

Norges Banks rapportserie  
Nr. 3-2005

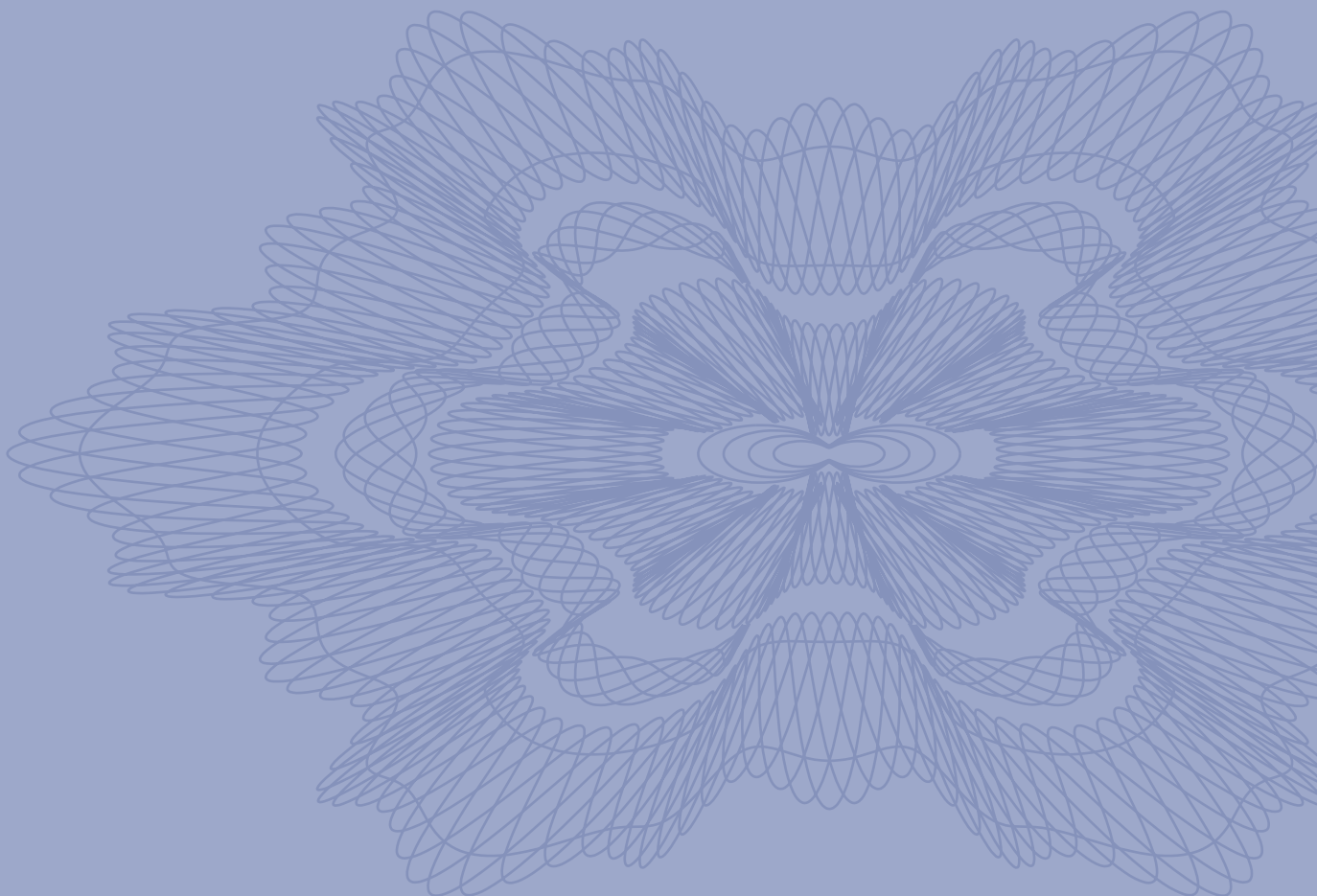


# Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

2  
05

juni



# Norges Banks inflasjonsrapport

Norges Banks inflasjonsrapport publiseres tre ganger i året, mars, juni og november. I rapporten analyseres utviklingen i inflasjon, produksjon og etterspørsel de tre neste årene.

Hovedstyret i Norges Bank har i møter 13. og 30. juni drøftet hovedlinjene i inflasjonsrapporten. På bakgrunn av drøftingen ble det 30. juni vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 2. november. Strategien er gjengitt i kapittel 3. I perioden er det rentemøter i hovedstyret 11. august, 21. september og 2. november.

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](http://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](http://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](mailto:central.bank@norges-bank.no)

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem (kapittel 3 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 2/2005

## med pengepolitiske vurderinger

|   |    |
|---|----|
| Leder                                     | 5  |
| Sammendrag                                | 6  |
| 1. Den økonomiske situasjonen             | 8  |
| 2. Drivkrefter de nærmeste årene          | 17 |
| 3. Pengepolitiske vurderinger og strategi | 25 |
| - Konklusjoner – pengepolitisk strategi   | 33 |
| Nærmere om anslagene                      | 34 |
| Utdypinger                                | 41 |
| Vedlegg                                   | 51 |

Rapporten er basert på informasjon fram  
til og med 24. juni 2005.

Konklusjonene i kapittel 3 ble vedtatt av hovedstyret 30. juni 2005

# 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*

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 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.

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 rentesettingen og vedtar en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport. Vurderingene er gjengitt i kapittel 3 i inflasjonsrapporten.

## *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](http://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

## *Langsom normalisering av renten*

Reduksjonen i renten gjennom 2003 og inn i 2004 har gitt lave realrenter. Realrenten har nå en tid vært vesentlig lavere enn normalt. Den lave renten bidrar til et høyt aktivitetsnivå i økonomien.

Oppgangen i norsk økonomi de to siste årene har vært bred og ventes å fortsette. Den lave renten har medvirket til høyt låneopptak og til økning i forbruk og i boliginvesteringer. Høye oljeinvesteringer, god vekst ute, økte priser på norske eksportvarer og dempet kostnadsvekst har gitt bedre lønnsomhet i næringslivet og legger et grunnlag for vekst i foretakenes investeringer. Likviditeten i form av bankinnskudd vokser nå sterkt, særlig i bedriftene.

Selv om renten er lav, er det lite synlig prispress i norsk økonomi. Lønnsveksten er moderat, det har vært god tilgang på arbeidskraft i mange yrker – også fra andre land – veksten i produktiviteten ser ut til å holde seg oppe, og vi har importert stadig mer fra lavkostland. Men inflasjonen har likevel økt noe det siste året, og det er utsikter til at den vil ta seg videre opp, blant annet som følge av at kapasitetsutnyttningen stiger.

Virkingen av vår rente avhenger også av rentene ute. Vi har tidligere stått overfor stigende renter hos våre handelspartnere. Det er fortsatt forventninger om høyere rente i USA og enkelte andre land. Med svakere vekst i Europa er bildet nå likevel blitt noe endret.

Med utsikter de nærmeste årene til høyere kapasitetsutnyttning og oppbygging av gjeld og med utsikter til at prisstigningen tiltar moderat, vil det være riktig å heve renten gradvis – med små og ikke hyppige skritt. Vi ser derimot ikke nå tegn til en særnorsk pris- og kostnadsutvikling som skulle tilsi at renten her hjemme vil være vesentlig høyere enn renten hos våre handelspartnere fremover.

30. juni 2005  
Svein Gjedrem

# Sammendrag

Norsk økonomi er i en oppgangskonjunktur og vokser nå sterkt. Inflasjonen er fortsatt lav, men ser ut til å være på vei opp. Målt ved KPI-JAE økte prisene med 1,1 prosent de siste tolv månedene fram til mai. På samme tid i fjor var inflasjonen nær null. Risikoen for fall i prisnivået og at inflasjonsforventningene skal avta vesentlig, er redusert.

Veksten i norsk økonomi har vært høy de siste åtte kvartalene. Fall i sykefraværet, økt konkurranse i flere næringer og vridning av vår import mot lavkostland har dempet utslagene på kapasitetsutnyttningen og inflasjonen. Det har så langt ikke oppstått vesentlige presstendenser i norsk økonomi. Slik vi vurderer det, er kapasitetsutnyttningen nær et normalnivå.

Veksten internasjonalt ventes å bli noe lavere i år enn i fjor. I USA var veksten god i fjor og i første kvartal i år, men anslås å avta moderat. I euroområdet ventes veksten å forbli nokså svak de nærmeste par årene. I Storbritannia og Sverige er det utsikter til lavere vekst. I Japan tok aktiviteten seg godt opp i første kvartal, men indikatorer tyder på noe svakere utvikling fremover. Det ser fortsatt ut til å være god vekst i Kina. Samlet synes veksten for handelspartnerne inneværende år å bli litt svakere enn tidligere ventet. Dels som en følge av dette har de langsiktige rentene ute falt siden den forrige inflasjonsrapporten ble lagt fram.

I Norge stimuleres aktiviteten fortsatt av et lavt rentenivå, sterk vekst i etterspørselen fra petroleumsnæringen og høye priser på norske eksportvarer. Den økonomiske oppgangen ventes å fortsette i år. Veksten i sysselsettingen anslås å ta seg opp. Arbeidsledigheten ventes å falle noe raskere enn den har gjort til nå i oppgangen. I løpet av året vil trolig utnyttelsen av produksjonskapasiteten komme over et normalnivå. Økonomien er da i en høykonjunktur.

Anslagene for årene fremover er basert på den renteutviklingen markedsaktørene forventer. Terminrentene synes å gi et rimelig uttrykk for disse forventningene fram til 2007. Den 24. juni var det forventet at styringsrenten vil økes til 2 prosent i løpet av sommeren og videre til om lag 2¼ prosent mot slutten av året og 2¾ prosent ved utgangen av 2006. For 2007 og 2008 legges det til grunn at de faktiske renteforventningene ligger noe høyere enn terminrentene både i Norge og i utlandet.

Vi legger til grunn at valutakursen følger utviklingen i terminkursen, som er om lag uendret de neste tre årene. Det innebærer en forutsetning om at kronen holder seg noe sterkere enn lagt til grunn i den forrige inflasjonsrapporten.

Forutsetningen om renten er noe lavere enn i den forrige inflasjonsrapporten, se figur 1. I analysen bidrar det til å motvirke effektene på inflasjonen av blant annet noe sterkere krone og lavere lønnsvekst.

**Tabell 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

|  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------|------|------|------|
| Etterspørsel fra Fastlands-Norge       | 4    | 3¾   | 2½   | 2    |
| Privat konsum                          | 4    | 3¾   | 2¾   | 2¼   |
| Offentlig konsum                       | 1¾   | 1½   | 1½   | 1½   |
| Bruttoinvesteringer i                  |      |      |      |      |
| Fastlands-Norge                        | 7½   | 6    | 2¾   | 1½   |
| Oljeinvesteringer                      | 25   | -5   | -2½  | 0    |
| Tradisjonell eksport                   | 5½   | 3½   | 3½   | 3½   |
| Import                                 | 8    | 3½   | 2¼   | 1¾   |
| BNP, Fastlands-Norge                   | 3¾   | 3    | 2½   | 2¼   |
| Produksjonsgap <sup>1)</sup> , F-Norge | ½    | 1    | 1    | ¾    |
| Sysselsetting                          | 1    | 1½   | 1    | ½    |
| AKU-ledighet <sup>2)</sup>             | 4¼   | 3¾   | 3¾   | 4    |
| KPI-JAE <sup>3)</sup>                  | 1    | 1½   | 2    | 2½   |
| Årslønn <sup>4)</sup>                  | 3½   | 4½   | 4½   | 4½   |

<sup>1)</sup> Prosentvis avvik mellom faktisk og trendmessig BNP

<sup>2)</sup> Prosent av arbeidsstyrken

<sup>3)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

<sup>4)</sup> Basert på TBUs definisjoner og beregninger. Inkluderer kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenstepensjon

Kilde: Norges Bank

**Tabell 2** Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

|                                       | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|
| USA                                   | 3½   | 2¾   | 2¾   | 2¾   |
| Japan                                 | 1½   | 1¼   | 1¼   | 1¼   |
| Tyskland                              | ¾    | 1¼   | 1¼   | 1½   |
| Frankrike                             | 1¼   | 2    | 2    | 2    |
| Storbritannia                         | 2¼   | 2¼   | 2¼   | 2¼   |
| Sverige                               | 2    | 2½   | 2½   | 2½   |
| Norges handels-partnere <sup>1)</sup> | 2    | 2¼   | 2¼   | 2½   |
| Euroområdet <sup>2)</sup>             | 1¼   | 1¾   | 2    | 2    |
| Kina <sup>3)</sup>                    | 8,9  | 8,1  | 8,3  | 9,1  |

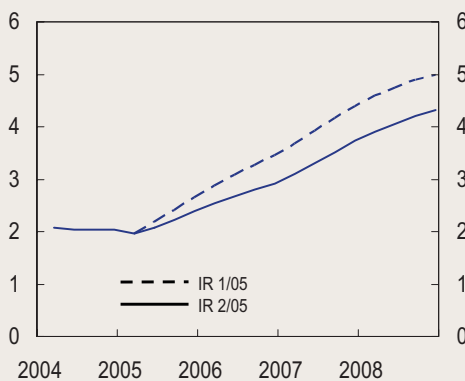
<sup>1)</sup> Eksportvekter

<sup>2)</sup> Vekter fra Eurostat

<sup>3)</sup> Anslag fra Consensus Forecasts

Kilde: Consensus Forecasts og Norges Bank

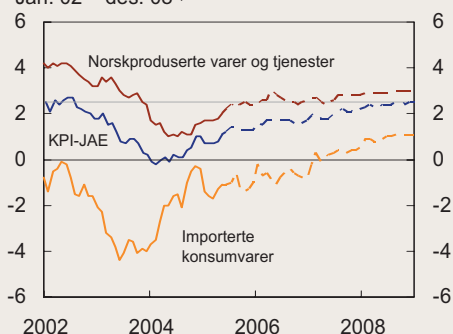
**Figur 1** Renten i referansebanen. Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank



**Figur 2** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.<sup>2)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 08<sup>3)</sup>

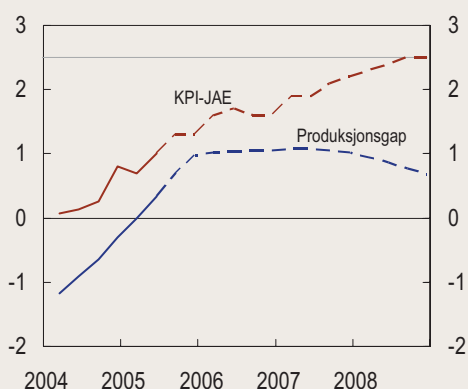


<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger  
<sup>3)</sup> Anslag fra jun. 05 – des. 08

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

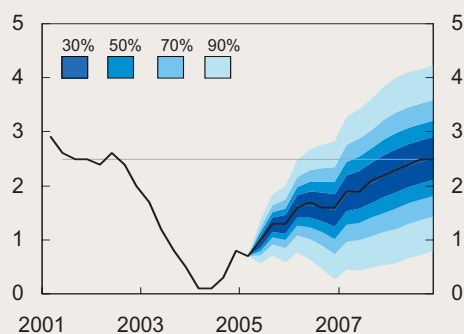
**Figur 3** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i referansebanen. Kvartalstall. Prosent.

1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4** Anslag og usikkerhet for KPI-JAE.<sup>1)</sup> Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 01 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i KPI-JAE. Sannsynlighetene er beregnet ut fra avvik mellom anslått og faktisk utvikling i underliggende inflasjon i perioden 1997 – 2004

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Med en utvikling i rente og kronekurs som skissert over, anslås kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi å øke også neste år. Det er utsikter til lavere arbeidsledighet og noe høyere lønnsvekst. Marginene i næringslivet kan stige ytterligere. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil trolig fortsette å øke, se figur 2. Prisfallet på importerte konsumvarer ventes å avta gradvis. Høyere prisimpulser utenfra og økte innenlandske kostnader bidrar etter hvert til økte priser. Målt ved KPI-JAE anslås inflasjonen å øke gradvis fra vel 1 prosent i dag til opp mot 2 prosent i første del av 2007.

En utvikling i tråd med anslagene innebærer at produksjonsgapet øker til om lag 1 prosent mot slutten av inneværende år, se figur 3. Et positivt produksjonsgap tolkes som at produksjonen og kapasitetsutnyttningen er høyere enn det som er forenlig med stabil inflasjon over tid. En gradvis økning av renten mot et mer normalt nivå vil trolig gi lavere vekst i privat etterspørsel. Kapasitetsutnyttningen i økonomien kan etter hvert avta igjen. Det vil bremse oppgangen i inflasjonen. Med de forutsetningene vi har lagt til grunn, er det utsikter til at inflasjonen vil ligge nær 2½ prosent på tre års sikt, se figur 4.

Anslagene og vurderingene i denne rapporten tilsier at en bane der styringsrenten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – bringes opp mot et mer normalt nivå, gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og hensynet til å stabilisere produksjon og sysselsetting.

Hovedstyrets vurdering er at foliorenten bør ligge i intervallet 1¾ - 2¾ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 2. november 2005, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.

Pengepolitikken må løpende vurderes i forhold til ny informasjon som kommer i strategiperioden og som er av vesentlig betydning for utsiktene for inflasjon og produksjon. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn forutsatt. Sterkere handelsvridninger og økt konkurranse på arbeidsmarkedet kan på den ene siden gi lavere pris- og lønnsvekst. Den uvanlig lave realrenten kan på den andre siden medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått. En sterkere krone vil medføre at det vil ta lengre tid før inflasjonen når målet. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for og den forventede varigheten av forstyrrelsene.

# 1 | Den økonomiske situasjonen

## Finansmarkedene

### *Fortsatt lave renter internasjonalt*

Lave renter i USA og flere andre land har vært en viktig drivkraft bak den internasjonale konjunkturoppgangen. Siden forrige inflasjonsrapport er styringsrenten i USA økt to ganger. Styringsrenten i Sverige er redusert med 0,5 prosentpoeng. Hos flere av våre handelspartnere er rentene fortsatt lave, og bidrar til å øke aktiviteten. Markedsaktørene ser ut til å vente at rentene vil holde seg lave den nærmeste tiden, se figur 1.1. I noen land ventes ytterligere rentereduksjoner det nærmeste året.

Markedsaktørene venter at renteoppgangen hos våre handelspartnere vil komme noe senere enn de ventet da den forrige inflasjonsrapporten ble publisert i mars. Usikkerheten rundt vekstutsiktene internasjonalt har økt, blant annet som følge av den høye oljeprisen. De langsiktige rentene har falt, og de er på lave nivåer historisk sett, se figur 1.2. Terminrentene på 10 års sikt har falt med rundt  $\frac{3}{4}$  prosentpoeng for et gjennomsnitt av våre handelspartnere. Særskilte forhold i obligasjonsmarkedene bidrar fortsatt til å holde de langsiktige rentene lave<sup>1</sup>.

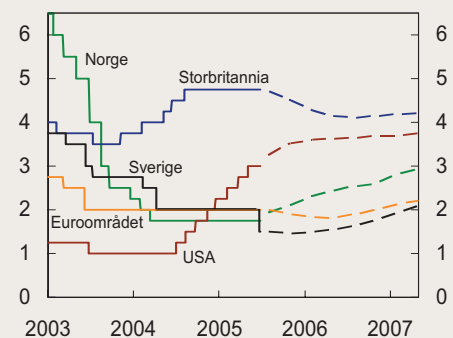
I Norge er styringsrenten holdt uendret på 1,75 prosent siden mars 2004. Terminrentene for det nærmeste året har falt litt. De indikerer forventninger om at styringsrenten økes til 2 prosent i løpet av sommeren 2005 og videre opp mot  $2\frac{1}{4}$  prosent ved utgangen av 2005. Målt ved terminrentene venter markedsaktørene at rentene i Norge vil være lavere enn for et gjennomsnitt av våre handelspartnere fram til høsten 2005. Langsiktige norske renter er redusert som følge av fallet i langsiktige renter internasjonalt.

### *Sterkere kronkurs*

Siden midten av februar i år har kronen styrket seg med rundt fem prosent, målt ved den importveide indeksen I-44, se figur 1.3. Aktørene har fokusert på en mulig positiv rentedifferanse i favør av norske kroner fremover, samt den høye oljeprisen. Se egen utdyping på side 42 om faktorer som bidrar til å forklare utviklingen i kronkursen den senere tiden.

Oljeprisen kan påvirke kronkursen gjennom flere kanaler. Økt oljepris betyr større overskudd på driftsbalansen og økte inntekter til fordeling mellom oljeselskapene og staten. Oljeselskapenes økte inntekter og overskudd vil i stor grad bli plassert ute. Ekstra oljeinntekter til staten blir

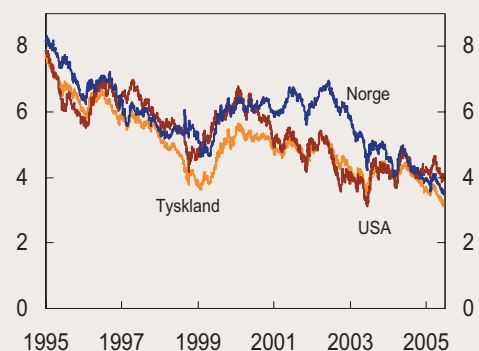
**Figur 1.1** Faktisk og forventet styringsrente<sup>1)</sup> per 24. juni 05. 2. jan. 03 – 1. feb. 07



<sup>1)</sup> Basert på rentene på FRA- og futureskontrakter justert for anslått differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente og styringsrenten.

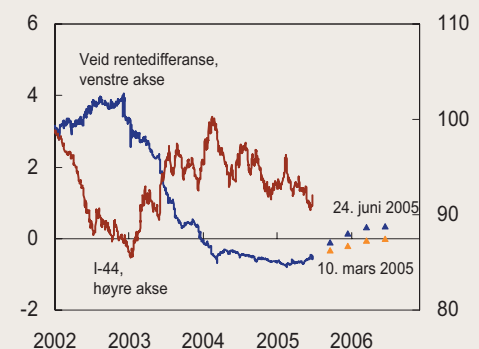
Kilder: Reuters og Norges Bank

**Figur 1.2** Effektiv rente på statsobligasjoner med 10 års gjenværende løpetid. Dagstall. 2. jan. 95 – 24. jun. 05



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

**Figur 1.3** Faktisk og forventet rentedifferanse<sup>1)</sup> og kronkursen (I-44)<sup>2)</sup>. Dagstall. 3. jan. 02 – 15. jun. 06



<sup>1)</sup> Veid snitt av rentedifferansene overfor eurolandene, Sverige, USA og Storbritannia

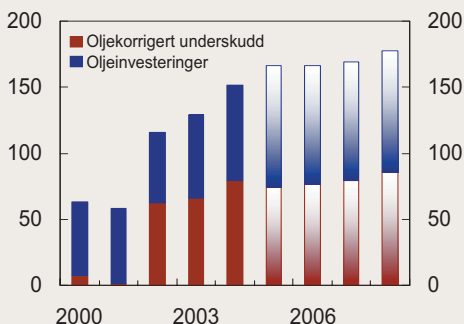
<sup>2)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

<sup>1</sup> Se utdyping "Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?" i Inflasjonsrapport 1/2005.



**Figur 1.4** Oljekorrigert underskudd på statsbudsjettet og oljeinvesteringer. Milliarder kroner. Årstall. 2000 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk Sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

i det vesentlige investert i utlandet gjennom Statens petroleumsfond. Det bidrar isolert sett til å holde verdien av kronen nede. Selv om overskudd fra petroleumsvirksomheten i stor grad blir investert ute, stiger oljeinvesteringene betydelig i år. Dessuten har bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet økt de senere årene. Utviklingen i den nominelle og reelle kronekursen det siste året må derfor trolig ses på bakgrunn av at bytteforholdet mot utlandet er blitt forbedret og at mer av inntektene fra petroleumsvirksomheten er blitt satt i sirkulasjon i norsk økonomi. I årene fremover er det utsikter til at strømmen av petroleumsinntekter inn i norsk økonomi vil stabiliseres, se figur 1.4.

## Pengepolitikken siden 16. mars

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i Inflasjonsrapport 1/05 tilsa en foliorente i intervallet 1½ - 2½ prosent ved utgangen av juni inneværende år. Anslagene forutsatte at renten utviklet seg om lag i tråd med terminrentene slik de var i midten av mars. Den uvanlig lave renten og utviklingen i produksjon og inflasjon tilsa at ytterligere rentenedsettelse var mindre aktuelt. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsa likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Hovedstyrets vurdering var at renten etter hvert og da gradvis kunne bringes opp mot et mer normalt nivå.

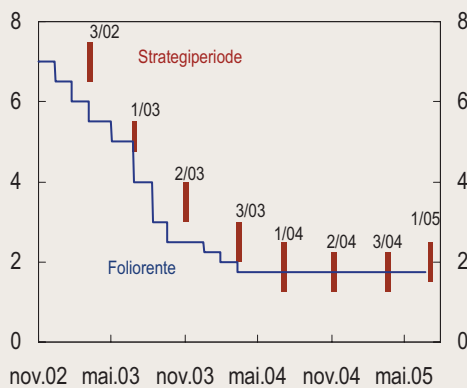
I Inflasjonsrapport 1/05 ble det trukket fram usikkerhetsmomenter knyttet til faren for overoppheting av norsk økonomi, samtidig som internasjonale prisimpulser kunne medføre forlengelse av perioden med lav prisvekst. Disse forholdene har vært vurdert gjennom hele perioden, men utviklingen har vært om lag som ventet.

