendmessige veksttakten også neste år. Kapasitetsutnyttningen vil fortsette å øke, og arbeidsmarkedet strammes ytterligere til. Vi venter at knappheten på arbeidskraft slår ut i høyere lønnsvekst de nærmeste årene og oppjusterer lønnsanslagene fra forrige inflasjonsrapport. Lave priser på importerte konsumvarer vil trolig fortsatt dempe inflasjonen, mens enkelte innenlandske forhold etter hvert kan trekke i motsatt retning. Produktivitetsveksten og lønnsomheten i næringslivet har vært meget høy de siste årene. Normalt vil produktivitetsveksten tilta tidlig i en konjunkturoppgang og avta etter hvert. Sammen med høyere lønnsvekst kan derfor noe lavere produktivitetsvekst øke kostnadene i bedriftene i tiden fremover. Hvor raskt økte kostnader slår ut i høyere priser, vil avhenge av markedssituasjonen og konkurransen i de ulike markedene.

Den vedvarende høye oljeprisen gir grunn til å tro at oljeinvesteringene vil holde seg oppe på et høyt nivå. En sterk økning i verdien av statens utenlandsinvesteringer vil medføre en betydelig økning i disponible midler under handlingsregelen i årene som kommer. I anslagene har vi lagt til grunn at finanspolitikken vil gi et bidrag til veksten i samlet etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009. Samtidig er yrkesdeltakelsen kommet opp på et høyt nivå. Knapphet på arbeidskraft og kapasitetsskranke vil etter hvert sette grenser for den videre veksten i produksjonen. Vi venter at høy kapasitetsutnyttning, tiltakende lønnsvekst og noe avdempet produktivitetsvekst vil føre til at inflasjonen tiltar, særlig fra andre halvår 2007 og inn i 2008. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport anslår vi nå at økningen i inflasjonen kan komme noe senere.

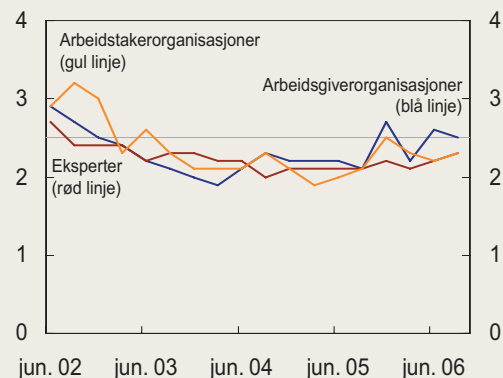
Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men må motvirke utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. I enkelte situasjoner kan det være riktig å gardere seg mot spesielt ugunstige utviklingstrekk.

Hensynet til å hindre at inflasjonsforventningene skulle festne seg betydelig under målet var en vesentlig årsak til at renten ble satt ned til et svært lavt nivå i 2003 og 2004. Til tross for at inflasjonen har vært lav i en lengre periode, ligger aktørenes forventninger om prisveksten nær inflasjonsmålet, se figur 1.8. Ifølge TNS Gallups forventningsundersøkelse venter en økende andel bedrifter stigende innkjøpspriser. Samtidig har kontaktbedriftene i det regionale nettverket forventninger om økt vekst i utsalgsprisene fremover. Sannsynligheten for at den lave prisveksten skal

Figur 1.7 Arbeidsledige. AKU-ledighet, registrerte ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Antall i tusen. Sesongjustert. Månedstall. Jan. 96 – sep. 06



Figur 1.8 Forventet konsumprisvekst om to år. Arbeidslivsorganisasjoner og eksperter¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 – 3. kv. 06



¹⁾ Ansatte i finansnæringen, makroanalytikere og akademikere

Kilde: TNS Gallup

Pengepolitikken siden forrige inflasjonsrapport

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i Inflasjonsrapport 2/06 – som ble lagt fram 29. juni 2006 – tilsa en foliorente i intervallet 2¾ - 3¾ prosent i perioden fram til 1. november. Den pengepolitiske strategien var betinget av at den økonomiske utviklingen ble om lag som anslått. Hovedstyrets vurdering var at renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – kunne bringes tilbake mot et mer normalt nivå. Forløpet for renten ble antatt å ville gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp mot målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

I forrige inflasjonsrapport ble det pekt på at fortsatt sterke vridninger i importmønsteret, sterk kronekurs og høy konkurranse innenlands kunne bidra til at prisveksten ble lavere enn ventet. Det ble også pekt på at en lang periode med lav realrente kunne medføre at veksten i produksjon og sysselsetting tiltok og at pris- og kostnadsveksten ble høyere enn anslått.

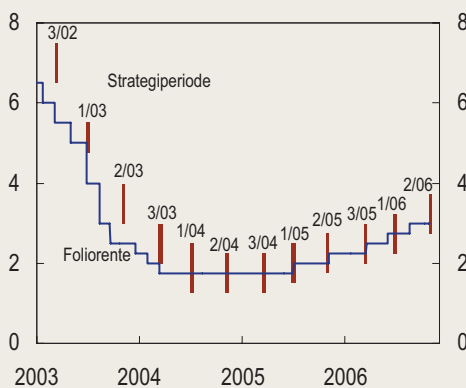
Renten ble holdt uendret i rentemøtet 29. juni, etter at renten ble økt i mai. Hovedstyret pekte på at den lave veksten i konsumprisene på norskproduserte varer og tjenester kunne være tegn på god produktivitetsvekst og økt konkurranse. Samtidig var veksten i økonomien sterk, og kapasitetsutnyttningen høyere enn tidligere ventet. Det var utsikter til at inflasjonen ville ta seg opp, men det kunne ta tid. Det ble pekt på at den økonomiske politikken i stigende grad måtte gjenspeile at den innenlandske økonomien møtte kapasitetsskanker. I første halvår av 2006 ble renten økt to ganger med 0,25 prosentenheter. Hovedstyrets vurdering var at renten ville øke videre om lag i samme takt.

I rentemøtet 16. august pekte hovedstyret på at kapasitetsskanker og mangel på kvalifisert arbeidskraft utgjorde en stadig større utfordring i flere virksomheter. Inntjeningen i foretakene var svært god. Husholdningene og foretakene lånte fortsatt mye, og eiendomsprisene hadde steget markert. Disse forholdene talte for en høyere rente. Samtidig var den underliggende konsumprisveksten

fortsatt lav. Prisene på klær og sko hadde falt overraskende mye i juli. Kronekursen hadde svekket seg noe, men var fortsatt ganske sterk. Hovedstyret mente at det samlet sett ikke var grunnlag for å endre utsiktene for inflasjon og produksjon eller vurderingen av risikofaktorene. Strategien fra Inflasjonsrapport 2/06 og ny informasjon fram til midten av august talte samlet for at renten skulle økes ved dette møtet. Foliorenten ble hevet med 0,25 prosentenheter til 3,00 prosent.

Renten ble holdt uendret på rentemøtet 27. september. Ny informasjon fram mot dette møtet trakk i ulike retninger. Hovedstyret pekte på at det var lite ledige ressurser i norsk økonomi. En stadig større andel av bedriftene manglet kapasitet til å møte økt etterspørsel, i hovedsak på grunn av knapphet på arbeidskraft. Arbeidsmarkedet var blitt vesentlig strammere, og det var flere tegn til at lønnsveksten ville tilta. Utviklingen i samlet etterspørsel, produksjon og sysselsetting trakk i retning av en høyere rente. Samtidig hadde veksten i konsumprisene avtatt, og prisveksten uten energivarer var uventet lav. Det trakk i retning av en fortsatt lav rente. Strategien fra inflasjonsrapporten og ny informasjon talte samlet sett for at renten ble holdt uendret. Hovedstyrets vurdering var at høy kapasitetsutnyttning og vekst trolig ville føre til at inflasjonen etter hvert tok seg opp, og at renten derfor ville bli satt slik at pengepolitikken gradvis ble mindre ekspansiv.

Figur 1 Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. Prosent. 1. jan. 03 – 26. okt. 06



Kilde: Norges Bank

avløses av et langvarig fall i prisnivået – deflasjon – synes nå samlet sett liten. Likevel er det grunn til å gardere seg mot risikoen for en avdemping av prisveksten når inflasjonen i utgangspunktet er lav.

Kapasitetsutnyttningen stiger nå raskere enn ventet. Vi har tidligere sett at kostnadsveksten kan tilta raskt i et stramt arbeidsmarked. Det vil da kunne være nødvendig med en betydelig økning i renten for å stabilisere prisveksten. En slik situasjon vil være særlig ugunstig når husholdningene har bygd opp mye gjeld. Med høy gjeldsbelastning vil en renteøkning gi et stort fall i disponibel inntekt. Risikoen for at høy kapasitetsutnyttning og tiltakende pris- og kostnadsvekst fører til et markert tilbakeslag i økonomien, synes å ha økt noe. For å gardere seg mot en slik utvikling vil det være riktig å sette renten opp i forkant.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep og kan i første rekke påvirke prisutviklingen ett til tre år fram i tid. Med høy vekst i produksjon og sysselsetting, tiltakende lønnsvekst og en svakere krone har vi god grunn til å tro at konsumprisveksten etter hvert vil ta seg opp. Samlet tilsier utviklingen siden forrige inflasjonsrapport at det vil være riktig å sette renten gradvis opp mot et mer normalt nivå noe raskere enn det vi hittil har sett for oss, men neppe ved hvert rentemøte, se figur 1.9 og 1.10. Slik vi nå ser det, vil renten dermed fortsatt økes i små og ikke hyppige skritt dersom den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.

En gradvis normalisering av rentenivået vil bidra til å dempe veksten i norsk økonomi. Oppgangen i husholdningenes etterspørsel dempes av noe svakere vekst i disponible realinntekter. Investeringsveksten i Fastlands-Norge ventes å avta. En avdemping av veksten ute vil, sammen med høyere lønnsvekst her hjemme, samtidig bidra til at eksportveksten fra Fastlands-Norge kan avta. Samlet venter vi at BNP for Fastlands-Norge vil vokse noe mindre enn trenden i 2008 og 2009, og at kapasitetsutnyttningen dermed vil avta gradvis.

Utviklingen i valutakursen er vanskelig å anslå, og kronkursen er nå svakere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. Verken appresieringen i vår eller depresieringen i høst synes å ha direkte motstykke i forskjellig renteutvikling mellom Norge og handelspartnerne. Kursutviklingen kan i noen grad ses på bakgrunn av endringer i utsiktene for utviklingen i oljeprisen og endringer i temaer i valutamarke- dene. Den sterke økonomiske veksten og de gode utsiktene ute har bidratt til en gradvis tilstramming i pengepolitikken hos våre handelspartnere det siste året. I USA og Canada er det forventninger om en nedgang i styringsrentene, men for flere handelspartnere ventes det videre renteøkninger fram mot neste sommer. En slik utvikling kan dempe virkningen på kronkursen av videre renteøkninger i Norge. Norges

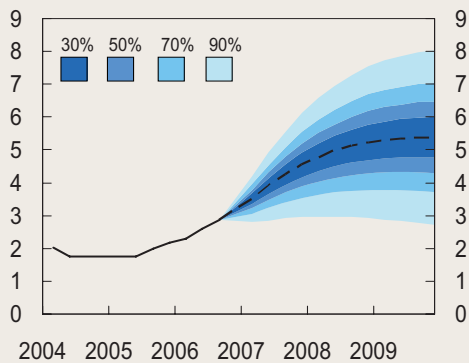
Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten

I vurderingen av om en fremtidig renteutvikling synes rimelig i forhold til målsettingen for pengepolitikken, kan følgende kriterier være til hjelp:

1. Skal pengepolitikken forankre inflasjonsforventningene på målet, må renten settes slik at inflasjonen beveger seg mot målet. Inflasjonen bør stabiliseres nær målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Av samme grunn bør dessuten inflasjonen være på vei mot målet i god tid før utløpet av treårsperioden.
2. Under forutsetning av at inflasjonsforventningene er forankret på målet, bør det også være et rimelig størrelsesforhold mellom inflasjons- gapet og produksjonsgapet fram til disse lukkes.¹ Fram i tid bør inflasjonsgapet og produksjonsgapet normalt ikke være positive eller negative samtidig.
3. Utviklingen i renten, særlig for de nærmeste månedene, bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men realistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens funksjonsmåte.
4. Renten bør normalt endres gradvis, slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.
5. Rentesettingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan i sin tur gi en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt.
6. Videre kan det som en kryss-sjekk være nyttig å vurdere rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler. Dersom renten avviker systematisk og mye fra enkle regler, bør årsakene til dette kunne forklares.

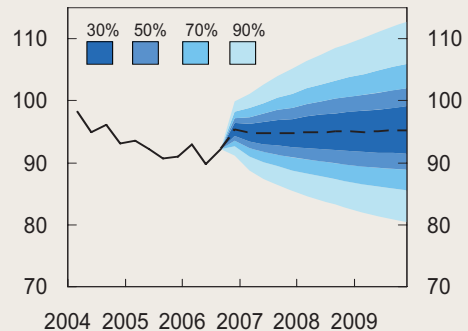
¹ Inflasjonsgapet er differansen mellom den faktiske inflasjonen og inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom faktisk og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

Figur 1.9a Foliorente i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

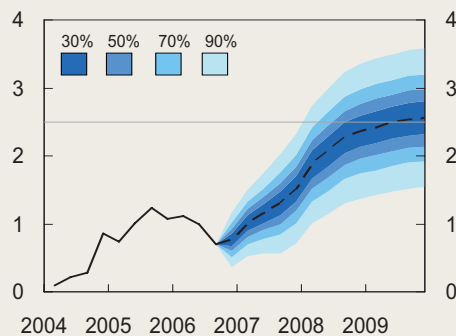
Figur 1.9b Importveid valutakurs (I-44)¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs. Det er lagt til grunn at en gitt prosentvis styrking er like sannsynlig som en tilsvarende prosentvis svekkelse

Kilde: Norges Bank

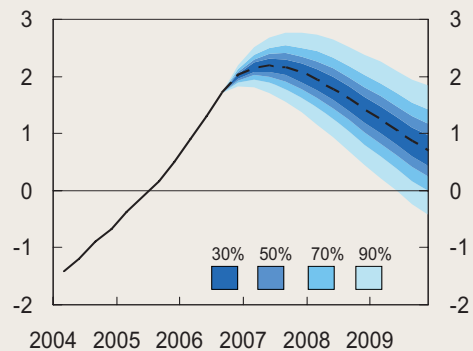
Figur 1.9c Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006. Andre mål på underliggende inflasjon er vist i figur 3.10

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

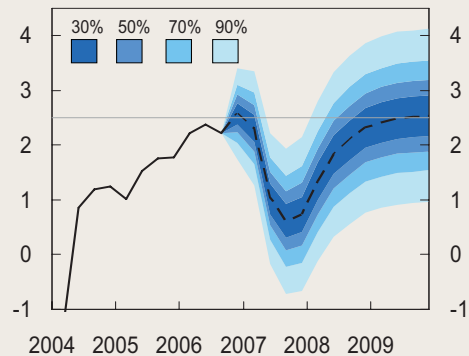
Figur 1.9d Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Det er i beregningen ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen, se egen utdyping s. 48

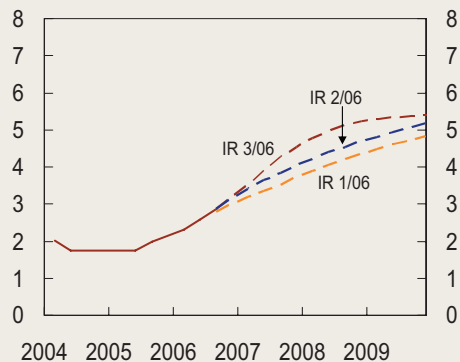
Kilde: Norges Bank

Figur 1.9e Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10 Foliorente i referansebanen i IR 1/06, IR 2/06 og IR 3/06. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

Bank har lagt til grunn at pengemarkedsrenten hos våre handelspartnere øker gradvis opp mot et normalt nivå rundt 4½ prosent de neste årene, se figur 1.11. Som i de foregående inflasjonsrapportene er anslagene basert på at renten ute og hjemme på lengre sikt stiger noe mer enn hva dagens beregnede terminrenter kan tyde på. Vi har lagt til grunn at kronkursen styrker seg noe fra nivået i oktober, men at den blir liggende på et svakere nivå enn i forrige rapport.

Figur 1.9 a-e viser Norges Banks anslåtte forløp for norsk økonomi med en prognose for renten. En nærmere beskrivelse av forutsetninger og anslag er gitt i kapittel 2 og 3. Produksjonsgapet anslås å nå 2¼ prosent i 2007 og deretter avta gradvis. Anslaget for produksjonsgapet er oppjustert med ¾ prosentenheter i 2007 siden forrige rapport. KPI-JAE, justert for endringer i barnehageprisene, anslås å øke fra dagens nivå på 0,7 prosent til opp mot 2 prosent i løpet av første halvår av 2008. Høye elektrisitetspriser vil bidra til at den samlede prisstigningen målt ved KPI kan holde seg over 2 prosent fram til neste sommer, før lavere energipriser bidrar til et markert fall i veksten i KPI. Det er utsikter til at inflasjonen vil være nær målet på 2,5 prosent på tre års sikt.

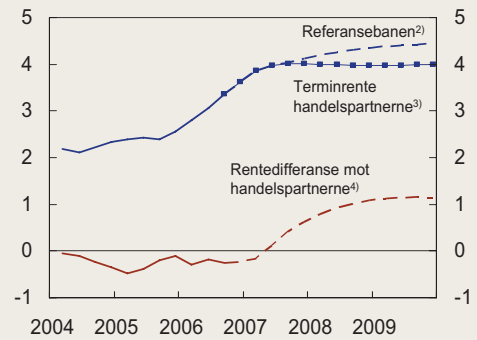
Den markerte veksten vi har sett i boligprisene, vil kunne bidra til at husholdningenes gjeldsvekst holder seg høy i de nærmeste årene. Konkurransen mellom bankene om markedsandeler påvirker trolig også kredittveksten. Veksten i boligpriser og kreditten til husholdninger ser ut til å bli noe høyere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Lave renter gjør at rentebelastningen nå er lav, men den vil øke etter hvert som rentenivået normaliseres, se figur 1.12. Nivået på både kortsiktige og langsiktige renter har trolig betydning for husholdningenes tilpasning. En oppgang i det kortsiktige rentenivået vil kunne få en mindre effekt på boligpriser og kredittvekst dersom de langsiktige rentene blir liggende på et lavt nivå. Økt konkurranse har også bidratt til å redusere bankenes rentemarginer. Det har ført til at renteøkningene det siste året ikke har fått fullt gjennomslag i rentene som husholdninger og foretak står overfor. Rentemarginene kan bli ytterligere redusert i årene fremover.

Utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning i figur 1.13 gjenspeiler en avveining av de ulike hensynene pengepolitikken skal ta. Renten er tilstrekkelig lav til å bidra til at inflasjonen kan tilta og nærme seg målet på 2,5 prosent, samtidig som økningen i renten etter hvert bidrar til å redusere kapasitetsutnyttningen.

Usikkerhet i prognosene

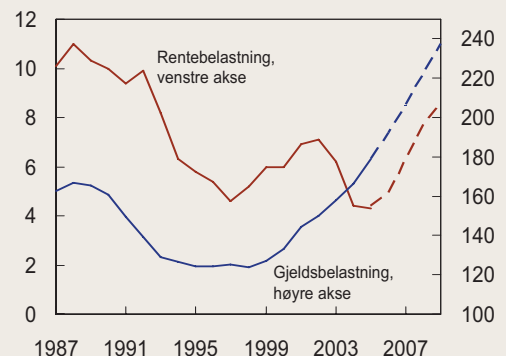
Anslagene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på en vurdering av situasjonen i norsk økonomi akkurat nå og en oppfatning av økonomiens virkemåte. Vi har illustrert usikkerheten i anslagene for

Figur 1.11 Renteprogner for handelspartnere og rentedifferanse. Pengemarkedsrenter¹⁾. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



- ¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger anslagsvis 0,2 prosentenheter høyere enn foliorenten
 - ²⁾ Som i de foregående rapportene er terminrenten noe justert på lengre sikt
 - ³⁾ Vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnere per 26. okt.
 - ⁴⁾ Rentedifferanse i referansebanen fra og med 4. kvartal 2006 (stiplet)
- Kilde: Norges Bank

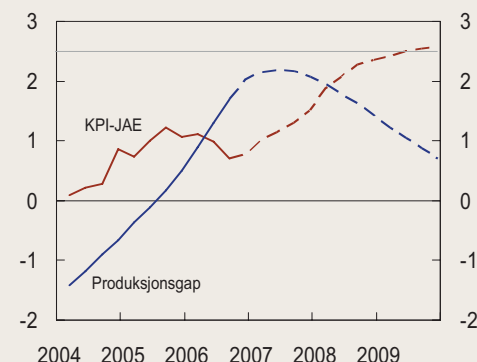
Figur 1.12 Fremskrivinger av husholdningenes rentebelastning¹⁾ og gjeldsbelastning²⁾. Prosent. Årstall. 1987 - 2009



- ¹⁾ Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte, fratrukket avkastning på forsikringskrav og pluss renteutgifter
- ²⁾ Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte, fratrukket avkastning på forsikringskrav

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13 Anslag på KPI-JAE¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09

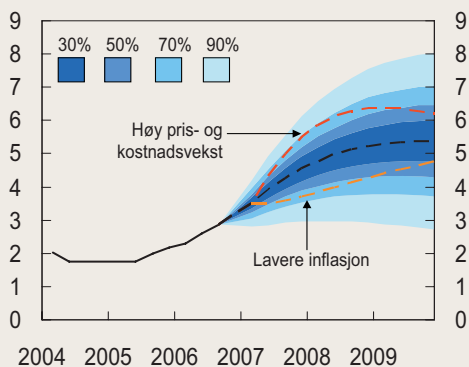


- ¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14a Foliorente i referansebanen og i alternativene med lavere inflasjon og høy pris- og kostnadsvekst. Prosent. Kvartalstall.

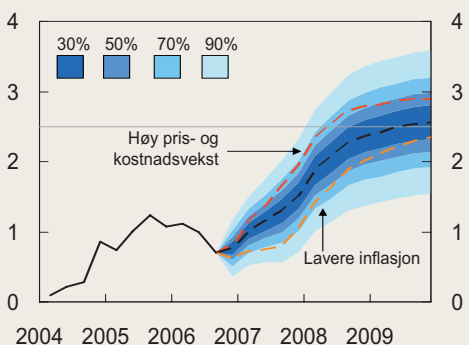
1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

Figur 1.14b Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen og i alternativene med lavere inflasjon og høy pris- og kostnadsvekst. Firekvartalersvekst. Prosent.

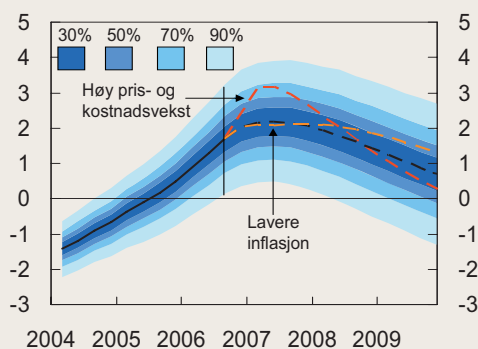
1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.14c Anslag på produksjonsgapet i referansebanen¹⁾ og i alternativene med lavere inflasjon og høy pris- og kostnadsvekst. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Det er i beregningen av usikkerhetsviften tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen, se egen utdyping s. 48

Kilde: Norges Bank

rente, kronekurs, inflasjon og produksjonsgap med sannsynligheter, se figur 1.9a-e.² Jo bredere viftene er, desto mer usikre er prognosene. Bredden på usikkerhetsbåndene er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk.³ Usikkerhetsintervallet rundt renten gjenspeiler at pengepolitikken reagerer på forstyrrelser til de andre variablene. Det bidrar til å øke usikkerheten om den fremtidige renten, men bidrar samtidig til å redusere usikkerheten i de øvrige variablene.

Renten i Norge har nå i flere år ligget vesentlig lavere enn hva vi anser som et nøytralt nivå. I referansebanen bringes renten gradvis opp mot et mer normalt nivå. Renten kan 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. Denne usikkerheten kan være særlig stor i en situasjon som nå, hvor renten lenge har ligget vesentlig under det normale leiet.

I figurene 1.14 a-c analyseres utviklingen med alternative forløp for økonomien. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for, og den forventede varigheten av, de forstyrrelsene som forårsaker et uventet forløp. Jo senere pengepolitikken reagerer på slike forstyrrelser, desto større blir svingningene i produksjon og inflasjon. Det kan på den annen side 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.

Vi kan ikke utelukke at vi på nytt blir overrasket av lav prisstigning, selv om veksten i økonomien er sterk. Vridningene i importmønsteret kan bli sterkere enn lagt til grunn, og det kan ta lenger tid før prisveksten på importerte konsumvarer tar seg opp. Sterk konkurranse innenlands eller uventet høy produktivtetsvekst kan dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Et eventuelt tilbakeslag i verdensøkonomien, eller en styrking av kronekursen ville også kunne virke dempende på inflasjonen. I figurene 1.14a-c illustreres en utvikling der prisveksten blir om lag $\frac{3}{4}$ prosentenheter lavere enn i referansebanen.⁴ I en slik situasjon, der det er risiko for at inflasjonsforventningene kan falle vesentlig under inflasjonsmålet, vil pengepolitikken måtte legge vekt på å holde inflasjonsforventningene oppe. Det tilsier isolert sett en renteutvikling som ligger lavere enn referansebanen, se figur 1.14a. Som følge av lavere rente vil produksjons-

² Det er også usikkerhet om nåsituasjonen, se egen utdyping s. 48 og i Inflasjonsrapport 3/05.

³ En nærmere gjennomgang av usikkerhetsbåndene er gitt i Bergo, J. (2006):

”Prognoser, usikkerhet og valg av renteforutsetning i pengepolitikken”, Penger og Kreditt 1/2006 s. 15, Norges Bank

⁴ Flere faktorer som kan bidra til lav inflasjon vil også ha realøkonomiske virkninger. I beregningene har vi teknisk lagt til grunn at anslagene for realøkonomien er uendret. Det er videre lagt til grunn at vi de første månedene holder fast ved renten i referansebanen, og ikke svarer på forstyrrelsene før våren 2007. Heller ikke andre markedsaktører, husholdninger eller foretak er sikre på at økonomien følger en annen utviklingsbane før dette. Bakgrunnen for den forsinkede reaksjonen er at det kan ta tid å bli klar over at økonomien er kommet inn på et annet spor.

gapet etter hvert bli høyere enn i referansebanen, se figur 1.14c. Inflasjonen tiltar gradvis, men blir lavere enn i referansebanen de neste tre årene, se figur 1.14b.

På den andre siden kan prisveksten også bli høyere enn ventet. Det kan for eksempel skje som følge av en ytterligere svekkelse av kronkursen, eller at vi undervurderer virkningen av den lave realrenten. Vi har lagt til grunn at arbeidsinnvandringen har gitt et mer fleksibelt arbeidsmarked og bidratt til å dempe presset på lønningene. Arbeidsledigheten har imidlertid kommet ned på et lavt nivå, og den forventes å falle ytterligere. Knappheten på arbeidskraft øker. I tidligere konjunkturoppganger har en slik utvikling ofte ført til markerte taktskifter i lønns- og prisveksten. Vi kan ikke utelukke at vi undervurderer presset i økonomien, og at vi kommer i en situasjon der pris- og kostnadsveksten tiltar raskt. I figurene 1.14 a-c illustreres en slik utvikling.⁵ Det innebærer at presset i økonomien i ettertid viser seg å være høyere enn anslått og at inflasjonen tiltar raskere enn ventet.⁶ En slik utvikling taler for en raskere renteoppgang enn i referansebanen for å hindre at den høye kapasitetsutnyttningen varer ved og at inflasjonen etter hvert skyter over målet. Den høyere renten bidrar til å bremse veksten i økonomien og kapasitetsutnyttningen avtar etter hvert raskere enn i referansebanen, se figur 1.14a og 1.14c. Inflasjonen blir liggende noe høyere enn i referansebanen, se figur 1.14b.

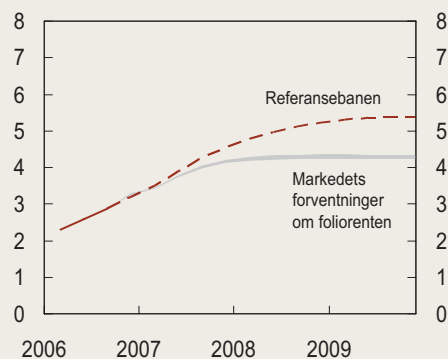
Kryssjekker

Markedsforventningene, slik de kommer til uttrykk ved terminrentene, vil være en kryssjekk for bankens renteprognose. De langsiktige terminrentene i Norge har falt med ¼ prosentenheter siden forrige inflasjonsrapport. Dette gjenspeiler trolig forventninger om svakere vekst i USA og vedvarende sterk etterspørsel etter amerikanske statsobligasjoner blant annet fra asiatiske sentralbanker. De kortsiktige renteforventningene er om lag uendret siden utgangen av juni og tyder nå på en gradvis økning i styringsrenten til 4¼ prosent i 2008, se figur 1.15. Renteprognosen i denne rapporten svarer i stor grad til forventningene blant aktørene i finansmarkedet om de kortsiktige rentene fram mot sommeren 2007. Deretter ligger Norges Banks renteprognose noe høyere enn markedsaktørenes forventninger. Det kan skyldes at markedsaktørene har en annen oppfatning av hvilken renteutvikling som må til for å stabilisere inflasjonen på målet og å få en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Avviket mellom referansebanen og markedets renteforventninger er høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Det skyldes dels at referansebanen for renten nå ligger noe høyere, og dels at de langsiktige terminrentene har falt siden slutten av juni.

⁵ Det er også i dette tilfellet lagt til grunn at det tar tid før årsakene til utviklingen avdekkes og politikken justeres.

⁶ Det er lagt til grunn at produksjonsgapet øker med 1 prosentenheter i forhold til referansebanen og at inflasjonen øker med ¾ prosentenheter.

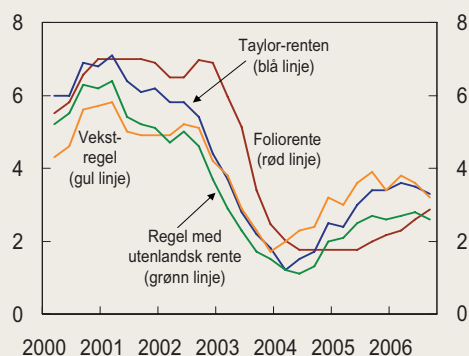
Figur 1.15 Foliorenten i referansebanen og markedets forventninger om foliorenten¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 09



¹⁾ Utledet fra beregnede terminrenter. I omregningen til foliorente er det trukket fra en kreditrisikopremie samt en beregningsteknisk differanse på 0,20 prosentenheter. Det grå skraverte intervallet viser høyeste og laveste rente på markedets foliorentebane i tidsrommet 13. – 26. oktober 2006

Kilde: Norges Bank

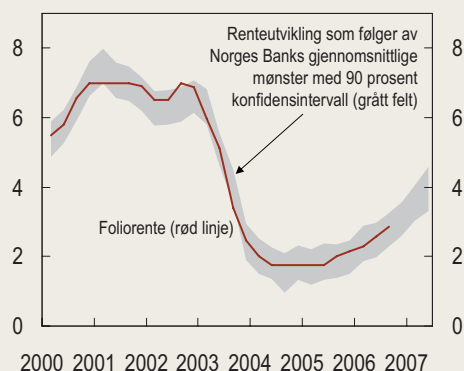
Figur 1.16 Foliorente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente.¹⁾ Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 06



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

Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Foliorente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 2. 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

Enkle pengepolitiske regler har i lengre tid antydnet høyere renter enn vår styringsrente, men har nå nærmet seg nivået på foliorenten, se figur 1.16. Taylor-regelen⁷ tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen⁸ bygger i stedet på den observerte BNP-veksten og inflasjonen. I beregningen av de enkle reglene tar en ikke hensyn til utsiktene fremover, men fokuserer bare på den økonomiske situasjonen i dag. Fordi inflasjonen har avtatt til et lavt nivå, gir reglene lavere rente nå enn i forrige inflasjonsrapport, til tross for høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. I beregningene benytter vi KPI-JAE justert for reduserte maksimalpriser i barnehager. Etter vår vurdering er den underliggende prisveksten noe høyere enn det denne indikatoren viser. De enkle rentereglene ville i så fall antydnet litt høyere renter enn det som fremgår av figuren.

Reglene har noen begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. De tar ikke hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået som vil være i tråd med reglene, kan medføre endringer i valutakursen og dermed påvirke inflasjonsutsiktene. Regelen med utenlandsk rente skal i utgangspunktet være mer egnet for en liten åpen økonomi.⁹ Denne regelen gir en noe lavere rente enn de andre reglene fordi rentenivået ute er lavt.

Norges Bank har også beregnet en enkel renteregel basert på sin tidligere rentesetting, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. En slik regel taler for en viss tilstramming fram mot sommeren 2007, se figur 1.17. Det er i første rekke høy BNP-vekst og utsikter til høyere inflasjon som bidrar til at denne rentereglene gir høyere rente fremover.

En kryssjekk som er mindre metodeavhengig enn de enkle rentereglene, er veksten i nominelt BNP for Fastlands-Norge. Den nominelle BNP-veksten tar hensyn til både veksten i produksjonsvolumet og den samlede prisstigningen for alle typer varer og tjenester som produseres i fastlandsøkonomien. En vil da unngå den usikkerheten som ligger i å dele BNP i en priskomponent og en volumkomponent. Over tid vil nominelt BNP vokse i takt med summen av prisveksten og veksten i produksjonskapasiteten i økonomien. Erfaringsmessig øker produksjonskapasiteten med om lag 2 - 3 prosent årlig over tid. Med et inflasjonsmål på 2,5 prosent, tilsier det at nominelt BNP over tid kan vokse med om lag 4,5 - 5,5 prosent per år. Dersom den nominelle

⁷ Taylor-regelen: Rente = inflasjonsmål + likevektsrealrente + 1,5·(inflasjon - inflasjonsmål) + 0,5·produksjonsgap. Se Taylor J.B. (1993): "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, s. 195-214.

⁸ Vekstregel: Rente = inflasjonsmål + likevektsrealrente + 1,5·(inflasjon - inflasjonsmål) + 0,5·vekstgap. Athanasios Orphanides foreslår å erstatte produksjonsgapet med differansen mellom faktisk vekst og trendvekst i økonomien (vekstgapet). Grunnen til dette er blant annet at Taylor-regelen er sårbar for feil i beregningen av produksjonsgapet. Se Orphanides A. (2003): "The quest for prosperity without inflation", Journal of Monetary Economics, vol. 50, nr 3 s. 633-663.

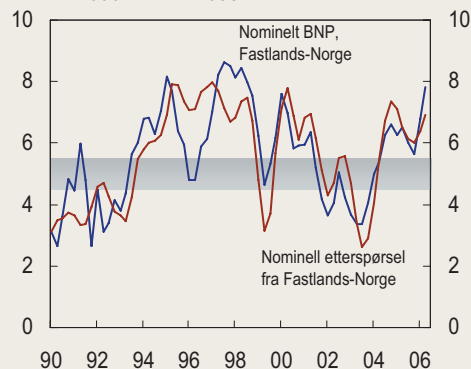
⁹ Regel med utenlandsk realrente: Rente = inflasjonsmål + likevektsrealrente + 1,5·(inflasjon - inflasjonsmål) + 0,5·produksjonsgap + 1,0·(realrente hos Norges handelspartnere - realrente i Norge).

BNP-veksten er høyere enn dette, kan det være en indikasjon på at pengepolitikken bør strammes inn. Motsatt kan en nominell BNP-vekst på mindre enn 4,5 – 5,5 prosent være en indikasjon på at pengepolitikken bør bli mer ekspansiv. Den nominelle BNP-veksten er i dag høyere enn det som kan antas å være forenlig med inflasjonsmålet over tid, se figur 1.18. En av grunnene til den høye veksten i nominelt BNP er at veksten i prisene som inngår i BNP – BNP-deflatoren – har vært høyere enn den underliggende konsumprisveksten de siste årene. Det skyldes blant annet at prisene på enkelte andre varer og tjenester, spesielt eksportprisene, har steget kraftig. Denne endringen i relative priser gjenspeiler en forbedring i Norges bytteforhold med utlandet, som ikke nødvendigvis bør få betydning for rentesettingen. Den nominelle veksten i samlet innenlandsk etterspørsel er noe lavere, men ligger også over det normale nivået på 4,5 – 5,5 prosent.

Historisk sett har det vært en viss sammenheng mellom prisutviklingen og veksten i pengemengden (M2). Den trendmessige veksten i pengemengden kan være en grov kryssjekk mot inflasjonsprognoser fra andre modeller. De siste årene har veksten i konsumprisene vist en fallende trend, mens trenden i pengemengdeveksten har økt, se figur 1.19. Høyere vekst i pengemengden må ses i lys av den sterke veksten vi har hatt i norsk økonomi med lav rente og høy kredittvekst. Avviket mellom trenden i pengemengdeveksten og trenden i prisveksten har økt, men det er ikke opplagt hvilke konklusjoner som kan trekkes av dette. Det kan ikke utelukkes at den lave inflasjonen de siste årene gradvis vil føre med seg at veksten i pengemengden avtar. På den andre siden kan den høye veksten i pengemengden indikere at inflasjonen etter hvert vil tilta. Det er grunn til å tro at det tiltakende avviket mellom veksten i BNP-deflatoren og konsumprisveksten som er omtalt ovenfor, også gjenspeiles i forholdet mellom pengemengden og konsumprisene. Vi ser at veksten i M2 i større grad følger veksten i nominelt BNP for Fastlands-Norge.

Figur 1.18 Nominelt BNP for Fastlands-Norge og samlet etterspørsel fra Fastlands-Norge.¹⁾ Firekvartalersvekst. Prosent.

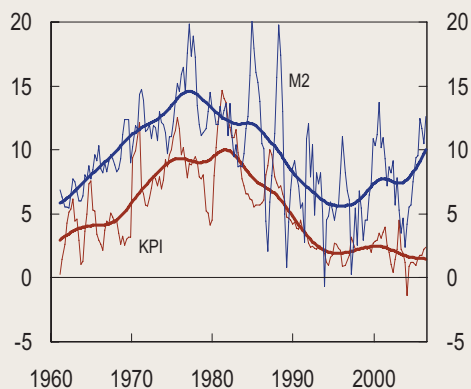
1. kv. 1990 – 2. kv. 2006



¹⁾Justert for sesongvariasjoner og irregulære komponenter

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.19 Konsumpriser (KPI) og pengemengde (M2). Beregnet trendvekst.¹⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 61 – 2. kv. 06



¹⁾Trend beregnet med HP-filter

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

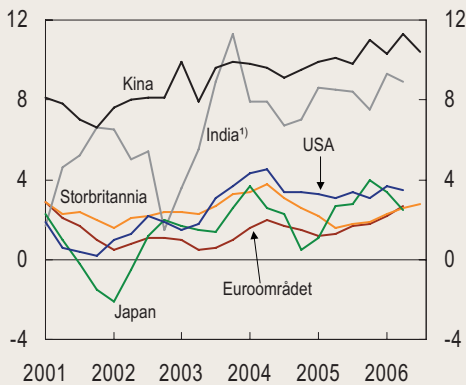
Konklusjoner – pengepolitisk strategi

Hovedstyrets vurdering er:

- Den underliggende prisveksten har vært lavere enn ventet de siste månedene. Likevel er det flere faktorer som taler for at inflasjonen etter hvert vil stige. Kapasitetsutnyttningen er høy, og det er nå lite ledige ressurser i norsk økonomi. Sysselsettingen stiger raskt, og arbeidsledigheten har falt markert. Det er tegn til at lønnsveksten tar seg opp, og det er forventninger om tiltakende prisstigning. Samtidig har kronekursen svekket seg fra sterke verdier.
- Forløpet for renten som skisseres i denne rapporten, vil gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp mot målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, betinget av den informasjonen Norges Bank nå har.
- Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Renten har i flere år ligget vesentlig lavere enn hva vi anser som et nøytralt nivå. Renten kan gradvis settes opp mot et mer normalt nivå noe raskere enn det vi hittil har sett for oss, men neppe ved hvert rentemøte. Slik vi nå ser det, vil renten dermed fortsatt økes i små og ikke hyppige skritt dersom den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.
- Foliorenten bør ligge i intervallet $3\frac{1}{4}$ - $4\frac{1}{4}$ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 15. mars, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Sterkere handelsvridninger, økt konkurranse, svakere vekst ute eller en sterkere krone kan på den ene siden gi lav prisvekst. Den lave realrenten vi har hatt, eller en ytterligere svekkelse av kronekursen, kan på den andre siden medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått.

2 | Internasjonale rammebetingelser

Figur 2.1 BNP. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 01 – 3. kv. 06



¹⁾ Målt ved faktorpris

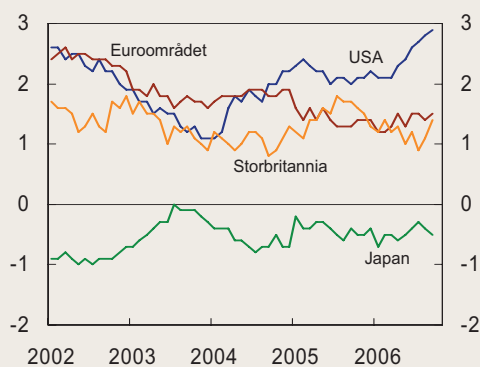
Kilde: Reuters EcoWin

Den økonomiske utviklingen

Fortsatt god vekst, men usikkerhet om utviklingen i USA

Aktiviteten i verdensøkonomien er fortsatt høy, se figur 2.1. Veksten fra 2004 til 2006 er den sterkeste siden tidlig på 1970-tallet. Høye og stigende energipriser har bidratt til å trekke opp inflasjonstakten hos handelspartnerne, men energiprisene har foreløpig i liten grad blitt veltet over i øvrige priser, slik at kjerneinflasjonen fortsatt er moderat og stabil i de fleste land, se figur 2.2. Fallet i oljeprisen i høst kan bidra til å dempe inflasjonstakten fremover. Utviklingen i vekst og priser de siste årene gjenspeiler den pågående globale integrasjonen som gjør seg stadig sterkere gjeldende både i tjenestemarkedene, varemarkedene og arbeidsmarkedene.

Figur 2.2 Kjerneinflasjon.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06



¹⁾ USA og Japan: KPI uten mat og energi. Euroområdet og Storbritannia: KPI uten mat, energi, alkohol og tobakk

Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

Etter flere år med høy vekst er det nå tegn til en avmatning i USA. Det kan få ringvirkninger i andre land. Det ser likevel ut til at veksten i verdensøkonomien vil holde seg oppe. I euroområdet, og delvis i Japan, er oppgangen blitt bredere basert. I Kina og India er veksten sterk. Disse utviklings-trekkene vil bidra til en mer balansert utvikling. Samlet sett venter vi en moderat avdemping i veksten globalt. For handelspartnerne våre er veksten hittil i år samlet sett noe sterkere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. For neste år synes imidlertid vekstutsiktene for USA svakere enn tidligere anslått. Dette ventes å bidra til lavere vekst også hos våre øvrige handelspartnere, se tabell 2.1. Samlet anslås veksten å avta til svakt under trendvekst, og vekst-anslagene for 2008 og 2009 er litt nedjustert fra forrige rapport. Vi legger til grunn at prisveksten internasjonalt vil holde seg moderat gjennom anslagsperioden. Oljeprisen har falt i høst, men er fremdeles på et høyt nivå. Prisene på andre råvarer som er viktige for norsk økonomi, har holdt seg oppe.

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

	2006	2007	2008	2009
USA	3¼	2	2½	2¼
Japan	2½	2	1½	1¼
Tyskland	2¼	1½	1½	2
Frankrike	2¼	2	2	2
Storbritannia	2½	2½	2¼	2¼
Sverige	4¼	3	2¼	2
Kina	10½	9	8½	8
Norges handelspartnere ¹⁾	3¼	2½	2¼	2¼
Euroområdet ²⁾	2½	2	2	2

¹⁾ Eksportvekter

²⁾ Vekter fra Eurostat

Kilder: Eurostat og Norges Bank

Vekstutsiktene

Etter flere år med lave renter har det vært en gradvis tilstramming av pengepolitikken de siste årene. Terminrentene indikerer at handelspartnerens styringsrenter vil øke fram til sommeren 2007 og deretter ligge forholdsvis stabilt til utgangen av 2009.

Vekstavmatningen i USA har først og fremst startet i boligmarkedet. Omsetningstiden har steget markert og prisene og igangsettingen av nye boliger har falt, se figur 2.3. Historisk har det vært en nær sammenheng mellom utviklingen i boligmarkedet og den generelle økonomiske veksten. En svakere utvikling i boligmarkedet ventes å påvirke veksten gjennom flere kanaler. Lavere boligsalg

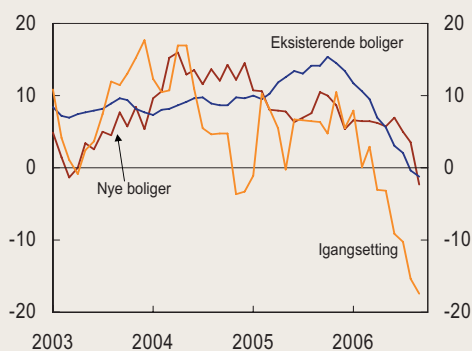
vil dempe boliginvesteringene, som utgjør vel 5 prosent av BNP. Boligbyggingen har vært viktig for sysselsettingen de siste årene. Vi venter imidlertid at nedgangen i boligmarkedet delvis vil motvirkes av økte foretaksinvesteringer og høyere sysselsetting i bedriftene, understøttet av god lønnsomhet, se figur 2.4. Aksjekursene har også steget markert. Reduserte energipriser bidrar til å øke husholdningenes disponible realinntekt. Dette vil samlet sett bidra til at avmattingen i konsumet og den generelle veksten blir moderat. Det er nå et visst press på ressursene, men de neste årene ventes veksten å bli svakere enn potensiell vekst. Allerede neste år vil det trolig være ledige ressurser i amerikansk økonomi.

Euroområdet er inne i den sterkeste oppgangen siden 2000. Eksportveksten har vært den viktigste drivkraften, men også private investeringer og etter hvert privat konsum har bidratt. God lønnsomhet i bedriftene og lave renter ventes å gi økte investeringer fremover. De fleste tillitsindikatorer for næringslivet er på et høyt nivå, selv om de har gått noe ned den siste tiden, se figur 2.5. Vi venter også at veksten i privat konsum vil ta seg opp. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt til de laveste nivåene siden 2001, se figur 2.6. Veksten i husholdningenes disponible inntekt har likevel vært lav, blant annet som en følge av lav lønnsvekst og økende bruk av deltidsarbeid. Forholdsvis sterk BNP-vekst har bidratt til en bedring av offentlige finanser i flere land. Finanspolitikken i 2006 ventes å bli om lag nøytral. I 2007 er det varslet enkelte strukturelle endringer og innstramminger, først og fremst i Tyskland og Italia. Vi venter at veksten i år vil være klart over trendvekst. Til neste år vil imidlertid lavere eksportvekst til USA, en mindre ekspansiv pengepolitikk og finanspolitiske innstramminger trolig dempe veksten.

I Storbritannia er kapasitetsutnyttningen fortsatt høy. Veksten i industriproduksjonen har holdt seg oppe, mens det har vært tegn til noe svakere vekst i detaljhandelen de siste månedene. Boligprisene stiger fortsatt, mens omsetningen av boliger har flatet ut. Tillitsindikatorer for industrien og husholdningene peker i retning av en noe svakere utvikling fremover. Arbeidsledigheten har steget fra et lavt nivå, som en følge av både høyere arbeidstilbud og noe svakere sysselsettingsvekst. Vi venter at veksten neste år vil dempes, blant annet som en følge av svak utvikling i husholdningenes disponible realinntekt og lavere eksportvekst.

I Sverige har den økonomiske veksten vært høy hittil i år. Investeringsvarer utgjør en viktig del av landets eksport, og økt vekst hos handelspartnerne har gitt positive effekter. Siden høsten 2005 har også arbeidsmarkedet vist en bedring, selv om arbeidsledigheten fortsatt er høyere enn i 2002. Til tross for innstramminger i pengepolitikken er rentenivået fortsatt lavt. Sammen med en moderat ekspan-

Figur 2.3 Boligpriser¹⁾ og igangsetting av boliger i USA. Sesongjustert. Tolv månedersvekst.²⁾ Prosent. Jan. 03 – sep. 06

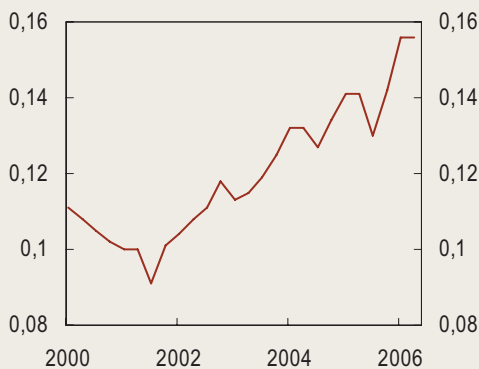


¹⁾ Medianpris på boliger

²⁾ Tremåneders glidende gjennomsnitt

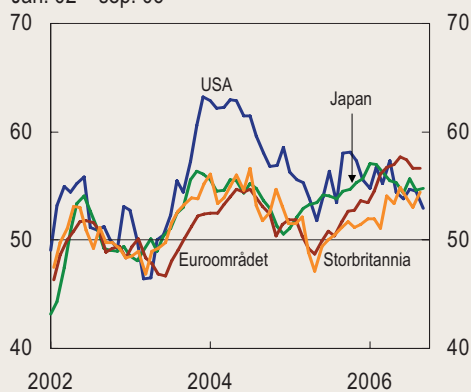
Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

Figur 2.4 Profitt som andel av bruttoproduktet i foretaksektoren i USA. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 2. kv. 06



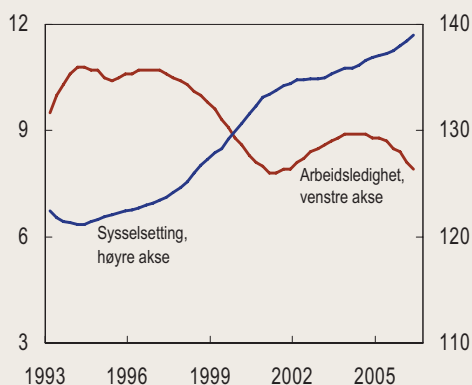
Kilde: Reuters EcoWin

Figur 2.5 Tillitsindikatorer for industrien. Sesongjusterte diffusjonsindekser. Månedstall. Jan. 02 – sep. 06



Kilde: Reuters EcoWin

Figur 2.6 Arbeidsledighetsrate i prosent av arbeidsstyrken og sysselsetting i millioner i euroområdet . Kvartalstall. 1. kv. 93 – 2. kv. 06

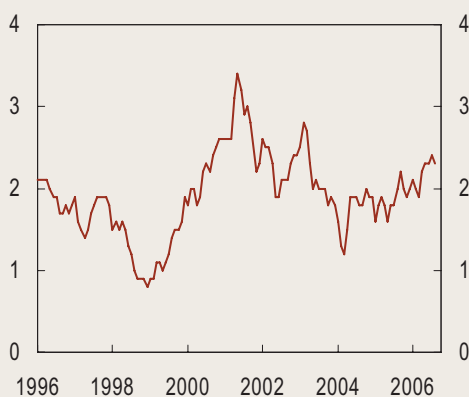


Kilde: Reuters EcoWin

siv finanspolitikk ventes dette å bidra til fortsatt god vekst i år. Neste år venter vi at avtakende vekst internasjonalt vil dempe veksten ned mot trend.