I rentemøtet 20. april ble vurderingene i Inflasjonsrapport 1/05 videreført. En utvikling der renten gradvis øker, syntes å gi en god avveining mellom de ulike hensynene, men hovedstyret kom til at det var for tidlig å øke renten på dette møtet. Renten ble holdt uendret

også i rentemøtet 25. mai, men hovedstyret hadde da som alternativ vurdert å øke renten. Med utsikter til fortsatt lav inflasjon fant hovedstyret likevel ikke grunn til å avvike fra forventningene i penge- og valutamarkedet.

Utviklingen i renten i andre land har vært viktig for norsk rentesetting. Den amerikanske sentralbanken fortsatte å øke renten i mars og mai. I finansmarkedene var det forventninger om gradvise renteøkninger i flere land, men disse forventningene er etter hvert blitt dempet. I juni satte den svenske sentralbanken ned renten med 0,5 prosentpoeng.

**Figur 1** Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. Prosent. Nov. 02 – jun. 05



Kilde: Norges Bank

## Økte aksjekurser

Aksjekursene på Oslo Børs har så langt i 2005 steget med 18 prosent. Det er mer enn de fleste ledende internasjonale børsene. Sterk oppgang i aksjekursene i Norge kan gjenspeile forventninger om god lønnsomhet fremover. Under den forrige kraftige børsoppgangen på slutten av 1990-tallet var økningen i aksjekursene særlig konsentrert til selskaper i IKT-næringen. Økningen i aksjekursene siden 2003 har omfattet flere av delindeksene på Oslo Børs, se figur 1.5.

## Etterspørselen

Etter et moderat tilbakeslag i første halvår 2003, har veksten i norsk økonomi tatt seg markert opp. Den økonomiske oppgangen er bredt basert. I begynnelsen av oppgangen bidro særlig privat forbruk, tradisjonell eksport og oljeinvesteringene til at aktiviteten tok seg opp. Etter hvert har også veksten i realinvesteringene i Fastlands-Norge økt betydelig.

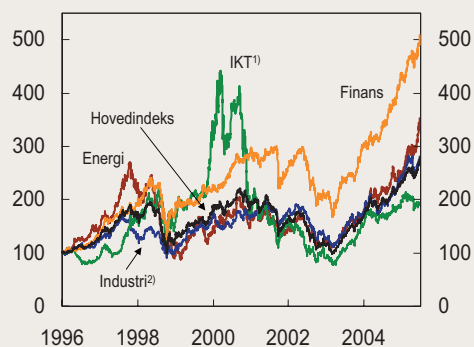
Lettelsene i pengepolitikken og lav prisstigning har gitt sterk økning i husholdningenes disponible realinntekter. Det private konsumet og boliginvesteringene har økt mye. Boligprisene har fortsatt å stige. TNS Gallups forventningsindikator for 2. kvartal indikerer at husholdningene vurderer sin økonomiske stilling som sterk. Gjeldsveksten holder seg høy, se figur 1.6.

Størrelsen på husholdningenes netto finansinvesteringer er usikker. Tall fra Statistisk sentralbyrå viser et betydelig høyere nivå enn tall fra Norges Bank. Begge kildene viser imidlertid et fall mot slutten av fjoråret.

Realinvesteringene i fastlandsnæringene steg kraftig de siste par kvartalene i fjor. Moderat lønnsvekst, lav rente og økende etterspørsel har bedret bedriftenes lønnsomhet. I fjor var avkastningen på egenkapitalen før skatt i de børsnoterte selskapene like høy som på midten av 1990-tallet. Fra Norges Banks regionale nettverk meldes det om fortsatt økning i bedriftenes lønnsomhet.

Fastlandsbedriftenes etterspørsel etter kreditt har samlet sett tatt seg opp, selv om kreditten fra utlandet har falt, se figur 1.7. Stadig flere bedrifter melder at de vurderer å oppjustere sine investeringsplaner. Det er sterk vekst i etableringen av nye bedrifter. Etterspørselen etter nye kontor- og produksjonslokaler var svak i etterkant av nedgangskonjunkturen. Det er nå tegn til at leieprisene for kontorlokaler er på vei opp. Samlet sett er det utsikter til fortsatt høy vekst i investeringene fremover.

**Figur 1.5** Utviklingen i delindekser ved Oslo Børs. Indeks, 2. jan. 96 = 100. Dagstall. 2. jan. 96 – 24. jun. 05.

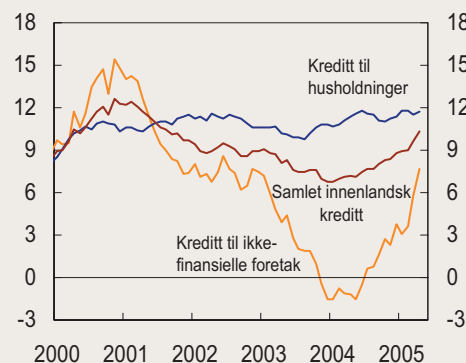


¹) Gjennomsnitt av indeksene for IT og telekom

²) Gjennomsnitt av indeksene for industri og materialer

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

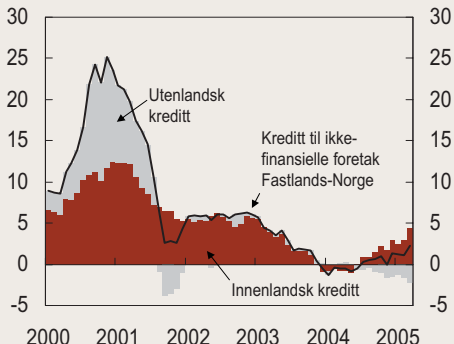
**Figur 1.6** Kreditt til husholdninger og foretak.<sup>1)</sup> Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 00 – apr. 05



¹) Fra innenlandske kilder (K2)

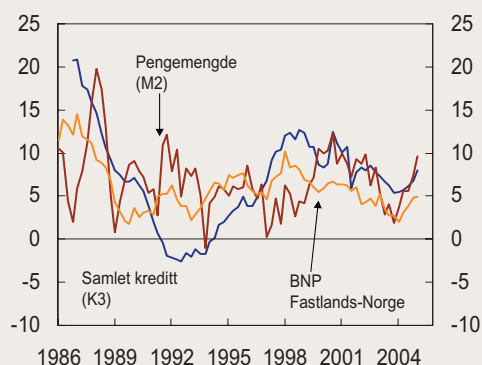
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.7** Kreditt til foretak i Fastlands-Norge (K3). Tolvmånedersvekst. Prosent. Bidrag i prosentpoeng fra innenlandske og utenlandske kilder. Jan. 00 – mar. 05



Kilde: Norges Bank

**Figur 1.8** Samlet kreditt (K3), pengemengde (M2) og BNP Fastlands-Norge<sup>1)</sup>. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før. 1. kv. 86 – 1. kv. 05

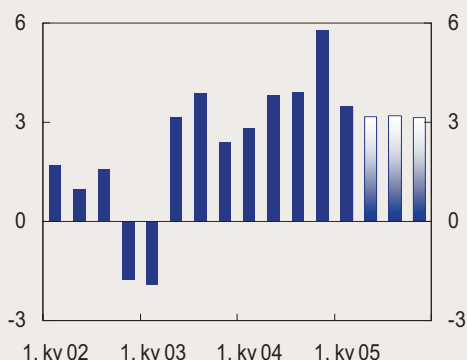


<sup>1)</sup> Fire kvartalers glidende gjennomsnitt, nominelt  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i pengemengden (M2) har tatt seg kraftig opp siden begynnelsen av 2004, se figur 1.8. Målt fra samme kvartal året før er veksten nå oppunder 10 prosent, vesentlig høyere enn verdiveksten i BNP. Økningen i pengemengdeveksten det siste året skyldes særlig at foretakssektoren har økt sine beholdninger av likvide midler. Det støtter opp under bildet av økt lønnsomhet.

Veksten i tradisjonell eksport tok seg opp fra 2002, i tråd med den internasjonale konjunkturoppgangen. Økte priser på mange av våre eksportvarer og god vekst ute har gitt vekst i eksporten av tradisjonelle varer. Høye eksportpriser har bidratt til oppbygging av kapasitet og økt eksport fra prosessindustrien. En viss avdemping av veksten internasjonalt ventes å føre til at veksten i norsk eksport av tradisjonelle varer avtar noe fremover.

**Figur 1.9** BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert, annualisert kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 02 – 4. kv. 05<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for perioden 2. kv. 2005 – 4. kv. 2005  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

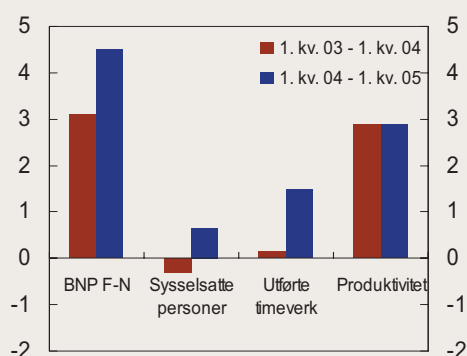
Importveksten har vært sterk de siste årene og tok seg opp gjennom fjoråret. Høy etterspørsel etter importerte varer og tjenester gjenspeiler sterk vekst i norsk økonomi og lav prisvekst på en del importerte varer. I tillegg har trolig mer av etterspørselsveksten, blant annet innen bygge- og anleggsbransjen, blitt dekket av økt tjenesteimport. Importen av varer vokste sterkt gjennom 2004, men falt noe i 1. kvartal i år. Fallet skyldes trolig midlertidige effekter, som fall i salget av nye biler etter sterk vekst i fjor høst, og lav import av strøm. De siste månedene har importverdien av tradisjonelle varer tatt seg noe opp igjen.

## Produksjon og kapasitetsutnyttning

De fire siste kvartalene har BNP for Fastlands-Norge i gjennomsnitt vokst med over 4 prosent målt i årlig rate. Den økonomiske oppgangen ventes å fortsette i innværende år, se figur 1.9.

Høye oljeinvesteringer, oppgangen internasjonalt og høyere råvarepriser har gitt økt produksjon og inntjening i industrien. Konjunkturbarometeret peker i retning av fortsatt gode utsikter for norsk industri. I tjenesteytende næringer og i bygge- og anleggsbransjen venter vi at fortsatt lav rente og høy vekst i etterspørselen fra husholdningene vil bidra til at aktiviteten øker ytterligere den nærmeste tiden.

**Figur 1.10** BNP, sysselsetting og produktivitet for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig kvartalsvekst (annualisert). Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Så langt i år har sysselsettingen målt ved arbeidskraftundersøkelsen (AKU) vært om lag uendret og lavere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap økte sysselsettingen med 0,2 prosent fra 4. kvartal i fjor til 1. kvartal i år. Økningen i antall sysselsatte personer har så langt vært nokså beskjeden sett i forhold til produksjonsveksten, se figur 1.10.

Arbeidsledigheten har ifølge AKU vært om lag uendret det siste året og har vist tegn til å øke igjen i år. Samtidig har ledigheten som registreres ved arbeidskontorene falt, se figur 1.11. De første fem månedene i år falt den registrerte arbeidsledigheten med nær 6000 personer når vi inkluderer deltakere på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Det er om lag som ventet i den forrige inflasjonsrapporten. Den sprikende utviklingen mellom AKU og den registrerte arbeidsledigheten kan skyldes ulike definisjoner og målemetoder i de to statistikkene. Fallet i den registrerte arbeidsledigheten i år kan tyde på at sysselsettingen øker noe mer enn det som kommer til uttrykk i AKU. I de foreløpige nasjonalregnskapstallene for 1. kvartal i år øker sysselsettingen noe mer enn det AKU-tallene viser.

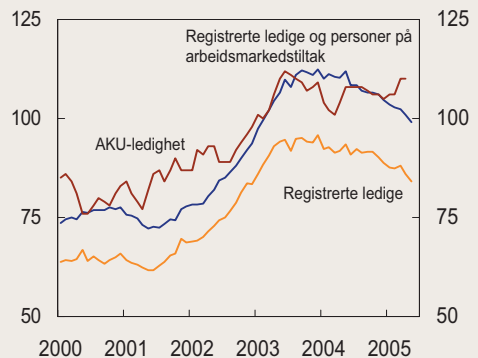
I år ser likevel antall sysselsatte ut til å øke noe mindre enn vi la til grunn i den forrige inflasjonsrapporten. Det kan blant annet skyldes forsinkede effekter av at sykefraværet falt kraftig gjennom 2004. I mange bedrifter ble den store økningen i tilgjengelige timeverk trolig ikke fullt utnyttet. Mye av produksjonsveksten hittil i år kan ha fremkommet ved bedre utnyttelse av den eksisterende arbeidsstokken i bedriftene. I tillegg ser bruken av utenlandsk arbeidskraft ut til å ha økt den siste tiden. Denne arbeidskraften blir ikke registrert fullt ut i sysselsettingstallene i AKU. Statistikken kan dermed undervurdere den faktiske sysselsettingsveksten.

Sterkere konkurranse, fall i sykefraværet og mer bruk av utenlandsk arbeidskraft førte trolig til at den potensielle produksjonen vokste noe mer enn normalt i fjor. Høy vekst i faktisk produksjon har likevel ført til at kapasitetsutnyttingen har steget de siste to årene. Fortsatt høy vekst i norsk økonomi ventes å føre til at ledigheten avtar noe raskere i år enn den har gjort det siste året.

Slik vi vurderer det, er kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi nå nær et normalnivå, se figur 1.12. Alternative beregninger av produksjonsgapet tyder på at nivået for faktisk produksjon er nær potensiell produksjon. Situasjonen på arbeidsmarkedet peker i retning av at det ikke har oppstått vesentlige presstendenser i norsk økonomi sett under ett, selv om veksten har vært høy nokså lenge. I industrien er kapasitetsutnyttelsen nær det historiske gjennomsnittet. Norges Banks regionale nettverk rapporterer at om lag 40 prosent av bedriftene vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å øke produksjonen.

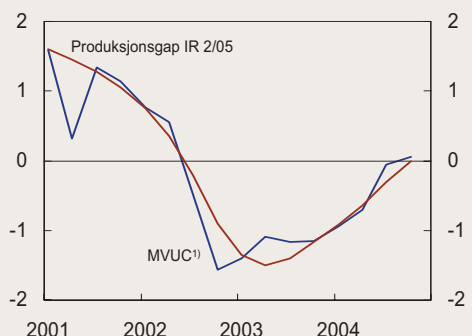
Veksten i BNP for Fastlands-Norge ventes i år å bli nesten like kraftig som under oppgangen midt på 1990-tallet. I denne oppgangen har fall i sykefraværet, økt konkurranse i flere næringer og vridning av importen mot lavkostland bidratt til å holde kapasitetsutnyttingen og inflasjonen

**Figur 1.11** Arbeidsledige. AKU-ledighet, registrerte ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Antall i tusen. Sesongjustert. Månedstall. Jan. 00 – mai 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet

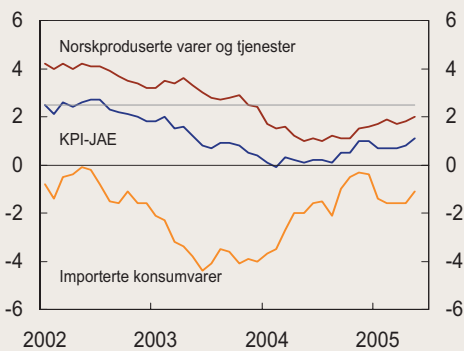
**Figur 1.12** Alternative mål på produksjonsgapet. Prosentvis avvik fra trend-BNP for Fastlands-Norge. Kvartalstall. 2. kv. 01 – 1. kv. 05



¹) "Multivariat uobservert komponent" metode. Se artikkelen "Produksjonsgapet i Norge – en sammenligning av ulike beregningsmetoder" i *Penger og Kredit* 4/2004 for nærmere omtale

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.13 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.<sup>2)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai. 05**



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger

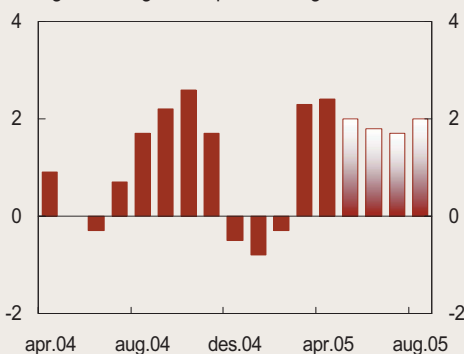
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

nede. Vi har lagt til grunn at betydningen av slike forhold vil avta fremover, men usikkerheten rundt dette er stor. Det er også usikkerhet knyttet til utviklingen i produksjon og etterspørsel den nærmeste tiden. Erfaringene med en så lav rente som nå over tid er begrenset. Bedrifter og husholdninger kan i større grad enn vi anslår velge å fremskynde realinvesteringer og kjøp av varige konsumgoder.

## Priser og lønninger

Inflasjonen avtok markert fra sommeren 2003 og fortsatte å falle i begynnelsen av 2004. Etter dette har konsumprisveksten tatt seg opp, men sakte. I mai var konsumprisveksten, justert for avgifter og uten energivarer, 1,1 prosent regnet fra samme måned i fjor, se figur 1.13. Dette var litt høyere enn anslått i den forrige inflasjonsrapporten. Korrigert for den beregnede direkte virkningen som rentefallet har hatt på husleiene, kan prisveksten anslås til 1,3 prosent i mai. Prisstigningstakten, målt ved 3 måneders glidende gjennomsnitt omregnet til årlig rate, har vært rundt 2 prosent de siste månedene, se figur 1.14.

**Figur 1.14 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Sesongjustert månedsvekst. Tremåneders glidende gjennomsnitt (sentrert) omregnet til årlig rate. Apr. 04 – aug. 05<sup>2)</sup>**



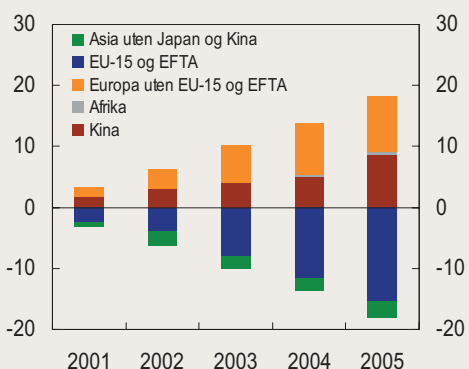
<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Anslag for mai – august 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisene på importerte konsumvarer har fortsatt å falle selv om svekkelsen av valutakursen gjennom 2003 isolert sett bidrar til å trekke prisene opp. Prisfallet kan ha sammenheng med høy produktivitetsvekst i produksjonen av enkelte varer og store investeringer i økt produksjonskapasitet, særlig i Kina. Det gir sterk konkurranse og lav prisvekst for internasjonalt handlede varer. Vridningen av importen mot lavkostland ser ut til å øke mye også i år, blant annet for klær, se figur 1.15. Det bidrar til å trekke ned prisveksten på importerte konsumvarer. Prisene på importerte konsumvarer økte fra april til mai, men en vesentlig del av økningen skyldtes høyere priser på teleutstyr. Det er lite trolig at denne utviklingen vil fortsette i månedene fremover.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester økte med 2 prosent fra mai i fjor til samme måned i år. Et lavt rentenivå stimulerer den innenlandske etterspørselen. Økt kapasitetsutnyttning danner grunnlag for økte marginer i en del næringer. Tjenestepriene, som steg lite gjennom fjoråret, har økt igjen i år. I flere næringer med sterk priskonkurranse, blant annet i flybransjen, har lav lønnsomhet bidratt til at prisene er blitt satt opp. Den høye oljeprisen gir også økte priser, blant annet på transporttjenester.

**Figur 1.15 Akkumulert endring i importandelen for klær fra ulike områder siden 2000<sup>1)</sup>**



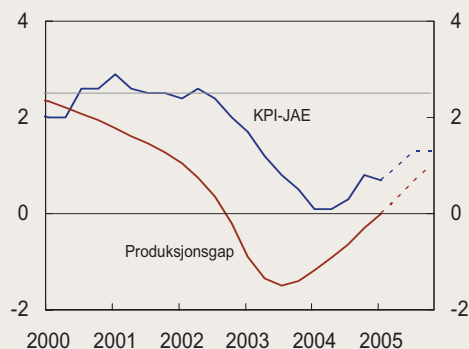
<sup>1)</sup> Fire første måneder hvert år sammenliknet med samme periode i 2000

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De avtalte tariff tilleggene i årets lønnsoppgjør, sammen med anslag for lønnsglidning og overheng, ser ut til å kunne gi en årslønnsvekst i år på rundt 3½ prosent. Dette er lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Lavere lønnsvekst enn ventet kan ha sammenheng med at arbeidsmarkedet viste få tegn til bedring i forkant av årets lønnsoppgjør. Lavere vekst enn ventet i konsumprisene i fjor kan også ha bidratt til å dempe lønnskravene i år.

Prisveksten er ventet å tilta, men langsomt. Over de siste tolv månedene fram til mai har konsumprisene økt noe mer enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Lavere lønnsvekst enn ventet i år trekker imidlertid i retning av at prisstigningen fremover blir noe lavere enn tidligere anslått. Samtidig venter vi at mer bruk av utenlandsk arbeidskraft vil føre til at kapasitetsutnyttningen øker litt mindre i år enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Endringene i anslagene siden den forrige inflasjonsrapporten er nærmere omtalt i en egen utdyping på side 46. Våre anslag for utviklingen i KPI-JAE og produksjonsgapet de neste par kvartalene er vist i figur 1.16.

**Figur 1.16** Produksjonsgapet<sup>1)</sup> og KPI-JAE<sup>2)</sup>. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 00 – 4. kv. 05<sup>3)</sup>



<sup>1)</sup> Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstall  
<sup>2)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>3)</sup> Anslag for 2. – 4. kv. 05

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



# Prisutviklingen den siste tiden

Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) ser ut til å være på vei opp. Tolvmånedersveksten økte fra 0,7 prosent i mars til 1,1 prosent i mai. Prisene har steget noe mer enn ventet de siste månedene. Konsumprisindeksen (KPI) steg 1,6 prosent fra mai i fjor til mai i år.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tiltatt gradvis siden sommeren 2004 da årsveksten var nede i 1,0 prosent. Årsveksten i disse prisene steg videre fra 1,7 prosent i mars til 2,0 prosent i mai. Det er særlig prisene på varer og tjenester som ikke møter utenlandsk konkurranse som nå stiger raskere. Prisfallet på importerte konsumvarer avtok markert gjennom høsten 2004, men fikk fornyet styrke i januar 2005. Da var prisfallet på årsbasis om lag 1,5 prosent. Etter en markert oppgang i disse prisene mellom april og mai, var prisfallet i mai 1,1 prosent på årsbasis. Endringer i satsene for merverdiavgift fra årsskiftet gjør det vanskeligere enn normalt å tolke prisutviklingen.

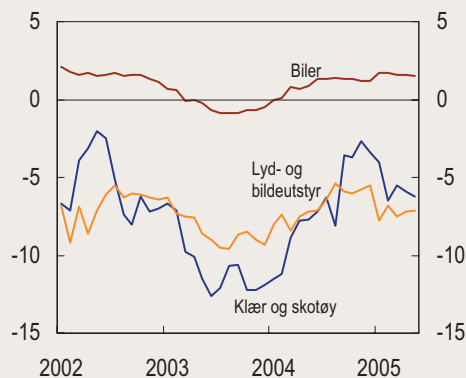
## Avtagende prisfall på importerte konsumvarer

Prisene på importerte konsumvarer var i mai 1,1 prosent lavere enn ett år tidligere. Mye av prisnedgangen kan henføres til prisene på klær og skotøy, som var 6,2 prosent lavere enn på samme tid i fjor, se figur 1. Prisene på lyd- og bildeutstyr fortsetter også å falle. I mai var disse prisene 7,1 prosent lavere enn i mai året før. Årsveksten i bilprisene, som utgjør en stor andel av prisene for importerte konsumvarer, har vært om lag uendret i år. I mai var bilprisene 1,5 prosent høyere enn ett år tidligere. Den registrerte høye prisveksten på teleutstyr i mai, særlig på mobiltelefoner, skaper noe usikkerhet om den videre utviklingen i prisene på importerte konsumvarer.

## Høyere innenlandsk prisstigning

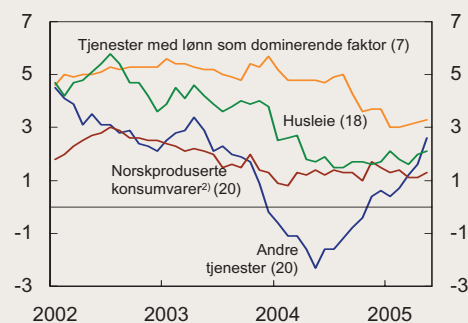
Prisene på tjenester utenom husleie og med andre dominerende kostnadsfaktorer enn lønn ("andre tjenester") har økt markert den siste tiden. I mai var disse prisene 2,6 prosent høyere enn ett år tidligere, se figur 2. Denne utviklingen gjenspeiler særlig økning i flyprisene. Tendensen til noe sterkere vekst i husleiene fortsetter, og i mai var årsveksten 2,1 prosent. Prisveksten på tjenester med lønn som

**Figur 1** Priser på noen importerte konsumvarer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 2** Priser på norskproduserte varer og tjenester.<sup>1)</sup> Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 05



<sup>1)</sup> Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes. Norges Banks beregninger frem til desember 2003

<sup>2)</sup> Unntatt energiprodukter og jordbruks- og fiskevarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

dominerende kostnadsfaktor avtok gjennom fjoråret, men har tiltatt noe de siste månedene. I mai var årsveksten 3,3 prosent. Historisk sett er dette svært lav vekst. Denne utviklingen må sees på bakgrunn av lav lønnsvekst. Prisveksten på norskproduserte konsumvarer har vært stabil det siste året med en årsvekst i overkant av 1 prosent.

Tolvmånedersveksten i produsentprisindeksen for konsumvarer levert til hjemmemarkedet falt gjennom fjoråret og fram til mars i år. De to siste månedene har prisveksten økt, og i mai var prisindeksen 1,0 prosent høyere enn ett år tidligere. Prisene målt

ved førstegangsomsetning innenlands var i mai 2,6 prosent høyere enn ett år tidligere. Veksttakten i denne prisindeksen har i hovedsak vært fallende det siste året, men variasjonene er store.

### Indikatorer for underliggende inflasjon

Indikatorer som legger mindre vekt på de mest ekstreme prisendringene understøtter bildet av at prisveksten er på vei opp, se figur 3. Målt ved tolv månedersendringen i et trimmet gjennomsnitt<sup>1</sup>, økte inflasjonen fra 0,9 prosent i mars til 1,4 prosent i mai. Vektet median<sup>2</sup> viser oppgang i tolv månedersraten fra 1,5 prosent i mars til 1,6 prosent i mai.

Samlet tyder indikatorene på en underliggende årlig vekst i konsumprisene i området 1,1 – 1,6 prosent. KPI-JAE er den av indikatorene som måler lavest inflasjon.

### Høyere vekst i KPI

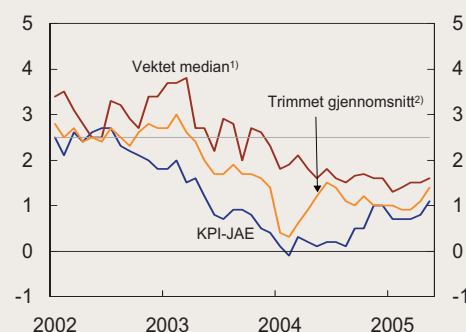
Konsumprisindeksen (KPI) inkluderer også avgiftsendringer og energivarer. Tolv månedersveksten i KPI økte fra 1,0 prosent i mars til 1,6 prosent i mai. De siste årene har årsveksten i KPI variert mer enn KPI-JAE, se figur 4. Det er særlig store variasjoner i energiprisene som har bidratt til forskjellen. Strømprisene varierer mye, men var i mai om lag på samme nivå som ett år tidligere. Svingninger i oljeprisen har bidratt til store variasjoner i bensinprisene det siste året. I mai var prisen på bensin 5,2 prosent høyere enn for ett år siden.

KPI-JAE blir justert for den direkte effekten av økningen i energiprisene. Etter hvert vil likevel høyere energipriser spres til andre varer og tjenester gjennom økte priser på innsatsvarer. For eksempel har de høye oljeprisene bidratt til økte priser på transport, som inngår i KPI-JAE.

<sup>1</sup> Et trimmet gjennomsnitt for prisveksten beregnes ved at de varer og tjenester som har de største prisendringene utelates når prisveksten beregnes. Hvilke varer og tjenester som tas ut varierer fra måned til måned.

<sup>2</sup> Vektet median for prisveksten beregnes ved å sortere prisendringene på de enkelte varene og tjenestene etter stigende verdi. Medianen er den midterste verdien når det tas hensyn til vektene i KPI.

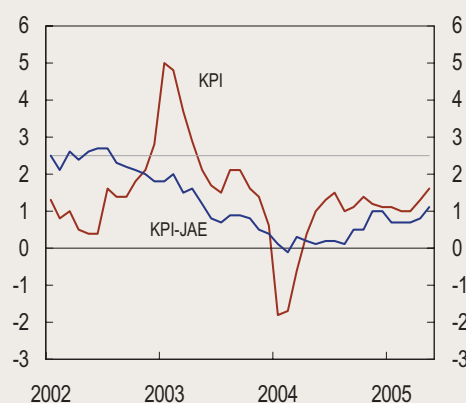
**Figur 3** Indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 05



<sup>1</sup> Beregnet på grunnlag av 93 undergrupper av KPI  
<sup>2</sup> Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnet

Kilder: Statistisk sentralbyrå

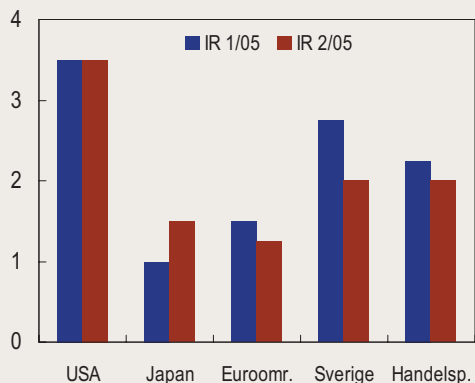
**Figur 4** KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå

## 2 | Drivkrefter de nærmeste årene

**Figur 2.1** Anslag for BNP-vekst i 2005 hos Norges handelspartnere i Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05. Prosent



Kilde: Norges Bank

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

|                                      | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|
| USA                                  | 3½   | 2¼   | 2¼   | 2¼   |
| Japan                                | 1½   | 1¼   | 1¼   | 1¼   |
| Tyskland                             | ¾    | 1¼   | 1¼   | 1½   |
| Frankrike                            | 1¼   | 2    | 2    | 2    |
| Storbritannia                        | 2¼   | 2¼   | 2¼   | 2¼   |
| Sverige                              | 2    | 2½   | 2½   | 2½   |
| Norges handelspartnere <sup>1)</sup> | 2    | 2¼   | 2¼   | 2½   |
| Euroområdet <sup>2)</sup>            | 1¼   | 1¾   | 2    | 2    |
| Kina <sup>3)</sup>                   | 8,9  | 8,1  | 8,3  | 9,1  |

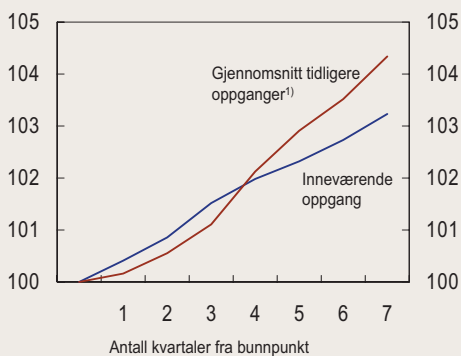
<sup>1)</sup> Eksportvekter

<sup>2)</sup> Vekter fra Eurostat

<sup>3)</sup> Anslag fra Consensus Forecasts

Kilde: Consensus Forecasts og Norges Bank

**Figur 2.2** BNP i euroområdet – sammenlikning med tidligere oppganger. Indeks, bunnpunkt = 100. Bunnpunkt i inneværende oppgang: 2. kv. 03



<sup>1)</sup> Bunnpunkter: 1. kv. 75, 3. kv. 80 og 1. kv. 93

Kilder: OECD og Norges Bank

### Internasjonale forhold

Veksten internasjonalt ventes å bli noe lavere i år enn i fjor. I USA var veksten god i fjor og i første kvartal i år, men anslås å avta moderat. I euroområdet ventes veksten å forbli nokså svak de nærmeste par årene. I Storbritannia og Sverige er det utsikter til lavere vekst. I Japan tok aktiviteten seg godt opp i første kvartal, men indikatorer tyder på noe svakere utvikling fremover. Det ser fortsatt ut til å være god vekst i Kina. Samlet synes veksten for handelspartnerne inneværende år å bli litt svakere enn tidligere ventet, se figur 2.1. Siden forrige inflasjonsrapport har de langsiktige rentene falt ytterligere. Det kan skyldes at forventningene om BNP-vekst og inflasjon er redusert, men særskilte forhold i obligasjonsmarkedene spiller trolig også en rolle.

I USA har avtakende vekst i innenlandsk etterspørsel og ytterligere svekkelse av handelsbalansen bidratt til avdemping. Sterk vekst i privat konsum og boliginvesteringer har holdt etterspørselen i amerikansk økonomi oppe de siste årene. Lav sparerate og høy gjeld kombinert med noe høyere renter fremover tilsier at veksten i husholdningenes etterspørsel vil måtte avta. God lønnsomhet i næringslivet peker imidlertid i retning av fortsatt vekst i investeringene. Samlet tilsier dette en forholdsvis moderat nedgang i veksten i USA.

I euroområdet har veksten de siste kvartalene vært lavere enn det som har vært vanlig i tidligere oppganger, se figur 2.2. Innenlandsk etterspørsel har vært svak, blant annet i Tyskland og Italia. Tillitsindikatorer tyder på at både forbruks- og investeringsviljen er svekket. Konsumentene synes å være preget av usikkerhet knyttet til endringer i pensjonssystemer og andre velferdsordninger og økt usikkerhet om arbeid og lønn. Lønnsomheten i bedriftene er god. Det kan isolert sett bidra til at investeringene tar seg opp. De høye energiprisene og styrkingen av euroen de siste årene kan imidlertid dempe investeringsveksten. Ny konkurranse i produktmarkedene, økt konkurranse om investeringene fra nye medlemsland i EU samt usikkerhet om den videre utviklingen etter folkeavstemningene i Frankrike og Nederland, kan bidra i samme retning. Det kan se ut til at landene i euroområdet vil trenge tid på å legge grunnlaget for solid vekst. Vi legger derfor til grunn at veksten vil bli svak i år, og at den bare vil ta seg langsomt opp de neste årene.

Den lave aktivitetsveksten i euroområdet bidrar til svakere utvikling enn ventet i Sverige. I det siste har det også vært svak vekst i privat konsum og nedgang i offentlig aktivitet. Inflasjonen er lav. Riksbanken satte ned styringsrenten med 0,5 prosentpoeng i juni. Ekspansiv økonomisk politikk og en langsom bedring i euroområdet ventes å bidra til at BNP-veksten i Sverige etter hvert tar seg opp igjen.

# Alternative internasjonale utviklingsforløp – følger for norsk økonomi

Det kan tenkes mange ulike forløp der veksten hos våre handelspartnere blir lavere enn vi har lagt til grunn. Virkningene for Norge vil kunne bli forskjellige, avhengig av hva årsaken er. Blant annet vil utviklingen i oljeprisen være viktig. Nedenfor skisseres to mulige forløp med lavere vekst hos våre handelspartnere, men med ulike konsekvenser for Norge.

## A) Høy oljepris demper veksten – særnorsk oppgang?

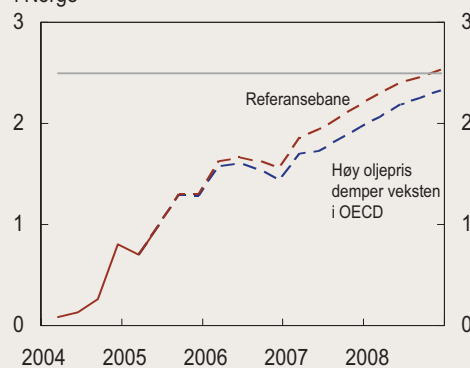
Stigende eller vedvarende høy oljepris kan etter hvert dempe veksten hos våre viktigste handelspartnere. Avmatningen kan komme gradvis og behøver ikke være veldig markert.

For våre tradisjonelle handelspartnere vil økt oljepris isolert sett bidra til høyere inflasjon, mens vekstavmatningen trekker i retning av lavere inflasjon. Det er ikke opplagt hva nettoeffekten vil være, men det er ikke urimelig å legge til grunn at rentene ute i et slikt tilfelle vil bli lavere enn i referansebanen i kapittel 3. Det kan skyldes at den samlede effekten på inflasjonen blir negativ eller at en i avveilingen mellom en (mer) negativ produksjonsutvikling og en litt for høy inflasjon vektlegger det første.

Med mindre det er svikt i oljetilbudet, må etterspørselen fra noen deler av verden være sterk for at oljeprisen skal kunne forbli høy eller stige. Det kan skyldes at veksten i Kina og andre land i Asia, i hvert fall for en periode, holder seg oppe til tross for en noe langsommere veksttakt i OECD-landene. I en slik situasjon kan andre råvarepriser og aktiviteten i skipsfart holde seg oppe. Da kan aktiviteten forbli høy i viktige deler av norsk økonomi, som oljerelatert virksomhet og verftsindustri. Samtidig vil høyere oljepris og lavere renter ute, alt annet likt, kunne føre til at norske kroner styrker seg, noe som bidrar til å holde norsk inflasjon lav.

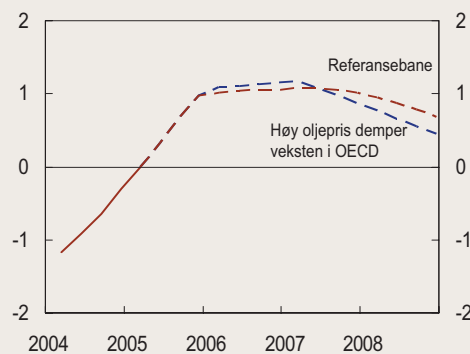
Over tid vil trolig likevel sterk krone og svak etterspørsel fra viktige handelspartnere legge en demper på aktiviteten i Norge. I figur 1 er et mulig forløp for inflasjon og produksjonsgap i Norge, basert på at høy oljepris demper veksten i OECD-landene ytterligere, sammenliknet med forløpet i referansebanen.

**Figur 1a** Anslag på KPI-JAE i referansebanen og alternativet der høy oljepris demper veksten i OECD-landene og økte inntekter trekker motsatt vei i Norge



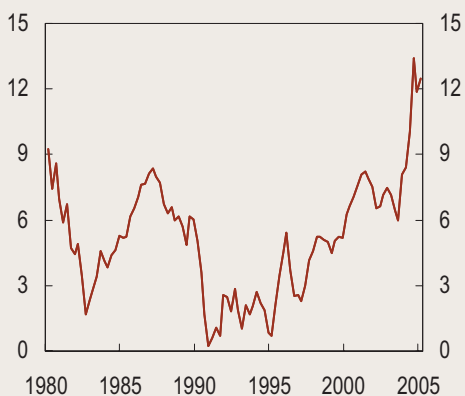
Kilde: Norges Bank

**Figur 1b** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen og alternativet der høy oljepris demper veksten i OECD-landene og økte inntekter trekker motsatt vei i Norge



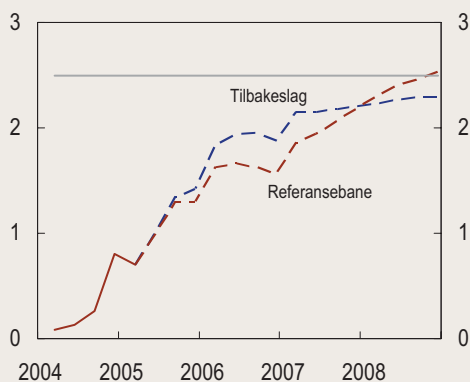
Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Boligpriser i USA. Prosentvis endring fra samme kvartal året før. 1. kv. 80 – 1. kv. 05



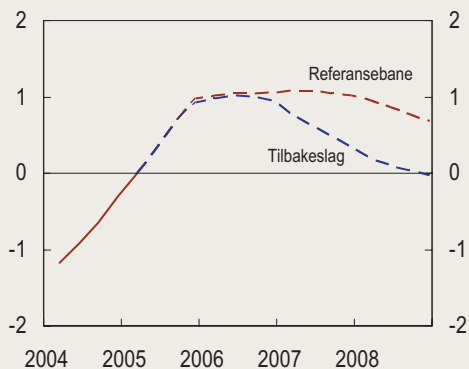
Kilde: The Office for Federal Housing Enterprise Oversight

**Figur 3a** Anslag på KPI-JAE i referansebanen og med mulig virkning for Norge av et globalt tilbakeslag



Kilde: Norges Bank

**Figur 3b** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen og med mulig virkning for Norge av et globalt tilbakeslag



Kilde: Norges Bank

## B) Tilbakeslag i USA trekker med seg hele verdensøkonomien

Høy vekst i USA har de siste årene støttet opp under veksten i andre land. Vi legger til grunn en nokså moderat avdemping av veksten i USA fremover. Et kraftigere tilbakeslag i USA kan imidlertid ikke utelukkes. Det kan blant annet bli utløst av en markert økning i husholdningenes sparing, som for eksempel kan skyldes en utflating eller et sterkt fall i boligprisene. Boligprisene har økt mye i det siste, se figur 2. Det har trolig bidratt til den sterke veksten i det private konsumet.

Et brått og kraftig tilbakeslag i USA vil nokså raskt kunne føre til fall i veksten i hele OECD-området. Både i Japan og euroområdet er veksten lav og har i stor grad vært drevet av eksporten. Et tilbakeslag i USA vil også kunne svekke tilliten i husholdningene og bedriftene, og dermed dempe veksten i innenlandsk etterspørsel. Samlet vil dette kunne gi lavere kapasitetsutnyttning og lavere prisstigning og føre til at rentene reduseres.

Sterkt redusert vekst i hele OECD-området vil trolig innebære at veksten avtar markert også i Kina og fremvoksende økonomier i Asia, fordi eksporten er en viktig drivkraft bak veksten der. Dette vil kunne lede til sterkt fall i prisene på olje og andre råvarer og svak utvikling for skipsfarten. På samme måte som Norge i særlig grad har nytt godt av den sterke oppgangen ute de siste årene, vil norsk økonomi kunne rammes relativt hardt av et slikt tilbakeslag. Blant annet vil aktiviteten i oljeindustrien kunne falle mye.

Dersom fallet i oljeprisen fører til svekkelse av norske kroner, vil prisstigningen i Norge kunne tilta. Etter hvert vil imidlertid lavere vekst og nedgang i produksjonsgapet dempe prisveksten. I figur 3 er forløpet for norsk inflasjon og produksjonsgap i referansebanen sammenliknet med et mulig forløp med markert tilbakeslag i verdensøkonomien.



I Storbritannia har veksten i privat konsum avtatt. Den sterke økningen i boligprisene har stoppet opp. Veksten i investeringene har vært svak. Lønnsveksten har imidlertid holdt seg oppe, noe som vil understøtte konsumet. Samlet sett er det utsikter til nokså moderat BNP-vekst i Storbritannia fremover.

Veksten har holdt seg godt oppe i Kina og andre land i Asia. Vi legger til grunn en fortsatt nokså sterk utvikling i dette området. Det synes fortsatt å være god vekst i privat konsum i Kina. Eksporten er blitt stimulert av bortfall av kvoter på tekstiler. Faren for oppbremsing av kinesisk eksport som følge av proteksjonistiske tiltak synes imidlertid å ha økt. Internasjonale fraktrater har falt, se figur 2.3. Importveksten til Kina har avtatt i år. Det kan indikere en avdemping av aktivitetsveksten, men kan også skyldes at en større del av innenlandsk etterspørsel dekkes av landets egne bedrifter etter flere år med sterk oppbygging av produksjonskapasitet. Det er også en viss fare for overinvesteringer med påfølgende tilbakeslag i økonomien.

I Japan økte både privat konsum og investeringer sterkt i første kvartal. Løpende statistikk indikerer svakere vekst i andre kvartal. Tegn til forsiktig bedring i arbeidsmarkedet og fortsatt god vekst i andre land i regionen vil trolig bidra til moderat vekst i Japan fremover.

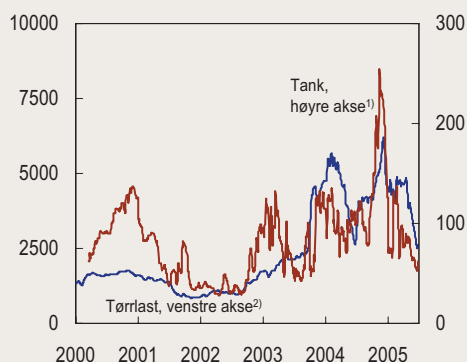
For handelspartnerne samlet venter vi en avdemping av veksten i år og en stabilisering fremover. Det er imidlertid flere usikkerhetsmomenter som kan bidra til en svakere utvikling. Noen av disse drøftes i en egen ramme, se side 18.

Selv om noen forhold kan føre til at veksten ute blir svakere enn vi har lagt til grunn, vurderes risikobildet rundt anslagene som balansert. Den gode lønnsomheten i næringslivet i mange land kan lede til sterkere investeringsvekst enn antatt. I tillegg kan høy sparerate både i euroområdet og Japan gi rom for sterkere vekst i husholdningenes etterspørsel enn vi legger til grunn.

## Oljeprisen

Oljeprisen har variert nokså mye siden forrige inflasjonsrapport. Prisen på nordsjøoljen Brent Blend nådde et nytt toppnivå på over 56 dollar per fat i slutten av mars, men falt tilbake utover våren og var rundt 45 dollar fatet i midten av mai, se figur 2.4. Rekordhøy produksjon i OPEC i en periode der oljeetterspørselen er sesongmessig lav, resulterte i økte oljelagre, særlig i USA. Det var også tegn til svakere utvikling internasjonalt, noe som bidro til forventninger om lavere vekst i etterspørselen etter olje. En kraftig reduksjon i de ikke-kommersielle aktørenes nettkjøpsposisjoner i derivatmarkedet for olje forsterket prisedgangen.

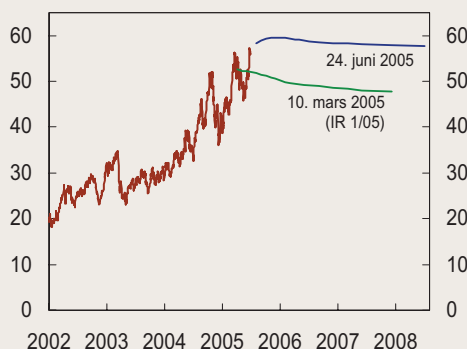
**Figur 2.3** Fraktrater. Indekser basert på rater i USD. Dagstall. 3. jan. 00 – 24. jun. 05



<sup>1)</sup> Tank: World Scale vestover fra Midt-Østen  
<sup>2)</sup> Tørrlast: Baltic Dry

Kilde: EcoWin

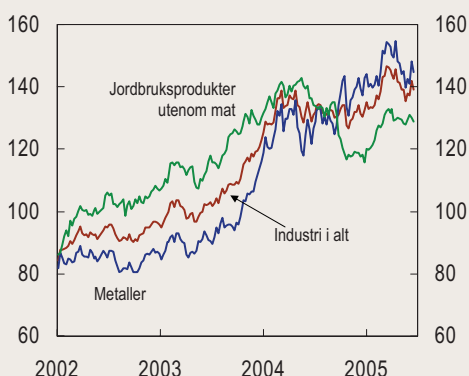
**Figur 2.4** Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. Dagstall. 2. jan. 02 – 24. jun. 05. Terminpriser fra 10. mar. 05 og 24. jun. 05



Kilder: Telerate, International Petroleum Exchange og Norges Bank

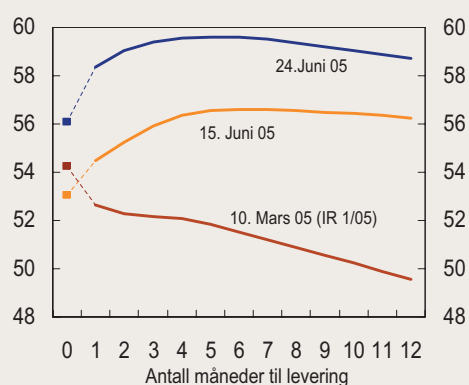


**Figur 2.5** Internasjonale priser på råvarer til industrien i dollar. Indekser, 2000=100. Ukestall. Uke 1 2002 – uke 25 2005



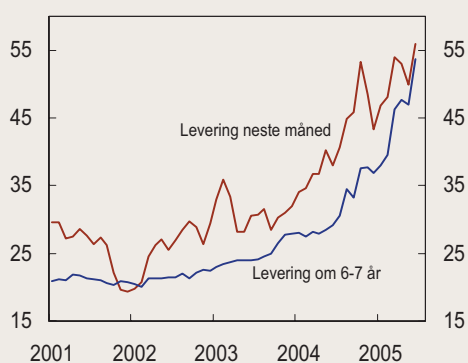
Kilde: Ecwin

**Figur 2.6** Spot- og terminpriser på olje. Dollar per fat Brent Blend råolje



Kilder: Ecwin, International Petroleum Exchange og Norges Bank

**Figur 2.7** Priser på olje for fremtidig levering. USD per fat lett råolje. Månedstall. Jan. 01 – jun. 05<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Tallet for juni er gjennomsnittet til og med den 24.

Kilder: Ecwin/NYMEX og Norges Bank

Siden midten av mai har oljeprisen steget markert. I annen halvdel av juni nådde oljeprisen et nytt toppnivå på over 57 dollar per fat. Økningen i oljelagrene stoppet opp. En viktig faktor bak prisoppgangen var forventninger om et strammere oljemarked fremover når den sesongmessige etterspørselen tar seg opp igjen, særlig mot slutten av året. OPECs beslutning om å øke produksjonskvotene på møtet 15. juni bremset i liten grad oppgangen i oljeprisen. Kartellet har liten ledig produksjonskapasitet, og sårbarheten for bortfall av oljeproduksjon kom igjen i fokus. Prisene på metaller og andre råvarer til industrien tok seg også opp i denne perioden, se figur 2.5. Det kan tyde på at markedsaktørens syn på utsiktene for verdensøkonomien ble noe lysere, i hvert fall for de land og regioner som har bidratt mest til høyere etterspørsel etter råvarer.

Terminprisene for olje med levering 1-12 måneder fram i tid er fremdeles høyere enn spotprisen, selv etter oppgangen i spotprisen siden midten av juni, se figur 2.6. Dette er en svært uvanlig situasjon med en så høy oljepris. På den ene side reflekterer denne situasjonen – som var mer utpreget tidlig på vårparten - den relative rikelige tilgangen på olje. Dette ga ytterligere insentiver til økning i oljelagrene. Økte oljelagre bidro til at spotprisen utviklet seg svakere enn terminprisene i denne perioden. På den annen side reflekterte de høyere terminprisene forventninger om at oljeprisen ville holde seg oppe, eller kanskje stige. Fortsatt vekst i oljeetterspørselen kombinert med liten ledig produksjonskapasitet i OPEC, understøttet disse forventningene.