Oppgangen i Japan har fortsatt, og økonomien er på vei ut av deflasjon. I juli ble derfor de siste års nullrentepolitikk avsluttet. Gjeldsbelastningen i bedriftene har falt markert. Samtidig er lønnsomheten i bedriftene god og understøtter økte investeringer og investeringsplaner. Boligprisene har begynt å stige igjen i flere områder, etter over ti år med fallende priser. Arbeidsmarkedet har bedret seg, og konsumet har tatt seg noe opp. Lav lønnsvekst bidrar imidlertid til en svak vekst i husholdningenes disponible inntekt. Enkelte tillitsindikatorer og ordreinngang til industrien peker i retning av en mer moderat utvikling fremover. Vi venter en avmatning neste år som en følge av lavere vekst i USA, men veksten ventes likevel å være over trend.

Figur 2.7 Konsumpriser. 25 handelspartnere. Sesongjustert. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 96 – aug. 06



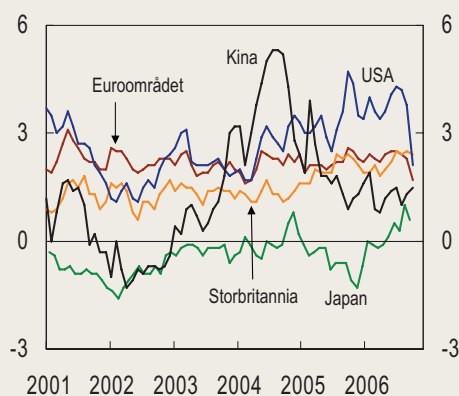
Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

Solid vekst i fremvoksende økonomier

Den kraftige økonomiske veksten i Kina fortsetter. En fortsatt sterk oppgang i investeringene og sterk økning i nettoeksporten har gitt de største bidragene. For å redusere faren for overoppheting av økonomien har kinesiske myndigheter gjennomført flere tiltak. Høyere renter og økte reservekrav i bankene skal dempe investeringsveksten. Informasjonen som er tilgjengelig for tredje kvartal, peker i retning av at virkemidlene har hatt en viss effekt. I tillegg venter vi at avmatningen i USA vil bidra til å dempe eksporten det neste året. Vi anslår likevel fortsatt sterk oppgang i Kina, med høy vekst i private investeringer og konsum.

I India er veksten høy. Det skyldes først og fremst en god utvikling i tjenestesektoren, som utgjør i overkant av 50 prosent av produksjonen. Jordbruket, som sysselsetter over halvparten av arbeidsstyrken, har hatt en langt mer moderat utvikling. Innen tjenesteproduksjon er det tegn til et strammere arbeidsmarked for kvalifisert arbeidskraft. Dette kan legge en demper på veksten på kort sikt. Fremover venter vi likevel fortsatt sterk vekst som en følge av fortsatt økt tjenesteeksport, sterkere vekst i industriproduksjonen og noe økte offentlige investeringer.

Figur 2.8 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – sep. 06



Kilde: Reuters EcoWin

Inflasjonsutsikter

Prisstigningen hittil i år har tiltatt som følge av den høye prisen på olje og andre råvarer og den sterke økningen i strømprisene i flere land, se figur 2.7. Fallet i energiprisene i høst har imidlertid ført til avtakende prisvekst i det aller siste, se figur 2.8. Prisveksten målt utenom energi har i hovedsak vært moderat og stabil. Siden toppnoteringen i begynnelsen av august har oljeprisen falt med om lag 25 prosent. Prisene på metaller og råvarer til industrien falt svakt fra midten av juli til september, men har steget igjen den siste måneden.

Nivåene er fortsatt høyere enn ved forrige inflasjonsrapport, se figur 2.9. Futuresprisene for olje og metaller indikerer et fortsatt høyt prisnivå fremover. Neste år ventes prisveksten hos våre handelspartnere samlet å tilta noe, for så å avta mot 2 prosent ved slutten av prognoseperioden, se tabell 2.2.

Den lave underliggende prisstigningen blant våre handelspartnere kan blant annet tilskrives sterkere konkurranse i mange vare- og tjenestemarkeder. En økende andel av importen kommer fra lavkostland, og spekteret av varer og tjenester som importeres har økt. Mens lønnsomheten i bedriftene er høy og kapitalavkastningen god, faller lønnsandelen i flere av de største økonomiene. Lønnsveksten er moderat, se figur 2.10. I hovedsak synes dette å være en konsekvens av den betydelige økningen i arbeidstilbudet som globaliseringen innebærer. Dette gjelder både direkte, gjennom økt migrasjon og flytting av arbeidsplasser, og indirekte gjennom økt handel. I enkelte land, spesielt i euroområdet, er det også fortsatt ledige ressurser. Lønnsveksten i euroområdet ventes å tilta noe som følge av at ledigheten har falt i det siste, se figur 2.11. Nye avlønningssystemer kan ha bidratt til å dempe den generelle timelønnsveksten ved at ansatte i større grad får bonuser, aksjer i selskapet, opsjoner og lignende.

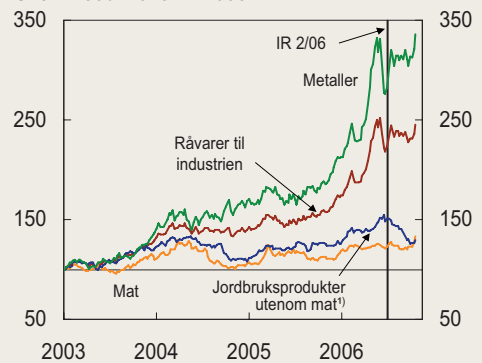
I USA var det en kraftig vekst i lønnskostnader per produsert enhet i andre kvartal 2006. Dette synes å gjenspeile en sterk vekst i bonusutbetalinger, samtidig som produktivitetsveksten har avtatt. Lønnsveksten ventes å avta igjen etter hvert som presset i økonomien blir mindre.

Prisveksten i euroområdet har vært om lag 2,5 prosent det siste året, som en følge av blant annet sterk prisvekst på boligutgifter, transport og mat. I september falt prisveksten til 1,7 prosent. Inflasjonstakten varierer fortsatt betydelig mellom landene. I september var tolv månedersveksten lavest i Finland, med 0,8 prosent, og høyest i Spania, med 3,1 prosent. I Storbritannia har inflasjonen tiltatt fra mars, på grunn av høyere prisvekst på de fleste varer og tjenester, med unntak av klær og sko, kommunikasjon og fritid. I Sverige er prisveksten fortsatt lav. Målt ved UNIDX, hvor rentekostnader og endrede skatter og avgifter holdes utenom, er prisveksten nå om lag 1 prosent, se figur 2.12.

Usikkerhet i anslagene

Veksten i internasjonal økonomi er sterkere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Det er fortsatt betydelige globale ubalanser, først og fremst knyttet til underskuddet i amerikansk utenriksøkonomi. Dette reflekterer lav sparing i husholdningene og i offentlig sektor. Muligheten for kraftige korreksjoner i disse ubalansene er et viktig usikkerhetsmoment. Utviklingen i det amerikanske boligmarkedet utgjør

Figur 2.9 The Economists råvarepreisindekser. 3. jan. 03 = 100. Uketall. Uke 1 2003 – uke 42 2006



¹⁾ Inkluderer blant annet bomull, ull, soyabønner og tømmer

Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

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

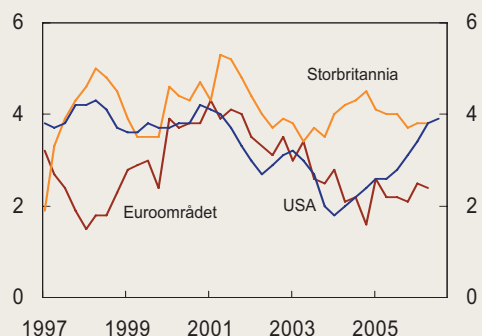
	2006	2007	2008	2009
USA	3½	2½	2	2½
Japan	½	1	1¼	1¼
Tyskland	2	2½	1½	1½
Frankrike	2	2	1¾	1¾
Storbritannia	2¼	2	2	2
Sverige	1½	2	2	2
Kina	1¾	2¼	3¼	3
Norges handelspartnere ¹⁾	2¼	2½	2¼	2
Euroområdet ²⁾	2¼	2½	2	2

¹⁾ Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

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

Kilde: Eurostat og Norges Bank

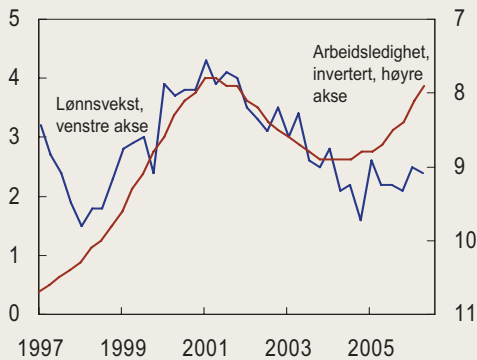
Figur 2.10 Lønnsvekst.¹⁾ Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 97 – 3. kv. 06



¹⁾ Euroområdet: Timelønnskostnad, UK: Gjennomsnittlig inntekt ekskl. bonuser, USA: Gjennomsnittlig timelønn ekskl. bonuser

Kilde: Reuters EcoWin

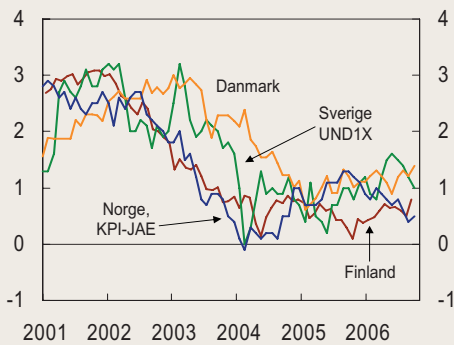
Figur 2.11 Lønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighet i euroområdet. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 97 – 2. kv. 06



¹⁾ Timelønnskostnad. Firekvartalersvekst

Kilde: Reuters EcoWin

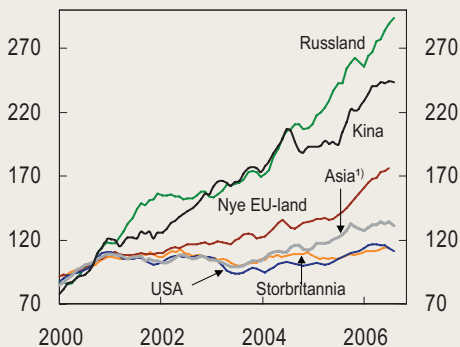
Figur 2.12 Kjerneinflasjon i Norden.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – sep. 06



¹⁾ Danmark og Finland: KPI uten energi, mat, alkohol og tobakk. Sverige: Uten rentekostnader og endrede skatter og avgifter. Norge: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilde: Reuters EcoWin

Figur 2.13 Eksport fra euroområdet. Indeks. 2000 = 100. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Jan. 00 – jul. 06



¹⁾ Asia utenom Japan og Kina

Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

en særskilt risiko. Et markert fall i boligprisene kan utløse en sterkere økning i sparingen og dermed et kraftigere fall i konsumet enn vi har lagt til grunn.

Samtidig knytter det seg stor usikkerhet til effektene på verdensøkonomien av en eventuell kraftig oppbremsing i USA. Et viktig spørsmål er om verdensøkonomien nå er mer robust enn tidligere, og i hvilken grad veksten i euroområdet, Japan og Kina vil bli påvirket av en nedgang i USA. Nettoeksporten til USA reflekterer ikke fullt ut betydningen av amerikansk etterspørsel for verdenshandelen, fordi den også skaper eksport mellom andre land. Økt konkurranse og sterkere spesialisering har bidratt til at innsatsfaktorer og underkomponenter i en vare oftere produseres i ulike land, før det ferdige produktet eksporteres. Lavere etterspørsel fra USA vil derfor kunne ramme en rekke eksportland. Importtilbøyeligheten er relativt høy i USA sammenliknet med blant annet euroområdet. Svakere vekst vil dermed kunne gi større fall i importen enn en tilsvarende avmatning i euroområdet. I tillegg påvirker utviklingen i USA resten av verden gjennom virkningene på de internasjonale finansmarkedene. Dette vil være spesielt viktig ved brå endringer.

Det er også usikkert hvor bærekraftig veksten i kinesisk økonomi er. Til tross for innstramningstiltak er det fortsatt fare for overoppheting som følge av høy investeringsvekst. Etter svært sterk prisvekst over lengre tid er det knyttet en viss risiko til boligmarkedene i flere land, blant annet i Europa. Manglende fremgang i arbeidet med en ny global handelsavtale utgjør også en betydelig risiko på litt lengre sikt for den økonomiske utviklingen internasjonalt. Faren for sterkere proteksjonisme eller flere bilaterale handelsavtaler øker. Selv om oljeprisen har falt markert, er det fortsatt usikkerhet om utviklingen fremover og eventuelle andrerundeeffekter på prisveksten.

Flere forhold trekker likevel i retning av en mer robust verdensøkonomi. Både i euroområdet og i Japan synes strukturendringer i noen grad å ha bedret vekstevnen i økonomien. Særlig i euroområdet er det tegn til noe større fleksibilitet, blant annet i arbeidsmarkedene. Utviklingen i handelsmønstrene trekker også i retning av noe mindre avhengighet av USA. For euroområdet er blant annet Asia og de østeuropeiske landene blitt viktigere handelspartnere de siste årene, se figur 2.13. Det økende private konsumet i Europa og flere asiatiske og østeuropeiske land bidrar også til å gjøre verdensøkonomien mindre sårbar for lavere etterspørsel fra amerikanske husholdninger.

Samtidig kan avdempingen i USA trolig bidra til lavere prispress på energi og andre råvarer. Lavere energi- og råvarepriser vil isolert sett både kunne gi lavere renter enn ellers og bidra mer direkte til vekst i samlet etterspørsel i

mange land, se figur 2.14. Dette vil kunne dempe globale virkninger av et eventuelt tilbakeslag i USA.

Veksten internasjonalt kan også bli klart sterkere enn lagt til grunn. I industrilandene kan god lønnsomhet gi høyere bedriftsinvesteringer enn ventet. I flere land, både i Europa og Asia, er det et potensial for høyere konsumvekst dersom veksten i husholdningenes disponible inntekt blir sterkere enn lagt til grunn.

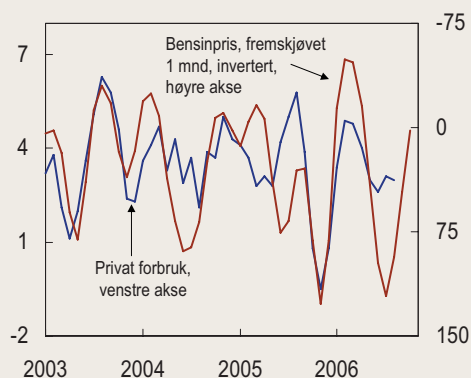
Oljemarkedet

Gjennom sommeren steg oljeprisen til nye rekordhøye nivåer. I begynnelsen av august ble Nordsjøolje (Brent Blend) omsatt for over 78 dollar per fat. De høye prisene var i stor grad et resultat av frykt for mulige produksjonsbortfall. En stans i oljeeksporten fra Iran, som følge av konflikten rundt landets atomprogram, ville fått store konsekvenser. Iran er en av verdens største oljeeksportører, og det er ikke nok ledig produksjonskapasitet andre steder til å kompensere for et eventuelt bortfall. Krigen i Libanon økte også spenningen i Midt-Østen og bidro til de høye prisene. I USA var det frykt for at orkaner igjen kunne få alvorlige følger for råoljeproduksjon og raffinering. I tillegg skapte overgangen til mer miljøvennlige drivstoffkvaliteter en viss usikkerhet rundt produksjon og distribusjon av bensin i en periode hvor etterspørselen sesongmessig er høy. Ved siden av økt risiko for produksjonsforstyrrelser, ble den faktiske produksjonen noe redusert som følge av uroligheter i Nigeria og problemer med et stort felt i Alaska.

De siste månedene har oljeprisen falt betydelig, se figur 2.15. Prisfallet er særlig knyttet til at flere av risikomomentene som trakk oljeprisen opp i sommer, nå er svekket eller borte. Bensinprisen har falt mer enn oljeprisfallet isolert sett skulle tilsi, blant annet på bakgrunn av svært høye amerikanske lagre. Lagerbeholdningene for destillater i USA er nå høye og trolig tilstrekkelige selv for en kald vinter, se figur 2.16. Også i øvrige OECD-land er oljelagrene forholdsvis fulle.

Noe av prisfallet skyldes også nedjusterte anslag for etterspørselsveksten, hovedsakelig som følge av utsikter til litt lavere aktivitetsvekst i USA. Vekstutsiktene i andre deler av verden er likevel fortsatt gode og bidrar til at etterspørselen samlet sett holder seg godt oppe. Tilbudet av olje fra land utenfor OPEC er i år blitt lavere enn tidligere prognoser fra IEA tydet på. Oppstarten av nye felt er flere steder blitt utsatt, samtidig som produksjonen fra eldre felt har falt noe raskere enn ventet. For neste år viser tidlige prognoser at produksjonsveksten kan bli nesten dobbelt så høy som i år. Dette vil i så fall legge press på OPEC, som kan ligge an til å miste markedsandeler igjen. De siste årene har imidlertid tidlige prognoser vært for optimistiske. Uforutsette hendelser har gjentatte ganger bidratt til lavere vekst i oljetilbudet enn først antatt.

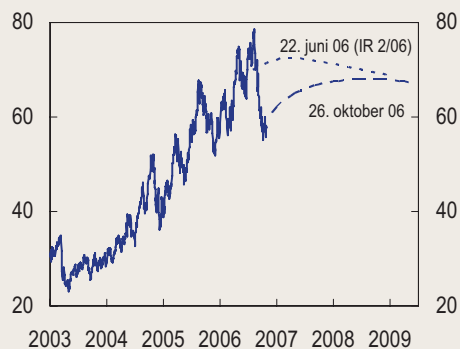
Figur 2.14 Privat konsum¹⁾ og bensinpris i USA. Tremånedersvekst. Årlig rate. Prosent. Jan. 03 – sep. 06



¹⁾ Sesongjustert

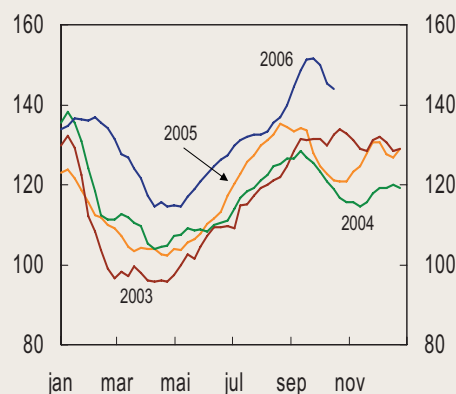
Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

Figur 2.15 Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. Dagstall. 2. jan. 03 – 26. okt. 06. Terminpriser fra 22. jun. og 26. okt. 06. Månedstall. Aug. 06 – jun. 09



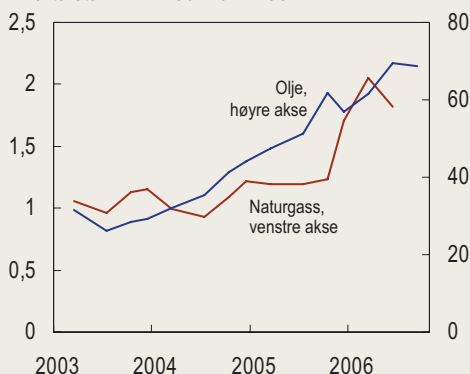
Kilder: Reuters EcoWin, Reuters og Norges Bank

Figur 2.16 Amerikanske lagre av destillater. Millioner fat. Uketall. Uke 1 2003 – uke 42 2006



Kilde: Energy Information Administration (EIA)

Figur 2.17 Priser på råolje (Brent Blend) i USD per fat og eksportert naturgass i NOK per Sm³. Kvartalstall. 1. kv. 03 – 3. kv 06



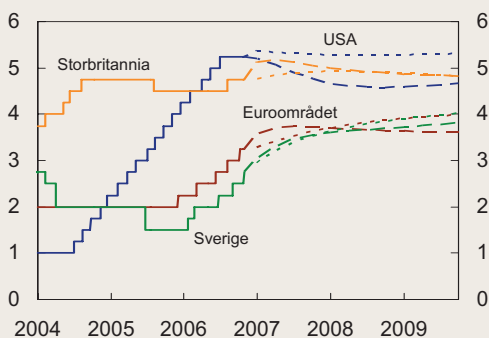
Kilder: Reuters EcoWin, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Terminprisene på olje for fremtidig levering har ikke falt like mye som prisen på olje for umiddelbar levering. Skulle det oppstå nye uroligheter i viktige oljeproduiserende land, vil oljeprisen kunne øke raskt igjen. Situasjonen i Iran er fortsatt spent og utgjør kanskje den største risikoen for ny prisoppgang. På den andre siden kan lavere vekst i verdensøkonomien gi redusert oljeetterspørsel og bidra til ytterligere prisfall. OPEC-landene har imidlertid signalisert tydelig at de vil forsøke å holde oljeprisen oppe. I slutten av oktober vedtok organisasjonen å redusere produksjonen med 1,2 millioner fat per dag fra november. Produksjonskuttet er det første siden 2003 og var større enn markedsaktørene hadde forventet.

De siste årene har verdens ledige produksjonskapasitet kommet ned på et svært lavt nivå, og sårbarheten for forstyrrelser i produksjonen har økt. Tidligere var det en klar sammenheng mellom oljeprisen og nivået på lagrene, men de siste årene er denne sammenhengen blitt mindre tydelig. Aktørene har ønsket høyere lagre for en gitt oljepris for å kompensere for noe av den økte usikkerheten som følger med begrenset ledig produksjonskapasitet. Dersom OPEC reduserer produksjonen som varslet, vil den ledige produksjonskapasiteten øke tilsvarende.

Prisen på naturgass var forholdsvis lav mot slutten av sommeren i både Storbritannia og USA. I USA har etterspørselen vært lav, samtidig som den reduserte faren for ødeleggende orkaner har trukket ned prisen også i dette markedet. I tillegg er lagrene forholdsvis høye. Med åpningen av den sørlige delen av Langeled-rørledningen til Storbritannia, i tillegg til en ny rørledning fra Nederland, er det ikke lenger utsikter til at landet vil få en ny vinter med gassmangel. Den siste tiden har imidlertid gassprisen sesongmessig tatt seg noe opp både i USA og i Storbritannia. Over tid følger prisen på eksportert norsk naturgass i stor grad oljeprisen, se figur 2.17.

Figur 2.18 Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventede styringsrenter per 22. juni og 26. oktober 06.¹⁾ Prosent. Dagstall og kvartalstall. 1. jan. 04 – 31. des. 09



¹⁾ Stiplede kurver viser forventninger per 26. oktober 2006. Prikkede kurver viser forventninger per 22. juni 2006. Forventningene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilder: Reuters og Norges Bank

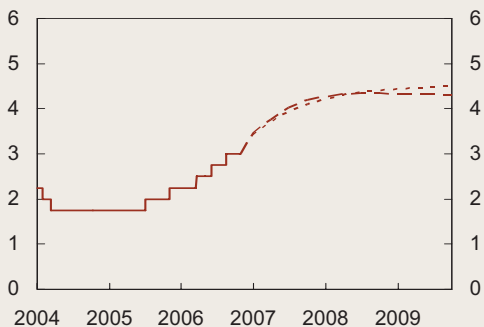
Utviklingen i finansmarkedene

Utviklingen i rentemarkedene

Den sterke veksten globalt er en vesentlig årsak til renteoppgangen det siste året. Flere land har gradvis økt renten. Siden forrige inflasjonsrapport er styringsrentene satt opp med 0,25 prosentenheter i USA, Storbritannia, Japan, Australia og Sveits og med 0,5 prosentenheter i Sverige og i euroområdet. I flere land ventes en videre renteoppgang, se figur 2.18.

Vekstavmattingen i USA har bidratt til at markedsaktørene nå tror at renten i USA vil bli satt ned i løpet av 2007. For euroområdet, Sverige og Storbritannia har renteforventningene steget noe på helt kort sikt. For euroområdet og Sverige har de falt på litt lengre sikt. Fallet i langsiktige renteforventninger kan reflektere bekymring for at lavere

Figur 2.19 Renteforventninger i Norge. Faktisk utvikling og forventede styringsrenter per 22. juni og 26. oktober 06.¹⁾ Prosent. Dagstall og kvartalstall. 1. jan. 04 – 31. des. 09



¹⁾ Stiplet kurve viser forventninger per 26. oktober 2006. Prikket kurve viser forventninger per 22. juni 2006. Forventningene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilder: Reuters og Norges Bank

økonomisk vekst i USA etter hvert vil påvirke veksten også i disse landene. Forventet renteoppgang i euroområdet er 0,5 prosentenheter og i Sverige mellom 0,75 og 1,0 prosentenheter det nærmeste halve året. Terminrentene indikerer at handelspartnerenes styringsrenter vil øke fram til høsten 2007, og deretter ligge stabilt fram til utgangen av 2009.

I Norge ble styringsrenten økt med 0,25 prosentenheter 16. august til 3,0 prosent. Renteforventningene for litt lengre løpetider har falt også i Norge, se figur 2.19. Nedjusteringen kan ha sammenheng med lavere renteforventninger internasjonalt. Utsikter til fortsatt god vekst i Norge har imidlertid begrenset fallet i norske renter. Markedsaktørene venter at styringsrenten vil øke med i underkant av 1,25 prosentenheter i Norge det nærmeste året og deretter øke svakt fram til sommeren 2008. Ved utgangen av 2009 ventes det at styringsrenten vil være lavere i Norge enn i USA og Storbritannia, men høyere enn i euroområdet og Sverige.

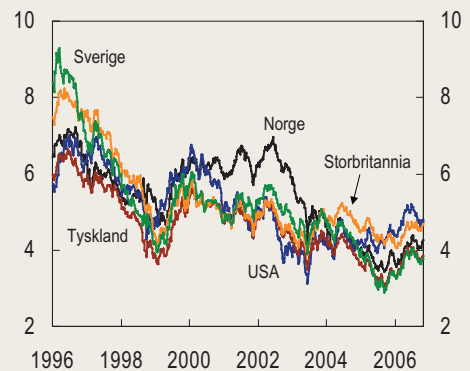
Flere forhold kan ha bidratt til at de langsiktige rentene internasjonalt har vært svært lave de siste årene, se figur 2.20. Lav underliggende inflasjon og lave inflasjonsforventninger, stor etterspørsel etter langsiktige papirer og høy sparing i flere land er trolig blant de faktorene som bidrar til lave langsiktige renter. I USA har 10 års statsobligasjonsrente vært lavere enn tremåneders pengemarkedsrente siden slutten av juni.