De lengste terminprisene for olje har steget markert og mer enn spotprisen så langt i år, se figur 2.7. Terminkontrakter for den amerikanske standardoljen West Texas Intermediate for levering i desember 2011 har siden midten av juni ligget nær 55 dollar per fat. Høye priser for langsiktige terminkontrakter er et uttrykk for forventninger om at de underliggende strukturelle forholdene kan føre til at oljemarkedet holder seg stramt i lengre tid. Utenfor OPEC synes mulighetene for produksjonsvekst på noe lenger sikt begrenset. Selv om OPEC-landene i Midt-Østen har svært store oljereserver og ikke vil ha problemer med å øke produksjonen i flere tiår fremover, må de først foreta store investeringer for å kunne øke produksjonen.

På kort til mellomlang sikt kan oljeprisen falle mer enn det som reflekteres i terminprisene. Særlig kan dette skje hvis utviklingen i verdensøkonomien blir svakere enn antatt, for eksempel ved en brå og omfattende korrigerende av de globale ubalansene. På lang sikt skal en heller ikke undervurdere mulighetene for at teknologiske fremskritt – nettopp som følge av den høye oljeprisen – bidrar til økt energiøkonomisering og dermed lavere oljeetterspørsel. En slik utvikling i oljeetterspørselen så vi i OECD-området etter oljeprissjokkene på 1970- og 80-tallet.

## Utenlandske prisimpulser

Prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta har falt de siste årene. Dette må ses i sammenheng med handelsvridning mot lavkostland og høy produktivitetsvekst i produksjonen av lyd- og bildeutstyr. Det ser ut til at utviklingen med fallende priser på klær, sko og lyd- og bildeutstyr fortsetter. På den annen side kan de høye oljepri-sene gradvis bidra til noe høyere prisvekst på enkelte andre varer som byggevarer og biler.

Samlet legger vi til grunn at den økonomiske veksten hos flere av våre viktigste handelspartnere ikke blir sterk nok til å ta i bruk alle de ledige ressursene de nærmeste årene. Særlig gjelder dette euroområdet. Moderat vekst og høy arbeidsledighet i flere land vil trolig gi lav lønnsvekst. Lønnsveksten i euroområdet vil trolig ikke overstige 2¾ prosent de neste årene. Noe sterkere lønnsvekst i blant annet Sverige og Storbritannia, kan gjøre at lønnsveksten for handelspartnerne samlet blir rundt 3 prosent. Utviklingen i lønnskostnadene tilsier at konsumprisveksten hos våre handelspartnere vil holde seg forholdsvis lav de nærmeste årene.

Vi anslår fortsatt fallende priser på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta de nærmeste par årene, se figur 2.8. Vridningen i handelen mot lavkostland er fortsatt sterk. Dersom kinesiske varer møter restriksjoner i store markeder, kan prisene norske importører betaler for kinesiske varer bli presset ned. Mot slutten av prognoseperioden legger vi likevel til grunn at effektene av de strukturelle endringene som har trukket ned de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi, gradvis vil uttømmes.

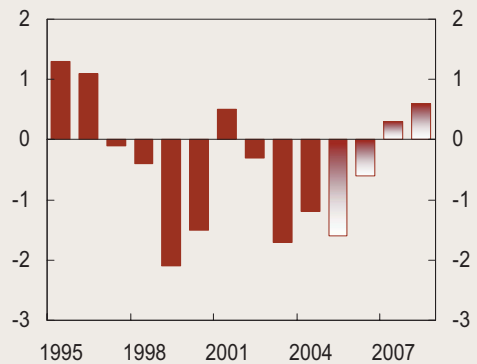
## Innenlandske forhold

### Oljeinvesteringene

Oljeinvesteringene vil vokse betydelig i innværende år som følge av store, pågående utbygginger både på sokkelen og på land. Vårt regionale nettverk rapporterer for tiden om meget høy aktivitet blant leverandører til oljenæringen. Det ligger imidlertid an til at investeringene vil falle når store utbyggingsprosjekter som Ormen Lange, Kristin og Snøhvit etter hvert blir ferdige. Det er usikkert hvor sterkt fallet blir, men dagens høye leteaktivitet og en lengre periode med høy oljepris, trekker i retning av høye oljeinvesteringer også i årene fremover. Statoil har nylig økt oljeprisnivået som legges til grunn for selskapets investeringsbeslutninger til 25-30 dollar per fat. Investeringsstillingen for oljevirk-somheten tyder så langt på at investeringsaktiviteten vil holde seg godt oppe i 2006, se figur 2.9. Usikkerheten i disse anslagene er imidlertid stor.

Det kan synes som om både oljeselskapene og deler av leverandørnæringen i økende grad retter sin virksomhet mot områder utenfor norsk sokkel. Norske oljeselskaper viser for eksempel sterk interesse for de store gassutbyggings-

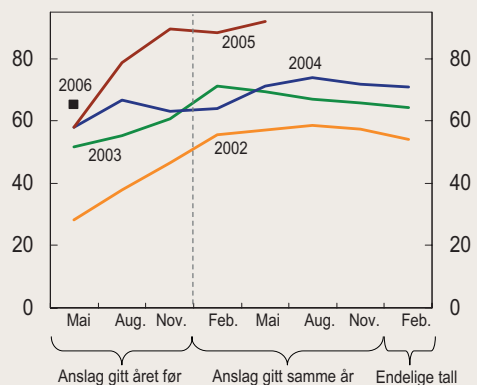
**Figur 2.8** Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årstall. Prosent. 1995 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilde: Norges Bank

**Figur 2.9** Investeringsstillingen for olje- og gassvirksomhet inkl. rørtransport. Antatte og utførte investeringer. Mrd. kr.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

prosjektene nord i Russland. En slik utvikling kan bidra til at aktivitetsnivået på litt sikt kan bli noe mindre avhengig av investeringsutviklingen i Nordsjøen, som regnes som et modent område med begrensede vekstmuligheter for fremtidig oljeproduksjon.

### Finanspolitikken

Handlingsregelen for budsjettpolitikken som ble innført i mars 2001 innebærer at det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet over tid skal svare til fire prosent av kapitalen i Statens petroleumsfond. Blant annet på grunn av uventet svikt i skatteinngangen har pengebruken vært høyere enn dette de senere årene.

Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslås å øke med 4,9 milliarder kroner fra 2004 til 2005, eller med 0,3 prosentpoeng målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Målt ved denne indikatoren vil budsjettet også i 2005 stimulere aktiviteten, men litt mindre enn anslått i Nasjonalbudsjettet 2005. Den underliggende utgiftsveksten over statsbudsjettet er anslått til 4,5 prosent i 2005, som er noe lavere enn den anslåtte verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge, se figur 2.10.

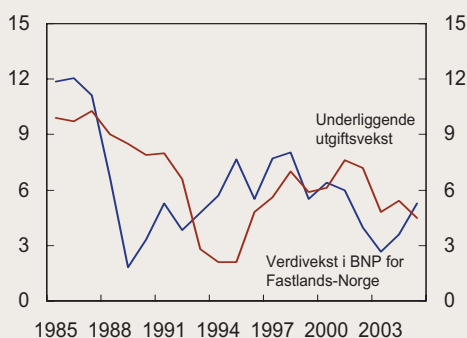
For 2006 og 2007 legger vi til grunn et uendret reelt skatte- og avgiftsnivå og at verdiveksten i statens utgifter vil være om lag på linje med verdiveksten i statens inntekter. Det innebærer et uendret strukturelt, oljekorrigeret underskudd disse årene. Med nåværende anslag for utviklingen i Petroleumsfondet kan det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet ifølge handlingsregelen øke med 3,2 milliarder 2005-kroner fra 2007 til 2008, fra 4,7 til 4,8 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge.

Forslagene i Revidert nasjonalbudsjett innebærer at veksten i kommunesektorens samlede inntekter fra 2004 til 2005 kan anslås til 4,6 prosent, etter en vekst på hele 6,8 prosent i 2004. Det økonomiske opplegget for 2006, slik det er skissert i kommuneproposisjonen, innebærer en vekst i kommunenes inntekter på rundt 4½ prosent. Under stortingsbehandlingen ble det lagt fram forslag om høyere bevilgninger, men verken regjeringens forslag eller de andre alternativene fikk flertall.

### Økt tilbud av utenlandsk arbeidskraft i Norge

EU og EØS ble utvidet med ti nye medlemsland fra 1. mai i fjor. Arbeidskraft fra de nye medlemslandene har fått lettere tilgang til det norske arbeidsmarkedet. Bruken av utenlandsk arbeidskraft i Norge ser ut til å ha økt. Omfanget er forholdsvis moderat, men det har likevel dempet tendensene til flaskehalser i noen næringer der etterspørselen har økt sterkt.

**Figur 2.10** Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra året før. Prosent. 1985 – 2005<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 fra Finansdepartementet

Kilder: Finansdepartementet (Revidert nasjonalbudsjett 2005) og Statistisk sentralbyrå

Mange av de utenlandske arbeiderne som kommer til Norge, blir ansatt i norske virksomheter. Tall fra Utlendingsdirektoratet (UDI) viser en økning i antall arbeidstillatelser gitt til borgere fra de nye EU-landene. Mange av disse tillatelsene gis i tilknytning til sesongarbeid innen jordbruket. Tallene viser imidlertid også en økning i antall tillatelser gitt utenom innhøstingsperiodene, og gjelder trolig ansettelse i bygge- og anleggsbransjen. Dette representerer økt tilgang på arbeidskraft i Norge. Sysselsettingen vil dermed kunne øke mer enn ellers uten at det oppstår knapphet på arbeidskraft. Økt tilbud av arbeidskraft fra nye EU-land kan isolert sett trekke i retning av at produksjonspotensialet i en periode øker mer enn normalt.

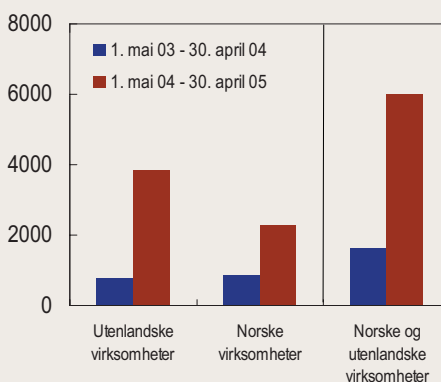
En stor del av de utenlandske arbeidstakerne tar også kortere oppdrag i Norge uten å være ansatt i en norsk virksomhet. Dette kan være utenlandske entreprenører og selvstendige næringsdrivende innen bygg og anlegg som på oppdrag utfører ulike byggearbeider i Norge. Tall fra Sentralskattekontoret for utenlandssaker viser en kraftig økning i antall arbeidstakere fra de nye EU-landene i utenlandske virksomheter etter 1. mai i fjor, se figur 2.11. Økt omfang av slike kortvarige oppdrag vil fremstå som økt tjenesteimport til Norge, og bidra til å dempe BNP-veksten. Også dette trekker i retning av å holde kapasitetsutnyttningen i økonomien nede.

Tiltak med proteksjonistiske virkninger kan dempe effekten på norsk økonomi av økt tilgang på arbeidskraft fra de nye EU-landene. Blant annet innebærer overgangsreglene fra 1. mai i fjor at individuelle arbeidsinnvandrere skal ha norske lønns- og arbeidsvilkår. Allmenngjøring av tariffavtaler gjør at utenlandske leverandører av tjenester mister mye av sitt konkurransefortrinn i forhold til norske virksomheter. Regjeringen har nylig sendt ut et rundskriv til statlige etater med pålegg om at lønns- og arbeidsvilkårene for arbeidere som utfører tjenstekontrakter og bygge- og anleggskontrakter for staten ikke skal være dårligere enn vanlige norske vilkår. Samtidig er innsatsen og bevilgningene knyttet til tilsyn og kontroll med utenlandske arbeidstakers lønns- og arbeidsvilkår økt.

Samlet sett venter vi at økt bruk av arbeidskraft fra de nye EU-landene vil bidra til å dempe presset på realressursene i Norge i år. Blant annet vil en større del av veksten innen bygg og anlegg kunne bli dekket av økt tjenesteimport. I deler av industrien er det også tegn til økt bruk av utenlandske tjenester. Vi har lagt til grunn at økt bruk av utenlandsk arbeidskraft i Norge, gjennom økt tjenesteimport, isolert sett bidrar til å trekke veksten i BNP for Fastlands-Norge ned med ¼ prosentpoeng i 2005 i forhold til hva som tidligere har vært lagt til grunn.

Vi har ikke lagt til grunn at økt mobilitet av arbeidskraft og kapital over landegrensene vil gi vesentlige endringer i lønnsdannelsen i Norge. Denne antagelsen er imidlertid usikker. I kapittel 3 drøftes mulige virkninger på renten, inflasjonen og produksjonen av at lønnsveksten fortsetter å være lav, til tross for at ledigheten avtar.

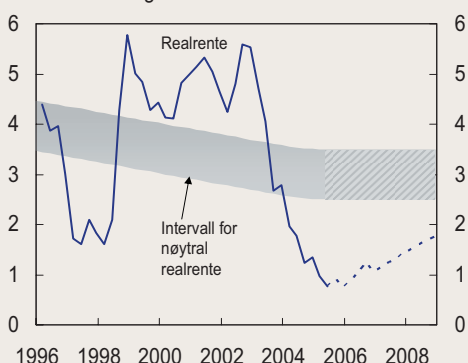
**Figur 2.11** Antall arbeidstakere fra nye EU-land på oppdrag i Norge. I norske og utenlandske virksomheter



Kilde: Sentralskattekontoret for utenlandssaker

# 3 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

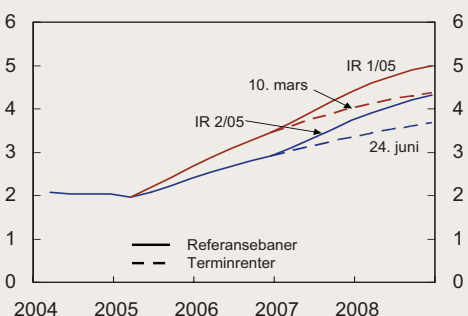
**Figur 3.1** Tremåneders realrente<sup>1)</sup> og den nøytrale realrenten i Norge. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med inflasjonen målt ved KPI-JAE

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.2** Renten<sup>1)</sup> i referansebanen (IR 1/05 og IR 2/05<sup>2)</sup>) og terminrente i Norge. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08

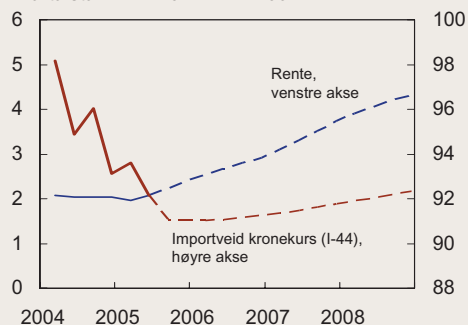


<sup>1)</sup> Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

<sup>2)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente til og med 2. kvartal 2005. Tallene for 2. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 24. juni

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.3a** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid valutakurs (I-44)<sup>1) 2)</sup> i referansebanen. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs. Gjenspeiler terminkursen 24. juni

<sup>2)</sup> Tallene for 2. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 24. juni

Kilde: Norges Bank

Lettelsene i pengepolitikken gjennom 2003 og inn i 2004 har gitt lave realrenter. Den kortsiktige realrenten er nå trolig vesentlig lavere enn det nivået som gir balanse i økonomien på lang sikt – den nøytrale realrenten, se figur 3.1. En lav realrente, og forventninger om fortsatt lav realrente, vil bidra til å stimulere aktiviteten selv etter at virkningene av selve rentefallet ebber ut. Beregninger kan på usikkert grunnlag indikere at den nøytrale realrenten for Norge ligger mellom 2½ og 3½ prosent.<sup>1</sup> Den har trolig avtatt noe de senere årene.

Svakere utsikter for veksten ute og nedjusterte anslag for lønnveksten i Norge trekker i retning av en noe lavere rente fremover enn ved forrige inflasjonsrapport. Nivået på kapasitetsutnyttningen i år ser ut til å bli noe lavere enn ventet, se kapittel 1 for en nærmere drøfting. Blant annet har sysselsettingen vokst mindre i det siste enn anslått. Ulike kilder for arbeidsmarkedsstatistikk gir sprikende inntrykk.

De beregnede terminrentene gir normalt et uttrykk for markedsaktørenes forventninger til den fremtidige renteutviklingen. De norske terminrentene er noe lavere enn ved forrige inflasjonsrapport. Dette må ses på bakgrunn av forventninger om lavere vekst og inflasjon ute. Markedsaktørene venter nå at renteoppgangen hos våre handelspartnere vil komme noe senere enn ved forrige inflasjonsrapport. De norske terminrentene tyder likevel fortsatt på en gradvis høyere rente gjennom fremskrivningsperioden og indikerer forventninger om at styringsrenten vil øke til om lag 2¼ prosent mot slutten av året og 2¾ prosent ved utgangen av 2006.

De beregnede terminrentene synes fortsatt å være litt lave mot slutten av fremskrivningsperioden i forhold til våre vurderinger av de økonomiske utsiktene. Vi har lagt til grunn at terminrentene i noen grad undervurderer de faktiske renteforventningene litt ut i tid. Anslagene i denne rapporten er basert på terminrentene 24. juni, men med justeringer fra 2007 og utover, se figur 3.2.<sup>2</sup> En tilsvarende justering ble gjort i forrige inflasjonsrapport. Justeringen innebærer at pengemarkedsrentene i Norge gradvis øker til om lag 4¼ prosent i slutten av 2008 og deretter videre mot et antatt normalt nivå på 5½ prosent på lang sikt. Fall i terminrentene gjør at renteforutsetningen nå er lavere enn i forrige inflasjonsrapport, se figur 3.2.

Basert på denne utviklingen i renten og andre drivkrefter har vi skissert et mulig forløp for norsk økonomi, se figurene 3.3a og 3.3b. Kronekursen antas å følge terminvalutakursen, som er om lag uendret de nærmeste tre årene.

<sup>1</sup> Se blant annet Bernhardsen, T. (2005): "The neutral interest rate", Staff Memo No 1, Norges Bank.

<sup>2</sup> Samme justering av terminrentebanen er også gjort for handelspartnere.



# 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:

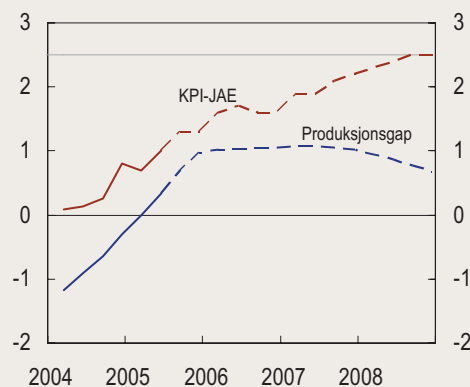
1. Skal pengepolitikken forankre inflasjonsforventningene på målet, må renten settes slik at inflasjonen beveger seg mot målet. Inflasjonen bør stabiliseres nær målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Av samme grunn bør dessuten inflasjonen være på vei mot målet i god tid før utløpet av treårsperioden.
2. Under forutsetning av at inflasjonsforventningene er forankret på målet, bør det også være et rimelig størrelsesforhold mellom inflasjonsgapet og produksjonsgapet fram til disse lukkes.<sup>1</sup> 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 økonomien 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 lenger 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.

<sup>1</sup> Inflasjonsgapet er differansen mellom den faktiske inflasjonen og inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge.

Renteforutsetningen ligger noe lavere enn i forrige inflasjonsrapport og bidrar dermed til å motvirke effektene på inflasjonen av blant annet noe sterkere krone og lavere lønnsvekst enn forutsatt i Inflasjonsrapport 1/05. Selv om renten gradvis økes gjennom fremskrivningsperioden, vil nivået på kortsiktige nominelle og reelle renter bli liggende under hva vi anser som nøytrale nivåer. Med en utvikling i rente og kronekurs som skissert over, vil inflasjonen kunne øke gradvis fra vel 1 prosent i dag til opp mot 2 prosent i første del av 2007 (referansebanen). Under disse forutsetningene er det utsikter til at inflasjonen vil ligge nær 2½ prosent på tre års sikt.

Utviklingen i inflasjonen må ses i sammenheng med at pengepolitikken fortsatt ventes å være ekspansiv. En utvikling i tråd med anslagene innebærer samtidig at produksjonsgapet øker til om lag 1 prosent mot slutten av inneværende år. En

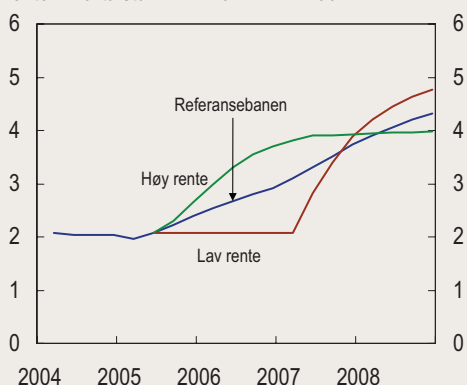
**Figur 3.3b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i referansebanen. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

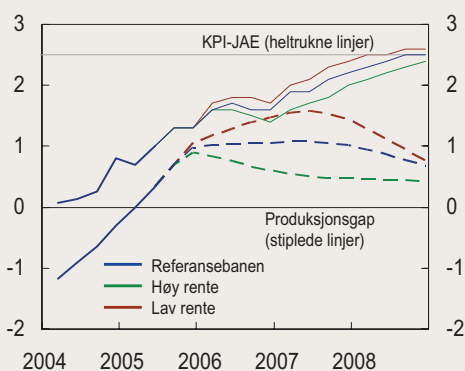


**Figur 3.4a** Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen og i alternativer med høy og lav rente. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



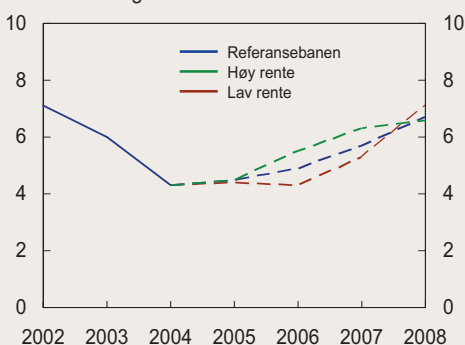
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.4b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i referansebanen og i alternativer med høy og lav rente. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.4c** Fremskrivninger av husholdningenes rentebelastning<sup>1)</sup>. Årstall. Prosent. 2002 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Renteutgifter i prosent av disponibel inntekt fratrukket avkastning på forsikringskrav pluss renteutgifter. Justert for ekstraordinære utbytter 2002-2004.

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 - 2008

Kilde: Norges Bank

gradvis økning av renten mot et mer normalt nivå vil trolig gi lavere vekst i privat etterspørsel, og kapasitetsutnyttningen i økonomien kan etter hvert komme ned og stabiliseres. Det vil også bremse oppgangen i inflasjonen, slik at prisveksten ikke skyter over målet.

### Alternativ utvikling i renten

Dersom det legges større vekt på å få inflasjonen raskt tilbake til målet, kan renten holdes uendret lenger enn i referansebanen. Figurene 3.4a, 3.4b og 3.4c viser fremskrivinger basert på at renten holdes uendret fram til og med 1. kvartal 2007. Motstykket til at renten holdes lav lenger, er at renten må øke desto raskere i 2007 og 2008. En slik renteutvikling vil kunne bidra til noe svakere kronkurs enn i referansebanen på kort sikt og sterkere vekst i produksjonen og inflasjonen. Inflasjonen kan med disse forutsetningene nå målet i begynnelsen av 2008.

En slik renteutvikling vil også kunne bidra til at kapasitetsutnyttningen etter hvert blir for høy. Lav rente og forventninger om fortsatt lav rente blant aktørene i økonomien innebærer at prisen på å fremskynde konsum er lav. Slik vil et lavt rentenivå i seg selv kunne gi en betydelig vekst i etterspørselen etter varer og tjenester.

Dersom renten blir holdt lav lengre og renteforventningene nedjusteres ytterligere, kan resultatet bli en fortsatt kraftig økning i forbruk, boligpriser og husholdningenes gjeld. Faren øker for en markert korreksjon når rentene etter hvert må settes opp. Dette kan gi tilbakevirkninger gjennom boligprisfall og konsolidering i husholdningene med økt sparerate og redusert konsumetterspørsel. Husholdningenes rentebelastning kan øke markert, se figur 3.4c. Det kan derfor være en risiko for at svingningene i produksjonen blir større enn det som fremgår av figur 3.4b.

Figur 3.4a og 3.4b viser også fremskrivinger basert på en rente som ligger om lag  $\frac{3}{4}$  prosentpoeng høyere enn referansealternativet ved utgangen av 2006. Deretter øker renten mindre og kommer etter hvert under referansebanen. En slik renteutvikling kan være riktig dersom det legges større vekt på å stabilisere produksjonen og dempe risikoen for at kapasitetsutnyttningen blir for høy. Produksjonsgapet kan holdes under 1 prosent. Inflasjonen når imidlertid ikke helt opp til målet i løpet av perioden. Det innebærer økt risiko for at inflasjonsforventningene faller under målet. Det er også risiko for at en slik markert særnorsk renteøkning vil gi sterkere kronkurs enn det disse beregningene bygger på. Det ville i så fall dempe inflasjon og produksjon ytterligere.

De ulike forløpene som er skissert her, illustrerer at hensynet til å bringe inflasjonen opp til målet på kort sikt kan komme i konflikt med hensynet til å unngå en for sterk vekst i norsk økonomi, med påfølgende ustabilitet. Samlet sett kan det se ut til at referansebanen, der renten øker i små og ikke hyppige skritt, gir en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp til målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Med en slik gradvis økning i renten vil det dessuten være god tid til løpende å vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

### Usikkerhet i anslagene

Det er stor usikkerhet knyttet til fremskrivningene. Nedenfor vises to alternative utviklingsbaner for norsk økonomi basert på alternative forløp for sentrale, men usikre forutsetninger i analysen. I begge alternativene er det som en stilisert forutsetning lagt til grunn at sentralbanken de første månedene holder fast ved rentebanen i referansebanen og ikke svarer på forstyrrelsene før i begynnelsen av 2006. Heller ikke markedsaktørene ser at økonomien følger en annen utviklingsbane før første kvartal neste år. Det kan bygge på at det er vanskelig å skille tilfeldige utslag i løpende statistikk fra reelle forstyrrelser og at det derfor kan ta tid å bli klar over at økonomien er kommet inn på et annet spor.

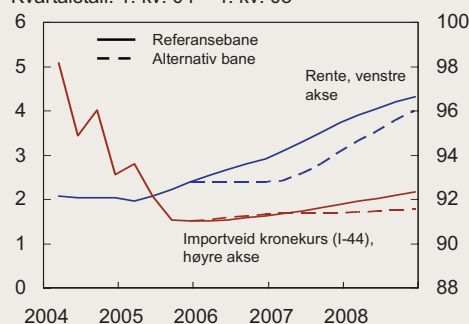
#### Alternativ utviklingsbane (1): Sterkere handelsvridninger og lavere lønnsvekst

De siste årene er prisveksten på importerte konsumvarer blitt trukket ned av økt import fra lavkostland i Asia og i Sentral- og Øst-Europa. Selv om utviklingen i stor grad skyldes at toll- og kvotereguleringen i handelen med tekstiler er tatt bort, er det vanskelig å anslå presist når virkningene er uttømt. I dag er det vesentlige av slike reguleringer på industrivarer avvirket, men det skjer fortsatt vridninger i importmønsteret. I referansebanen er det lagt til grunn at de prisdempende effektene avtar gjennom prognoseperioden. Skulle vridningene i handelen være ved, vil veksten i prisene på importerte varer ikke ta seg opp like raskt som ventet.

Økt arbeidsinnvandring kan også påvirke utsiktene for lønnsveksten. Konkurransen i arbeidsmarkedet har økt. Det vil kunne dempe veksten i norske lønninger. I tillegg kan økt tilgang på arbeidskraft og økt konkurranse gi større produksjonspotensial<sup>3</sup>. Norsk økonomi vil da kunne tåle høyere vekst i etterspørsel og produksjon uten at det oppstår prispress. Ulike tiltak i arbeidsmarkedet med proteksjonistiske virkninger vil imidlertid kunne dempe arbeidsinnvandringen.

<sup>3</sup> Dette er her illustrert ved at produksjonsgapet reduseres i 3. og 4. kvartal 2005. Det er ikke uforenlig med at den observerte BNP-veksten kan bli høyere enn ventet, som i praksis lett kan gi inntrykk av økt press.

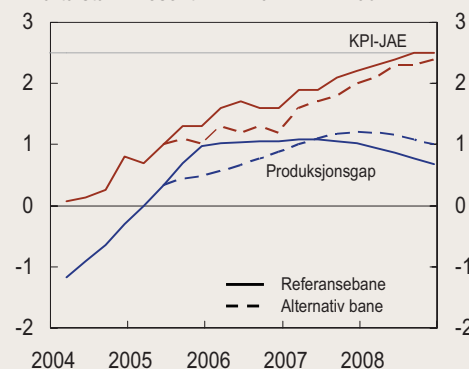
**Figur 3.5a** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid valutakurs (I-44)<sup>1) 2)</sup> i alternativ med sterkere handelsvridninger og lavere lønnsvekst. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs  
<sup>2)</sup> Tallene for 2. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 24. juni

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.5b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i alternativ med sterkere handelsvridninger og lavere lønnsvekst. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I figurene 3.5a og 3.5b har vi som en illustrasjon vist hvordan renten kan settes dersom det gjennom andre halvår blir klart at virkningene av en slik globalisering er større enn antatt i referansebanen.<sup>4</sup> Det er lagt til grunn at pengepolitikken justeres fra første kvartal neste år. Lavere inflasjon og press i økonomien tilsier isolert sett mindre hyppige renteøkninger enn i referansebanen. Renten holdes her uendret i 2006. Produksjonsgapet blir etter hvert høyere enn i referansebanen fordi produksjonen tar seg opp som følge av den lavere renten.

Veksten i prisene på importerte konsumvarer kan også bli trukket ned av andre årsaker, for eksempel lavere vekst ute som vil dempe norsk eksport, se kapittel 2.

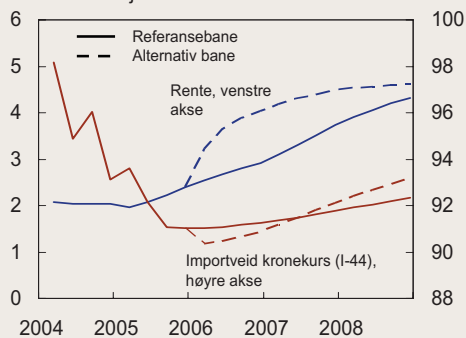
### Alternativ utviklingsbane (2): Inflasjonen tiltar raskere enn ventet

Det er også forhold som kan bidra til at inflasjonen blir høyere enn ventet. Realrenten ligger vesentlig under hva vi anser som en nøytral realrente. Pengepolitikken er derfor ekspansiv. Så langt synes ikke virkningene sterkere enn ventet, men vi har liten erfaring med så lave renter. Det er usikkert hvor raskt priser og lønninger vil reagere når veksten i produksjon og sysselsetting tiltar. Det er også usikkert hvor lenge aktørene i økonomien forventer at den lave renten vil vare ved. Det er en risiko for at en rente som holdes lav i en lengre periode, i seg selv kan føre til forventninger om vedvarende lav rente. Slike skift i forventningene kan medføre at veksten i produksjon, etterspørsel, lønninger og konsumpriser tiltar og blir høyere enn anslått.

En mulig pengepolitisk reaksjon på en slik alternativ utviklingsbane med oppdemmet press i norsk økonomi er illustrert i figurene 3.6a og 3.6b sammen med det samlede resultatet for inflasjonen og produksjonsgapet<sup>5</sup>. Det er også i dette tilfellet antatt at det tar tid før årsakene til utviklingen avdekkes og politikken justeres. Det er i starten av fremskrivningsperioden lagt til grunn både høyere vekst i produksjonen og en sterkere kostnads- og prisvekst enn i referansebanen. Med et oppdemmet press er det også mulig at utslaget i prisene kommer senere, men desto kraftigere. Høyere inflasjon kan skyldes økte marginer og sterkere utvikling i lønningene. Det taler isolert sett for en raskere renteoppgang enn i referansebanen for å hindre at det høye produksjonsgapet varer ved og at prisstigningen etter hvert skyter over målet.

Løpende statistikk og nyheter om norsk økonomi vil kunne avdekke om det er trekk ved utviklingen som samsvarer med de alternative utviklingsbanene som er

**Figur 3.6a** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid valutakurs (I-44)<sup>1) 2)</sup> i alternativ med sterkere inflasjon. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08

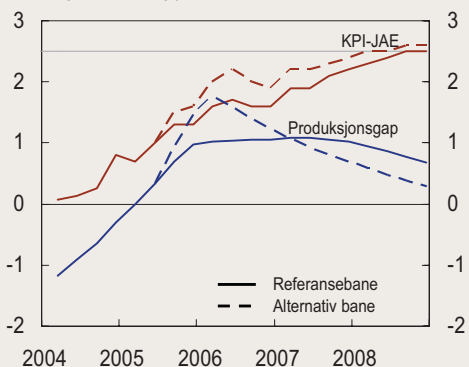


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs

<sup>2)</sup> Tallene for 2. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 24. juni

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.6b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i alternativ med sterkere inflasjon. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>4</sup> Det er lagt til grunn at økt konkurranse på arbeidsmarkedet bidrar til lavere lønnsvekst og lavere innenlandsk inflasjon. Sterkere handelsvridninger antas å bidra til lavere importert inflasjon. Samlet bidrar dette til at prisveksten blir ½ prosentpoeng lavere enn referansebanen i 2006.

<sup>5</sup> Det er lagt til grunn at produksjonsgapet øker med ¼ prosentpoeng i forhold til referansebanen i hvert av de tre neste kvartalene. Samtidig legges det til grunn at prisveksten øker raskere og blir ½ prosentpoeng høyere enn referansebanen i 2006.

skissert. Informasjonen vil ikke nødvendigvis være entydig, og informasjon om ulike sider ved den økonomiske utviklingen kommer på forskjellige tidspunkter og med ulike intervaller.

Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for, og den forventede varigheten av forstyrrelsene. Jo senere pengepolitikken reagerer på slike forstyrrelser, desto større vil reaksjonen måtte bli, og desto større blir svingningene i produksjon og sysselsetting og inflasjon.

Selv om utviklingsbanene over illustrerer usikkerhet i fremskrivningene, er det også andre forhold som kan påvirke etterspørsel, produksjon og konsumpriser uventet.

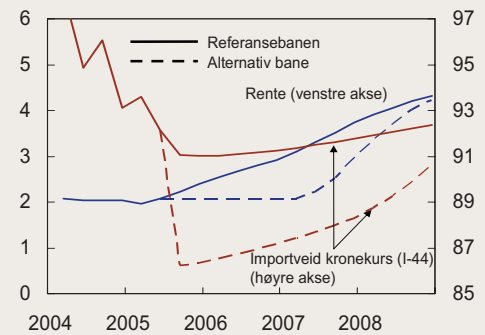
Utviklingen i kronekursen er særlig usikker. Med svakere økonomisk utvikling i mange andre land kan det være risiko for at den norske kronen blir sterkere. I beregningene i figurene 3.7a og 3.7b er det lagt til grunn at den norske kronen blir oppfattet som attraktiv gjennom hele fremskrivningsperioden. Kronekursen styrker seg i dette alternativet umiddelbart med drøyt 5 prosent i forhold til referansebanen og holder seg sterkere de neste to-tre årene. Det tar da lenger tid før inflasjonen når målet, og kapasitetsutnyttelsen blir mindre. I så fall bør renten holdes lav lenger.

Det er også usikkerhet knyttet til hvilket nivå på realrenten som gir balanse i økonomien på lang sikt – den nøytrale realrenten. Aktørene i rentemarkedene synes nå å vente realrenter i årene fremover som ligger rundt den nedre delen i det anslåtte intervallet for den nøytrale realrenten. En slik lavere nøytral realrente vil innebære at den skisserte pengepolitikken er mindre ekspansiv enn lagt til grunn i analysen og vil føre til lavere inflasjon og samlet vekst i produksjonen.

Den sterke utviklingen i norsk økonomi siden 2003 viser at pengepolitikken har virket ekspansivt. Det kan gi en viss støtte til at dagens realrente ligger vesentlig lavere enn den nøytrale realrenten. Kredittveksten tyder på at norske låntakere oppfatter realrenten som svært lav. Løpende informasjon fra rentemarkedene og utviklingen i produksjon og inflasjon fremover vil kunne gi mer informasjon om hvilket nivå på realrenten som over tid er forenlig med en balansert økonomisk utvikling.

Analysene tyder på at en strategi hvor renten settes om lag i tråd med referansebanen de neste fire månedene, kan gi grunnlag for en akseptabel utvikling i inflasjonen og produksjonen selv med alternative, men ikke urealistiske forutsetninger.

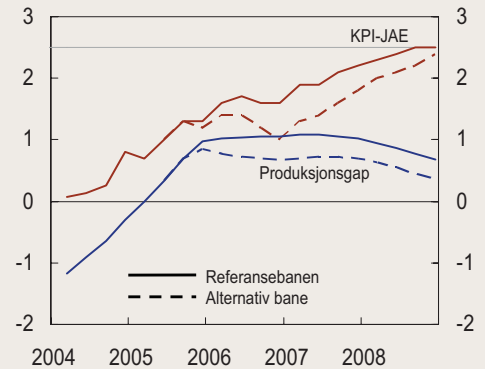
**Figur 3.7a** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid valutakurs (I-44)<sup>1) 2)</sup> i alternativ med sterkere kronekurs. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs  
<sup>2)</sup> Tallene for 2. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 24. juni

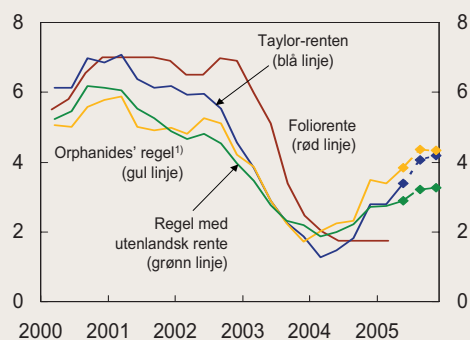
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.7b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i alternativ med sterkere kronekurs. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

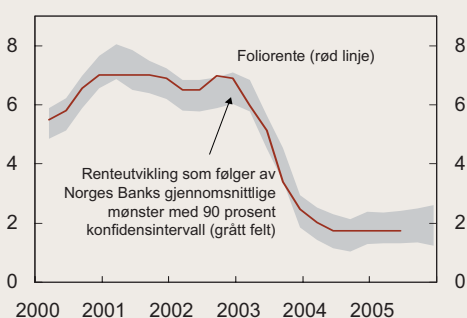
**Figur 3.8** Foliorente, Taylor-rente og Orphanides' regel. Utvikling i inflasjon som i referansebanen. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 4. kv. 05



<sup>1)</sup> Norges Banks anslag for veksten i bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge ett til to kvartaler før, er lagt til grunn i beregningene

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.9** Foliorente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Kvartalstall. 1. kv. 00 – 4. kv. 05



<sup>1)</sup> Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og 3-månedersrente hos handelspartnerne. Nærmere utdyping er gitt i Inflasjonsrapport 3/04.

Kilde: Norges Bank

## Rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler

Rentesettingen kan også ses i lys av forskjellige enkle regler for hvordan renten bør settes. Reglene må tolkes med varsomhet og gir bare omtrentlige indikasjoner på i hvilket område renten bør ligge. Felles for mange enkle renteregler er at renten settes med sikte på at prisstigningen over tid skal holdes rundt et bestemt mål, samtidig som renten skal bidra til å stabilisere produksjonen.

Både Taylor-regelen<sup>6</sup> og Orphanides-regelen<sup>7</sup>, slik vi har beregnet dem, sier at renten nå er for lav og at den bør økes fram mot årsskiftet, se figur 3.8. Det har sammenheng med den høye veksten i norsk økonomi og at inflasjonen anslås å øke videre. At inflasjonen ligger under målet på kort sikt, tilsier at pengepolitikken også ved utgangen av året skal ha en ekspansiv innretning. Reglene har imidlertid begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. En renteøkning i tråd med reglene kan føre til en markert styrking av kronen og til at det tar vesentlig lenger tid før inflasjonen når målet. Regelen med utenlandsk rente<sup>8</sup> gir en noe lavere rente enn de andre reglene. Det skyldes at rentenivået ute er lavt.

Norges Bank har også beregnet en reaksjonsfunksjon basert på bankens tidligere handlinger, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. Denne regelen tilsier en mindre tilstramming, med en styringsrente på om lag 2 prosent ved utgangen av året, se figur 3.9. Det er i første rekke svakere lønnsvekst i 2005 som har bidratt til at denne reaksjonsfunksjonen nå gir en lavere rente enn beregnet i forrige inflasjonsrapport.

## Vurderinger

Det er god vekst i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttningen er på vei opp. Produksjonen har utviklet seg om lag som ventet i forrige inflasjonsrapport. Samtidig har den registrerte ledigheten falt videre, men tallene fra arbeidsmarkedet spriker. Veksten i etterspørselen etter varer og tjenester er høy og bredt basert. Kredittveksten stiger. Utviklingen for handelspartnerne synes å bli noe svakere enn tidligere ventet.

<sup>6</sup> 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. Vi har brukt KPI-JAE som mål på inflasjonen.

<sup>7</sup> 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., R. D. Porter, D. Reifschneider, R. Tetlow og F. Finan (2000): "Errors in the measurement of the output gap and the design of monetary policy", Journal of Economics and Business, vol. 52, s.117–141.

<sup>8</sup> Regel med utenlandsk rente = 0,5·Taylorrente + 0,5·Pengemarkedsrente hos Norges handelspartnerne



Inflasjonen er lav. Selv om norsk økonomi opplever god vekst og kapasitetsutnyttningen tiltar, synes risikoen liten for at inflasjonen raskt skulle bli for høy. De siste inflasjonstallene bekrefter at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester er på vei opp. Samtidig ser lønnsveksten i år ut til å bli noe lavere enn tidligere anslått.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men søke å hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser.

Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Rentene ute har betydning for norsk pengepolitikk. Markedsaktørenes forventninger til renteutviklingen ute er blitt dempet siden forrige inflasjonsrapport. Det kan derfor være risiko for press i retning av en sterkere krone de neste månedene.

Den lave renten bidrar til at produksjonsgapet og inflasjonen antas å øke videre. Hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting trekker isolert sett i retning av høyere rente. Høy kapasitetsutnyttning kan skape sterkere vekst i eiendomspriser og husholdningenes låneopptak. En slik utvikling kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lenger sikt.

Anslagene og vurderingene i denne rapporten tilsier at en bane der styringsrenten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – bringes opp mot et mer normalt nivå, gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og hensynet til å stabilisere produksjon og sysselsetting. Vurderingene forutsetter at økonomien utvikler seg om lag som ventet. En vesentlig annen utvikling kan tilsi et annet forløp for renten i strategiperioden.

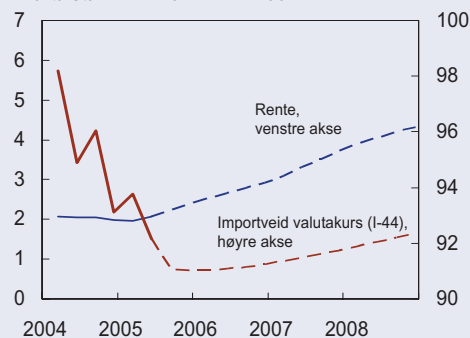


## *Konklusjoner – pengepolitisk strategi*

- Hovedstyrets vurdering er at renten gradvis - i små og ikke hyppige skritt - kan bringes tilbake mot et mer normalt nivå. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk.
- Hovedstyrets vurdering er at foliorenten bør ligge i intervallet 1¾ - 2¾ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 2. november 2005, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.
- Pengepolitikken må løpende vurderes i forhold til ny informasjon som er av vesentlig betydning for utsiktene for inflasjon og produksjon. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn forutsatt. Sterkere handelsvridninger og økt konkurranse på arbeidsmarkedet kan på den ene siden gi lavere pris- og lønnsvekst. Den uvanlig lave realrenten kan på den andre siden medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått. En sterkere krone vil medføre at det vil ta lengre tid før inflasjonen når målet. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for og den forventede varigheten av forstyrrelsene.

## Nærmere om anslagene

**Figur 1** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid kronekurs (I-44)<sup>1)2)</sup> i referansebanen. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08

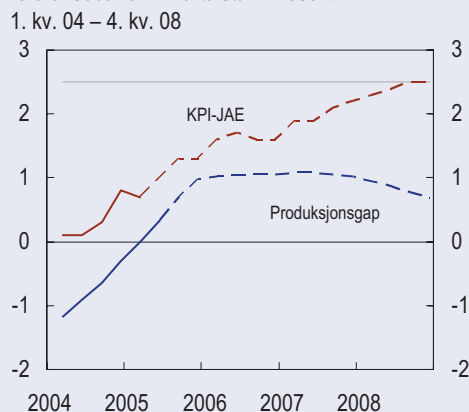


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs

<sup>2)</sup> Tallet for 2. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 24. juni

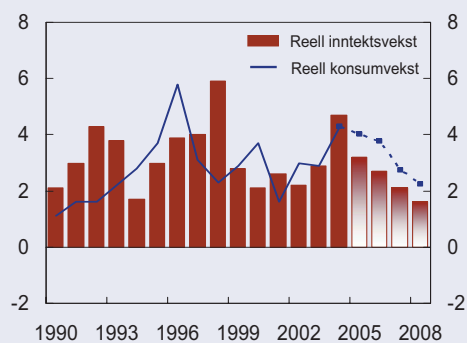
Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i referansebanen. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3** Reell vekst i husholdningenes disponible inntekt<sup>1)</sup> og konsum. Årstall. Prosent. 1990 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Korrigeret for anslåtte ekstraordinære aksjeutbytter fra og med 2000

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Nærmere om de økonomiske utsiktene

Anslagene til og med 2008 er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen som er beskrevet i kapittel 1 og drivkreftene som er omtalt i kapittel 2. Anslagene bygger på rente- og valutakursutviklingen i referansebanen som er diskutert i kapittel 3. I referansebanen er den kortsiktige pengemarkedsrenten forutsatt å øke gradvis i årene fremover, til om lag 4¼ prosent ved utgangen av 2008, se figur 1. Vi har lagt til grunn at kronen følger utviklingen i terminvalutakursen. Det innebærer om lag uendret kronekurs de nærmeste årene. Figur 2 viser utviklingen i produksjonsgapet og inflasjonen i referansebanen.

### Etterspørselen

Lave realrenter, god vekst i disponibel realinntekt og fortsatt sterk vekst i boligprisene vil gi høy vekst i privat konsum også i år. Fremover vil økt sysselsetting og noe høyere lønnsvekst fortsette å bidra til vekst i husholdningenes etterspørsel. Husholdningenes gjeld har imidlertid steget sterkt. En gradvis normalisering av rentene vil redusere veksten i husholdningenes disponible inntekter, se figur 3. Det trekker i retning av lavere vekst i konsumet. Vi legger til grunn at husholdningene velger å jevne ut konsumet noe, slik at spareraten vil fortsette å falle selv om renten øker, se figur 4.

Boliginvesteringene økte sterkt i fjor. Veksten i boligbyggingen ser ut til å bli høy også i år, selv om veksttaket anslås å avta noe gjennom året. Den lave renten kan ha bidratt til en fremskynding av en del boligprosjekter. En gradvis normalisering av renten tilsier avtakende vekst i boliginvesteringene. Utviklingen i det underliggende boligbehovet kan også tilsa at boligbyggingen vil stabiliseres og etter hvert falle noe.

Husholdningenes gjeld har vokst mer enn inntektene de siste ti årene. Beregninger gjort i Norges Bank tyder på at den høye veksten i boligprisene de senere årene kan forklare mye av gjeldsveksten.<sup>1</sup> Økte boligpriser har ganske langvarig virkning på gjeldsveksten i husholdningene. Selv om veksten i boligprisene ventes å avta, vil derfor kredittveksten holde seg oppe nokså lenge. Med de forutsetningene vi har lagt til grunn, er det utsikter til at gjelden vil fortsette å vokse sterkere enn disponibel inntekt gjennom hele prognoseperioden.

<sup>1</sup> En estimert modell for sammenhengen mellom veksten i boligpriser og kreditt til husholdningene er forklart i "Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?" av D. H. Jacobsen og B. E. Naug i Penger og Kreditt 2/2004.

De senere årene har husholdningenes gjeld og fordringer vokst nokså parallelt. Denne utviklingen ventes å fortsette i årene fremover. Bruttogjelden anslås å øke målt som andel av disponibel inntekt, og kommer opp på et høyt nivå mot slutten av prognoseperioden. Den anslåtte gjeldsraten er imidlertid ikke vesentlig høyere enn det vi kan observere i enkelte andre land. Den kraftige veksten i husholdningenes gjeld og fordringer øker likevel usikkerheten om den økonomiske utviklingen i årene fremover.

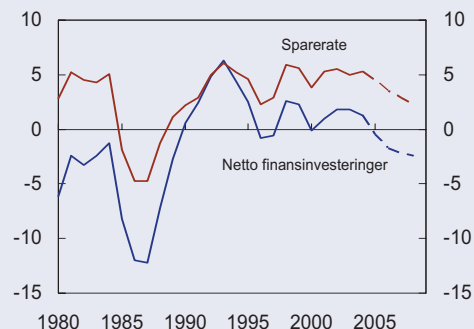
Realinvesteringene i Fastlands-Norge svinger normalt mer enn BNP for Fastlands-Norge, se figur 5. Veksten er høyere i oppgangstider, og fallet er sterkere i nedgangstider. Så langt er det ikke tegn til at realinvesteringene utvikler seg vesentlig annerledes i denne konjunkturoppgangen enn tidligere. Rapporter fra vårt regionale nettverk tyder på økende kapasitetsutnyttning i flere næringer. Flere bedrifter enn tidligere melder om noen eller betydelige vanskeligheter med å møte en uventet økning i etterspørselen. I flere næringer er investeringsplanene oppjustert, se figur 6. Med utsikter til fortsatt god vekst i etterspørselen fremover, anslås investeringsveksten holde seg høy i år og neste år. Deretter ventes veksten å avta i takt med annen etterspørsel og produksjon.

Investeringene i tjenesteyting og varehandel utgjør om lag 60 prosent av fastlandsbedriftenes investeringer. Utviklingen i disse næringene er preget av voksende etterspørsel og god lønnsomhet. Investeringene har økt nokså mye det siste året. Vi venter at investeringsveksten i tjenesteyting og varehandel vil holde seg høy i år og neste år. Deretter er det utsikter til at veksten i investeringene avtar som følge av høyere realrente og avdemping i husholdningenes etterspørsel.

I industrien rapporterer bedriftene om økt kapasitetsutnyttning. Rapporter fra vårt regionale nettverk tyder på at lønnsomheten har økt, særlig innen oljeleverandørindustrien. Disse forholdene, sammen med utsikter til fortsatt god vekst i etterspørselen, tilsier forholdsvis høy vekst i investeringene i år og neste år.