Utviklingen i kronkursen

Siden forrige inflasjonsrapport har kronen svekket seg med 4,3 prosent målt mot den importveide kursindeksen I-44, se figur 2.21. Realvalutakursen har også svekket seg, men målt både ved relative lønnskostnader og relative konsumpriser i felles valuta, kan den anslås å bli om lag 6,5 sterkere i år enn gjennomsnittet fra 1970-2005, se figur 2.22. Disse anslagene bygger på kursutviklingen så langt i år og anslagene for valutakurs, pris- og lønnsvekst i denne rapporten.

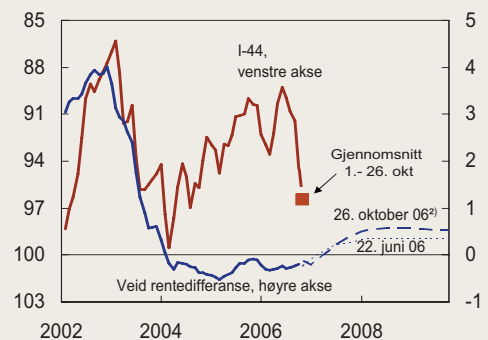
Verken styrkingen av kronkursen sist vår eller svekkelsen i høst kan i særlig grad forklares med endrede renteforventninger. Ulike indekser som måler risikoviljen blant aktørene i markedet har steget siden sommeren. Viljen til å ta risiko er svært høy. Valutaer i økonomier med høye renter og med forventninger om ytterligere renteøkninger, har styrket seg på bekostning av lavrentevalutaer. Det lave rentenivået i Norge har gjort det mindre attraktivt å kjøpe norske kroner. Kronen har svekket seg betydelig i takt med at aktørene i valutamarkedet har redusert sine beholdninger av norske kroner.

Figur 2.20 10-års statsobligasjonsrente i ulike land. Prosent. Uketal. Uke 1 1996 – uke 43 2006



Kilde: Bloomberg

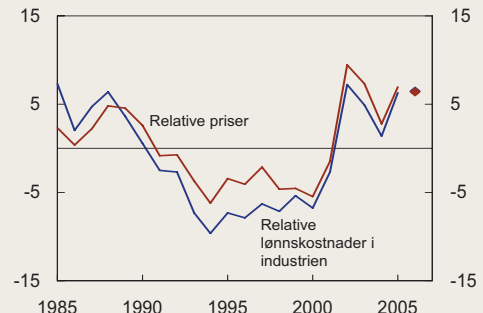
Figur 2.21 Tre måneders rentedifferanse mot handelspartnerne og importveid valutakurs (I-44)¹⁾. Månedstall. Jan. 02 – des. 09



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
²⁾ Forventningene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilder: Reuters og Norges Bank

Figur 2.22 Realvalutakurser (relative konsumpriser og lønnskostnader i felles valuta). Avvik fra gjennomsnittet 1970 – 2005. Årstall. Prosent. 1985 – 2006¹⁾



¹⁾ Gjennomsnittlig nominell valutakurs (KKI), konsumprisveksten og lønnsveksten for 2006 er basert på anslagene i referansebanen i IR 3/06

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

Figur 2.23 Utenlandske bankers netto akkumulerte kronekjøp (milliarder) og importveid valutakurs (I-44)¹⁾. Uketall. Uke 40 2005 – uke 43 2006²⁾



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronkurs
²⁾ Tallet for uke 43 er gjennomsnittet t.o.m. 25. oktober
 Kilde: Norges Bank

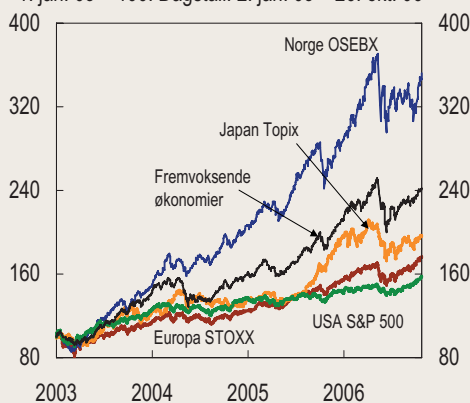
Historisk har sammenhengen mellom oljepris og kronkurs vært ustabil. I enkelte perioder har oljeprisen vært viktig for utviklingen i kronen. I andre perioder har det ikke vært noen klar sammenheng. Fallet i oljeprisen fra rekordhøye nivåer i første halvdel av august har gått sammen med svekkelsen av kronen. I det siste har det vært store svingninger i kronkursen. Kortsiktig volatilitet for norske kroner mot euro var i oktober på det høyeste nivået på over 2 år.

Ifølge valutahandelsstatistikken er utenlandske aktører fortsatt dominerende i kronemarkedet. Figur 2.23 viser at utenlandske aktørers nettokjøp av kroner samsvarer godt med utviklingen i kronkursen. Betaling av oljeskatt medfører betydelige kjøp av norske kroner fra oljeselskapene. Disse kjøpene blir i stor grad oppveid av Norges Banks kjøp av valuta på vegne av Statens pensjonsfond – Utland.

Utviklingen i aksjemarkedet

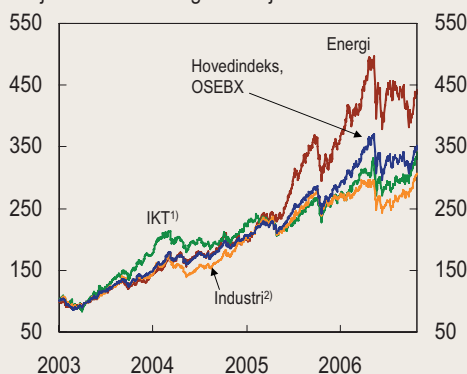
Aksjekursene i Norge og internasjonalt har gjennomgående steget siden 2003. Etter et kraftig fall mot slutten av første halvår i år har de internasjonale aksjekursene steget betydelig de siste månedene, se figur 2.24. Lavere renteforventninger, fallet i oljeprisen og gode selskapsresultater internasjonalt har bidratt til oppgangen i aksjekursene. Også i Norge har selskapsresultatene vært gode. Siden forrige inflasjonsrapport har hovedindeksen på Oslo Børs steget med om lag 13 prosent, se figur 2.25. I Europa og i USA har aksjekursene steget med henholdsvis 13,5 og 11,5 prosent.

Figur 2.24 Utviklingen i internasjonale aksjeindekser. 1. jan. 03 = 100. Dagstall. 2. jan. 03 – 26. okt. 06



Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

Figur 2.25 Utviklingen i delindekser ved Oslo Børs. 1. jan. 03 = 100. Dagstall. 2. jan. 03 – 26. okt. 06

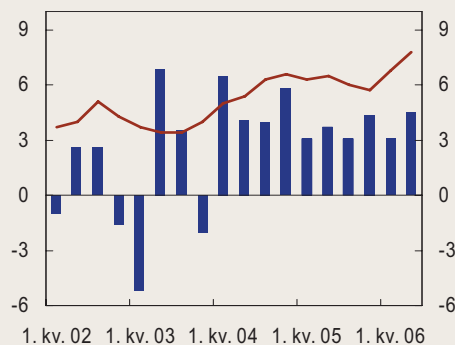


¹⁾ Gjennomsnitt av indeksene for IT og telekom
²⁾ Gjennomsnitt av indeksene for industri og materialer

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

3 | Nærmere om utviklingen i norsk økonomi

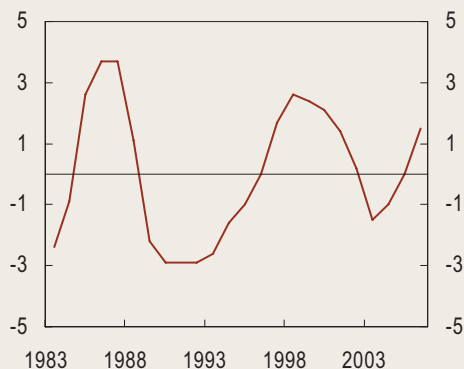
Figur 3.1 BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert annualisert kvartalsvekst i faste priser (søyler) og firekvartalersvekst i løpende priser¹⁾ (linje). Prosent. 1. kv. 02 – 2. kv. 06



¹⁾ Serien i løpende priser er glattet

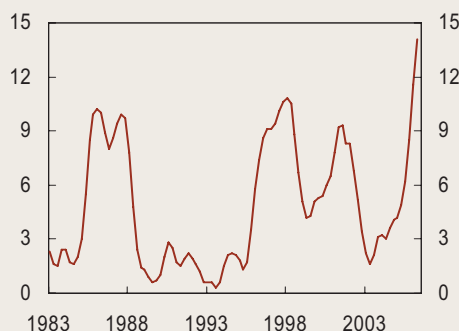
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Anslag på produksjonsgapet. Prosent. Årstall. 1983 – 2006



Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Konjunkturbarometer for industrien. Knapphet på arbeidskraft i industrien.¹⁾ Glattet. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 83 – 2. kv. 06



¹⁾ Andelen bedrifter som svarer at knapphet på arbeidskraft er en begrensende faktor for produksjonen

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Den økonomiske situasjonen

Etterspørsel, produksjon og kapasitetsutnyttning

Norsk økonomi er nå i en høykonjunktur. Norges bytteforhold med utlandet har bedret seg med nesten 30 prosent siden 2000, og aktiviteten i eksportrettet næringsliv er svært høy. Globaliseringen av verdensøkonomien har gitt lav prisvekst på importerte varer, samtidig som sterk vekst i etterspørselen etter råvarer og halvfabrikata har gitt høye priser på mange norske eksportvarer. Investeringene i petroleumssektoren har steget kraftig. Det har ført til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra bedrifter i Fastlands-Norge. Lavt rentenivå og høy realinntektsvekst har bidratt til sterk vekst i husholdningenes etterspørsel og i boligprisene. Etter hvert har også realinvesteringene i resten av næringslivet steget.

Produksjonsgapet gir uttrykk for vår vurdering av den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien i forhold til et normalnivå.¹ Siden sommeren 2003 har veksten i verdien av produksjonen i fastlandsøkonomien i gjennomsnitt vært litt over 6 prosent målt fra samme kvartal året før. I faste priser har veksten vært om lag 4 prosent, målt i årlig rate, se figur 3.1. Produksjonen i fastlandsøkonomien har siden sommeren 2003 økt raskere enn produksjonspotensialet. Etter flere år med sterk vekst er det nå lite ledige ressurser i økonomien. Produksjonsgapet for 2006 anslås nå å være klart positivt, se figur 3.2.²

Tekniske beregninger av produksjonsgapet basert på utviklingen i BNP for Fastlands-Norge, vurderes opp mot annen informasjon vi har om kapasitetsutnyttningen i økonomien. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer rapporterer en økende andel industriledere om mangel på kvalifisert arbeidskraft, se figur 3.3. Informasjon fra bedriftene i vårt regionale nettverk støtter opp om at kapasitetsutnyttningen er høyere enn normalt. I intervjurunden i august meldte 59 prosent av bedriftene om kapasitetsproblemer. Andelen har økt siden forrige intervjurunde. Problemene med å møte økt etterspørsel er størst i bygge- og anleggsbransjen og hos leverandører til oljesektoren. Stadig flere av kontaktbedriftene melder om knapphet på arbeidskraft, særlig om manglende tilgang på ingeniører, prosjektledere, transportarbeidere og kvalifisert arbeidskraft innen tjenesteyting rettet mot næringslivet. Også i varehandelen og i tjenesteyting rettet mot husholdningene begynner det nå i enkelte områder å bli mangel på arbeidskraft.

¹ Se utdyping "Norges Banks anslag på produksjonsgapet" i Inflasjonsrapport 2/2004 for en nærmere omtale av metoder for å anslå produksjonsgapet.

² Det er stor grad av usikkerhet i beregningene av et produksjonsgap i dag. Se egen utdyping side 48.

Etterspørselen etter arbeidskraft er høy. Veksten i sysselsettingen er særlig sterk i forretningsmessig tjenesteyting, bygg- og anleggssektoren og helse-, pleie- og omsorgssektoren. Den siste tiden har det også vært en viss vekst i industrien.

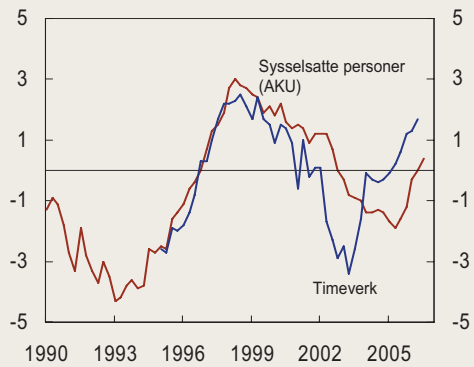
Antall utførte timeverk har økt markert de siste tre årene. Både timeverkene og antall sysselsatte er over beregnede trendnivåer, se figur 3.4. Lavere sykefravær bidro til at sysselsettingen målt i personer økte mindre enn timeverkene i første del av konjunkturoppgangen. Personssysselsettingen slik den måles i Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU), har siden slutten av 2005 vokst sterkt og anslås å vokse med 2¾ prosent i år. Økt bruk av utenlandsk arbeidskraft har de siste årene trolig dempet sysselsettingsveksten i AKU. Personer som utfører arbeid over kortere tidsperioder, og som ikke er registrert bosatt i Norge, regnes ikke med i AKU. Det er trolig om lag 20.000 personer fra andre nordiske land som har utført korttidsoppdrag i Norge i år. Antallet har vært nokså stabilt de siste årene, se figur 3.5. Etter EU-utvidelsen i 2004 har det imidlertid vært en markert økning i antallet arbeidere fra de nye EU-landene. Vi anslår at det i år vil være nærmere 30.000 sysselsatte personer fra nye EU-land som ikke er bosatt i Norge.³ Det er en økning på 12.000 personer fra i fjor.

Veksten i arbeidsstyrken tiltok i fjor høst, og for 2006 anslår vi at arbeidsstyrken vil vokse med 1½ prosent. Dette er mer enn det veksten i den delen av befolkningen som er i arbeidspålder (16-74 år), skulle tilsi. Dette er i tråd med tidligere erfaringer som tilsier at arbeidstilbudet øker noe mer enn befolkningsveksten i aldersgruppen 16-74 år når aktivitetsveksten er høy. Yrkesfrekvensen anslås å øke med ½ prosentenheter fra 2005 til 2006. Økningen i antallet uføretrygdete har lenge dempet veksten i arbeidsstyrken. I første halvår i år tilsvarer økningen i antall uføret om lag 1/3 av veksten i den del av befolkningen som er i arbeidspålder (16-74 år). Tar vi hensyn til økt uføretilbøyelighet og at eldre, som har lav yrkesdeltakelse, utgjør en større andel av arbeidsstyrken, synes yrkesfrekvensen nå å være om lag på samme nivå som på toppen av forrige høykonjunktur. Det er derfor trolig lite ledige arbeidskraftressurser utenfor arbeidsstyrken. Det er imidlertid mange sysselsatte som jobber deltid. Ifølge AKU har antallet personer på deltid økt i flere år. Nokså mange av disse ønsker økt stillingsbrøk. I første halvår i år tilsvarer arbeidstilbudet fra undersysselsatte litt over 40.000 årsverk, se figur 3.6. Det er 15.000 flere årsverk enn gjennomsnittet for årene 1998-1999.

Høy etterspørsel etter arbeidskraft har ført til en markert nedgang i arbeidsledigheten så langt i år. Arbeidsledigheten er nå på linje med ledighetsnivået under forrige høykon-

³ Se utdyping "Utenlandsk arbeidskraft i Norge" i Inflasjonsrapport 2/06 for en bredere omtale av omfanget av utenlandsk arbeidskraft i Norge.

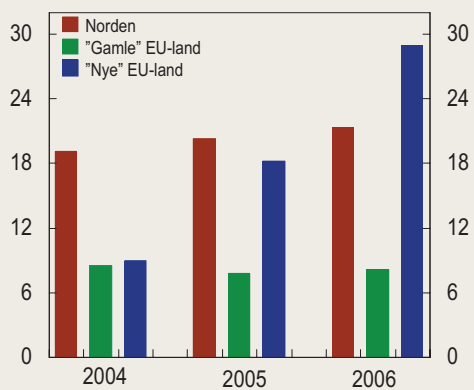
Figur 3.4 Sysselsetting og timeverk. Prosentvis avvik fra trend.¹⁾ Kvartalstall. 1. kv. 90 – 3. kv. 06



¹⁾ Trend beregnet med HP-filte. Se Staff Memo 2005/2 (www.norges-bank.no) for nærmere omtale

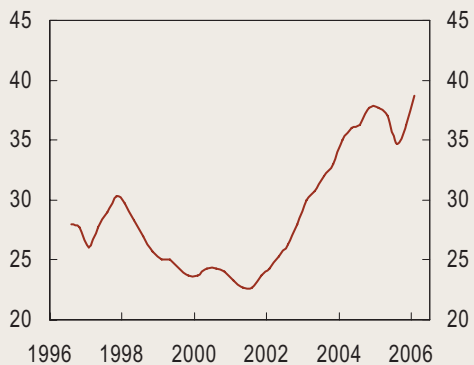
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Anslag for antall sysselsatte personer ikke bosatt i Norge. Antall i tusen personer. Årstall



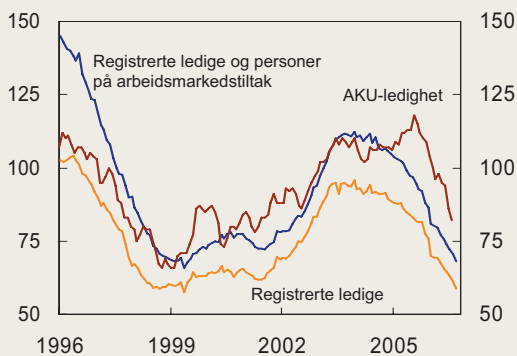
Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Tilbud av årsverk fra undersysselsatte. Antall i tusen. Tre kvartalers sentrert gjennomsnitt. 2. kv. 96 – 1. kv. 06.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.7 Arbeidsledige. AKU-ledighet, registrerte ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Antall i tusen. Sesongjustert. Månedstall. Jan. 96 – sep. 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Arbeids- og velferdsetaten (NAV)

junktur på slutten av 1990-tallet, se figur 3.7. Den registrerte ledigheten var 2,4 prosent av arbeidsstyrken i september, og ifølge AKU var den sesongjusterte ledigheten 3,4 prosent i tremånedersperioden juni - august. Det er 0,5 prosentenheter lavere enn i foregående tremånedersperiode.

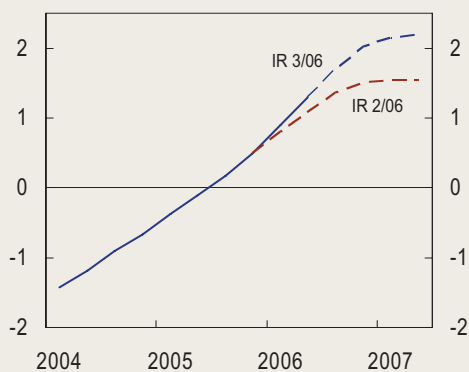
Veksten i reallønningene kan være en indikator på stramheten i arbeidsmarkedet. Stabil reallønnsvekst, i tråd med utviklingen i produktiviteten, vil være et tegn på at arbeidsmarkedet er i balanse. Til tross for at lønnsomheten i foretakene er god, og at ledigheten er på et nivå som tidligere har gitt vesentlig økt lønnsvekst, blir reallønnsveksten fra 2005 til 2006 trolig moderat. Ledigheten falt imidlertid raskt gjennom sommeren. De største overenskomstene i det sentrale lønnsoppgjøret var da ferdigforhandlet. Partene i arbeidsmarkedet kan derfor ha lagt til grunn et mindre stramt arbeidsmarked enn det tallene for ledigheten og sysselsettingen nå viser. For store arbeidstakergrupper legger de sentrale oppgjørene også rammer for de lokale forhandlingene som skjer utover høsten, slik at årslønnsveksten i stor grad bestemmes forholdsvis tidlig i året. Enkelte grupper forhandler om lønnen lokalt på høsten. For disse gruppene kan lønnsveksten bli høyere enn gjennomsnittet. Det foreligger imidlertid lite systematisk informasjon om disse forhandlingene før i de første månedene av 2007. I de siste intervju rundene i vårt regionale nettverk har stadig flere bedrifter meldt om at lønnsveksten i år vil bli høyere enn budsjettet tidlig på året.

Hvilket nivå på ledigheten som er forenlig med en stabil reallønnsvekst, er usikkert og varierer trolig over tid. Vi har lagt til grunn at økt økonomisk integrasjon mellom landene, både i form av økt arbeidsinnvandring og sterkere konkurranse i produktmarkedene, kan virke dempende på lønnskravene for et gitt nivå på arbeidsledigheten. Bedringen i bytteforholdet overfor utlandet og høyere produktivtetsvekst kan virke i motsatt retning. Presset oppover på pris- og lønnsveksten med dagens ressursutnyttning, slik det er uttrykt ved produksjonsgapet, anslås å være mindre enn i forrige høykonjunktur, selv om ledighetsraten er om lag på samme lave nivå.

Veksttakten i fastlandsøkonomien er nå høyere enn tidligere anslått, og tilstramningen i arbeidsmarkedet har skjedd noe raskere enn ventet. Presset på realressursene er trolig noe større enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport, og anslaget på produksjonsgapet ved utgangen av 2006 er justert opp ½ prosentenheter, se figur 3.8.

Det er utsikter til fortsatt sterk vekst i norsk økonomi den nærmeste tiden, og ved inngangen til neste år venter vi at BNP-veksten blir noe høyere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Statistiske modeller for BNP-veksten som er basert på løpende konjunkturindikatorer, underbygger dette. Høy vekst i husholdningenes etterspørsel vil

Figur 3.8 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i IR 2/06 og IR 3/06. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 2. kv. 07



Kilde: Norges Bank

fortsatt bidra til økt aktivitet. Både Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå, høy ordretilgang og høye ordreserver peker i retning av at investeringene i industrien vil ta seg ytterligere opp. Ifølge informasjon både fra vårt regionale nettverk og private arbeidsformidlere planlegger mange bedrifter å øke sysselsettingen de nærmeste kvartalene. Antall timeverk kan vokse mer moderat enn personysselsettingen som følge av høyere sykefravær. Vi venter fortsatt god vekst i sysselsettingen, selv om veksttaket trolig avtar noe. Det er utsikter til at kapasitetsutnyttningen i økonomien øker ytterligere fram mot sommeren. Produksjonsgapet neste år anslås til 2¼ prosent, ¾ prosent-enhet høyere enn i forrige inflasjonsrapport.

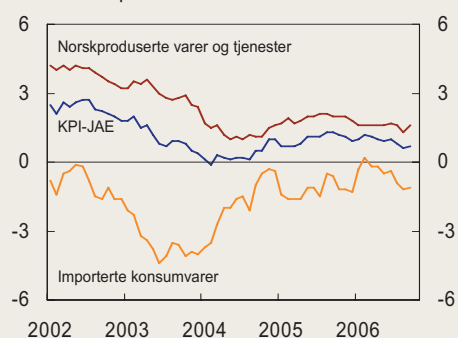
Prisveksten

Etter tre år med høy vekst i økonomien er den underliggende inflasjonen fortsatt lav, og den har ikke tiltatt vesentlig. Prisveksten på både importvarer og på norskproduserte varer og tjenester er blitt dempet av strukturelle endringer i norsk og internasjonal økonomi, se figur 3.9. Økt handel med Kina og andre fremvoksende økonomier har bidratt til fallende importpriser. Dette har lagt grunnlaget for høy reallønnsvekst selv med lave nominelle lønnstillegg. Den markerte arbeidsinnvandringen de siste årene har trolig dempet lønnsveksten i sektorer med høy aktivitet, slik som i bygg og anlegg. Også i andre sektorer kan de mulighetene et mer globalt arbeidsmarked gir, ha bidratt til å holde veksten i lønningene nede. Konkurransen har økt i mange produktmarkeder. I løpet av de siste årene har nye aktører etablert seg i markeder som tidligere har vært nokså skjermet for konkurranse. Eksempler på dette er dagligvarehandel, byggevarer, telekommunikasjon og bank og forsikring.

I tillegg har produktivitetsveksten vært høyere i enkelte sektorer som produserer og selger varer og tjenester til husholdningene enn i andre deler av økonomien. Veksten i produktiviteten har vært særlig høy i varehandelen. I de siste fem årene har produktivitetsveksten i varehandelen i gjennomsnitt vært 0,5 prosentenheter høyere enn i hele fastlandsøkonomien. Nye metoder for å måle prisutviklingen, blant annet for matvarer og boligjenester, kan også ha påvirket den registrerte konsumprisstigningen.