Svak vekst i mange europeiske land bidrar isolert sett til å dempe eksporten av varer og tjenester fra Fastlands-Norge. I noen grad blir dette kompensert av høy etterspørsel i USA og flere land i Asia og Sentral-Europa. Fremover vil avdempet etterspørselsvekst hos våre handelspartnere gi noe lavere eksportvekst. Importen av varer og tjenester anslås å holde seg høy

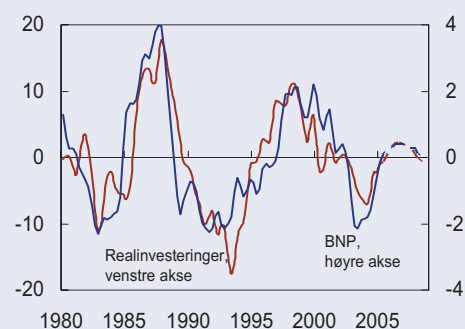
**Figur 4** Husholdningenes sparerate og netto finansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt.<sup>1)</sup> Årstall. 1980 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Korrigeret for anslåtte ekstraordinære aksjeutbytter fra og med 2000  
<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

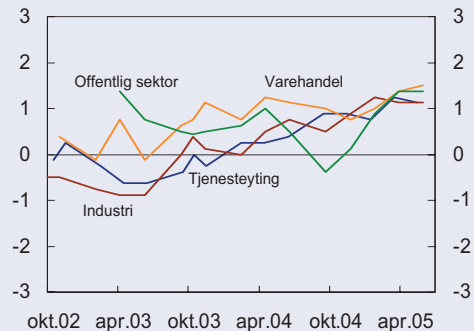
**Figur 5** BNP og realinvesteringer. Fastlands-Norge. Prosentvis avvik fra trend<sup>1)</sup>. Kvartalstall. 1980 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Trend beregnet med HP-filer. Se Staff Memo 2005/2 ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)) for nærmere omtale  
<sup>2)</sup> Basert på anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 6** Investeringsplaner hos virksomheter i Norges Banks regionale nettverk. Endring i investeringer neste 6 – 12 mnd. Indeks<sup>1)</sup>. Okt. 02 – mai 05



<sup>1)</sup> Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/05 for nærmere omtale

Kilde: Norges Bank

i år. Det skyldes særlig at oljeinvesteringene vokser kraftig. Fra neste år anslås et moderat fall i oljeinvesteringene. Samtidig ventes veksten i privat konsum og fastlandsbedriftenes investeringer å avta. Samlet sett trekker dette i retning av lavere importvekst.

### Produksjonen

Med sterk vekst i etterspørselen fra privat sektor og i oljeinvesteringene anslås veksten i BNP for Fastlands-Norge å øke ytterligere fra 2004 til 2005. Veksten ventes å holde seg høy også i 2006. I disse tre årene vil BNP for Fastlands-Norge vokse klart mer enn den langsiktige veksttakten i norsk økonomi. Virkningene av den lave renten på etterspørsel og produksjon blir forsterket av kraftig vekst i oljeinvesteringene og fortsatt positive impulser fra utlandet. Vi anslår at veksttoppen i denne konjunkturoppgangen kommer i inneværende år. Neste år ventes de positive drivkreftene å bli svakere. Da er det utsikter til at veksten vil avta noe. BNP for Fastlands-Norge anslås å øke med 3¼ prosent i år og 3 prosent neste år, se tabell 1.

Anslagene er basert på at renten gradvis normaliseres fra et lavt nivå, og at oljeinvesteringene faller noe i 2006 og 2007. På denne bakgrunn anslår vi at BNP for Fastlands-Norge vil vokse mindre i 2007 og 2008 enn i årene før. I 2008 anslås BNP for Fastlands-Norge å vokse noe mindre enn produksjonspotensialet, som er anslått til rundt 2½ prosent. Usikkerheten rundt anslagene for veksten i BNP for Fastlands-Norge er imidlertid stor, se figur 7.

Produksjonsgapet anslås å bli positivt i år, og øke til om lag 1 prosent i 2006. Ved utgangen av prognoseperioden er det med de forutsetningene vi har lagt til grunn, utsikter til et produksjonsgap på om lag ¾ prosent.

Sammenliknet med den forrige inflasjonsrapporten er anslaget for veksten i BNP for Fastlands-Norge og produksjonsgapet i år justert litt ned. Det har sammenheng med at vi nå legger til grunn at arbeidskraft fra utlandet vil bidra med en noe større del av produksjonsveksten. I Norges Banks regionale nettverk melder flere av bedriftene i industrien og i bygg og anlegg om at en utvidelse av kapasiteten vil skje ved innleie eller ansettelse av utenlandsk arbeidskraft. Økt innleie av arbeidskraft utenfra vil gi seg utslag i økt importert vareinnsats i form av tjenester og motsvares av lavere vekst i BNP for Fastlands-Norge. I 2007 og 2008 er anslagene for veksten i BNP for Fastlands-Norge justert litt opp sammenliknet med den forrige inflasjonsrapporten. Det skyldes i all hovedsak at det

**Tabell 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

|  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------|------|------|------|
| Etterspørsel fra Fastlands-Norge       | 4    | 3¼   | 2½   | 2    |
| Privat konsum                          | 4    | 3¼   | 2¼   | 2¼   |
| Offentlig konsum                       | 1¼   | 1½   | 1½   | 1½   |
| Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge  | 7½   | 6    | 2¼   | 1½   |
| Oljeinvesteringer                      | 25   | -5   | -2½  | 0    |
| Tradisjonell eksport                   | 5½   | 3½   | 3½   | 3½   |
| Import                                 | 8    | 3½   | 2¼   | 1¼   |
| BNP, Fastlands-Norge                   | 3¼   | 3    | 2½   | 2¼   |
| Produksjonsgap <sup>1)</sup> , F-Norge | ½    | 1    | 1    | ¾    |
| Sysselsetting                          | 1    | 1½   | 1    | ½    |
| AKU-ledighet <sup>2)</sup>             | 4¼   | 3¼   | 3¼   | 4    |
| KPI-JAE <sup>3)</sup>                  | 1    | 1½   | 2    | 2½   |
| Årslønn <sup>4)</sup>                  | 3½   | 4½   | 4½   | 4½   |

<sup>1)</sup> Prosentvis avvik mellom faktisk og trendmessig BNP

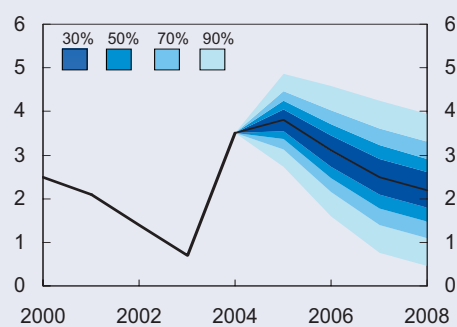
<sup>2)</sup> Prosent av arbeidsstyrken

<sup>3)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

Kilde: Norges Bank

**Figur 7** Anslag og usikkerhet for veksten i BNP Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2000 – 2008



<sup>1)</sup> Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for veksten i BNP Fastlands-Norge. Sannsynlighetene er beregnet ut fra avvik mellom anslått og faktisk utvikling i BNP Fastlands-Norge i perioden 1994 – 2004

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

er lagt til grunn noe lavere rente. Økningen i renten til et antatt normalt nivå på rundt 5½ prosent er skjøvet noe ut i tid. Samlet sett innebærer disse endringene at anslaget for produksjonsgapet i 2008 er litt høyere enn i den forrige inflasjonsrapporten.

### Arbeidsmarkedet

I årene fremover venter vi en noe raskere tilstramming i arbeidsmarkedet enn til nå i konjunkturoppgangen. Sysselsettingen har så langt økt noe mindre enn i tidligere konjunkturoppganger, se figur 8. Sykefraværet begynte å falle i 2. kvartal i fjor, se figur 9. Dette bidro trolig til å holde veksten i antall sysselsatte personer nede. Rapporter fra vårt regionale nettverk indikerer at fallet i sykefraværet i noen grad dempet bedriftenes behov for nye ansettelser og innleie av vikarer. I de tre siste kvartalene i fjor var sykefraværet i gjennomsnitt 1,5 prosentpoeng lavere enn i samme periode året før. Tallet for 1. kvartal i år viser nedgang på 1,2 prosentpoeng. Dette tyder på at fallet i sykefraværet har stoppet opp. Med høy vekst i BNP for Fastlands-Norge i år og neste år og en utflating i sykefraværet anslår vi at veksten i sysselsettingen vil ta seg opp til 1 prosent i år og 1½ prosent i 2006.

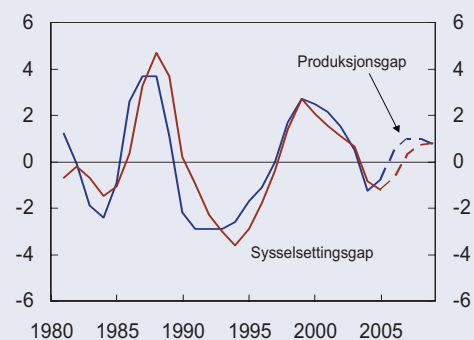
Erfaringsmessig vil endringene i ledigheten dempes noe av at tilbudet av arbeidskraft svinger med etterspørselen. Vi venter at veksten i arbeidstyrken blir noe sterkere enn den demografiske tilgangen skulle tilsi de nærmeste årene. Arbeidsledigheten ventes likevel å avta i år og neste år. Målt ved AKU anslås ledigheten til 3¾ prosent neste år. I årene etter vil lavere vekst i etterspørsel og produksjon redusere behovet for ny arbeidskraft i bedriftene, og arbeidsledigheten kan komme til å øke litt igjen. Økte kostnader i forbindelse med innføring av obligatorisk tjenestepensjon kan dempe sysselsettingsveksten i tjenesteytende sektorer.

### Lønnsveksten

Det er utsikter til noe høyere lønnsvekst i årene fremover. Vi venter et noe strammere arbeidsmarked i år og neste år. Samtidig ser en del av de forholdene som har dratt veksten i konsumprisene ned ut til å avta i betydning.

Gjennom de siste 10-15 årene har det vært nokså nær samvariasjon mellom arbeidsledigheten og lønnsveksten, se figur 10. Våre anslag bygger på denne sammenhengen. Virkningen av den lave inflasjonen på lønningene er imidlertid usikker. Årets lønnsoppgjør ga noe lavere lønnstillegg enn vi ventet. Den lave veksten i konsumprisene i fjor kan ha redusert lønnskravene mer enn vi så for oss. I anslagene har vi lagt til grunn

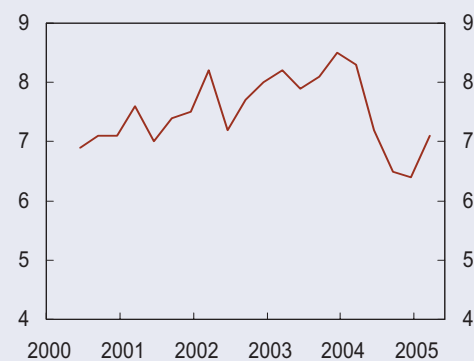
**Figur 8** Sysselsettingsgap<sup>1)</sup> og anslag på produksjonsgapet i referansebanen. Årstall. Prosent. 1980 – 2008



<sup>1)</sup> Prosentvis avvik fra trend. Trend beregnet med HP-filte. Tallene for 2005 – 2008 er basert på sysselsettingsanslagene og en trendvekst i sysselsettingen på 0,5 prosent

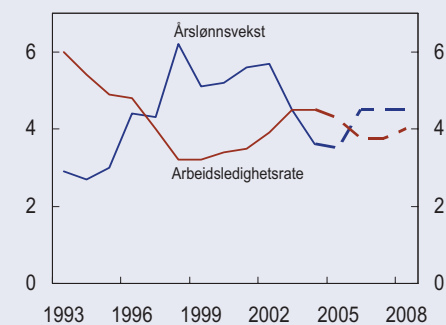
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 9** Tapte dagsverk på grunn av egenmeldt og legemeldt sykefravær for arbeidstakere 16 – 69 år. Prosent av avtalte dagsverk. Kvartalstall. 2. kv. 00 – 1. kv. 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 10** Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Årstall. Prosent. 1993 – 2008<sup>2)</sup>



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

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

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



at fortsatt lav inflasjon de nærmeste årene vil virke noe mer dempende på lønnsveksten enn vi så for oss i den forrige inflasjonsrapporten.

Fra 1. januar 2006 innføres minimumsstandarder for tjenstepensjon for alle lønnsinntakere som ikke allerede har bedre ordninger. Det gir isolert sett økte kostnader for bedriftene. Våre anslag for lønnsveksten bygger på at innføring av tjenstepensjoner vil øke bedriftenes gjennomsnittlige arbeidskraftskostnader med anslagsvis ½ prosentpoeng. Disse kostnadene vil ha virkning for inflasjonen og er derfor inkludert i våre lønnsanslag. Vi har imidlertid lagt til grunn at de økte kostnadene i noen grad vil motsvares av lavere lønnstillegg. Dersom innføring av obligatorisk tjenstepensjon ikke slår ut i lavere lønnstillegg, eller utløser krav om kompensasjon fra andre grupper, kan arbeidskraftkostnadene øke mer enn vi anslår.

Med den utviklingen vi ser for oss i arbeidsmarkedet og i aktørenes inflasjonsforventninger, anslås veksten i bedriftenes lønnskostnader til 4½ prosent neste år, og til å bli liggende rundt dette nivået ut prognoseperioden.

Flere forhold trekker i retning av at lønnskostnadene kan øke mindre de neste par årene enn vi anslår. Arbeidsinnvandringen fra nye EU-land ser ut til å øke. Det har trolig redusert flaskehalsproblemer. I bygge- og anleggsbransjen ligger det an til moderat lønnsvekst i år selv om aktiviteten har økt kraftig. Dersom bruken av utenlandsk arbeidskraft får større utbredelse enn vi har lagt til grunn, kan lønnsveksten bli lavere enn anslått.

På den annen side er lønnsomheten god i mange næringer. Arbeidsledigheten har samlet sett falt lite, men det er tegn til knapphet på visse typer kompetanse innen oljesektoren, industrien og i bygge- og anleggsbransjen. Det innebærer større forhandlingsmakt for disse arbeidstakerne. Høye lønnstillegg i disse gruppene kan gi økte krav fra andre grupper i senere oppgjør. En slik utvikling kan gi høyere lønnsvekst enn vi nå har lagt til grunn. Samtidig kan ulike tiltak med proteksjonistiske virkninger komme til å dempe bruken av utenlandsk arbeidskraft mer enn vi legger til grunn.

### *Konsumprisveksten*

Prisstigningen på norskproduserte varer og tjenester har økt. Målt fra samme måned året før har prisstigningen tatt seg opp fra rundt 1 prosent i fjor høst til 2 prosent i mai i år. I fjor ble prisene holdt nede av konkurranse og økt effektivitet i norske produksjons-

og handelsledd. Prisene på noen varer og tjenester falt kraftig. Virkningen av dette prisfallet på inflasjonen er nå i ferd med å ebbe ut. Blant annet har prisene på flybilletter tatt seg nokså mye opp i løpet av det siste året, se figur 11. Veksten i matvareprisene har også økt noe igjen.

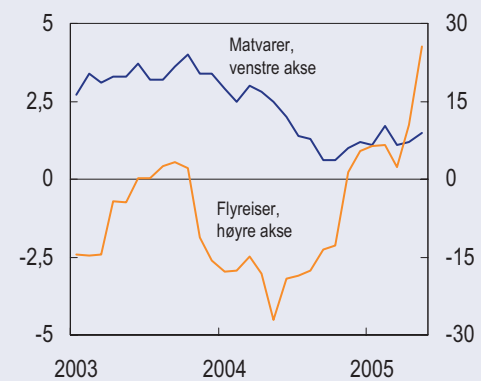
I årene fremover venter vi høyere lønnsvekst. Vi legger til grunn at produktiviteten i næringslivet vokser på linje med det historiske gjennomsnittet. Høyere lønnsvekst tilsier dermed økte kostnader for bedriftene. Samtidig ventes fortjenestemarginene å ta seg noe opp, i takt med at etterspørselen og kapasitetsutnyttningen øker. Dette gir utsikter til at prisveksten på varer og tjenester produsert i Norge fortsetter å øke.

Målt fra samme måned året før har prisene på importerte konsumvarer falt sammenhengende siden begynnelsen av 2002. Prisfallet var særlig kraftig i 2003. Siden har det avtatt gradvis. Svekkelsen av kronkursen gjennom 2003 har bidratt til å trekke prisene opp. Flere forhold tilsier imidlertid at det vil ta tid før prisene på importerte konsumvarer vil begynne å øke på årsbasis. Kronkursen har styrket seg igjen. Dersom kursstyrkingen blir varig, vil det forsinke prisoppgangen. Samtidig ser prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta ut til å falle noe mer i år enn vi tidligere har lagt til grunn, se figur 12. Det bidrar også til å holde prisstigningen nede.

Prisene på importerte konsumvarer avhenger også av utviklingen i kostnadene knyttet til distribusjon og salg i Norge. De siste årene har disse kostnadene trolig vokst lite, særlig fordi lønnsveksten i varehandelen ser ut til å ha vært nokså lav i forhold til produktivitsveksten. I anslagene legger vi til grunn en gradvis oppgang i de innenlandske kostnadene. Det bidrar til å trekke prisveksten på importerte konsumvarer noe opp gjennom prognoseperioden. Samlet sett anslår vi at prisene på importerte konsumvarer vil fortsette å falle på årsbasis i år og neste år, men gradvis mindre. I 2007 og 2008 legger vi til grunn at prisene på importerte konsumvarer vil stige.

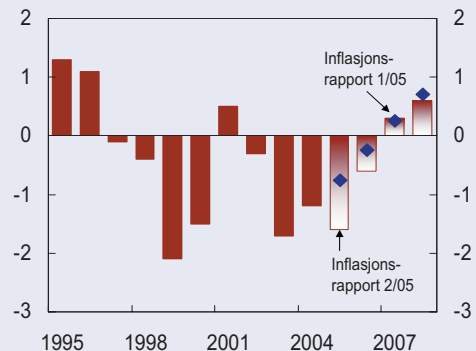
Med de forutsetningene vi har lagt til grunn, vil inflasjonen målt ved KPI-JAE kunne øke gradvis fra vel 1 prosent i dag til opp mot 2 prosent i første del av 2007, se figur 13. Under disse forutsetningene er det utsikter til at inflasjonen vil ligge nær 2½ prosent på tre års sikt. Renten er forutsatt å øke gradvis mot et mer normalt nivå i årene fremover. Det er utsikter til at veksten i norsk økonomi etter hvert avtar og at produksjonsgapet reduseres. Det vil også bremse oppgangen i inflasjonen, slik at prisveksten ikke skyter over målet.

**Figur 11** Priser på matvarer og flyreiser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 03 – mai 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå

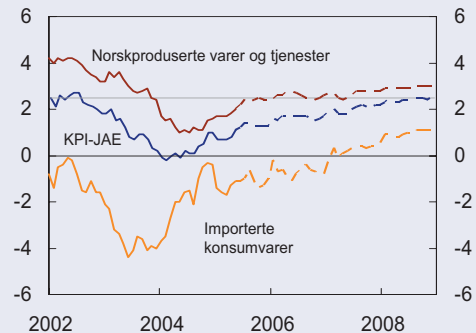
**Figur 12** Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årstall. Prosent. 1995 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008 i Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05

Kilde: Norges Bank

**Figur 13** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.<sup>2)</sup> Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 08<sup>3)</sup>



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

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

<sup>3)</sup> Anslag fra jun. 05 – des. 08

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# Utdypinger

Utviklingen i kronekursen

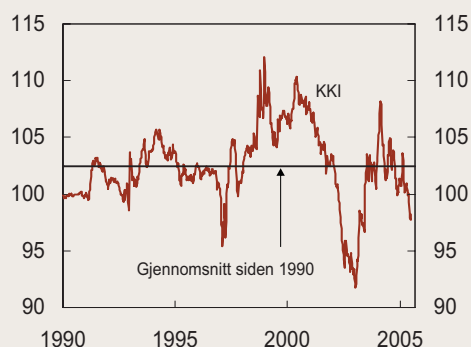
Anslagene i Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05

# Utviklingen i kronkursen

## Kronestyrringen de siste månedene

Kronkursen har svingt en del siden 1997, se figur 1. Siden midten av februar i år har kronen styrket seg med om lag 5 prosent målt ved konkurransekursindeksen. Markedsaktører fremhever at kronen har styrket seg som følge av økt oljepris og en økning i den forventede rentedifferansen mot utlandet. I denne utdypingen ser vi nærmere på forhold som kan bidra til å forklare kronestyrringen.

**Figur 1** Nominell, effektiv kronkurs<sup>1)</sup>. Konkurranskursindeksen (KKI, 1990=100). Ukestall. Uke 1 1990 – uke 25 2005

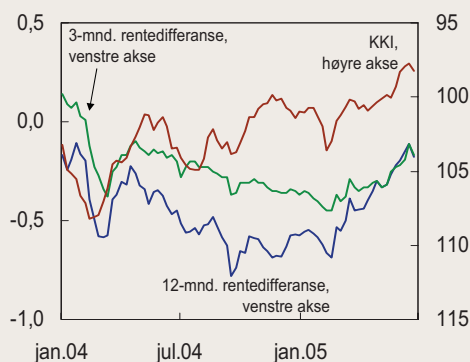


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs  
Kilde: Norges Bank

Med tillit til pengepolitikken vil aktørene legge til grunn at renten i Norge settes slik at inflasjonsmålet på 2½ prosent nås. Utsikter til økt press i norsk økonomi vil da gi forventninger om høyere styringsrenter. Det vil isolert sett føre til forventninger om høyere rentedifferanse mot utlandet. Dermed vil kronkursen styrke seg. Figur 2 viser at styrkingen av kronen siden februar i år har gått sammen med en økning i tre- og tolv måneders rentedifferanse mot utlandet. Tre måneders rentedifferanse har økt med om lag ¼ prosentpoeng, mens tolv måneders rentedifferanse har økt med om lag ½ prosentpoeng. En tolv månedersrente reflekterer et gjennomsnitt av forventede fremtidige styringsrenter de neste

tolv månedene. Kronestyrringen kan derfor delvis avspeile en økning i den forventede differansen mellom norske og utenlandske styringsrenter.

**Figur 2** Konkurranskursindeksen<sup>1)</sup> (KKI, 1990=100), 3-mnd. og 12-mnd. rentedifferanse mot utlandet. Ukestall. Uke 1 2004 – uke 25 2005



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

I en økonomi med høy kapasitetsutnyttning kan økt bruk av petroleumsinntekter bare skje ved at det overføres ressurser fra konkurranseutsatt til skjermet sektor. Det tilsier en styrking av den reelle kronkursen. Så lenge aktørene har tillit til at inflasjonsmålet nås, vil denne styrkingen i stor grad komme ved at den nominelle kronkursen styrker seg. Bruken av petroleumsinntekter er regulert av handlingsregelen, som innebærer at kun den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet skal brukes over statsbudsjettet. Resten av petroleumsinntektene kanaliseres til Petroleumsfondet i utenlandsk valuta. Fondet virker dermed som en støttemper for bevegelser i kronkursen når oljeprisen varierer. En økning i oljeprisen kan likevel gi forventninger om høyere bruk av oljeinntekter i fremtiden, spesielt dersom prisøkningen kan antas

**Tabell 1** Korrelasjon mellom oljeprisen og kronkursen (KKI)\*.

|   | jan. 99 - jun. 05 | mar. 01 - jun. 05 | jan. 02 - jan. 03 | jan. 04 - jun. 05 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Korrelasjonskoeffisient (oljepris og KKI)** | 0,21              | -0,05             | 0,84              | 0,80              |

\* Positiv korrelasjon betyr at sterkere krone går sammen med høyere oljepris

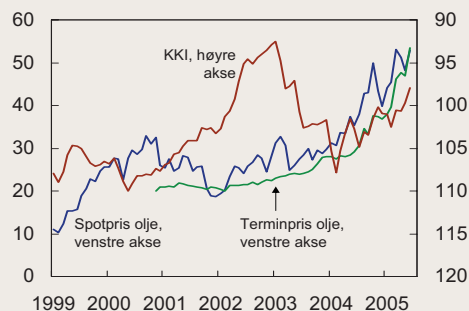
\*\* Månedstall

Kilde: Norges Bank

å være varig. Slike forventninger kan bidra til å styrke kronekursen. I tillegg kan aktørene forvente at det norske aksjemarkedet vil utvikle seg bedre enn utenlandske aksjemarkeder når oljeprisen øker. Det kan gi økt etterspørsel etter norske kroner.

Figur 3 viser kronekursen og spotprisen på olje fra 1999 samt oljeprisen for levering om 6-7 år fra slutten av 2000. Figuren indikerer at det ikke er noen klar sammenheng mellom kronekursen og oljeprisen over tid. En styrking av kronen har i enkelte perioder gått sammen med høyere oljepris, i andre perioder med lavere oljepris. Korrelasjonen mellom oljeprisen og kronekursen har derfor variert over tid, se tabell 1. For hele perioden fra januar 1999 til juni 2005 var den gjennomsnittlige korrelasjonen om lag 0,2. Positiv korrelasjon betyr her at sterkere krone går sammen med høyere oljepris. Etter innføringen av inflasjonsmålet i mars 2001 og fram til i dag har den gjennomsnittlige korrelasjonen vært om lag null.<sup>1</sup> Det kan avspeile at Petroleumsfondet har virket som en støtdemper for bevegelser i kronekursen.

**Figur 3** Konkurranskursindeksen<sup>1)</sup> (KKI, 1990=100), spotpris på olje<sup>2)</sup> og oljepris for levering om 6-7 år<sup>3)</sup>. Månedstall. Jan. 99 – jun. 05<sup>4)</sup>

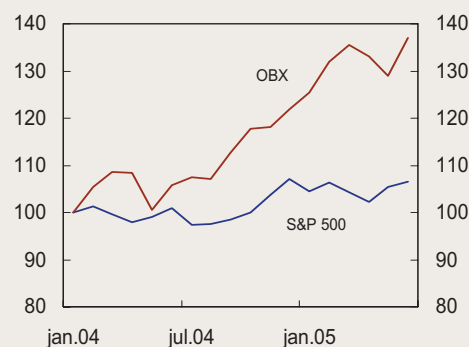


- <sup>1)</sup> Stigende kurve betyr sterkere kronekurs
- <sup>2)</sup> Brent blend, USD per fat
- <sup>3)</sup> USD per fat lett råolje
- <sup>4)</sup> Gjennomsnitt 1.-24. juni

Kilder: EcoWin/NYMEX og Norges Bank

Den kraftige økningen i oljeprisen siden begynnelsen av 2004 kan likevel bidra til å forklare at kronen har styrket seg med om lag 5 prosent siden midten av februar i år og med 7½ prosent siden 1. kvartal av 2004. Figur 3 viser at oljeprisen for levering om 6-7 år har økt mer enn spotprisen siden januar 2004; de to prisene var om lag like i juni. Terminprisen er knyttet til forventet fremtidig spotpris. Den høye terminprisen indikerer derfor at spotprisen forventes å være langt høyere i fremtiden enn i årene før 2004. Det har isolert sett bidratt til en sterk økning i den forventede fremtidige verdien av Petroleumsfondet. Samtidig har prisøkningen ført til økt interesse for norske aksjer relativt til utenlandske aksjer, se figur 4. Disse forholdene kan ha bidratt til å styrke kronen.

**Figur 4** Aksjekurser i Norge<sup>1)</sup> og USA<sup>2)</sup>. Indeks (jan. 04 = 100). Månedstall. Jan. 04 – jun. 05<sup>3)</sup>

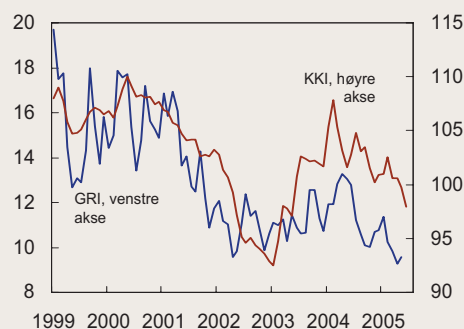


- <sup>1)</sup> OBX-indeks
- <sup>2)</sup> Standard & Poor's 500 indeks
- <sup>3)</sup> Gjennomsnitt 1.-24. juni

Kilder: EcoWin og Oslo Børs

Kronekursen påvirkes også av andre forhold i de internasjonale finansmarkedene. Figurene 5 og 6 viser at kronekursen er sterkt korrelert med amerikanske aksjekurser og de forventede svingningene mellom de tre hovedvalutaene, målt ved en indikator basert på opsjonspriser (GRI)<sup>2)</sup>. Den forventede volatiliteten mellom hovedvalutaene har falt betydelig siden første halvår av 2004. Samtidig har aksjekursene i USA endret seg nokså lite siden begynnelsen av 2004, etter å ha økt sterkt gjennom 2003. Disse forholdene kan ha blitt sett på som redusert gevinstpotensial ved å investere i hovedvalutaene og i de amerikanske aksjemarkedet. Dermed kan aktørene ha lagt økt vekt på andre forhold, som økningen i oljeprisen og endringer i forventede rentedifferanser mellom land. Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene kan derfor ha forsterket virkningene på kronekursen av økt oljepris og økt forventet rentedifferanse mot utlandet.

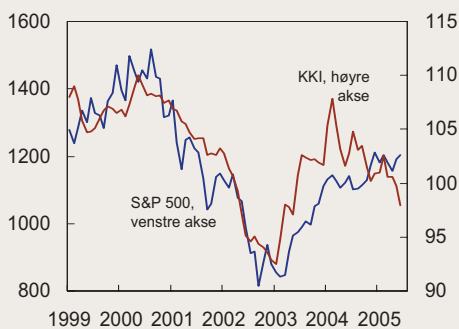
**Figur 5** Konkurranskursindeksen<sup>1)</sup> (KKI, 1990=100) og indikator for forventet volatilitet mellom hovedvalutaene (GRI)<sup>2)</sup>. Månedstall. Jan. 99 – jun. 05<sup>3)</sup>



- <sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs
- <sup>2)</sup> Avledet fra priser på valutaopsjoner
- <sup>3)</sup> Gjennomsnitt 1.-24. juni

Kilder: EcoWin og Norges Bank

**Figur 6** Konkurranskursindeksen<sup>1)</sup> (KKI, 1990=100) og amerikanske aksjekurser<sup>2)</sup>. Månedstall. Jan. 99 – jun. 05<sup>3)</sup>

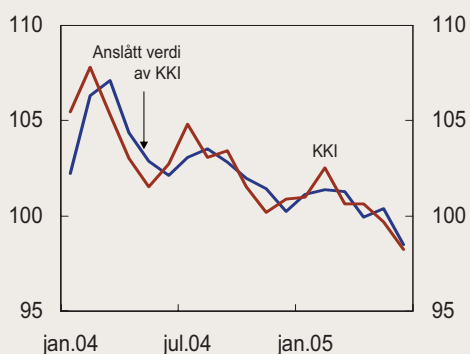


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs  
<sup>2)</sup> Standard & Poor's 500 indeks  
<sup>3)</sup> Gjennomsnitt 1.-24. juni

Kilder: EcoWin og Norges Bank

Vi har estimert en modell for konkurranskursindeksen (KKI) som fanger opp drivkreftene beskrevet over, se vedlegg til denne utdypingen.<sup>3</sup> Figur 7 viser at modellen forklarer hovedtrekkene i kursutviklingen siden januar 2004. Det gir empirisk støtte til at kronen har styrket seg som følge av økt oljepris, økt forventet rentedifferanse, lavere forventet volatilitet mellom hovedvalutaene og svakere utvikling i det amerikanske aksjemarkedet. Selv om modellen fanger opp den historiske utviklingen relativt godt, er den ikke uten videre egnet som prognosemodell. Det avspeiler blant annet at temaene i valutamarkedet varierer over tid.<sup>4</sup>

**Figur 7** Faktisk og anslått verdi av kronekursen (KKI)<sup>1)</sup>. Månedstall. Jan. 04 – jun. 05<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs  
<sup>2)</sup> Gjennomsnitt 1.-24. juni

Kilde: Norges Bank

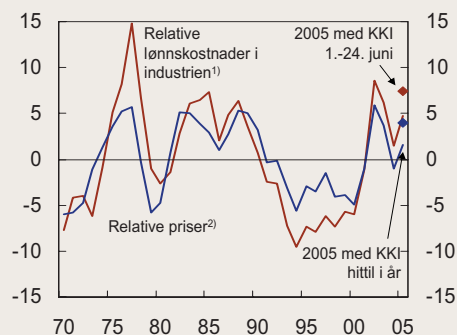
### Utvikling og tilbakevending i realvalutakursen

Analysen over søker å forklare den kortsiktige utviklingen i den nominelle kronekursen. Det er realvalutakursen som er viktig for konkurransevnen til norsk næringsliv. Empiriske studier har funnet støtte for at realvalutakursen er stabil på

lang sikt.<sup>5</sup> Det er derfor en tendens til at realkursen beveger seg mot en likevektsverdi over tid. Pengepolitikken kan bidra til å stabilisere realkursen ved å påvirke lønns- og prisveksten og den nominelle kronekursen.

Figur 8 viser to mål på realkursen: relative konsumpriser og relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne regnet i felles valuta. Begge seriene er målt som avvik fra sine gjennomsnittsverdier siden 1970. Realkursen er sterkere og konkurransevnen svakere enn gjennomsnittsnivået siden 1970 når kurvene i figuren er over null. Firkantpunktene viser anslag på realkursen for 2005 gitt det gjennomsnittlige nivået på den nominelle kronekursen i perioden 1. – 24. juni og lønns- og prisanslagene fra denne rapporten. Målt ved relative priser er realkursen nå om lag 4 prosent sterkere enn gjennomsnittet siden 1970, mens den er om lag 7½ prosent sterkere målt ved relative lønnskostnader.

**Figur 8** Realvalutakurser (relative konsumpriser og lønnskostnader i felles valuta). Årstall. Prosent. Avvik fra gjennomsnittet for perioden 1970 – 2004



<sup>1)</sup> Anslag for lønnsveksten i 2005 fra IR 2/05  
<sup>2)</sup> Anslag for konsumprisveksten i 2005 fra IR 2/05

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

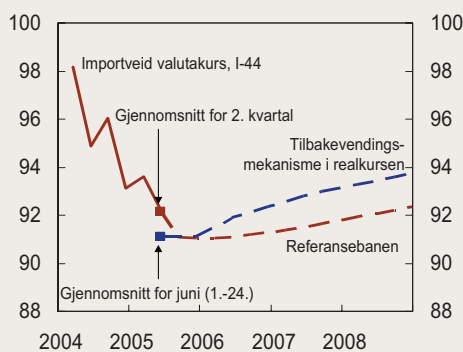
De to målene på realkursen har svingt mye over tid og har avveket betydelig fra gjennomsnittsnivået over lengre perioder. Som nevnt over og vist i figur 8 har det likevel vært en tendens til at realkursen har vendt tilbake til gjennomsnittsnivået over tid. Den anslåtte halveringstiden er om lag to år.<sup>6</sup> Det innebærer at et avvik fra gjennomsnittsnivået har blitt halvert over en toårsperiode. Dette anslaget på tilbakevending i realkursen er usikkert. Det kan likevel være et utgangspunkt for å analysere den fremtidige utviklingen i kronekursen.

Figur 9 viser den importveide nominelle kronekursen fra begynnelsen av 2004, banen for den nominelle kronekursen som er lagt til grunn for fremskrivingene i denne rapporten og en bane for den nominelle kronekursen basert på den historiske tilbakevendingsmekanismen i realkursen (gitt



prisanslagene fra denne rapporten).<sup>7</sup> Banen basert på tilbakevendingsmekanismen tar utgangspunkt i det gjennomsnittlige nivået på den nominelle kronekursen i perioden 1. – 24. juni, da kronen var forholdsvis sterk sammenlignet med hele annet kvartal. Det antas at tilbakevendingsmekanismen i realkursen først begynner å virke etter om lag et halvt år. Inntil da forutsettes det at kronekursen blir liggende på gjennomsnittsnivået for perioden 1. – 24. juni. Siden realkursen er forholdsvis sterk nå, viser banen basert på tilbakevendingsmekanismen en sterkere svekkelse av kronen enn lagt til grunn i referansebanen i denne rapporten.

**Figur 9** Kronekursen (I-44)<sup>1)</sup> i referansebanen og basert på tilbakevendingsmekanisme i realkursen. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



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

<sup>1</sup> Som vist i tabell 1 var det imidlertid en sterk korrelasjon mellom oljeprisen og kronekursen da kronen styrket seg gjennom 2002. Det har trolig sammenheng med at kronen fungerte som en tilfluktsvaluta i forbindelse med uroen i Midtøsten fra februar-mars 2002 til begynnelsen av 2003, se Naug (2003) for nærmere diskusjon.

### Vedlegg: En økonometrisk modell for kronekursen

$$\Delta e_t = \text{konstant} + \frac{0,22}{(2,30)} \Delta e_{t-1} - \frac{0,29}{(5,64)} e_{t-1} + \frac{0,038}{(2,47)} gri^*_t - \frac{0,003}{(0,28)} (\text{olje-spot}_t + \text{olje-termin}_t)/2$$

$$- \frac{0,014}{(1,05)} \Delta \text{olje-spot}_t - \frac{0,054}{(1,77)} \Delta \text{olje-termin}_t + \frac{0,21}{(1,69)} \Delta_6 \text{aksje}_t \Delta_2 \text{olje-spot}_t$$

$$- \frac{0,037}{(3,17)} RDIFF_t + \frac{0,014}{(2,89)} gri^*_t \cdot RDIFF^*_t + \frac{0,013}{(2,16)} \Delta_6 \text{aksje}_t \cdot RDIFF_t$$

Estimeringsperiode: 1999.7 – 2005.6 (månedstall).  $R^2 = 0,53$ . Absolutte  $t$ -verdier er oppgitt i parentes under estimatene.  $\Delta$  er en differensoperator:  $\Delta X_t = (X_t - X_{t-1})$ ,  $\Delta_2 X_t = (X_t - X_{t-2})$  og  $\Delta_6 X_t = (X_t - X_{t-6})$ . \* markerer gjennomsnitt over to måneder:  $X^*_t = 0,5 \cdot (X_t + X_{t-1})$ .

Variablene er definert ved (små bokstaver angir at variable er målt på logaritmisk skala):

- $e$  = Konkurranskursindeksen (økt verdi betyr svakere kronekurs)
- $olje-spot$  = Spotpris på olje (Brent blend målt i amerikanske dollar)
- $olje-termin$  = Oljepris for levering om 6-7 år (målt i amerikanske dollar)
- $gri$  = Mål på forventet volatilitet mellom de tre hovedvalutaene. Avledet fra priser på valutaopsjoner
- $RDIFF$  = Tolvmåneders rentedifferanse mot utlandet
- $aksje$  = Amerikanske aksjekurser (S&P 500-indeksen)

<sup>2</sup> GRI er avledet fra prisene på valutaopsjoner (implisitt volatilitet) for de tre hovedvalutaene euro, amerikanske dollar og japanske yen. Variabelen er nærmere beskrevet i Bernhardsen og Røisland (2000).

<sup>3</sup> Modellen er en oppdatert versjon av modellen som ble presentert i Naug (2003) og i utdypingen "Faktorer bak utviklingen i kronekursen" i Inflasjonsrapport 2003/1.

<sup>4</sup> Flere av effektene i modellen avviker således betydelig fra de effektene som ble rapportert i Naug (2003) og i utdypingen om kronekursen i Inflasjonsrapport 2003/1.

<sup>5</sup> Se for eksempel Akram (2002) og Bernhardsen og Holmsen (2005).

<sup>6</sup> Anslaget er basert på realkursen målt ved relative konsumpriser, se Bernhardsen og Holmsen (2005, avsnitt 5).

<sup>7</sup> Analysen over tar utgangspunkt i konkurransekursindeksen (KKI). Det er den importveide indeksen (I-44) som ligger til grunn for fremskrivingene i denne rapporten. Kronen har styrket seg om lag like mye målt ved KKI og I-44 siden midten av februar i år.

### Referanser:

Akram, Q. F. (2002): "PPP in the medium run despite oil shocks: The case of Norway". Working Paper 2002/4, Norges Bank. Kommer i *Journal of Macroeconomics* 28(4), 2006.

Bernhardsen, T. og A. Holmsen (2005) "The choice of exchange rate assumption in the process of forecasting inflation", Staff Memo 3/2005, Norges Bank.

Bernhardsen, T. og Ø. Røisland (2000): "Hvilke faktorer påvirker kronekursen". Penger og Kreditt 3/2000, Norges Bank.

Naug, B. E. (2003): "Faktorer bak utviklingen i kronekursen – en empirisk analyse". Kapittel 7 i Ø. Eitrheim og K. Gulbrandsen (red.): *Hvilke faktorer kan forklare utviklingen i valutakursen?*, Norges Banks Skriftserie nr. 31.

# Anslagene i Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05

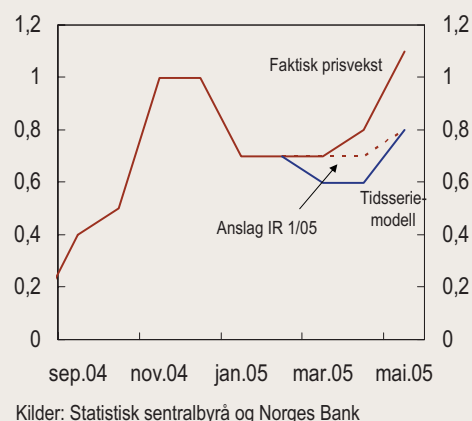
## Anslagene i Inflasjonsrapport 1/05

I Inflasjonsrapport 1/05 viste våre anslag et bilde av norsk økonomi i oppgangskonjunktur. Lave renter, høye oljeinvesteringer og vekstimpulser utenfra var viktige drivkrefter. BNP-veksten i Fastlands-Norge ble anslått til 4 prosent i inneværende år. Produksjonsgapet lå dermed an til å bli positivt etter to år hvor den økonomiske aktiviteten var lavere enn det vi anslår er potensialet for norsk økonomi. Høy vekst og positivt produksjonsgap var ventet å gi utslag i arbeidsmarkedet. Vi så for oss klar vekst i sysselsettingen og redusert ledighet. Prisveksten var ventet å holde seg lav gjennom våren for deretter å tilta gradvis fra sommeren av. Inflasjonsmålet lå an til å bli nådd ved årsskiftet 2007-2008.

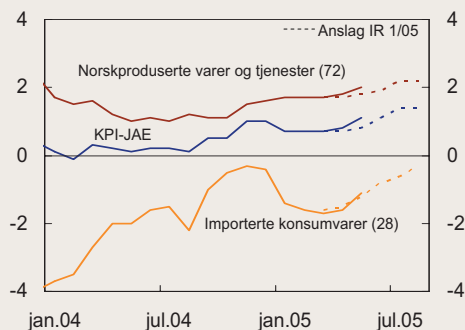
Foreløpige nasjonalregnskapstall tyder på at produksjonsutviklingen i norsk økonomi til nå har vært om lag som ventet i forrige Inflasjonsrapport. Veksten i antall sysselsatte personer, målt ved arbeidskraftundersøkelsen, har imidlertid vært svakere enn anslått. Årets lønnsoppgjør ble også mer moderat enn vi la til grunn i Inflasjonsrapport 1/05. Inflasjonen utviklet seg som ventet i mars, se figur 1. I april og mai ble prisveksten litt høyere enn anslått. Avviket skyldtes sterkere vekst enn ventet i enkelte tjenestepriiser.

I figur 2 sammenlignes den faktiske prisveksten med inflasjonsanslaget fra Inflasjonsrapport 1/05 og prediksjoner fra en enkel tidsseriemodell som fanger opp trendvekst og sesongsvingninger i KPI-JAE. En slik sammenlikning kan være et grunnlag for å evaluere anslagene for utviklingen på kort sikt. I mars og april lå prediksjonene fra tidsseriemodellen noe lenger unna den faktiske utviklingen enn våre anslag. For mai var anslaget fra tidsseriemodellen på linje med det i rapporten.

**Figur 2** KPI-JAE. Anslag i Inflasjonsrapport 1/05, anslag fra tidsseriemodell og faktisk prisutvikling. Tolvmånedersvekst. Prosent. Sep. 04 – mai 05



**Figur 1** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.<sup>2)</sup> Faktisk prisvekst og anslag i IR 1/05. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 04 – aug. 05



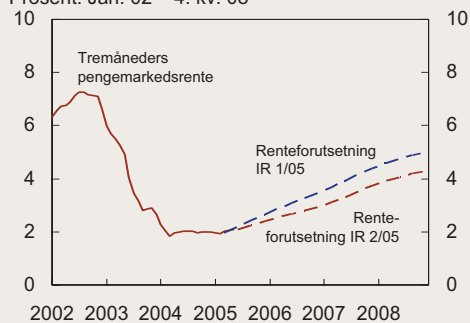
<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger. Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Endringer i anslagene fra Inflasjonsrapport 1/05 til 2/05

I Inflasjonsrapport 1/05 la vi til grunn en forutsetning om at renten, både i Norge og internasjonalt, skulle følge terminrentene den første delen av anslagsperioden, men øke noe mer fra 2007. Anslagene i denne rapporten er basert på en tilsvarende justering av terminrentene som i Inflasjonsrapport 1/05, se nærmere omtale i kapittel 3. Den 24. juni var terminrentene noe lavere enn de var da Inflasjonsrapport 1/05 ble ferdigstilt. Forutsetningen innebærer således at renten i denne rapporten øker noe saktere enn vi forutsatte i forrige rapport. I gjennomsnitt er renten nå om lag ½ prosentpoeng lavere gjennom anslagsperioden, se figur 3. For kronekursen legger vi til grunn at den følger utviklingen i terminvalutakursen. Som i forrige inflasjonsrapport innebærer dette om lag uendret kurs de nærmeste årene. Utgangspunktet for beregningen av terminkursen er gjennomsnittlig

**Figur 3** Forutsetning for tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)2)</sup>. Måned- og kvartalstall. Prosent. Jan. 02 – 4. kv. 08



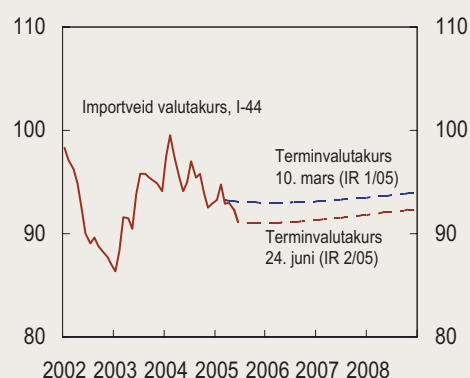
2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008

<sup>1)</sup> Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliornten  
<sup>2)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente til og med 2. kvartal 2005. Tallene for 2. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 24. juni.

Kilde: Norges Bank

kronekurs i perioden fra 1. til og med 24. juni. Siden kronen i denne perioden var sterkere enn tilsvarende utgangspunkt i Inflasjonsrapport 1/05, vil den være om lag 1¾ prosent sterkere gjennom anslagsperioden enn vi la til grunn da, se figur 4.

**Figur 4** Kronekursen (I-44)<sup>1)</sup>. Terminvalutakurs. Månedstall. Jan. 02 – des. 08



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs

Kilde: Norges Bank

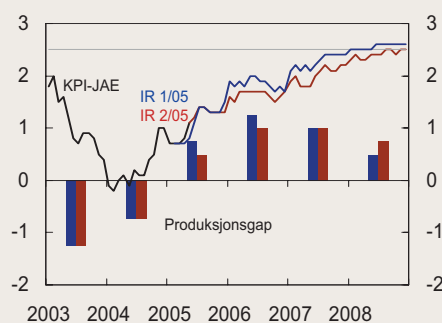
Anslagene for veksten internasjonalt er samlet sett lite endret i forhold til anslagene i Inflasjonsrapport 1/05. Svakere utvikling i Sverige og euroområdet trekker imidlertid anslaget for aktiviteten blant våre handelspartnere litt ned i inneværende år. Oljeprisen forutsettes å følge terminprisene. Disse ligger klart høyere enn ved forrige publisering, og innebærer at oljeprisen holder seg over 55 dollar per fat i hele perioden.

I hovedsak er anslagene for norsk økonomi i denne inflasjonsrapporten lite endret i forhold til Inflasjonsrapport 1/05. Nedenfor gjennomgås de viktigste endringene som er gjort.

### Litt lavere vekst i BNP Fastlands-Norge inneværende år, høyere vekst senere

I Inflasjonsrapport 1/05 anslo vi veksten i BNP Fastlands-Norge til 4 prosent i inneværende år. Selv om anslaget for veksten i etterspørselen samlet sett er uendret fra forrige inflasjonsrapport, har vi nedjustert anslaget for veksten i BNP Fastlands-Norge til 3¾ prosent i år. Det har sammenheng med at vi nå legger til grunn at arbeidskraft fra utlandet vil bidra med en noe større del av produksjonsveksten. Økt innleie av arbeidskraft utenfra vil gi seg utslag i økt importert vareinnsats i form av tjenester, og motsvares av lavere vekst i BNP for Fastlands-Norge. Motstykket til økt innleie av arbeidskraft er en noe lavere sysselsetningsvekst enn vi la til grunn i Inflasjonsrapport 1/05. Lavere vekst innebærer også at produksjonsgapet, slik vi anslår det, blir ¼ prosentpoeng lavere i 2005, se figur 5.

**Figur 5** Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> og produksjonsgapet<sup>2)</sup> i Inflasjonsrapport 1/05 (blå) og 2/05 (rød). Prosent. Års- og månedstall. Jan 03 – des. 08



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

<sup>2)</sup> Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utover i perioden bidrar noe lavere rente til å trekke opp samlet etterspørsel i forhold til anslagene sist. Anslagene for veksten i BNP for Fastlands-Norge er oppjustert med ¼ prosentpoeng i både 2007 og 2008 sammenliknet med anslagene i Inflasjonsrapport 1/05. Endringene siden sist trekker dermed i retning av en jevnere utvikling i BNP-veksten for Fastlands-Norge gjennom anslagsperioden. Dette motsvares av at produksjonsgapet ikke blir like høyt i år som vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Til gjengjeld vil det ta noe lenger tid før produksjonsgapet begynner å avta.