Gjennom 2006 har tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og utenom energivarer (KPI-JAE) vist en svakt fallende trend. Over de siste 12 månedene fram til september steg prisene med 0,5 prosent. Det er noe lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Justert også for innføringen av lavere maksimalpriser i barnehager fra januar 2006 var prisveksten 0,7 prosent. Det siste året har underliggende prisvekst beregnet med ulike mål stort sett ligget stabilt, men vesentlig lavere enn inflasjonsmålet på 2½ prosent. I september viste vektet median en tolv månedersvekst på 1,6 prosent, mens tilsvarende tall for et

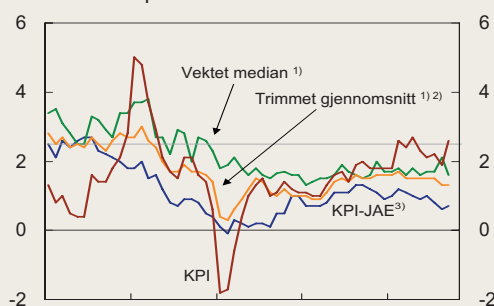
Figur 3.9 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006
²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

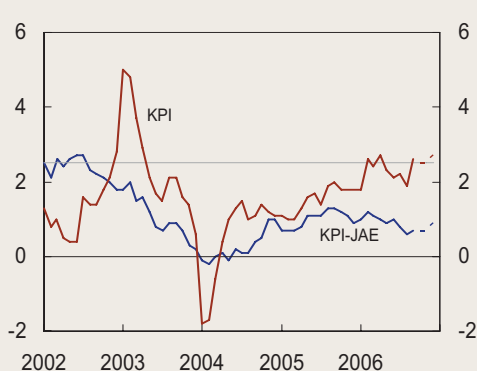
Figur 3.10 KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06



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 fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

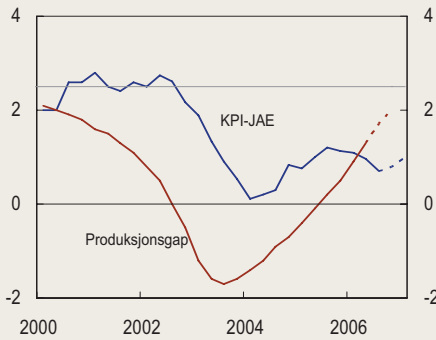
Figur 3.11 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 06²⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006
²⁾ Anslag for okt. 06 – des. 06

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 KPI-JAE¹⁾ og anslag på produksjonsgapet²⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 4. kv. 06³⁾



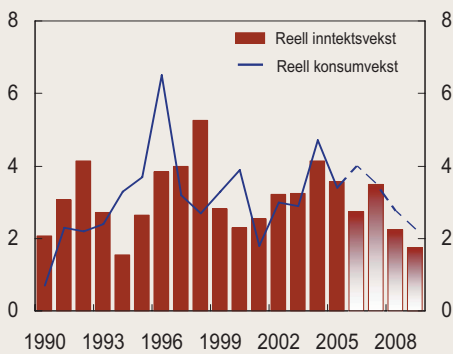
¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstall

³⁾ Anslag for 3. kv. 06 – 4. kv. 06

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Reell vekst i husholdningenes disponible inntekt¹⁾ og konsum. Prosent. Årstall. 1990 – 2009²⁾



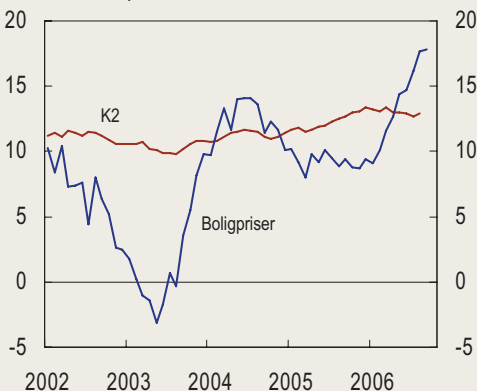
¹⁾ Utenom aksjeutbytter

²⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Boligpriser og kreditt til husholdninger (K2). Tolv månedersvekst. Prosent.

Jan. 02 – sep. 06



Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes forening, FINN.no, ECON og Norges Bank

trimmet gjennomsnitt var 1,3 prosent, se figur 3.10. Etter vår vurdering ligger den underliggende inflasjonen nå i intervallet $\frac{3}{4}$ - $1\frac{1}{2}$ prosent.

Høy vekst i verdensøkonomien har samtidig gitt en markert økning i oljepriser og priser på andre råvarer. Stigende bensinpriser har bidratt til at veksten i KPI de siste to-tre årene har vært høyere enn veksten i KPI-JAE, se figur 3.11. Tolv månedersveksten i energiprisene i KPI har i gjennomsnitt vært i underkant av 20 prosent i år. I 2006 har veksten i strømprisene bidratt mest til det store avviket mellom KPI og KPI-JAE. På den nordiske kraftbørsen Nordpool økte markedsprisen på elektrisitet både for umiddelbar og fremtidig levering kraftig i sommermånedene. Den siste måneden har prisene falt en del igjen. Terminprisene indikerer fortsatt høye elektrisitetspriser gjennom vinteren, og det vil i så fall bidra til at den samlede konsumprisveksten holder seg høy fram til neste vår. Den underliggende prisveksten målt ved KPI-JAE ventes ikke å stige vesentlig de kommende månedene, se figur 3.12. Etter nyttår er det utsikter til noe høyere prisvekst. Veksten i KPI-JAE ventes imidlertid å bli noe lavere neste år enn anslått i forrige inflasjonsrapport. For mer informasjon om prisutviklingen den siste tiden, se utdyping side 42.

Utsiktene for årene fremover

Husholdningene

Veksten i husholdningenes etterspørsel har vært en av de viktigste drivkreftene bak oppgangen i norsk økonomi de siste par årene. Lave renter, stigende formuespriser og høy vekst i husholdningenes reelle inntekter har bidratt til konsumveksten. Stor etterspørsel etter arbeidskraft kan ha økt husholdningenes forventninger til, og redusert usikkerheten om, fremtidige lønnsinntekter. Vi venter at konsumveksten holder seg høy ut året og inn i neste år, se figur 3.13.

Husholdningenes gjeldsvekst har vært høy de siste årene, se figur 3.14. Med en gradvis økning i Norges Banks styringsrente vil husholdningenes renteutgifter stige vesentlig utover i prognoseperioden. Også høyere skatter vil dempe veksten i husholdningenes kjøpekraft neste år. Samtidig vil veksten i lønnsinntektene bidra til å trekke kjøpekraften opp. Samlet venter vi at husholdningenes disponible realinntekter utenom aksjeutbytter vokser noe mindre gjennom prognoseperioden enn de har gjort de siste årene. Med høyere renter og lavere vekst i husholdningenes kjøpekraft venter vi en gradvis avdemping i konsumveksten utover i prognoseperioden, samtidig som spareraten går litt ned, se figur 3.15.

God inntektsvekst og fremtidstro, samt lave kortsiktige og langsiktige renter, har bidratt til høy aktivitet i boligmarkedet. Boliginvesteringene har i de siste to årene steget med 13 prosent i årlig gjennomsnitt. Også i år ser det ut til at

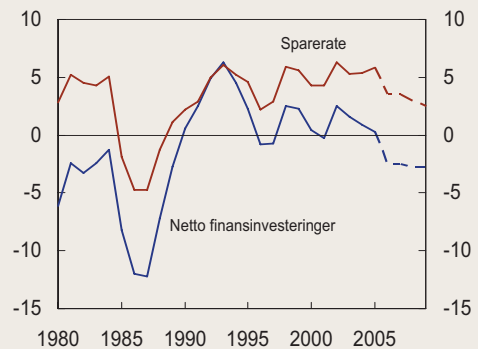
veksten blir høy, men noe lavere enn i 2004 og 2005. Flere kontakter i Norges Banks regionale nettverk rapporterer om stor etterspørsel etter nye boliger, og ordreservene for boligbygg viser fortsatt god vekst. Oppdemmet behov etter relativ lav boligbygging på 1990-tallet, økt arbeidsinnvandring, tilflytting til byene og høye bruktboligpriser kan være noen av årsakene til de høye boliginvesteringene. Disse forholdene kan også bidra til å holde etterspørselen etter nye boliger oppe fremover. Endringer i alderssammensetningen av befolkningen kan virke i motsatt retning. Små fødselsskull i siste halvdel av 1970-tallet og første halvdel av 1980-tallet innebærer at antallet personer i etableringsfasen nå faller, se figur 3.16. Samlet venter vi at veksten i boliginvesteringene vil flate ut gjennom prognoseperioden.

Boligprisene har steget kraftig i år, se figur 3.14. Etter en vekst i boligprisene på ni prosent fra 2004 til 2005 har prisene i de ni første månedene i år i gjennomsnitt økt med 14 prosent sammenliknet med samme periode i fjor. Fallende arbeidsledighet og god vekst i husholdningenes disponible inntekter har trolig bidratt til oppgangen. Sterkere konkurranse og tilpasning til nye kapitaldekningsregler i finanssektoren har trukket i retning av lavere utlånsmarginer hos bankene. Det kan ha dempet effekten av økte styringsrenter på boligprisveksten. Med et fortsatt stramt arbeidsmarked og tiltakende lønnsvekst venter vi at boligprisveksten holder seg høy på kort sikt. Etter hvert vil økt tilbud av nye boliger, redusert vekst i husholdningenes disponible inntekter og økte renter kunne dempe boligprisveksten. Renten både på kortsiktige og langsiktige plasseringer har betydning for utviklingen i boligprisene. Selv om de langsiktige rentene i hovedsak påvirkes av forventninger til rentenivået i Norge fremover, vil de også påvirkes av nivået på renter på langsiktige plasseringer hos våre handelspartnere og av reguleringer knyttet til finansinstitusjoners plasseringer. Skulle de langsiktige rentene bli liggende på et lavt nivå, vil effekten på boligprisene av en oppgang i det kortsiktige rentenivået bli mindre.

Offentlig sektor

I Regjeringens forslag til statsbudsjett for 2007 anslås det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, målt i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, å øke fra 4,3 prosent i 2006 til 4,6 prosent i 2007. Målt ved denne indikatoren vil budsjettet for 2007 ha en ekspansiv virkning på økonomien, og litt mer enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Impulsene til økonomien kan imidlertid bli noe lavere enn i inneværende år. Den sterke veksten i norsk økonomi bidrar til økte skatteinntekter og reduserte utgifter til arbeidsledighetstrygd, slik at underskuddet på statsbudsjettet utenom overføringer fra Statens pensjonsfond - Utland reduseres fra 2006 til 2007. Disse automatiske stabilisatorene bidrar også til å dempe konjunktorene.

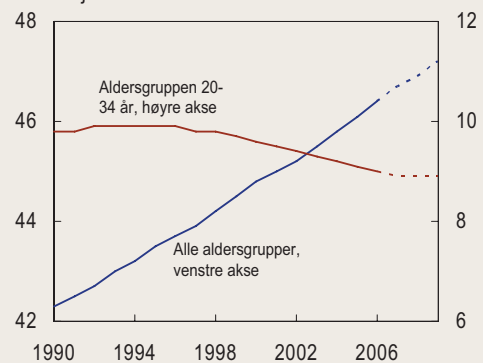
Figur 3.15 Husholdningenes sparerate og netto finansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt.¹⁾ Årstall. 1980 – 2009²⁾



¹⁾ Korrigeret for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter for 2000 – 2005
²⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

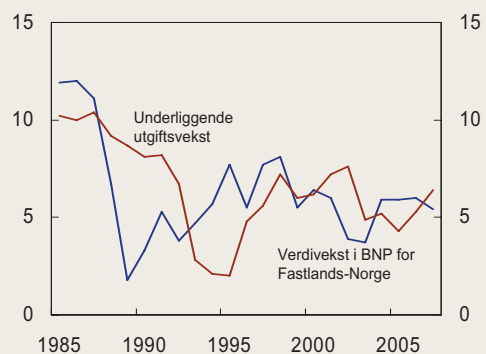
Figur 3.16 Befolkning. Antall i 100 000. Per 1. januar. 1990 – 2009¹⁾



¹⁾ Statistisk sentralbyrås fremskrivninger for 2007 – 2009. Alternativ middels vekst (MMMM)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

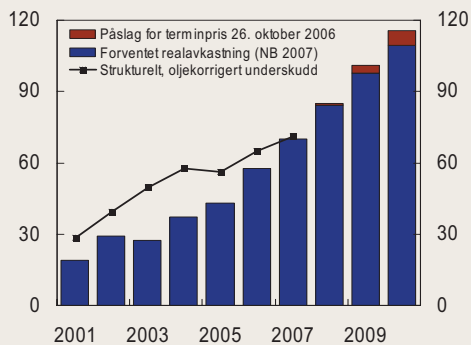
Figur 3.17 Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Prosent. Årstall. 1985 – 2007¹⁾



¹⁾ Anslag for 2006 og 2007 fra Finansdepartementet

Kilder: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjett 2007) og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.18 Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond - Utland. Milliarder 2007-kroner. Årstell. 2001 – 2010



Kilder: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjett 2007) og Norges Bank

Tabell 3.1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år (der ikke annet fremgår)

	2006	2007	2008	2009
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4¼	3¾	2½	2
Privat konsum	4	3½	2¾	2¼
Offentlig konsum	2¾	2¾	3	3¼
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	7¾	5¼	1	-¾
Oljeinvesteringer	5	0	-5	0
Tradisjonell eksport	6½	4½	2¾	2¾
Import	6¼	4¼	2¼	2¼
BNP, Fastlands-Norge	4	3¾	2	1¾
Produksjonsgap ¹⁾ , F-Norge	1½	2¼	1¾	1
Sysselsetting	2¾	1½	¼	0
AKU-ledighet ²⁾	3½	3	3¼	3¾
KPI-JAE ³⁾	1	1¼	2¼	2½
Årslønn ⁴⁾	4¼	5	5¼	4¾

¹⁾ Prosentvis avvik mellom faktisk og anslått potensielt BNP F-Norge

²⁾ Prosent av arbeidsstyrken

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

⁴⁾ Basert på TBUs definisjoner og beregninger. Inkluderer kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon

Kilde: Norges Bank

Budsjettet for 2007 innebærer at den underliggende verdiveksten i utgiftene over statsbudsjettet øker med 6,4 prosent fra 2006. Utgiftsveksten er høyere enn Regjeringens anslag for den nominelle veksten i BNP for Fastlands-Norge på 5,4 prosent, se figur 3.17.

Handlingsregelen for budsjettpolitikken innebærer at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med forventet realavkastning, anslått til 4 prosent, av Statens pensjonsfond - Utland. Retningslinjene for bruken av oljeinntekter presiserer at bruken bør tilpasses konjunktursituasjonen.

Den relativt høye oljeprisen gir utsikter til at Statens pensjonsfond - Utland kan vokse sterkt i årene som kommer. Vi legger til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisen fremover. En bruk i tråd med forventet realavkastning av fondet innebærer at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet kan øke med om lag 15 milliarder 2007-kroner i både 2008 og 2009, se figur 3.18. Med en høykonjunktur i norsk økonomi vil det være i tråd med retningslinjene for finanspolitikken om bruken av petroleumsinntekter øker mindre markert. I anslagene har vi lagt til grunn at finanspolitikken vil gi en viss stimulans til samlet etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009, men noe mindre enn veksten i den forventede avkastningen av fondet, gitt terminprisene på olje, se tabell 3.1.

Skatteinngangen har så langt i år vært klart høyere enn forutsatt i forrige inflasjonsrapport, og kommunenes inntekter øker kraftig. I Nasjonalbudsjettet for 2007 blir årets reelle inntektsvekst for kommunene anslått til 4 prosent, tilsvarende 9,1 milliarder kroner. Det ventes at kommunene ikke vil øke aktiviteten i like stor grad, slik at netto driftsresultat bedres. For 2007 blir inntektsveksten lavere igjen, om lag 1 prosent.

Olje- og gassvirksomheten

Aktivitetsnivået på norsk sokkel er høyt, og investeringsvolumet i olje- og gassvirksomheten i år ser ut til å bli noe høyere enn i fjor. Store prosjekter som Ormen Lange, Snøhvit og Statfjord senfase har bidratt til at de samlede investeringene kan bli rundt 100 milliarder kroner i år. Det gir seg blant annet utslag i høyt aktivitetsnivå i bedrifter som leverer til oljesektoren. De store investeringene i landanlegg de siste årene har gitt betydelige impulser til fastlandsøkonomien. Ifølge Statoil har 60 prosent av kontraktsverdiene i forbindelse med utbyggingen av LNG-anlegget utenfor Hammerfest gått til norske selskaper. Dette er klart høyere enn Statoil antok da prosjektet ble igangsatt. Den samlede effekten til innenlandsk næringsliv vil avhenge av i hvilken grad norske selskaper benytter utenlandske underleverandører.

Investeringsstillingen fra Statistisk sentralbyrå tyder på at leteinvesteringene kan øke sterkt både i år og neste år etter noen år med lav leteaktivitet. Dette gjenspeiler forventninger om fortsatt høye oljepriser, lovende leteresultater og åpning av nye leteområder. Høy etterspørsel etter rigger har imidlertid presset opp kostnadene, noe som isolert sett kan dempe leteaktiviteten.

Vi legger til grunn at investeringsnivået til neste år blir om lag som i år, men at det deretter faller noe, se figur 3.19. Økt innsats for å forlenge produksjonen på eldre felt kan bidra til at investeringsaktiviteten holder seg oppe utover i perioden. Fallet i oljeprisen den siste tiden vil trolig ha liten innvirkning på investeringsplanene. Kalkulasjonsprisene som selskapene legger til grunn for sine investeringsbeslutninger ligger fortsatt lavt i forhold til dagens oljepris og prisene i terminmarkedet.

Fastlandsbedriftenes realinvesteringer

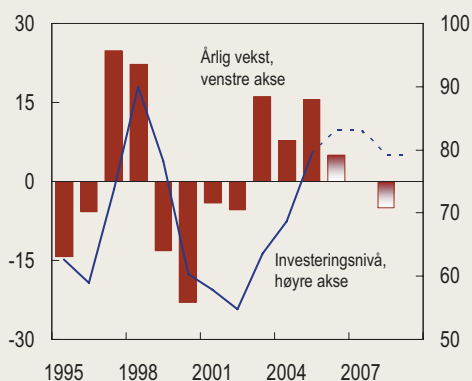
Siden 2003 har bedriftenes realinvesteringer i økende grad bidratt til veksten i norsk økonomi. Nivået på investeringer som andel av BNP for Fastlands-Norge nærmer seg toppnivået fra forrige konjunkturoppgang. Det lave rentenivået og oppgangskonjunkturen ute har bidratt til høy lønnsomhet i de fleste næringene. Avkastningen på realkapital synes fortsatt å være høy. Ifølge TNS Gallups forventningsundersøkelse for 3. kvartal venter bedriftene god lønnsomhet også neste år. Veksten i foretakenes likvide midler (M2) har økt markert det siste året, se figur 3.20. Samtidig tyder økt vekst i kreditt til foretak på at bedriftene nå finansierer en økende del av investeringene ved lån.

Ordresituasjonen for industrien er svært god, og i flere industrinæringer er beholdningen av ordrer på et rekordhøyt nivå. Ifølge spørreundersøkelser ser industrilederne optimistisk på markedsutsiktene. Kapasitetsutnyttningen i industrien har fortsatt å øke, se figur 3.21. Industrilederne gir signaler om at produksjonskapasiteten skal utvides både gjennom økte investeringer og flere ansettelser.

Markedsutsiktene i tjenesteytende næringer er ifølge Norges Banks regionale nettverk fortsatt gode, og det rapporteres om planer om økte investeringer, særlig i næringsarealer.

Realinvesteringene i Fastlands-Norge svinger normalt mer enn BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.22. Med utsikter til fortsatt høy kapasitetsutnyttning og etterspørsel i norsk økonomi, og god lønnsomhet, venter vi høy vekst i investeringene også i inneværende år. Etter hvert som styringsrenten kommer opp mot et mer normalt nivå og veksten i økonomien dempes, vil veksten i investeringene avta. I den grad de langsiktige rentene blir liggende på et lavt nivå, kan effekten av økte styringsrenter bli noe redusert.

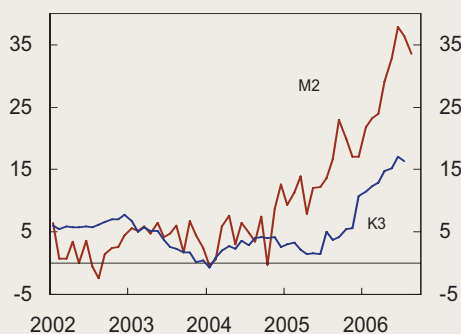
Figur 3.19 Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringsnivå i milliarder kroner (faste 2003-priser) og årlig vekst i prosent. 1995 – 2009¹⁾



¹⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.20 Kreditt til foretak¹⁾ og foretakenes likvide midler²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – aug. 06

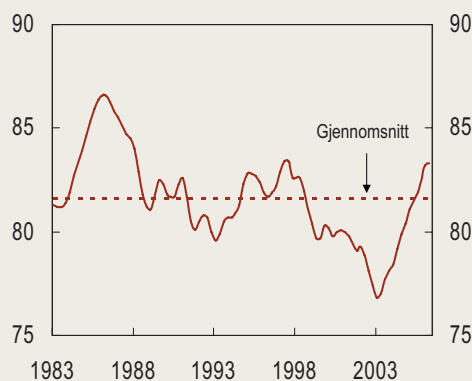


¹⁾ Samlet kreditt til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (K3)

²⁾ Ikke-finansielle foretaks beholdning av pengemengden (M2)

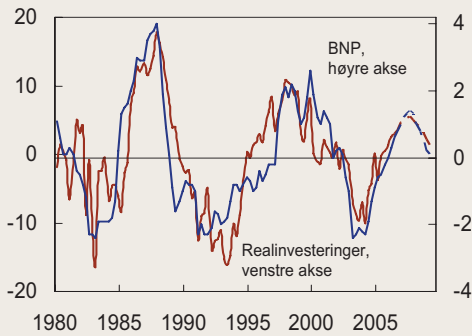
Kilde: Norges Bank

Figur 3.21 Kapasitetsutnyttingsgrad i industrien. Trend. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 83 – 2. kv. 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.22 BNP og realinvesteringer. Fastlands-Norge. Prosentvis avvik fra trend.¹⁾ Kvartalstall. 1. kv. 80 – 2. kv. 09²⁾

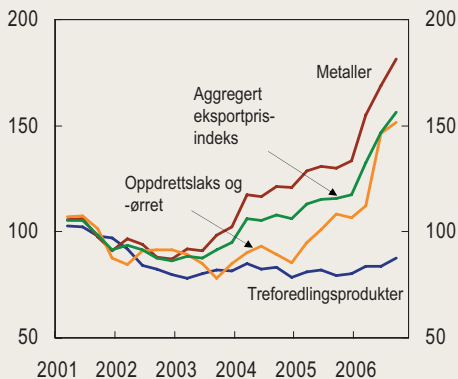


¹⁾ Trend beregnet med HP-filte. Se Staff Memo 2005/2 (www.norges-bank.no) for nærmere omtale

²⁾ Basert på årsanslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

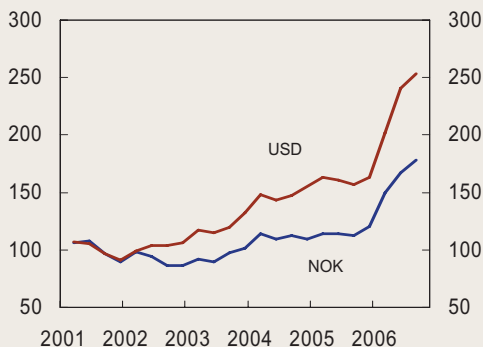
Figur 3.23 Prisindekser¹⁾ for eksport for Norge i NOK. 2001 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 3. kv. 06



¹⁾ Norges Banks beregninger basert på verdensmarkedspriser

Kilder: Reuters EcoWin, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.24 Prisindeks¹⁾ for eksport av ikke-jernholdige metaller²⁾ fra Norge i USD og NOK. 2001 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 3. kv. 06



¹⁾ Norges Banks beregninger basert på verdensmarkedspriser

²⁾ Aluminium, nikkel, kobber og sink

Kilder: Reuters EcoWin, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Handelen med utlandet

Norsk eksportindustri har dratt stor nytte av nedbyggingen av handelshindringer og økt integrasjon mellom land. Veksten i det internasjonale varebyttet er høyere enn på mange år. Særlig har Kina og andre lavkostland hatt en kraftig vekst i eksporten. Etterspørselen etter innsats- og kapitalvarer fra fremvoksende økonomier har økt i takt med produksjonen. Den kraftige veksten i sjøtransport har bidratt til økt etterspørsel rettet mot norske skipsverft. Prisene på mange av varene Norge eksporterer, har steget, se figur 3.23. For norske eksportører har valutakursutviklingen bidratt til en svakere prisvekst, se figur 3.24. Mens eksportprisene på ikke-jernholdige metaller har steget med nesten 140 prosent siden 2001 målt i amerikanske dollar, er veksten om lag halvparten så stor når vi måler i norske kroner. De høye prisene har likevel bidratt til at Norge har fått en bedring i bytteforholdet mot utlandet de siste årene, også for varer utenom olje og gass.

Aktiviteten i norsk eksportindustri er høy, og ordrereservene tyder på at det fortsatt er stor etterspørsel etter norske eksportvarer. Lavere vekst internasjonalt og kapasitetsskanker i flere næringer vil trolig bidra til at eksportveksten avtar allerede fra neste år.

Den høye etterspørselen i økonomien har sammen med økte importandeler bidratt til sterk vekst i importen de siste årene. Fremover vil lavere produksjonsvekst i relativt importavhengige sektorer som oljeleverandørindustri og eksport trolig dempe økningen i importandelen. Etter hvert som etterspørselsveksten dempes, vil veksten i importen kunne bli noe svakere.

Produksjon

Fortsatt lav rente og høy aktivitet i verdensøkonomien vil bidra til at produksjonen også til neste år øker mer enn produksjonspotensialet. Økonomien kan i økende grad støte på kapasitetsskanker. Det kan begrense den videre veksten i produksjonen. Lengre fram vil høyere renter, lavere vekst internasjonalt og noe mindre oljeinvesteringer bidra til at veksten i etterspørselen etter hvert dempes. Sterkere lønnsvekst i norsk eksportsektor enn hos våre handelspartnere kan også gi noe svakere vekst i eksporten. Økt etterspørsel over offentlige budsjetter vil bidra til å holde etterspørselen oppe. Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil ligge over et normalnivå gjennom hele prognoseperioden, men at avviket gradvis vil avta.

Arbeidsmarkedet

Fremover antas befolkningen i arbeidsfør alder å øke med nesten 1 prosent hvert år fram mot 2009, samtidig som flere uførepensjonister og endret befolkningssammensetning vil dempe veksten i arbeidstilbudet, se tabell 3.2. De yngste og eldste aldersgruppene vil utgjøre en økende andel av befolkningen i årene fremover. Vi venter at god vekst i etterspørselen etter arbeidskraft bidrar til at yrkesfrekvensen øker noe også neste år, men at det nå trolig er lite ledige ressurser utenfor arbeidsstyrken. Arbeidsstyrken anslås å øke moderat i årene fremover.

Stor arbeidsinnvandring fra de nye EU-landene har økt tilgangen på arbeidskraft betraktelig de siste årene. Størrelsen på denne tilgangen fremover er usikker. Arbeidsinnvandringen til Norge har skjedd i en periode med ledig arbeidskraft i store deler av Europa. Vi har lagt til grunn at lavere vekst i norsk økonomi, samt økt etterspørsel etter arbeidskraft i øvrige deler av Norden og i de nye EU-landene, etter hvert vil føre til en stabilisering i antallet utenlandske arbeidere på korttidsoppdrag i Norge.

Etter hvert som veksten i norsk økonomi avtar, ventes veksten i sysselsettingen å bli noe mer avdempet, se figur 3.25. Arbeidsledigheten ventes å falle ytterligere noe fra dagens lave nivå, og arbeidsmarkedet vil være svært stramt det kommende året. Dersom arbeidstilbudet fra utenlandske arbeidere fortsetter å øke like mye også neste år, vil ledigheten trolig falle noe mindre enn vi har lagt til grunn. Etter hvert som aktivitetsveksten i norsk økonomi avtar, anslår vi at sysselsettingen vokser noe mindre enn veksten i arbeidsstyrken slik at ledigheten går noe opp, se figur 3.25.

Lønnsveksten

Lønnsveksten har tatt seg sakte opp fra 2005, men det er enkelte tegn til at lønnsglidningen i år kan bli noe høyere enn tidligere ventet. Imidlertid anslår vi fortsatt at den blir lavere enn gjennomsnittet for årene 1997-2002. Årslønnsveksten, inkludert kostnader til obligatorisk tjenestepensjon, anslås til 4¼ prosent i 2006, se figur 3.26.

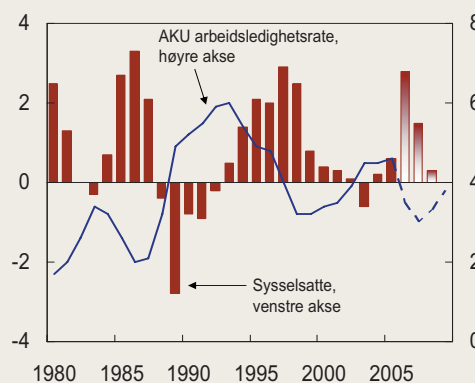
Fremover venter vi at et stramt arbeidsmarked vil bidra til økt reallønnsvekst. Vi legger imidlertid til grunn at arbeidsinnvandringen vil dempe lønnskravene, slik at reallønnsveksten blir litt lavere de neste årene enn i tidligere perioder med like lav arbeidsledighet. Svekket konkurransefortrinnet til utenlandske virksomheter gjennom økt bruk av allmenngjøring av tariffavtaler eller andre tiltak, eller hvis tilgangen på utenlandsk arbeidskraft blir mindre enn antatt, vil lønnsveksten kunne bli høyere enn vi har lagt til grunn. På den andre siden er det en mulighet for at arbeidsinnvandringen fortsetter med uforminsket styrke også i årene fremover. Da vil lønnsveksten kunne bli mer dempet.

Tabell 3.2 Vekst i befolkning og arbeidsstyrke

	2006	2007	2008	2009
Vekst i befolkningen i alderen 16-74 år	0,9	1,0	1,0	1,0
Bidrag fra demografisk endring i arbeidsstyrken	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Bidrag fra økning i antall uføretrygdede	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Bidrag fra konjunkturelle forhold	1	½	0	0
Vekst i arbeidsstyrken	1½	¾	½	½

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

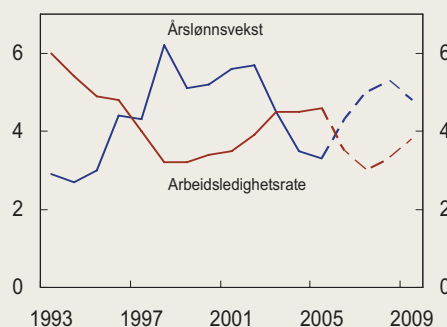
Figur 3.25 Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet (AKU) i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980 – 2009¹⁾



¹⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. Årstall. 1993 – 2009²⁾

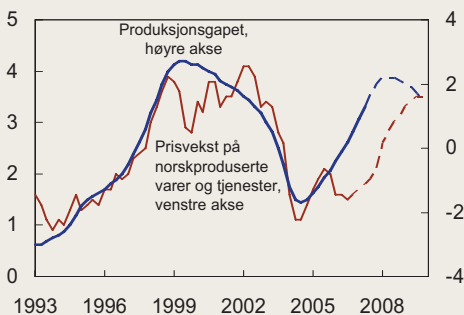


¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon

²⁾ Anslag for 2006 – 2009

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

Figur 3.27 Prisvekst på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE¹⁾ (firekvarterersvekst) og nivå på produksjonsgapet (forsinket med fire kvartaler). 1. kv. 93 – 4. kv. 09²⁾

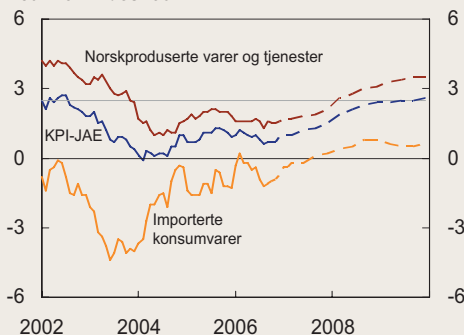


¹⁾ Justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Anslag for 3. kv. 06 – 4. kv. 09

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.28 KPI-JAE. ¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer. ²⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 09³⁾



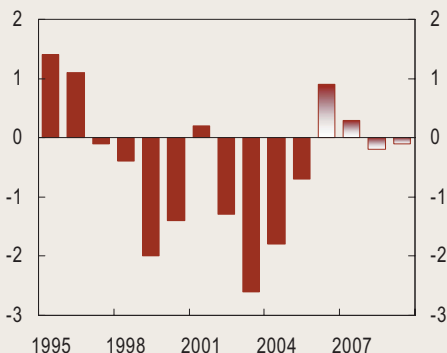
¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Norges Banks beregninger

³⁾ Anslag for okt. 06 – des. 09

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.29 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Prosent. Årstall. 1995 – 2009¹⁾



¹⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilde: Norges Bank

I Statsbudsjettet for 2007 foreslås endringer i sykelønnsregelverket som vil kunne trekke lønnskostnadsveksten opp med $\frac{1}{4}$ prosentenheter. Dersom endringene gjennomføres, vil veksten i lønnskostnadene neste år bli anslagsvis $\frac{5}{4}$ prosent.

Priser

Fortsatt sterk konkurranse både fra utlandet og i norsk økonomi, samt høy produktivitetsvekst de siste årene, vil trolig bidra til at den innenlandske prisveksten holder seg lav også i 2007. Høyere lønnsvekst de neste årene vil etter hvert slå ut i høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. I tillegg kan økt etterspørsel gi rom for større prispåslag i enkelte produktmarkeder, mens utsikter til noe lavere vekst i produktiviteten i varehandelen gradvis kan bidra til å trekke opp prisveksten på konsumvarer. Prisveksten vil trolig tilta noe senere enn det den historiske sammenhengen mellom prisveksten og kapasitetsutnyttningen i økonomien skulle tilsi, se figur 3.27. Samlet anslås veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester å stige gradvis fremover og komme over 3 prosent mot slutten av 2008, se figur 3.28.

Liberalisering av handel og vridning av importen mot lavkostland har lenge ført til negative prisimpulser fra importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta, se figur 3.29. Importvridningen har vært noe mindre i år enn i årene før. I anslagene har vi lagt til grunn at handelsvridningen vil fortsette, men gradvis bli ytterligere redusert. Prisoppgangen på olje og andre råvarer de siste årene har gitt sterk vekst i produsent- og eksportprisene hos våre tradisjonelle handelspartnere i år. Vi legger til grunn at dette bidrar til høyere prisvekst på kort sikt. Samlet sett antar vi at prisimpulsene fra importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta vil være nær null i årene fremover.

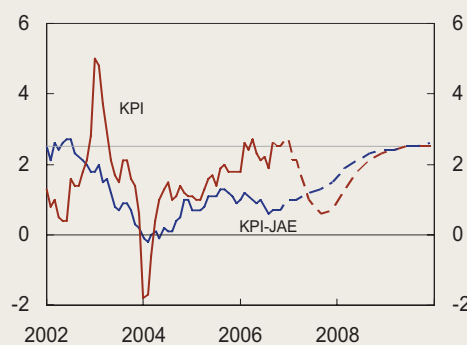
Svekkelsen av kronen siden i sommer vil bidra til høyere prisvekst på importerte konsumvarer fremover. Utsalgsprisene på importerte konsumvarer påvirkes også av utviklingen i kostnadene ved distribusjon og salg i Norge. Ettersom innenlandsk prisvekst tar seg opp, anslår vi at dette vil bidra til høyere priser også på varer som er importerte. Vår samlede vurdering er at utsalgsprisene på importerte konsumvarer vil være om lag uendrede neste år. I 2008 og 2009 vil utsalgsprisene vokse med om lag $\frac{1}{2}$ prosent i året.

Terminprisene på olje for fremtidig levering tyder ikke på vesentlige endringer i prisnivået på petroleumsprodukter til forbruker gjennom prognoseperioden. For strømprisene tyder terminprisene på at disse vil holde seg på dagens høye nivåer fram mot våren 2007, for deretter å falle vesentlig. Tolvmånedersveksten i KPI vil kunne avta til under 1 prosent høsten 2007. Videre fremover legger vi til grunn at

prisene på energivarer utvikler seg i tråd med den øvrige prisveksten.

Samlet sett antar vi at prisveksten målt ved KPI-JAE gjennom de tre neste årene vil ta seg gradvis opp mot 2½ prosent, se figur 3.30. Etter hvert som styringsrenten kommer opp mot et mer normalt nivå, vil veksten i etterspørsel og sysselsetting avta og lønnsveksten dempes. Det vil dempe oppgangen i inflasjonen lenger fram, slik at prisveksten vil bli stabilisert nær målet.

Figur 3.30 KPI og KPI-JAE¹⁾.
Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 09²⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006
²⁾ Anslag for okt. 06 – des. 09

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utdypinger

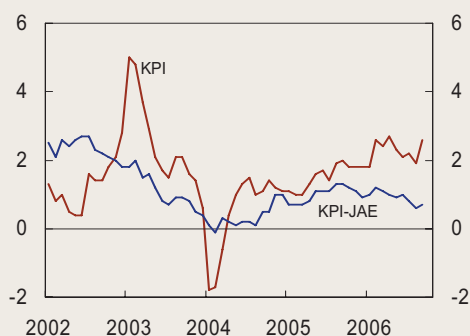
Prisutviklingen den siste tiden

Anslagene i Inflasjonsrapport 2/06 og 3/06

Usikkerheten i produksjonsgapet

Prisutviklingen den siste tiden

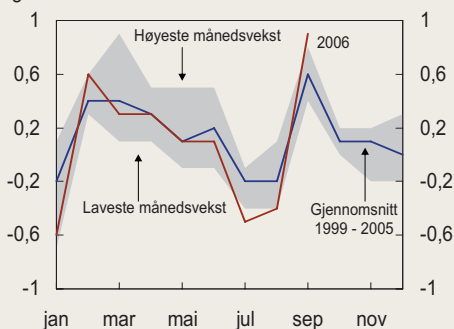
Figur 1 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

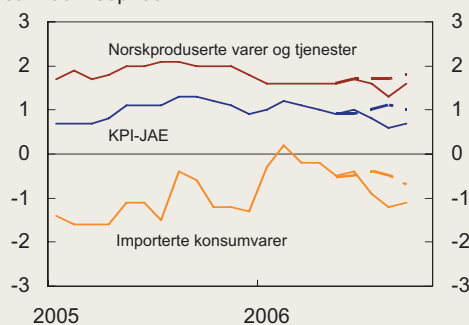
Figur 2 KPI-JAE¹⁾. Høyeste og laveste månedsvkst i perioden 1999 – 2005, gjennomsnittlig månedsvkst i samme periode og månedsvkst i 2006. Prosent



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Historisk prisvekst og anslag IR 2/06 (stiplet). Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 05 – sep. 06



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

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konsumprisindeksen (KPI) økte med 2,6 prosent fra september i fjor til september i år, se figur 1. Prisveksten målt ved KPI har vært høyere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Dette skyldes at elektrisitetsprisene har økt mer enn ventet.

Inflasjonen målt ved konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), har vært noe lavere enn anslått. Avviket skyldes både at innenlandsk inflasjon ikke har tatt seg opp som ventet og at prisene på importerte konsumvarer har falt mer enn anslått. Spesielt var prisveksten i juli og august overraskende lav. Blant annet falt prisene på klær og skotøy uventet mye. Også prisene på møbler og teletjenester falt mye i juli og august. En del av den lave prisveksten disse månedene skyldes trolig ekstraordinært sommersalg. Mens prisfallet gjennom juni og juli var noe større enn i tidligere år, var prisoppgangen fra august til september høyere, se figur 2. Tolv månedersveksten i KPI-JAE økte fra 0,4 prosent i august til 0,5 prosent i september. Korrigert for at barnehagesatsene ble satt ned i januar i år og for rentens virkning på husleie, var prisveksten i september 0,8 prosent.

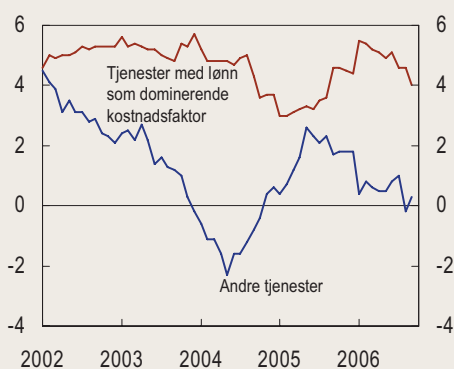
Lav og stabil innenlandsk prisvekst

Tolv månedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester var i september på 1,3 prosent, se figur 3. Innenlandsk prisvekst har ligget relativt flatt rundt dette nivået så langt i år, med unntak av august da tolv månedersveksten var 1,0 prosent. Korrigert for virkningen av reduksjonen i barnehagesatsene i januar i år kan innenlandsk prisvekst i september anslås til 1,6 prosent. Dette er omlag 0,2 prosentenheter lavere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Spesielt har prisveksten for husleie og andre tjenester vært lavere enn ventet.

Prisveksten på norskproduserte konsumvarer har vært noe høyere enn vi la til grunn. Blant annet har prisveksten på konsumvarer skjermet for konkurranse tatt seg opp fra en tolv månedersvekst på 0,8 prosent i mai til 1,7 prosent i september. Statistisk sentralbyrå la om metoden for å måle prisveksten på matvarer i august i fjor. Siden da kan tolv månedersveksten for denne varegruppen ha vært påvirket av endringene i målemetode. Volatiliteten i serien kan også ha økt.

Mens vi hadde lagt til grunn at veksten i husleiene ville ta seg noe opp, har tolv månedersveksten falt

Figur 4 Tjenestegrupper i KPI-JAE¹⁾.
Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

fra 2,2 prosent i mai til 2,0 prosent i september. Prisveksten på tjenester utenom husleie har også vært avtakende så langt i år. Tolvmånedersveksten i prisene på tjenester med lønn som viktigste kostnadsfaktor har avtatt fra 4,9 prosent i mai til 4,0 prosent i september, se figur 4. Også for tjenester med andre viktige priskomponenter enn lønn er tolvmånedersveksten i september lavere enn i mai. Innføring av lavere maksimalpriser i barnehagene trekker prisveksten i denne gruppen ned i 2006. I tillegg har et vesentlig prisfall på teletjenester bidratt til den lave prisveksten på tjenester de siste månedene.

Større fall i prisene på importerte konsumvarer

Prisene på importerte konsumvarer har falt markert gjennom flere år, se figur 3. Prisfallet ble redusert i første halvår i år. Siden forrige inflasjonsrapport har prisfallet vært større, og om lag like stort som i 2005. I september var prisfallet over de siste tolv månedene på 1,1 prosent. Blant annet trekker et større prisfall på klær og sko ned prisveksten på importerte konsumvarer. Mens prisene på klær og sko falt med 1,4 prosent fra mai i fjor til mai i år, var fallet over de tolv siste månedene 5,9 prosent i september.

Økte elektrisitetspriser

Prisene på energivarer har steget mer enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Prisveksten på elektrisitet har vært høy gjennom hele 2006, og tiltok ytterligere i høst. Elektrisitetsprisene i KPI økte med 20,9 prosent fra august til september, og var med dette 48,1 prosent høyere enn på samme tid i fjor. Utviklingen skyldtes blant annet lav fyl-

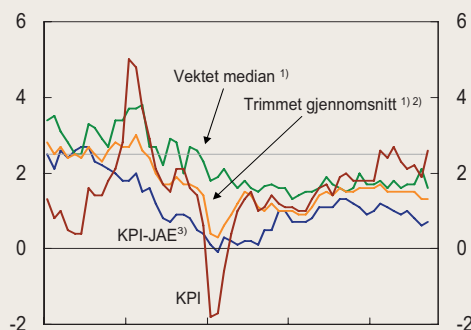
lingsgrad i vannmagasinene og tekniske problemer i svenske kjernekraftverk. Etter at fyllingsgraden i vannmagasinene og produksjonskapasiteten i Sverige har økt noe, har markedsprisen på elektrisitet på Nordpool falt en del fra de høyeste nivåene tidligere i høst.

Fall i oljeprisen den siste tiden har ført til lavere bensinpriser enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. I september var prisene på bensin 1,0 prosent høyere enn i samme måned året før.

Andre indikatorer for prisvekst

Prisveksten målt ved vektet median økte fra en tolvmånedersvekst på 1,6 prosent i mai til 2,1 prosent i august. I september falt imidlertid veksten i denne indikatoren tilbake til 1,6 prosent, se figur 5. Prisveksten målt ved trimmet gjennomsnitt har avtatt fra 1,5 prosent i mai til 1,3 prosent i september. I september ble et større antall tjenestepriker fjernet fra trimmet snitt. Blant annet var prisveksten høy på en del tjenester knyttet til kultur, sport og fritid.

Figur 5 KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 06



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 fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene i Inflasjonsrapport 2/06 og 3/06

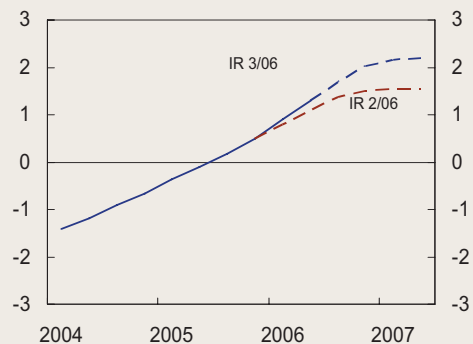
I denne utdypingen analyseres endringene i anslagene fra forrige inflasjonsrapport. Endringene skyldes dels at utviklingen siden juni er blitt noe annerledes enn vi anslo. Det har også kommet ny informasjon om forhold som vil virke på økonomien i tiden fremover. I tillegg sammenliknes Norges Banks anslag for 2007 med anslag fra andre institusjoner.

Nyheter siden forrige inflasjonsrapport

Punktene nedenfor oppsummerer utviklingstrekk i økonomien siden forrige inflasjonsrapport som har påvirket våre anslag for i år og for tiden fremover:

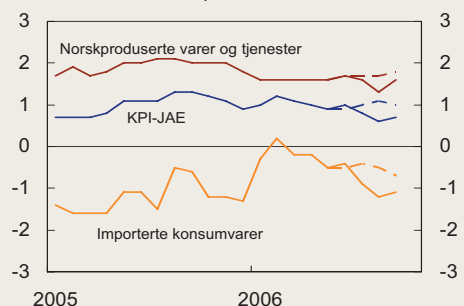
- Vårt anslag på produksjonsgapet nå og den nærmeste tiden fremover er oppjustert, se figur 1. Sysselsettingen har økt raskere enn ventet og arbeidsledigheten har nå kommet ned på et lavt nivå. Ulike undersøkelser tyder på at produksjonen i stadig flere bedrifter nærmer seg kapasitetsgrensen og at det er mangel på arbeidskraft. Veksttakten i fastlandsøkonomien er nå noe høyere enn tidligere anslått.
- Prisveksten målt ved KPI-JAE har vært noe lavere enn anslått. Både norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer har hatt en svakere prisutvikling enn ventet, se figur 2.
- Kronekursen har svekket seg fra sterke verdier og er nå svakere enn lagt til grunn ved publiseringen av Inflasjonsrapport 2/06.
- For neste år synes vekstutsiktene for USA svakere enn tidligere anslått. Dette ventes å bidra til lavere vekst også hos våre øvrige handelspartnere.
- I Nasjonalbudsjettet for 2007 er det lagt til grunn en vekst i offentlig konsum som er noe sterkere enn forutsatt i forrige inflasjonsrapport.

Figur 1 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i IR 2/06 og IR 3/06. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 2. kv. 07



Kilde: Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Anslag fra IR 2/06 (stiplet) og faktisk utvikling. Tolv måneders vekst. Prosent. Jan. 05 – sep. 06

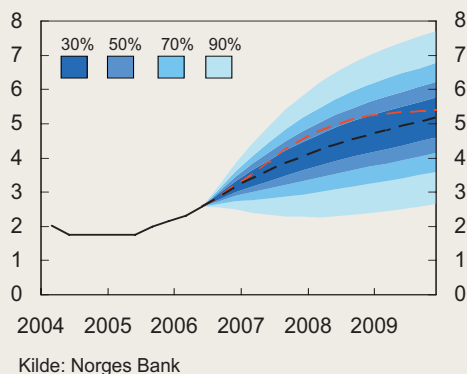


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

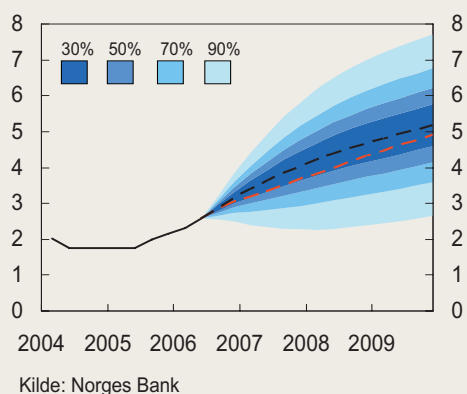
²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

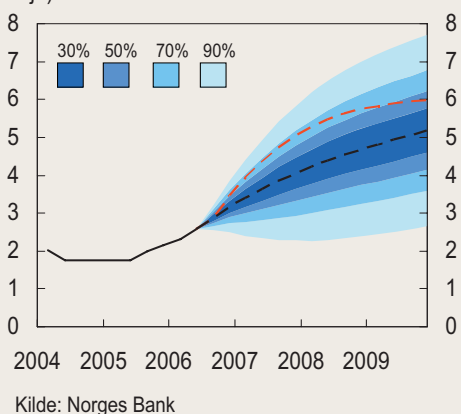
Figur 3 Foliorente i referansebanen fra IR 2/06 med usikkerhetsvifte og foliorenten i referansebanen fra IR 3/06 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Figur 4 Foliorente i referansebanen fra IR 2/06 med usikkerhetsvifte og den isolerte effekten av lavere prisvekst (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Figur 5 Foliorente i referansebanen fra IR 2/06 med usikkerhetsvifte og den isolerte effekten av høyere produksjonsgap og svakere kronekurs (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Effektene på rentebanen

Renteprognoisen i denne rapporten er noe høyere enn den vi presenterte i forrige inflasjonsrapport, om lag ½ prosentenheter i gjennomsnitt for årene 2007 og 2008, se figur 3.

Den underliggende prisveksten har vært lavere enn ventet. Det trekker isolert sett i retning av en lavere rentebane, se beregningsteknisk illustrasjon i figur 4. Den relativt moderate veksten i lønnskostnadene inneværende år, sterk konkurranse i produktmarkedene, høy produktivitetsvekst og en økning i importandelen fra lavprisland vil trolig bidra til at prisveksten vil holde seg lav ut året og inn i neste år.

På den andre siden er oppgangen i norsk økonomi sterkere enn vi tidligere så for oss. Kapasitetsutnyttingen i økonomien øker. Etterspørselen fra husholdninger, bedrifter og offentlige virksomheter vokser. Sysselsettingen stiger raskt, og arbeidsledigheten er nå på linje med ledighetsnivået under forrige høykonjunktur på slutten av 1990-tallet. Utviklingen gir grunn til å anta at kostnadsveksten vil tilta fremover. Samtidig har kronkursen svekket seg. Disse forholdene trekker i retning av en høyere rentebane, se beregningsteknisk illustrasjon i figur 5.

Endringer i anslagene

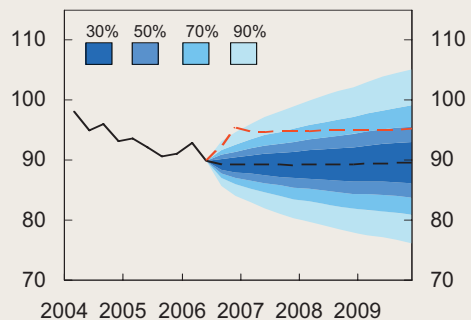
Anslagene i denne rapporten bygger på at renten følger en utvikling som etter hovedstyrets vurdering gir en rimelig avveining av de hensyn Norges Bank skal legge vekt på i rentesettingen. I kapittel 1 er det gjort nærmere rede for avveiningen og renteutviklingen fremover.

Arbeidsledigheten har gjennom sommeren og høsten falt raskere enn vi antok i forrige inflasjonsrapport, og vi anslår nå at produksjonsgapet blir høyere i år enn lagt til grunn i rapporten fra juni. Anslaget på veksten i BNP for Fastlands-Norge for 2006 er oppjustert med ¼ prosentenheter. Vi anslår nå at veksten i BNP for Fastlands-Norge kan bli 3¼ prosent til neste år, ½ prosentenheter høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Høyere lønns- og sysselsettingsvekst fører til at veksten i husholdningenes disponible realinntekt blir høyere enn anslått i forrige inflasjonsrapport, til tross for en noe raskere oppgang i renten. Dette bidrar til å trekke opp anslaget på privat konsum, samtidig som økt rom innenfor handlingsregelen bidrar til høyere vekst i offentlig etterspørsel enn tidligere antatt.

Prisveksten målt ved KPI-JAE har de siste månedene vært noe lavere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Vi legger til grunn at den lave prisveksten vil vare ved inn i 2007. Høyere lønnsvekst, større press på realressursene og gradvis lavere produktivitsvekst vil trolig bidra til at inflasjonen tiltar, særlig fra andre halvår 2007 og inn i 2008, se tabell 1. Samtidig er kronkursen svakere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport, se figur 6. Anslaget på prisveksten målt ved KPI-JAE er ¼ prosentenheter lavere i 2007 og ¼ prosentenheter høyere i 2008 enn anslått i Inflasjonsrapport 2/06, men for 2009 er anslaget uendret, se figur 7.

Høyere rente og en avdemping av veksten blant våre handelspartnere vil etter hvert bidra til å trekke aktivitetsveksten noe ned. Veksten i BNP for Fastlands-Norge vil trolig avta noe raskere enn vi anslo i forrige rapport. Ved utgangen av perioden vil derfor produksjonsgapet ifølge våre anslag være i underkant av 1 prosent, noe lavere enn hva vi anslo i Inflasjonsrapport 2/06, se figur 8.

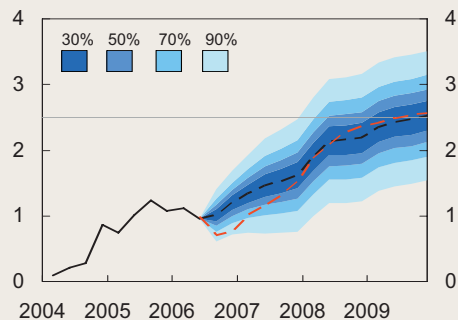
Figur 6 Importveid valutakurs (I-44)¹⁾ i referansebanen i IR 2/06 med usikkerhetsvifte og I-44 i referansebanen i IR 3/06 (rød linje). Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs. Det er lagt til grunn at en gitt prosentvis styrking er like sannsynlig som en tilsvarende prosentvis svekkelse

Kilde: Norges Bank

Figur 7 Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen i IR 2/06 med usikkerhetsvifte og KPI-JAE i referansebanen i IR 3/06 (rød linje). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006. Andre mål på underliggende inflasjon er vist i figur 3.10

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

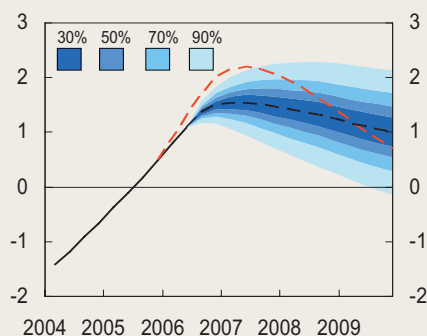
Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Inflasjonsrapport 3/06. Endring fra anslag i Inflasjonsrapport 2/06 i parentes

	2006	2007	2008	2009
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4¼ (0)	3¾ (¾)	2½ (0)	2 (-½)
BNP Fastlands-Norge	4 (¼)	3¼ (½)	2 (-¼)	1¾ (-½)
Sysselsetting	2¾ (½)	1½ (½)	¼ (-¼)	0 (-¼)
AKU-ledighet (rate)	3½ (-¼)	3 (-½)	3¼ (-¼)	3¾ (0)
KPI-JAE ¹⁾	1 (0)	1¼ (-¼)	2¼ (¼)	2½ (0)
KPI	2¼ (0)	1¼ (-½)	2 (0)	2½ (0)
Årslønn	4¼ (¼)	5 (¼)	5¼ (½)	4¾ (0)

¹⁾ Justert for at reduserte maksimalpriser i barnehager reduserer veksten i KPI-JAE med anslagsvis 0,2 prosentenheter i 2006

Kilde: Norges Bank

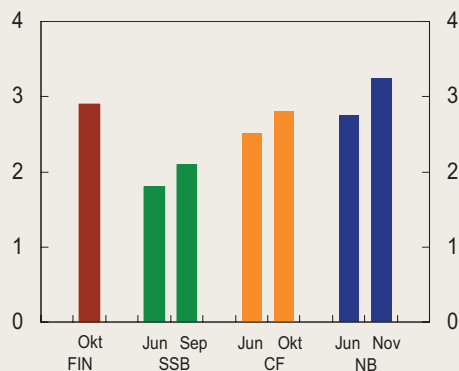
Figur 8 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen fra IR 2/06 med usikkerhetsvifte¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen i IR 3/06 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Det er i beregningen ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen, se egen utdyping

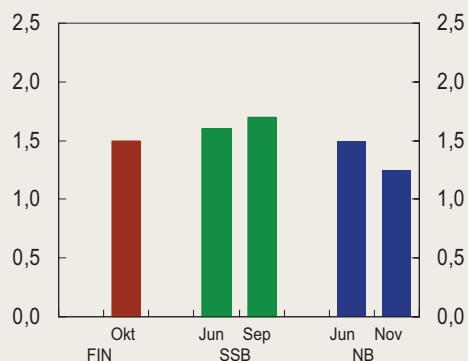
Kilde: Norges Bank

Figur 9 BNP for Fastlands-Norge. De to siste publiserte anslagene for 2007. Prosentvis vekst



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2007, Økonomiske analyser 3/2006 og 4/2006, Inflasjonsrapport 2/06 og 3/06, Consensus Forecasts juni 2006 og oktober 2006

Figur 10 KPI-JAE.¹⁾ De to siste publiserte anslagene for 2007. Prosentvis vekst



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

Kilder: Nasjonalbudsjettet 2007, Økonomiske analyser 3/2006 og 4/2006, Inflasjonsrapport 2/06 og 3/06

Andre institusjoners anslag

Norges Banks anslag på den økonomiske veksten i 2007 er noe høyere enn anslagene fra Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og gjennomsnittet i Consensus Forecast, se figur 9. Norges Bank anslår veksten i Fastlands-Norge til 3¼ prosent neste år. Da Statistisk sentralbyrå publiserte sine prognoser i midten av september, anslo de BNP-veksten for Fastlands-Norge til 2,1 prosent i 2007. Dette er opp fra anslaget i juni på 1,8 prosent. Statistisk sentralbyrå legger til grunn en mer markert internasjonal nedgang enn Norges Bank. Finansdepartementet anslår i Nasjonalbudsjettet 2007 en BNP-vekst på 2,9 prosent neste år. Gjennomsnittsanslaget for 2007 fra Consensus Forecast er oppjustert siden forrige inflasjonsrapport. I juni var det gjennomsnittlige anslaget for veksten i Fastlands-Norge 2,5 prosent, mens det i oktober var på 2,8 prosent.

I denne inflasjonsrapporten anslår Norges Bank at prisveksten målt ved KPI-JAE vil bli 1¼ prosent i 2007, se figur 10. Finansdepartementet anslår en vekst i KPI-JAE på 1½ prosent i 2007. Siden juni har Statistisk sentralbyrå økt sitt anslag på veksten i KPI-JAE i 2007 med 0,1 prosentenheter til 1,7 prosent. Consensus Forecast samler ikke inn anslag på KPI-JAE.

Finansdepartementets anslag ble publisert 6. oktober 2006. Dette er første gangen de gir anslag for 2007. Statistisk sentralbyrå offentliggjorde sine anslag 15. juni og 14. september i år. Consensus Forecast samlet inn sine anslag 12. juni og 9. oktober. Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene være ulike.

Usikkerheten i produksjonsgapet

Produksjonsgapet representerer en oppsummering og tallfesting av ressursknappheten i økonomien. Perioder med et positivt produksjonsgap omtales normalt som høykonjunktur, mens perioder med negativt produksjonsgap indikerer lavkonjunktur. Mer teknisk kan produksjonsgapet beskrives som hvor mye den faktiske produksjonen i økonomien avviker i prosent fra det potensielle produksjonsnivået. Den potensielle produksjonen er vanligvis definert som det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid.

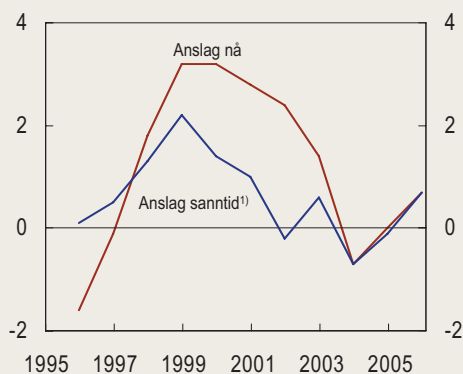
Produksjonsgapet er ikke observerbart og må anslås. Det er stor grad av usikkerhet i anslagene, ikke bare for framtidig produksjonsgap, men også for produksjonsgapet i dag.

Ulike beregningsmetoder kan gi ulike anslag på produksjonsgapet, se for eksempel Bjørnland *et al.* (2004).¹ Hver metode har sine styrker og svakheter, og det er ikke opplagt hvilken av metodene som gir det beste uttrykket for ressursknappheten.²

I tillegg til metodeusikkerhet, er anslag på produksjonsgapet usikkert på grunn av usikre data. Nasjonalregnskapstall blir revidert, ofte betydelig, og av og til etter flere år. Normalt publiseres tallene første gang etter to til tre måneder. Usikkerheten kan reduseres ved å ta hensyn til utviklingen i andre data og indikatorer som er høyt korrelert med konjunkturutviklingen, og som ikke blir revidert mye i ettertid.³ Eksempler på slik informasjon er Norges Banks regionale nettverk, SSBs konjunkturbarometer, tall fra arbeidsmarkedet og pris- og lønnsutviklingen.

Usikkerheten om nåsituasjonen kan illustreres ved å sammenlikne de anslagene OECD nå gir på historiske produksjonsgap for Norge med anslagene gitt på de aktuelle tidspunktene (sanntid), se figur 1. Vi ser at det er store og vedvarende forskjeller i anslagene, noe som indikerer at det kan gjøres feil over relativt lang tid når det gjelder graden av press i økonomien. Slike vedvarende over- eller under-vurderinger av presset er i tråd med funn for USA, se Orphanides (2003).⁴

Figur 1 Anslag på produksjonsgapet. Prosent. Årstall. 1995 – 2005



¹) Anslag gitt på de ulike tidspunktene

Kilde: OECD Economic Outlook

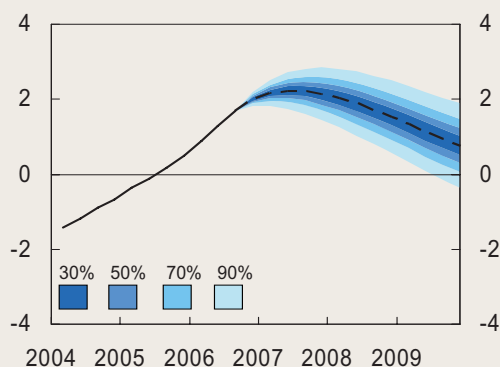
Norges Banks anslag på produksjonsgapet baserer seg på en vurdering av drivkreftene i økonomien, ulike metoder for beregning av produksjonsgapet og på informasjon fra andre indikatorer. I sammenveiningen utøves det skjønn. Norges Banks anslag på produksjonsgapet er dermed basert på bruk av flere metoder og et bredt informasjonstilfang. Det bidrar til å redusere usikkerheten i anslagene. Tabell 1 viser hvordan Norges Banks anslag på produksjonsgapet har endret seg over tid. Anslagene for årene 2002–2005 har endret seg litt med tiden, men det er en tendens til at anslagene stabiliseres. For disse årene har heller ikke oppdaterte anslag endret fortegnet på produksjonsgapet for et bestemt år.

Tabell 1 Anslag på produksjonsgapet gitt på ulike tidspunkter

	2002	2003	2004	2005
IR 3/03	1½	-¼		
IR 3/04	1	-1	-¼	
IR 3/05	½	-1¼	-¾	¼
IR 3/06	¼	-1½	-1	0

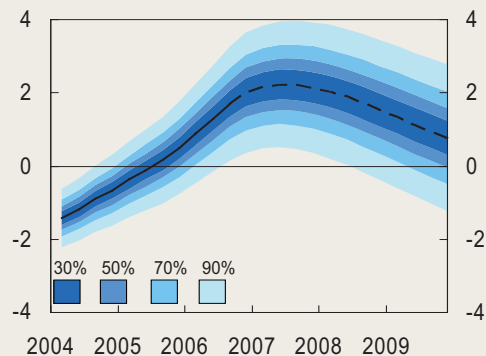
Kilde: Norges Bank

Figur 2a Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Uten usikkerhet om nåsituasjonen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

Figur 2b Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Med usikkerhet om nåsituasjonen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Figur 2a viser usikkerheten i anslagene for produksjonsgapet fremover, slik vi hittil har presentert usikkerheten i fremskrivningene. Sannsynlighetsbåndet rundt prognosene illustrerer den usikkerheten om fremtiden vi normalt står overfor med utgangspunkt i erfaringene de siste årene, og er beregnet innenfor rammen av en liten makroøkonomisk modell, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/05. I disse beregningene er det ikke tatt hensyn til usikkerhet om dagens produksjonsgap. Figur 2b viser usikkerheten i produksjonsgapet når vi også prøver å ta hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen og det historiske produksjonsgapet. Basert blant annet på endringene i Norges Banks egne anslag, har vi skjønnsmessig lagt til grunn at usikkerheten om produksjonsgapet i dag har standardavvik på rundt 1 prosentenheter. Historiske produksjonsgap har trolig et noe mindre standardavvik, fordi det over tid blir klarere hva som var endringer i produksjonspotensialet og hva som var midlertidige forstyrrelser til produksjonen. Usikkerheten er derfor avtakende bakover i tid. Usikkerheten er større for fremtidige produksjonsgap som følge av usikkerhet om den fremtidige økonomiske utviklingen.

¹ Se Bjørnland, Brubakk og Jore (2004): "Produksjonsgapet i Norge – en sammenligning av metoder", Penger og Kreditt 4/2004, Norges Bank.

² En svakhet ved flere av metodene som normalt brukes til å anslå produksjonsgapet, er at de ikke skiller mellom ulike typer forstyrrelser. Mens mange metoder tar utgangspunkt i at potensiell produksjon er en slags trend i den faktiske produksjonen, refererer nyere litteratur om pengepolitikk ofte til et mer teoretisk mål på potensiell produksjon, nemlig det nivået produksjonen ville hatt dersom alle priser og lønninger var helt fleksible. Å anslå produksjonsgapet basert på denne tolkningen er krevende, og forutsetter at en er i stand til både å identifisere de ulike forstyrrelsene som har påvirket økonomien og anslå hvordan disse ville ha påvirket en hypotetisk økonomi uten lønns- eller prisstivheter. Den teoretiske tolkningen av produksjonsgapet viser at visse typer forstyrrelser som gir økt produksjon, som for eksempel en varig forbedring i produktiviteten, skal slå fullt ut i økonomiens produksjonspotensial. Det vil ikke påvirke produksjonsgapet. Norges Bank arbeider med å utvikle en modell med fleksible priser og lønninger for å kunne anslå produksjonsgapet basert på denne teoretiske tolkningen.

³ Se Olsen, Qvigstad og Røisland (2003): "Monetary Policy in Real Time: The role of simple rules", BIS papers no. 19/2003.

⁴ Orphanides, A (2003): "The quest for Prosperity without Inflation", Journal of Monetary Economics, 50(3), April 2003, 633-663.

Oversikt over utdypinger 2002-2006

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

3 / 2002:

Hovedkursteorien i ny form

2 / 2002:

Hvorfor har kronekursen styrket seg?

Ny forventningsundersøkelse

Hvorfor har prisene på klær falt?

Virkninger av økt oljepris

Hvordan påvirker kronekursen KPI?

1 / 2002:

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2000.

Lønnsutviklingen

Har Norges Banks rentebeslutninger vært forventet?

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. Totalt antall kontakter tilknyttet nettverket er om lag 1500 personer. 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 nett-

verket 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 Inflasjonsrapporten.

Vi har delt Norge inn i sju regioner og har for seks av dem knyttet til oss regionale forskningsinstitutter som skal være ansvarlige for nettverket i de forskjellige regionene og gjennomføre 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 forrige inflasjonsrapport

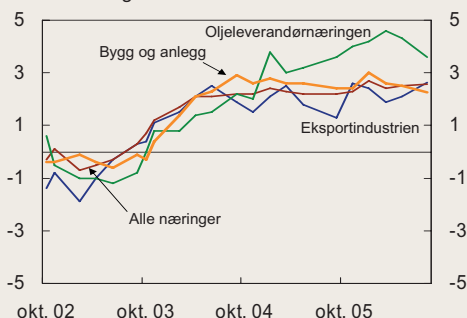
I kontaktrunden etter forrige inflasjonsrapport som ble gjennomført i august, har vi til sammen hatt samtaler med om lag 280 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region finnes på Norges Banks internettsider. Sammendraget nedenfor er basert på regionale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

Etterspørsel, produksjon og markedsutsikter

Bedriftene i det regionale nettverket rapporterer om fortsatt god vekst i etterspørsel og produksjon, se figur 1. Aktivitetsnivået og veksten er høy i mange næringer, spesielt i oljerelaterte virksomheter. Det fører til god vekst i alle kystregionene, men særlig i Nordvest og Sørvest, der denne virksomheten er konsentrert. I østlandsregionene er det høy aktivitet i tjenesteyting mot næringslivet som bidrar mest til samlet vekst.

Hjemmemarkedsindustrien har god vekst i alle regioner og på tvers av bransjer. Leverandører til bygg- og anleggsbransjen nyter fremdeles godt av den høye aktiviteten i byggebransjen og rapporterer om god til kraftig vekst. Utviklingen er også særlig god i mekanisk industri og i verkstedindustrien, blant annet for produsenter av båter og utstyr til havbruksnæringen og utstyrsleverandører til verftene.

Figur 1 Norges Banks regionale nettverk. Vekst i etterspørsel og produksjon. Indeks¹⁾. Okt. 02 – aug. 06



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

Eksportindustrien har god vekst samlet sett. Bedrifter som leverer utstyr og teknologi til rederier og til oljesektoren melder om til dels sterk vekst i etterspørselen. Det er også god vekst i metallvareindustrien, selv om konkurransen fra bedrifter i Øst-Europa og Kina meldes å være hard. Som i forrige runde rapporteres det om god vekst i oppdrettsnæringen. Etterspørselen fra EU øker mest. Eksporten av fersk fisk til Russland begrenses av restriksjoner. Våre kontakter i møbelindustrien rapporterer også om god etterspørsel fra markeder i USA, Japan og Europa.

I *oljeleverandørnæringen* meldes det fortsatt om høy aktivitet og sterk vekst på alle områder. Oljeserviceselskapene har mye aktivitet tilknyttet store prosjekter som Ormen Lange og Snøhvit. Det er også vekst i lete- og utvidelsesaktiviteter på norsk sokkel og globalt. Offshorerederiene har sterk vekst både ute og hjemme og kontraheringen av nye skip er svært høy. Det skaper sterk etterspørsel rettet mot verftene og utstyrsleverandørene.

I *bygg og anlegg* meldes det om et svært høyt aktivitetsnivå og god vekst. Boligbyggingen øker fortsatt i alle regioner. Det er også god vekst i byggingen av private og offentlige næringsbygg. I anleggssektoren er det fremdeles mye aktivitet knyttet til utbygging i oljesektoren. Alle bedriftene melder om kapasitetsproblemer i større eller mindre grad. Mange bedrifter har store ordreserver som vil gi stor aktivitet gjennom hele 2007. Det er nå i stor grad kapasiteten som vil begrense veksten fremover.

I *varehandelen* har det vært god vekst samlet sett, men det er til dels store forskjeller mellom bransjene. I handelen med dagligvarer, klær og fritidsartikler har det vært moderat vekst gjennom sommeren. Veksten har vært sterkere for dyrere varer som flatskjerm-TV, klokker og smykker. Bilbransjen har om lag nullvekst, men det rapporteres at dyrere biler selger stadig bedre. Det samme gjelder fritidsbåter, der salget av større og mer kostbare båter har økt mest. Byggevarer har god til kraftig vekst, og salget til profesjonelle øker nå mer enn privatmarkedet.

I *tjenesteyting rettet mot næringslivet* er det svært god vekst. Den høye aktiviteten i industrien og i

næringslivet generelt gir seg utslag i stor etterspørsel etter bemanningstjenester, revisjon, bedriftsrådgivning, advokattjenester, transport og overnatting. Mange bedrifter investerer også i nye og oppgraderte IT-systemer, noe som gir god vekst for IT-bransjen.

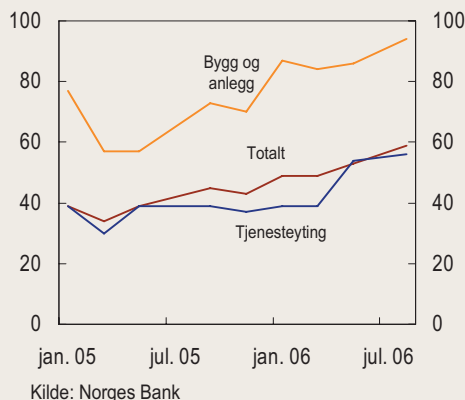
Tjenesteyting rettet mot husholdningene har noe lavere vekst enn tjenesteyting rettet mot næringslivet. På grunn av den høye aktiviteten i boligmarkedet, er det fortsatt god vekst i bankenes utlån til husholdningene. Det er også svært god vekst i telekom- og bredbåndstjenester. Hotellene og restaurantene opplever moderat til god vekst i husholdningsmarkedet.

Kapasitetsutnyttning og investeringer

Kapasitetsutnyttningen blant kontaktene i regionalt nettverk øker. 59 prosent av bedriftene oppgir at de vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å møte en vekst i etterspørselen, se figur 2. Denne andelen har økt fra 53 prosent i juni. For ett år siden var tilsvarende andel 43 prosent. Bygg og anleggsbransjen og oljeleverandørnæringen har minst ledig kapasitet. Det er særlig bedrifter på Nordvest- og Sørvestlandet som vil ha problemer med å møte en økt etterspørsel. Kapasitetsutnyttningen øker også i tjenesteytende næringer og i varehandel i forhold til i tidligere intervjurunder.

Investeringene øker i alle næringer. Hele 42 prosent av kontaktene planlegger økte investeringer fremover. Den sterkeste investeringsveksten de neste 6-12 månedene forventes i industrien, tjenesteyting mot næringslivet og i kommune- og sykehussektoren. I stadig større grad er det viktigste motivet for investeringene å øke kapasiteten.

Figur 2 Kapasitetsutnyttning. Regionalt nettverk. Andel som svarer at de har noen eller betydelige problemer med å møte en etterspørselsøkning. Prosent. Jan. 05 – aug. 06



Sysselsetting og arbeidsmarked

Sysselsettingsveksten i denne runden er den sterkeste vi har registrert hittil i regionalt nettverk. Sysselsettingen øker mest i bygg og anlegg og i tjenesteyting. I kommune- og sykehussektoren er økningen mer moderat. Mye av veksten, særlig på Sør- og Nordvestlandet, må tilskrives den høye aktiviteten i og rundt oljevirksomheten. Fremover ventes sysselsettingen å øke i alle næringer, også i kommune- og sykehussektoren. Veksten vil fortsatt bli sterkeste i bygg og anlegg og i tjenesteyting. Flere bedrifter er imidlertid usikre på om de klarer å øke sysselsettingen så mye som planlagt fordi tilgangen på arbeidskraft oppleves som begrenset.

Arbeidsmarkedet strammer seg ytterligere til. 47 prosent av bedriftene svarer at tilgangen på arbeidskraft vil være en begrensende faktor ved en vekst i etterspørselen. Tilsvarende andel var 40 prosent i forrige runde og 24 prosent for ett år siden. Spesielt bygg og anlegg og oljerelatert industri mangler kvalifisert arbeidskraft, men tilgangen på arbeidskraft oppleves i økende grad som en begrensning også i tjenesteytende næringer. Det er imidlertid store geografiske forskjeller. Som i forrige runde er det i regionene Sørvest og Nordvest at mangelen på arbeidskraft er størst.

Kostnader, priser og lønnsomhet

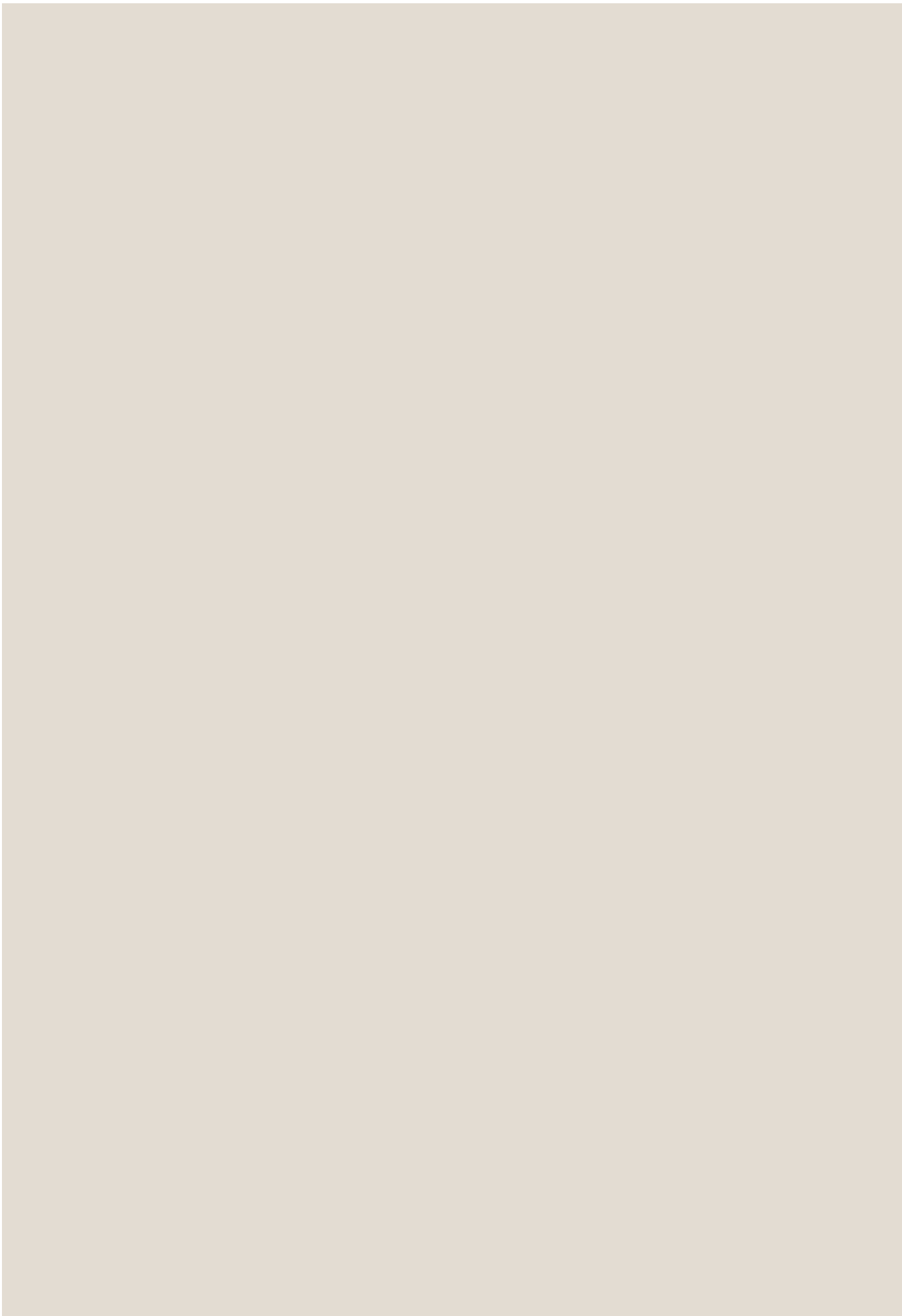
Forventet årslønnsvekst har økt gjennom hele året. Bedriftene venter nå i snitt en årslønnsvekst på om lag 4½ prosent i 2006. Ved inngangen av året ventet de 3¾ prosent. Forventet årslønnsvekst ligger i intervallet 4 til 5¼ prosent. Bygg og anlegg og tjenesteyting venter høyest vekst, mens varehandel og kommune- og sykehussektoren venter lavest.

Utsalgsprisene har økt i alle næringer de siste 12 månedene. Prisveksten er sterkeste i tjenesteyting mot næringslivet og i bygg og anlegg. I varehandel og tjenesteyting mot husholdningene er prisveksten moderat. Fremover er det en noe større andel av bedriftene som venter høyere enn lavere prisvekst. Andelen som venter høyere prisvekst er størst i tjenesteyting mot næringslivet og i eksportindustrien. I bygg og anlegg er det nå en større andel som venter lavere prisvekst, trolig som følge av at bransjen har hatt en betydelig økning allerede.

Lønnsomheten fortsetter å øke i hele privat sektor. Det skyldes både økt aktivitet, vekst i utsalgsprisene og effektivisering av driften. Det er fremdeles størst forbedring i lønnsomheten i oljeleverandørnæringen.

Bedrifter og organisasjoner som har vært kontaktet i arbeidet med denne inflasjonrapporten

A.B. Jürgensen	Flora kommune	Litra AS	Ringerike kommune
ADCom Data	Fløibanen	Loreal Norge AS	Ringnes AS
Adecco Norge AS	Fokus Bank Bedriftsmarked	LPO arkitektur & design AS	Risa AS
Adresseavisen ASA	Forestia AS	Lycro AS	Ruukki Norge AS
AF Gruppen ASA	Fundator AS	Lyng Elektronikk AS	Ruukki Profiler AS
Ahead Frisør	Furnes Hamjern Holding AS	Lyse Energi AS	Rørlegger D. Åsheim AS
Aker Kværner Stord	Gausdal kommune	Løvenskiold-Fossum	Rørteknikk og bademiljø AS
Aker Kværner MH AS	Gausdal Landhandleri AS	Løvold Bodø AS	S.A.T.S. Norge
Aker Seafoods Melbu AS	Gjensidige Forsikring	Madshus AS	Saint Gobain Ceramic Materials AS
Aker Yards Florø AS	Gjesdal kommune	Maihaugen	Savalen Drift AS
Aksel L. Hansson	Glava AS	Malvik kommune	ScanRope AS
Alsvåg Plater AS	Godstrafikk og Bilspedisjon AS	Mandal Industrier AS	Seafarm Invest AS
Amfi Drift AS	Gresvig ASA	Mandal kommune	Securitas AS
Applica AS	Grimstad kommune	Manpower AS	Servi Cylinderservice AS
Apropos Internett AS	Halliburton	Maritech AS	Sig.Halvorsen AS
APS Norway (Flowtite Norway AS)	Handelsbanken Trondheim	Mascot Electronics AS	Sisoflor AS
Arbor-Hattfjeldal AS	Handelshuset Martinsen	Mesta AS	Skagen Brygge Hotell
Arkitektfirma Brandsberg-Dahl	Hansa Borg Bryggerier ASA	Mester Grønn AS	Skanem Moss AS
ASKO Agder AS	Havkrefter AS	Mezina AS	Skanska Norge AS
Aukra Midsund Offshore AS	Hedalm Anebyhus AS	Midt-Norge Regnskap AS	Skedsmo kommune
Autokaroseri	Hedmark fylkeskommune	Miljøbygg AS	Skeie AS
Avinor AS Værnes	Helgeland Plast AS	Moelven Nordia	Skipsplast AS
B&T Låsservice AS	Helgeland Sparebank	Molab AS	Slatlem & Co AS
Bademiljø AS	Helkama Grepa AS	Moss kommune	Snillfjord kommune
Bakke EI-Installasjon AS	Helse Bergen HF	MTU Telecom AS	Solstad Offshore
Becotek	Helse Nord RHF	N.W. Damm & Søn AS	Sparebank 1 Moss
Bergan Fritid	Hemnes kommune	Narvik Sparebank	Sparebank 1 Oslo AS
Bergene Holm AS	Hemnes Mek. Verksted AS	NAV Arbeid Vest-Agder	Sparebanken Hedmark
Big Horn Steak House Norge AS	Herøy kommune	NCC Construction (NCC Norge)	Sparebanken Sogn og Fjordane
Bilia AS	Holberg Forvaltning	Nerland Granitindustri AS	Stansefabrikken Lillesand AS
BioMar AS	Holm Grafisk AS	Net Transe Services AS	Stillasservice AS
Bjølseth Caravan AS	Hunderfossen Familiepark AS	Nettbuss Sør AS	Stokke Gruppen AS
BN Entreprenør AS	Hunton Fiber AS	Norcem AS	Stord kommune
Bodø kommune	Hurtigruten Group ASA	Nordea Bank Norge ASA	Stor-Elvdal kommune
Borregaard	Hydro Aluminium Structures Raufoss AS	Norgesgruppen ASA	Storvik AS
Brødrene Harsjøen AS	Hydro Olje og Energi	Norplasta AS	Strand kommune
Brødrene Pedersen AS	Høie AS	Norsvin	Strand Sea Service AS
Brødrene Røsand AS	Høllalaks AS	Nortrans Touring AS	Strax Trondheim AS
Bunnpris	Hå kommune	Notar Eiendom Nordland AS	Studentsamskipnaden i Agder
Buskerud Sentralsykehus	I. P. Huse AS	Notodden Mur- og	Sult AS
Bygg og Maskin AS	IBM Norge	Entreprenørforretning AS	Swix Sport AS
Byggkjøp Farsund Bygg	IKM gruppen	Nova-Group	Sykehuset Innlandet HF
Byggmaker Norgros	Imaas Bil	Nycomed Pharma AS	Sørø
Capgemini Norge AS	Industriverktøy AS	Nysted AS	Sørlandet sykehus HF
Chiron AS	Innoventi Reklamebyrå AS	Obos	T. Johansen Drift AS
Choice Hotels Scandinavia ASA	Innvik Sellgren Industrier AS	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Tannum Møbler
Coop Nord BA	Invenia Innovation AS	Olympic Shipping AS	Telenor Mobile AS
Coop Sogn og Fjordane BA	ISS Facility Services AS	Oracle Norge AS	Thommessen Krefling Greve Lund AS
Den Norske Bank ASA, Tønsberg	ISS Norge AS	Oras armatur AS	Ticket.No
Diplom-Is AS	Itab Industrier AS	Orkidéekspressen AS	Timpex AS
Dnb NOR Eiendom	J.M. Hansen AS	Os Husdyrmerkefabrikk AS	Tine BA
Domaas og Jensen AS	Jacobsen og Reiten Arkitektkontor AS	Otteren Gullsmed	Tine Meierier Sør
Drytech AS	JC Decaux Norge AS	P4 Radio Hele Norge ASA	Torgkvartalet kjøpesenter
E. A. Smith AS	Julius Jakhelln AS	Pallin AS	Trehuseksperten AS
EDB Gruppen Norge AS	Jærentreprenør	Petter Gagama AS	Triplex AS
Eidesvik Offshore ASA	Jørstad AS	PipeLife Norge AS	Tyrholm & Farstad AS
Elektro Hvitevarer AS	Kongsberg Gruppen AS	Plantasjen Norge AS	Ullevål universitetssykehus
Elsafe International AS	KPMG	Prior Norge BA Kjøttdivisjonen	Umoe Mandal AS
Eltel Networks AS	Kraft Foods	Prognosesenteret AS	Union Hotel
Elvenes Transport & Maskin AS	Kragerø kommune	Protan	Veidekke Entreprenør AS Indre
ErgoGroup AS	Kremmertorget kjøpesenter	Protech AS	Østland
Ernst & Young	Kristiansand kommune	Quality Haffjell Hotell AS	Vestlandshus
Eurospar Sogndal	Krogsveen Hamar AS	Rambøl Unico AS	Veøy AS
Expert ASA	Krogsveen Raknes AS	Rapp Bomek AS	Våler kommune
Farveringen AS	Leksvik kommune	Rauma kommune	Wartsila Norway
Fatland AS	Lerøy Midnor AS	REC ScanCell AS	Westco Renovasjon
FAV Gruppen	Lerøy Seafoods	Revisorgruppen Vestfold AS	Wist Last og Buss
Figgjo AS	Lindex AS	Revisorkonsult AS	Xsport AS
Firda Avishuset		Rica Ishavshotel Tromsø	Øksnes kommune
Fjeldseth AS		Riibe Mynthandel	



Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten

Dato	Foliorente ¹⁾	Endring
Kommende møter		
25. april 2007		
15. mars 2007		
24. januar 2007		
13. desember 2006		
Tidligere rentemøter		
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
26. mai 2004	1,75	0
21. april 2004	1,75	0
11. mars 2004	1,75	-0,25
28. januar 2004	2	-0,25
17. desember 2003	2,25	-0,25
29. oktober 2003	2,5	0
17. september 2003	2,5	-0,5
13. august 2003	3	-1

¹⁾ Foliorenten er Norges Banks styringsrente. Foliorenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Foliorenten 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 foliorenten.

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig kjøp av varer og tjenester	Real-investeringer F-Norge	Olje-investeringer ¹⁾	Eksport av trad. varer	Import
1998	2,6	4,1	2,7	3,3	8,6	22,2	5,4	8,5
1999	2,1	2,7	3,3	3,2	-0,1	-13,1	2,2	-1,8
2000	2,8	2,5	3,9	1,3	-1,2	-23,0	5,1	2,7
2001	2,7	2,1	1,8	5,8	4,3	-4,1	1,5	0,9
2002	1,1	1,4	3,0	3,7	2,5	-5,3	0,4	0,7
2003	1,1	1,4	2,9	1,3	-3,7	16,1	4,4	1,1
2004	3,1	3,8	4,7	2,2	7,8	7,8	3,4	8,9
2005	2,3	3,7	3,4	1,5	8,8	15,6	5,8	7,4
2005 ²⁾ 1.kv	0,3	0,8	0,3	-0,1	-4,9	-1,4	-0,2	-2,3
2.kv	1,1	0,9	1,8	0,3	5,0	8,4	-1,6	4,1
3.kv	0,9	0,8	0,6	0,0	1,1	-4,5	5,0	3,6
4.kv	0,1	1,1	0,0	0,7	7,6	14,7	2,0	1,5
2006 ²⁾ 1.kv	0,6	0,8	2,0	0,3	-5,8	-15,7	-0,9	0,4
2.kv	0,5	1,1	0,6	0,7	6,7	5,9	2,5	3,4
Nivå 2005, mrd kroner	1904	1410	796	388	252	88	230	534

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Tolvmånedersvekst 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	1,9
2004	0,4	0,3	0,0	0,8	0,6
2005	1,6	1,0	1,2	1,4	1,5
2005 jul	1,4	1,1	1,1	1,4	1,3
aug	1,9	1,3	1,5	1,6	1,8
sep	2,0	1,3	1,7	1,6	2,1
okt	1,8	1,2	1,5	1,4	1,8
nov	1,8	1,1	1,5	1,4	1,8
des	1,8	0,9	1,5	1,3	2,0
2006 jan	1,8	0,8	1,5	1,1	1,8
feb	2,6	1,0	2,3	1,2	2,7
mar	2,4	0,9	2,2	1,1	2,4
apr	2,7	0,8	2,6	1,1	2,8
mai	2,3	0,7	2,1	1,0	2,5
jun	2,1	0,8	1,9	1,1	2,1
jul	2,2	0,6	1,9	1,0	2,3
aug	1,9	0,4	1,6	0,5	2,1
sep	2,6	0,5	2,4	0,8	3,0

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

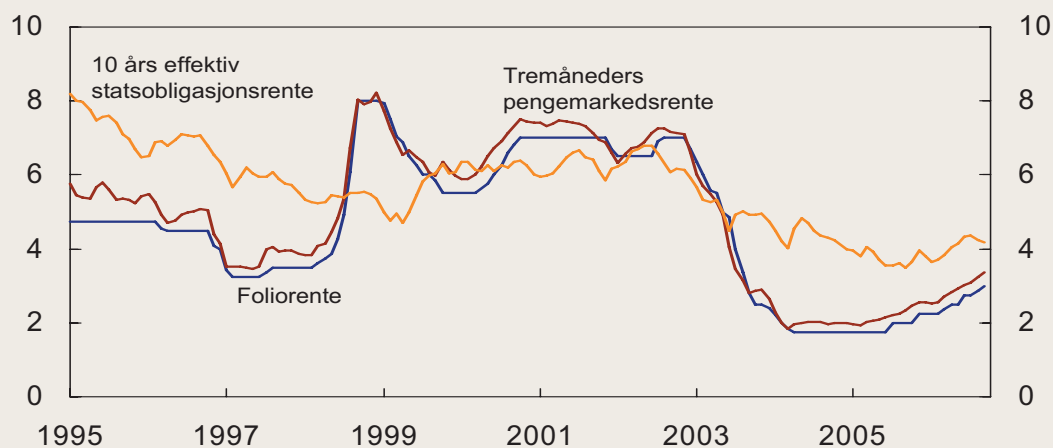
3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

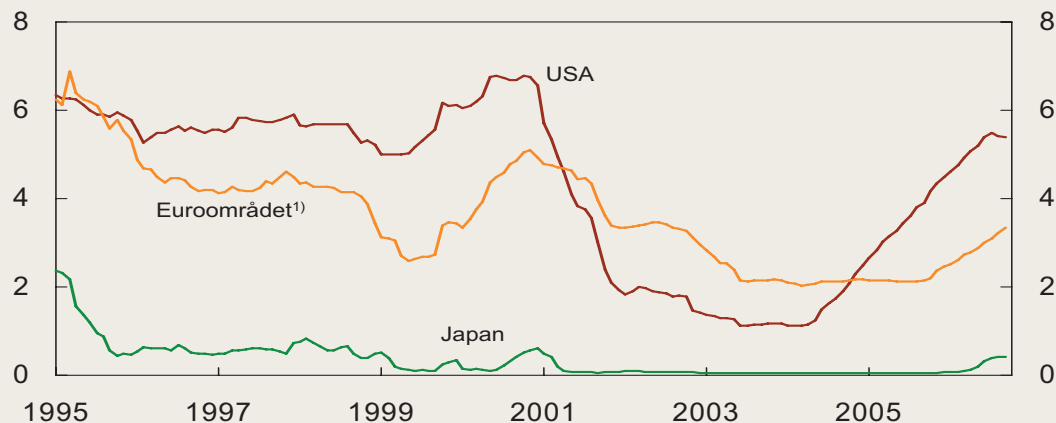
Figurer

Figur 1 Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, foliorenten og 10 års statsobligasjonsrente. Månedstill. Jan. 95 – sep. 06



Kilde: Norges Bank

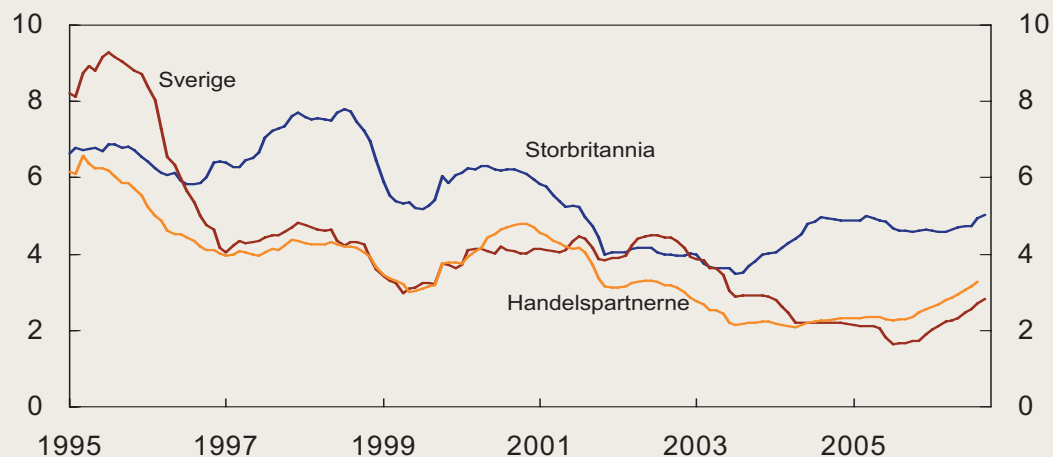
Figur 2 Tremåneders renter i USA, euroområdet og Japan. Månedstill. Jan. 95 – sep. 06



¹⁾ Teoretisk ECU-rente tom. des. 98

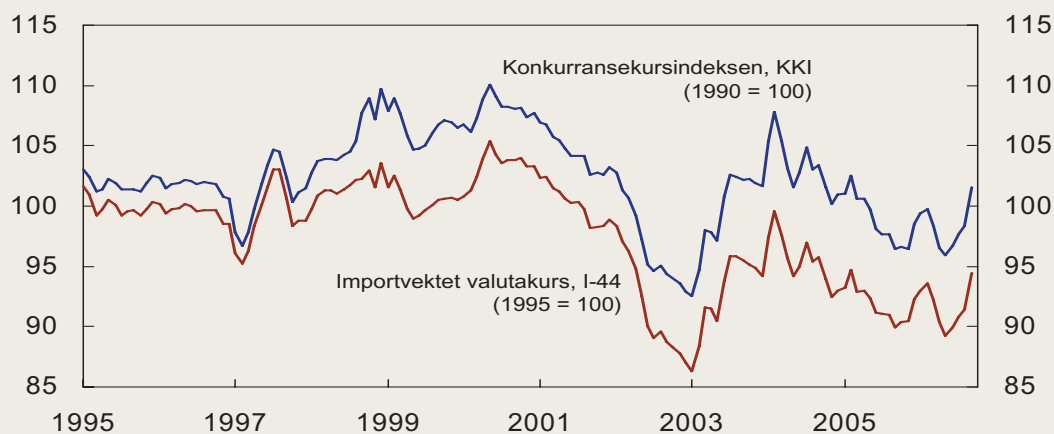
Kilde: Reuters EcoWin

Figur 3 Tremåneders renter i Storbritannia, Sverige og hos handelspartnerne. Månedstill. Jan. 95 – sep. 06



Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

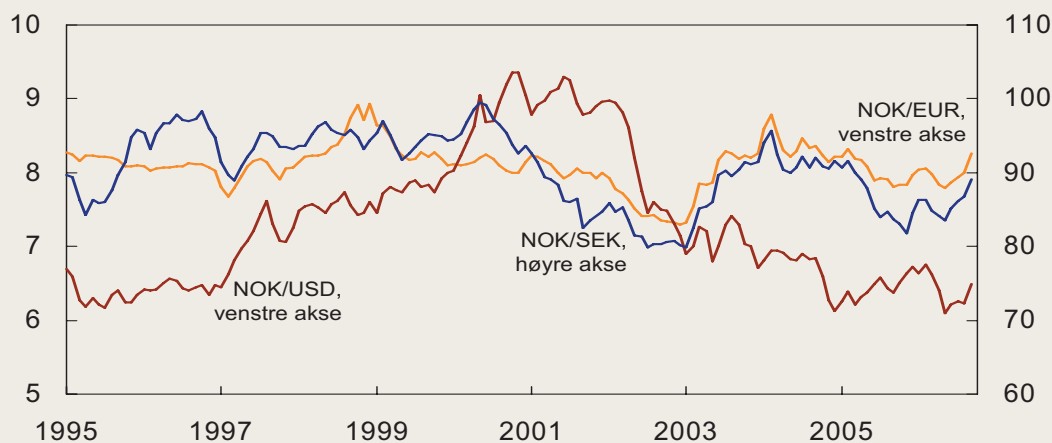
Figur 4 Konkurranskursindeksen og importvektet valutakurs I-44.¹⁾
Månedstall. Jan. 95 – sep. 06



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

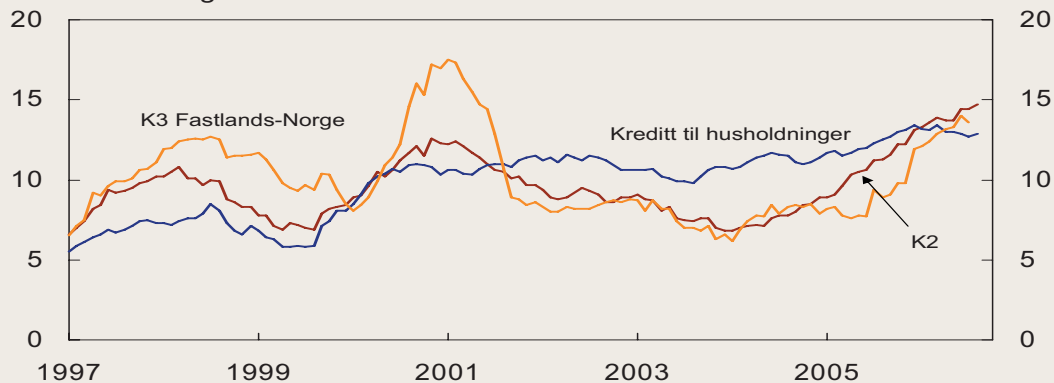
Figur 5 Bilaterale valutakurser.¹⁾ Månedstall. Jan. 95 – sep. 06



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Figur 6 Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3)¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent.
Jan. 97 – aug. 06



¹⁾ K3-tallene er betydelig revidert fra tidligere versjoner som følge av en omlegging i utenlandskomponenten i K3, se <http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/k3/k3metan.htm> for nærmere forklaring

Kilde: Norges Bank

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2006 – 2009

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels- partnerne ¹⁾	Euro- landene ²⁾
2005	3,2	2,6	0,9	1,2	1,9	2,7	2,5	1,4
Anslag								
2006	3¼	2½	2¼	2¼	2½	4¼	3¼	2½
2007	2	2	1½	2	2½	3	2½	2
2008	2½	1½	1½	2	2¼	2¼	2¼	2
2009	2¾	1¼	2	2	2¼	2	2¼	2

1) Eksportvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

2) Vekter fra Eurostat

Kilder: IMF, OECD, Eurostat, nasjonale kilder og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2006 – 2009

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels- partnerne ¹⁾	Euro- landene ²⁾
2005	3,4	-0,3	1,9	1,9	2,1	0,5	2,0	2,2
Anslag								
2006	3½	½	2	2	2¼	1½	2¼	2¼
2007	2½	1	2½	2	2	2	2½	2½
2008	2	1¼	1½	1¾	2	2	2¼	2
2009	2½	1¼	1½	1¾	2	2	2	2

1) Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

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

Kilder: IMF, OECD, Eurostat, nasjonale kilder og Norges Bank

Tabell 5 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2005	2005	Anslag			
	2005	2005	2006	2007	2008	2009
Realøkonomi						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	1435	3,8	4¼	3¾	2½	2
- Privat konsum	796	3,4	4	3½	2¾	2¼
- Offentlig konsum	388	1,5	2¾	2¾	3	3¼
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge ²⁾	252	8,8	7¾	5½	1	-¾
Oljeinvesteringer ³⁾	88	15,6	5	0	-5	0
Tradisjonell eksport	230	5,8	6½	4½	2¾	2¾
Import ²⁾	534	7,4	6¼	4¼	2¼	2¼
BNP ⁴⁾	1904	2,3	2¾	3¾	3	1
BNP Fastlands-Norge ⁴⁾	1410	3,7	4	3¼	2	1¾
Potensielt BNP Fastlands-Norge		2½	2½	2½	2½	2½
Produksjonsgap Fastlands-Norge ⁵⁾		0	1½	2¼	1¾	1
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting		0,7	2¾	1½	¼	0
Arbeidsstyrke, AKU		0,8	1½	1	½	½
Registrert ledighet (rate)		3,5	2½	2	2¼	2¾
AKU-ledighet (rate)		4,6	3½	3	3¼	3¾
Priser og lønninger						
KPI		1,6	2¼	1¼	2	2½
KPI-JAE ⁶⁾		1,0	1	1¼	2¼	2½
Årslønn ⁷⁾		3,3	4¼	5	5¼	4¾
Rente og valutakurs						
Foliorente (nivå)		1,9	2¾	4	5	5¼
Importveid valutakurs (I-44) ⁸⁾		91,9	92½	94¾	95	95

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

2) Anslagene omfatter ikke importen av to fregatter i 2006 og en fregatt hvert år i årene 2007-2009. Hver fregatt koster anslagsvis 3,5 milliarder kroner

3) Utvinning og rørtransport

4) I BNP-anslagene er det sett bort fra svingninger i kraftproduksjonen

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

6) 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

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

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene, Arbeids- og velferdsetaten (NAV) og Norges Bank

B-blad/Economique

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