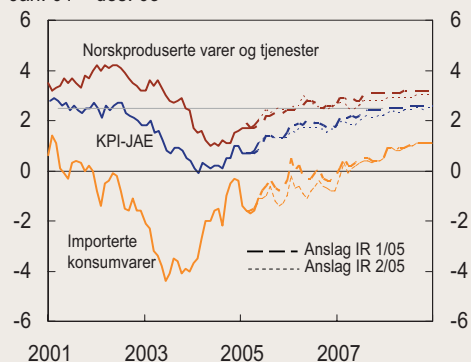
## Noe lavere lønnsvekst fremover

Nedjusteringen av produksjonsgapet og veksten i BNP for Fastlands-Norge for inneværende år har nær sammenheng med utviklingen i arbeidsmarkedet. Lav sysselsettingsvekst kan tyde på at kapasitetsutnyttningen i økonomien ikke øker så mye som tidligere antatt. Vi legger derfor til grunn noe høyere arbeidsledighet i år og til neste år enn vi anslo i Inflasjonsrapport 1/05. Det moderate lønnsoppgjøret i 2005 kan bety at partene i større grad tok hensyn til den lave inflasjonen året før. Fortsatt lav inflasjon de neste årene kan virke noe mer dempende på lønnsveksten enn vi la til grunn i Inflasjonsrapport 1/05. Dette bidrar til at våre anslag for lønnsveksten i 2007 og 2008 nå er nedjustert med ¼ prosentpoeng i hvert av årene, selv om anslagene for ledigheten i denne perioden er uendret i forhold til forrige inflasjonsrapport. I 2006 ventes innføringen av obligatorisk tjenestepensjon å gi litt sterkere vekst i arbeidskraftkostnadene enn utviklingen i arbeidsledigheten og inflasjonsforventningene isolert sett skulle tilsi.

## Moderat nedjustering av prisveksten

Lavere lønnsvekst særlig i år, men også mot slutten av prognoseperioden, bidrar isolert sett til å trekke prisveksten noe ned gjennom hele perioden. Hittil i 2005 har imidlertid prisveksten blitt noe sterkere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Samlet sett blir det derfor bare mindre endringer i det anslåtte forløpet for inflasjonen i år. Forutsetningen om noe sterkere kronekurs bidrar, sammen med lavere lønnsvekst og sterkere vridning av importen over til lavkostland, til å trekke anslagene for veksten i KPI-JAE ned med ¼ prosentpoeng i 2006 og

**Figur 6** KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 08



<sup>1)</sup> Norges Banks beregninger

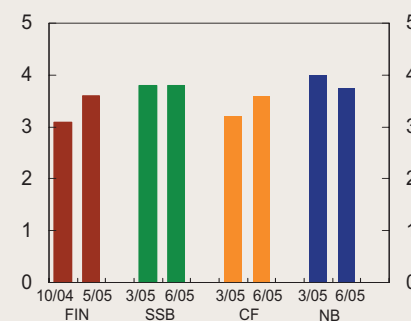
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2007. Mot slutten av prognoseperioden vil et noe høyere produksjonsgap enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport bidra til at prisveksten kommer opp på målet, se figur 6.

## Andre institusjoners anslag

Både Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank anslår nå forholdsvis høy økonomisk vekst inneværende år, se figur 7. Norges Bank anslår nå en vekst i BNP Fastlands-Norge på 3¾ prosent i 2005. Dette er ¼ prosentpoeng lavere enn i forrige inflasjonsrapport. Da Statistisk sentralbyrå publiserte prognoser for den økonomiske utviklingen om lag samtidig som Inflasjonsrapport 1/05 ble publisert, anslo de BNP veksten for Fastlands-Norge til 3,8 prosent. Dette anslaget er siden ikke blitt endret. Finansdepartementet anslår i Revidert Nasjonalbudsjett for 2005 en vekst på 3,6 prosent i 2005, opp fra 3,1 prosent i Nasjonalbudsjettet for 2005. På samme tid som publisering av Inflasjonsrapport 1/05 ga anslagene fra Consensus Forecasts en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 3,2 prosent i inneværende år. I juni er det gjennomsnittlige anslaget kommet opp til 3,6 prosent vekst.

**Figur 7** BNP Fastlands-Norge. De to siste publiserte anslagene for 2005.<sup>1)</sup> Prosentvis vekst

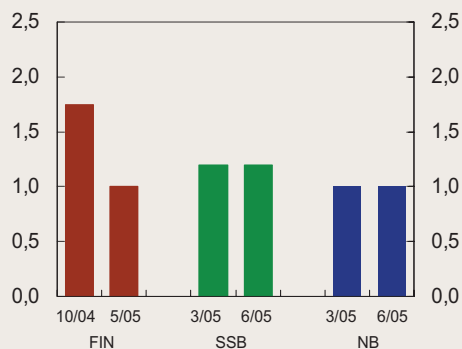


<sup>1)</sup> Tallene under søylene står for publiseringsmåned og -år

Kilder: Nasjonalbudsjettet 2005, Revidert Nasjonalbudsjett 2005, Økonomiske Analyser 1/05 og 3/05, Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05, Consensus Forecasts mars og juni 2005

I denne Inflasjonsrapporten anslår Norges Bank at prisveksten målt ved KPI-JAE i 2005 vil bli på 1 prosent. Dette er uendret fra vårt anslag i forrige inflasjonsrapport, se figur 8. Finansdepartementet anslår i Revidert Nasjonalbudsjett også en vekst i KPI-JAE på 1 prosent i år. Siden publiseringen av Nasjonalbudsjettet for 2005 i fjor høst har Finansdepartementet nedjustert sitt anslag med ¾ prosentpoeng. Statistisk sentralbyrå anslår på

**Figur 8** KPI-JAE. De to siste publiserte anslagene for 2005.<sup>1)</sup> Prosentvis vekst



<sup>1)</sup> Tallene under søylene står for publiseringsmåned og – år

Kilder: Nasjonalbudsjettet 2005, Revidert  
Nasjonalbudsjett 2005, Økonomiske Analyser 1/05  
og 3/05, Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05

sin side at prisveksten i år blir 1,2 prosent. Siden mars er dette anslaget uendret. Consensus Forecasts samler ikke inn anslag for KPI-JAE.

Finansdepartementets anslag er fra 6. oktober 2004 og 13. mai 2005. Statistisk sentralbyrå publiserte anslag 10. mars og 16. juni. Consensus Forecasts samlet inn anslag 14. mars og 13. juni. Inflasjonsrapport 1/05 ble lagt frem 16. mars. Ettersom institusjonene publiserer anslag på ulike tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene være ulik.



# Oversikt over utdypinger 2001-2005

## **2 / 2005:**

Utviklingen i kronkursen  
Anslagene i Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05

## **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  
En foreløpig vurdering av anslagene i  
Inflasjonsrapport 2/04  
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?  
En foreløpig vurdering av anslagene i  
Inflasjonsrapport 1/04  
Hva ligger bak oppgangen i terminprisene  
for olje?

## **1 / 2004:**

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

## **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 infla-  
sjonsmål

Hvorfor holder gjeldsveksten i husholdningene seg  
oppe?  
Fortsatt overskudd av realkapital i bedriftene?

## **1 / 2003:**

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

## **3 / 2002:**

Hovedkursteorien i ny form

## **2 / 2002:**

Hvorfor har kronkursen styrket seg?  
Ny forventningsundersøkelse  
Hvorfor har prisene på klær falt?  
Virkninger av økt oljepris  
Hvordan påvirker kronkursen KPI? (\*)

## **1 / 2002:**

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2000.  
Lønnsutviklingen (\*)  
Har Norges Banks rentebeslutninger vært forven-  
tet?

## **3 / 2001:**

Konsumprisveksten justert for endringer i avgifter  
og energipriser  
Hvorfor har prisveksten på importerte konsumva-  
rer vært lav?  
Usikker oljepris og press på OPEC  
Vekstevnen i norsk økonomi

## **2 / 2001:**

Ny forskrift for pengepolitikken  
Underliggende inflasjon  
Vurdering av risikoen rundt inflasjonsanslaget  
Virkninger av et sterkere internasjonalt tilbakeslag

## **1 / 2001:**

Hvordan rammes Europa av en konjunkturedgang  
i USA?  
Rentens betydning for privat konsum (\*)

(\*) = Utdypinger med særlig omtale av pengepo-  
litikkens virkninger og økonomiens virkemåte



# Vedlegg I

## Regionalt nettverk

# Norges Banks regionale nettverk

Norges Banks regionale nettverk ble etablert høsten 2002, og består av bedrifter, organisasjoner og kommuner i hele landet. Gjennom fem runder 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 1300 personer. Hver av disse blir kontaktet 1-2 ganger per år.

Hovedformålet med det regionale nettverket er å få oppdatert informasjon om tilstanden i norsk økonomi. Regelmessige samtaler med lokale kontakter fra norsk nærings- og samfunnsliv gir oss informasjon tidligere og oftere enn tilgjengelig offentlig statistikk. Dessuten får vi utfyllende kunnskap på områder som ikke dekkes av andre statistikkilder. Vi får også kjennskap til temaer som bedriftene er

spesielt opptatt av. I tillegg vil det regionale nettverket kunne gi oss innsikt i virkninger av spesielle hendelser eller brukes til å undersøke aktuelle problemstillinger. Offisiell statistikk vil fortsatt være hovedgrunnlaget for oppfatninger om tilstanden i økonomien, men tidsetterslep og revideringer knyttet til slik statistikk gjør det nyttig med supplementter 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)               | Rogalandsforskning                      |
| Region Sør (Aust- og Vest-Agder, Telemark, Vestfold) | Agderforskning                          |
| Region Innland (Hedmark og Oppland)                  | Østlandsforskning                       |
| Region Øst (Buskerud, Akershus, Oslo, Østfold)       | Dekkes av Norges Bank                   |

# Oppsummering av kontaktrunden siden forrige inflasjonsrapport

I kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport er det til sammen gjennomført samtaler med om lag 580 kontakter i det regionale nettverket. Samtalene ble foretatt i mars og mai. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region fra runden i mai blir å finne på Norges Banks internettsider fra 1. juli. Sammendraget nedenfor er basert på regionale rapporter fra instituttene som er ansvarlige for de forskjellige regionene, og er således ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen.

## *Etterspørsel, produksjon og markedsutsikter*

Inntrykket fra bedriftene i det regionale nettverket er at konjunkturoppgangen i norsk økonomi fortsetter. Etterspørselen øker i alle næringer. I tjenesteyting mot næringslivet har vi sett en tiltakende vekst den siste tiden, mens eksportindustrien rapporterer om noe lavere vekst. Viktige drivkrefter for oppgangen er det høye investerings- og aktivitetsnivået i olje- og gassindustrien, omfattende boligbygging samt god økonomi i husholdningene.

Forventningene om fortsatt høye oljepriser og rekordstore oljerelaterte investeringer gir store vekstimpulser til landbasert industri. *Oljeleverandørnæringen* rapporterer således om til dels kraftig vekst. I *eksportindustrien* opplever verftene og maritim industri god vekst i etterspørselen. Prosessindustrien øker imidlertid noe mer moderat enn tidligere. I *hjemmemarkedsindustrien* opplever leverandører til bygg- og anleggssektoren stadig økende etterspørsel, mens oppgangen i offshore og maritim industri gir positive ringvirkninger for mekanisk industri og andre underleverandører. *Bygg og anlegg* er fortsatt inne i en betydelig vekstperiode, selv om veksten har avtatt i enkelte regioner. *Varehandelen* øker fortsatt, og det er særlig handelen av byggevarer som øker mye. Veksten er samlet sett likevel noe lavere enn det vi så gjennom store deler av 2004. I *tjenesteyting* er det god vekst, særlig i forretningsmessig tjenesteyting og i finans-, transport- og IT-bransjen.

Markedsutsiktene de neste seks månedene tyder på at veksten i norsk økonomi vil fortsette, men sannsynligvis i et noe avdempet tempo. Fremtidsutsiktene for eksportindustrien er tydelig mindre optimistiske enn før. Her er rapportene samstemmige fra hele landet. Det synes videre som toppen er nådd for bygg og anlegg. Der ventes lavere vekst fremover, hovedsakelig som følge av lavere vekst i boligmarkedet. Det ventes fortsatt vekst i næringsbygg og anlegg. I varehandel og tjenesteyting ventes en fortsatt oppgang på nivå med siste periode. Ingen næringer antar at veksttakten vil øke de kommende seks månedene. Dette gjenspeiler delvis av veksten for tiden er svært høy i mange næringer.

## *Kapasitetsutnyttning og investeringer*

Om lag 40 prosent av bedriftene oppgir at de vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å møte en vekst i etterspørselen. Denne andelen har vært ganske stabil så langt i år. Andelen bedrifter som vil ha *betydelige* problemer med å møte økt etterspørsel, har imidlertid økt i løpet av våren. Store aktører både i bygg og anlegg og deler av oljerelatert industri har nådd kapasitetsgrensen. Mangelen på fagfolk ser ut til å være den viktigste begrensningen.

I samsvar med utviklingen i kapasitetsutnyttningen øker investeringsplanene. 42 prosent av virksomhetene melder om tiltakende investeringer, mens 11 prosent forventer reduserte investeringer. Samlet sett ser det ut som om investeringsveksten blir moderat i hele privat og offentlig sektor de neste 6-12 måneder. I industrien investeres det mye i nytt produksjonsutstyr, som i mange tilfeller også øker kapasiteten. Varehandelen oppgraderer og utvider sine lokaler og bygningsmasse. Innen tjenesteyting utvider flere bedrifter i transportnæringen kapasiteten.

## *Syssetting og arbeidsmarked*

Virksomhetene er, på tross av god vekst, tilbakeholdne med nyansettelser. Syssettingen har økt noe i industri og varehandel siden i vinter, mens det i offentlig sektor meldes om en liten tilbakegang. Antall ansatte har økt mest innen oljerelatert industri, bygg og anlegg og tjenesteytende sektorer. Her forventes også vekst de

neste 3 månedene. Sysselsettingsplanene er imidlertid avtakende for bygg og anlegg. I flere næringer øker timeantallet uten at antallet ansatte vokser, typisk innenfor hotell- og restaurant og deler av industrien.

Hver fjerde virksomhet mener tilgangen på arbeidskraft utgjør en begrensende faktor på produksjonen. Det er flest innen bygg og anlegg som opplever tilgangen på arbeidskraft som en begrensning, men også stadig flere industribedrifter rapporterer om problemer med å få tak i kvalifisert personell.

### *Kostnader, priser og lønnsomhet*

Tiltakende knapphet på ressurser og kapasitet har ført til sterkere prisvekst i bygg og anlegg og oljerelatert industri. Eksportindustrien har også hatt god prisvekst siste 12 måneder, mye drevet av økende råvarepriser. I øvrige næringer har prisveksten vært moderat. Fremover er det flere som venter høyere enn lavere prisvekst, selv om prisforventningene ser ut til å ha avtatt noe sammenliknet med tidligere i år.

Bedriftene synes fortsatt å rette stor oppmerksomhet mot å kontrollere kostnadene og forbedre egne prosesser. Sammen med god etterspørsel og produksjon gir dette en bedret lønnsomhet i alle næringer. Lønnsomheten i oljeleverandørnæringen øker mest.

## Bedrifter og organisasjoner som har vært kontaktet i arbeidet med denne inflasjon rapporten

|                                     |                                |   |                                  |
|-------------------------------------|--------------------------------|---|----------------------------------|
| A.B. Jürgensen                      | Brødrene Bakk AS               | Elkem Mosjøen                           | Glamox ASA                       |
| ABB Flexible Automation             | Brødrene Harsjøen              | Elkem Thamshavn                         | Glava AS                         |
| AC Nielsen Norge AS                 | Brødrene Pedersen AS           | Elkjøp Giganten Forus                   | Goldfish Boat AS                 |
| Adresseavisen ASA                   | Brødrene Reme AS               | Elkjøp Stormarked Bodø AS               | Gozzi AS                         |
| Advokatfirmaet Schjødt AS           | Brønnøysund Firma Info AS      | Elkjøp Stormarked Skien                 | Grieg Logistics                  |
| Aetat Bergen                        | Bunnpris                       | Eltek Energy AS                         | Gro Industrier AS                |
| Aetat Grenland                      | Bygg og Maskin AS              | Eitel Networks                          | Grunnfjell Nord AS               |
| Aetat Sogn og Fjordane              | Bygger'n Orkdal                | Elvemo og Hjertås Bygg AS               | Gunnar Karlsen AS                |
| Aetat Sør-Trøndelag                 | Byggma ASA                     | Elverum kommune                         | Gunvald Johansen AS              |
| Aetat Vest-Agder                    | Byggmester Grande AS           | Ementor Norway ASA                      | Gyldendal ASA                    |
| Aetat Vestfold                      | Byggmo AS                      | Emma EDB AS                             | H. Jøkelsrud                     |
| Ahlsell AS                          | Bærum kommune                  | Engerdal kommune                        | Hafjell Alpintenter AS           |
| Airlift AS                          | Bærum Rørleggerbedrift AS      | Eramet Norway                           | Hafslund Sikkerhet Bedrift AS    |
| AIT Otta                            | Bø kommune                     | Ernst & Young AS                        | Hagen Treindustri AS             |
| Ajilon Norway AS                    | Bølgen og Moi                  | Esmeralda AS                            | Halden Kjemi AS                  |
| Aker Kværner ASA                    | Båtservice Holding ASA         | Euronics Norge AS                       | Halliburton                      |
| Aker Kværner IPEC AS                | Båtsfjordbruket AS             | Eurosko Norge AS                        | Hamar kommune                    |
| Aker Langsten AS                    | Catch Communications ASA       | Evje og Hornnes kommune                 | Hank Sport AS                    |
| Aker Stord                          | CC Martn                       | Fagbokforlaget                          | Hans H. Iversen                  |
| Aker Universitetssykehus            | CHC Norway                     | Farveringen AS                          | Hatteland Group                  |
| Aker Verdal                         | Chiron AS                      | Fatland AS                              | Hauans AS                        |
| Akershus fylkeskommune              | City Syd AS                    | Ferner Jacobsen                         | Havkrefter AS                    |
| Akershus Universitetssykehus        | Clarion Hotel Ernst AS         | Fesil ASA                               | Hebos Interiør AS                |
| Aksel L. Hansson                    | Clear Channel Norway AS        | Figgjo AS                               | Hedmark Eiendom AS               |
| Albert E. Olsen AS                  | Comfort Hotel Lillehammer AS   | Finnøy Gear & Propeller AS              | Hegra Sparebank                  |
| Alexandra Hotel AS                  | Conseptor ASA                  | First Securities ASA                    | Helgelandske AS                  |
| Alf R. Johansen AS                  | Coop Finnmark BA               | First Victoria Hotel                    | Helly Hansen Spesialprodukter AS |
| Allianse AS                         | Coop Hordaland BA              | Fjellpulken AS                          | Helse Nord HF                    |
| Anleggsgartnerfirma Strandman AS    | Coop Inn-Trøndelag BA          | Fjord Seafood Norway AS                 | Helse Nordmøre og Romsdal        |
| APS Norway AS                       | Coop Nordfjord og Sunnmøre BA  | Fjällräven AS                           | Helse Stavanger                  |
| ARKI arkitektar AS                  | Coop Sør-Helgeland BA          | Flatsetsund Møbel- og Trevarefabrikk AS | Helse Sunnmøre HF                |
| Artic Seafood AS                    | CSC Solutions                  | Flatøy Møbler AS                        | Hemnes kommune                   |
| Asker kommune                       | Daldata AS                     | Flekkefjord kommune                     | Hemnes Mek. Verksted AS          |
| Askim kommune                       | Dale Bruk AS                   | Fokus Bank ASA                          | Hennig-Olsen Is AS               |
| ASKO Agder AS                       | Dale of Norway                 | Foon Communications AS                  | Herman Lepsøe AS                 |
| Aukra Midsund Offshore AS           | David Andersen AS              | Franzefoss Pukk AS                      | Herrgalleriet AS                 |
| Avinor AS Værnes                    | Deloitte Norge AS              | Friele kaffehus                         | Hitra kommune                    |
| Axxessit ASA                        | Demex AS                       | Friskhuset AS                           | Horns Slakteri AS                |
| Baker Hughes Inteq                  | Den Nationale Scene            | Fritjof Kristiansen AS                  | Hotell Refsnes Gods AS           |
| Ballstad Slip AS                    | Den Norske Høytalerfabrikk AS  | Fru Haugans Hotell AS                   | Hovden Møbel AS                  |
| Bennett BTI Nordic Norge AS         | Diakonhjemmet                  | Fugro Oceanor AS                        | HSD AS                           |
| Bergene Holm AS                     | Dinamo Norge AS                | Fundamus AS                             | Hunter Douglas Norge             |
| Berg-Hansen Reisebureau Vestfold AS | Dokka Fasteners                | Fylkesmannen i Vest-Agder               | H-vinduet Vatne AS               |
| Bertel O. Steen AS                  | Drammen kommune                | Fædrelandsvennen AS                     | Hydro Aluminium Profiler AS      |
| BeWi Produkter AS                   | E. A. Smith AS                 | GE Health Care AS                       | Hydro Aluminium AS               |
| Birkenes kommune                    | Egersund Trål AS               | Geelmuyden Kiese AS                     | Hydrotech Gruppen AS             |
| Bjerge-Gruppen AS                   | Eidsiva Kontorservice AS       | Geoservice S                            | Høie AS                          |
| Black Design AS                     | Eidsvaag AS                    | Gilde Norsk Kjøtt AS                    | IGLO Holding AS                  |
| Block Berge Bygg AS                 | Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS | Gilstad Trelast AS                      | IKEA AS                          |
| Brekke Industrier AS                | Eigersund kommune              | Gjensidige Nor Forsikring               | IKON AS                          |
| Brevik Construction AS              | Einar Valde AS                 | Gjøco AS                                | IN Sogn og Fjordane              |
| Brunvoll AS                         | Elkem Aluminium ANS            | Gjøvik kommune                          | Indre Sogn Sparebank             |
|                                     |                                |   | InMedia AS                       |

Innoventi Reklamebyrå AS  
Intersport Lillehammer AS  
Intra AS  
Iris Gjenvinning AS  
Island Offshore AS  
ISS Renhold AS  
Ivar Mjåland AS  
Iver Bil AS  
J. M. Johansen AS  
J. M. Nilsen AS  
Jangaard Export AS  
JC Jeans & Clothes AS  
Jernia ASA  
Jiffy Products International AS  
Jotun AS  
Julius Maske AS  
Jørstad AS  
Jøtul ASA  
K.A. Rasmussen AS  
Kantega AS  
Kewa Invest AS  
Kitron Arendal AS  
Kiwi Norge AS  
Kleiven Sogn AS  
Kleven Florø AS  
Klingenberg Hotel AS  
Knutsen OAS Shipping  
Komplett ASA  
Kongsberg Automotive ASA  
Kongsvinger kommune  
Kontali Analyse AS  
KPMG AS  
Kristiansund kommune  
Kruse Smith AS  
Kvadrat Steen & Strøm  
Kverneland Group  
Kvestor Eiendomsmegling AS  
Kynningsrud AS  
Laerdal Medical AS  
Lafopa Industrier AS  
Landteknikk Fabrikk AS  
Langset AS  
Lefdal Elektromarked AS Lade  
Lefdal Installasjon AS  
Leif Gromstads Auto AS  
Leiv Sand Transport AS  
Lerum Fabrikker  
Lerøy Midnor AS  
LIDL Norge  
Lillesand produkter  
Lindex AS  
Lindstrøm Hotel AS  
Link Arkitekter  
Lofoten Pelagiske AS  
Lofotentreprenør AS  
Lyse Energi AS  
Løvenskiold Handel AS  
M. Kristiseter Entreprenør AS  
M. Peterson & Søn AS  
Madsen Bil AS  
Madshus AS  
Malvik kommune  
Mandal Reberbane AS  
Marhaug Slip og Mekaniske Verksed AS  
Marine Harvest  
Maritime Hotell Flekkefjord  
Maritime Hydraulics AS  
Maritime Pusnes AS  
Martin M. Bakken  
Meca Norway AS  
Mesta AS  
Midsund Bruk AS  
Midt-Norge Regnskap AS  
Min Boutique Gruppen AS  
Mjosundet Båt og Hydraulikk AS  
Mjøsplast AS  
Modolv Sjøset Pelagic AS  
Moelven Østerdalsbruket  
Moi Rør AS  
Montér  
Mosjøen Kulde og Klimaservice AS  
Moxy Engineering AS  
MTU Telecom AS  
Multi Elektro AS  
Multimaskin AS  
MyTravel  
Mørenot AS  
Nannestad kommune  
Naper Informasjonsindustri AS  
Narud Stokke Wiig  
NCC Roads AS  
Nera Networks AS  
Net Trans Services AS  
Nexans Norway AS  
NHO Trøndelag  
Norconsult AS  
Nor-Dan AS  
Nordbohus Vinstra AS  
Nordea AS  
Nordea Bank Norge ASA  
Nordek AS  
Nordic Comfort Products AS  
Nordlaks AS  
Nordlandbuss  
Nordmøre Revisjon AS  
Norengros Johs. Olsen AS  
Norges Handels- og Sjøfartstidende  
Norlandia Royal Hotel  
Norlense AS  
Norli Gruppen AS  
Norli Vestlandet  
Nornett AS  
Norplasta AS  
Norpower Brødr. Malo AS  
NorSea AS  
Norsk Scania AS  
Norsk Sjømat AS  
Norsk Stein AS  
Norske Skogindustrier ASA Skogn  
Nør-Sport Bodø AS  
Nortrans Touring AS  
Nortroll AS  
Notar Eiendom Nordland AS  
Notodden Mur- og  
Entreprenørforretning AS  
Nova-Group  
Nycomed Pharma  
Nysted AS  
Næringsforeningen i Trondheim  
Næringsrådet i Arendal kommune  
Oasen  
Olagutt AS  
Ole K. Karlsen Entreprenør AS  
Opera Software ASA  
Oppland Entreprenør AS  
Optimera Engros AS  
Opus AS  
Oras Trondheim AS  
Orkdal Installasjon AS  
Orkdal kommune  
Os kommune  
Oslo Entreprenør AS  
Oslo Hi-Fi Senter  
Osram AS  
Otta Sag og Høvleri AS  
Ottar Kristoffersen Eftf. AS  
PA Consulting Group AS  
Pareto Securities AS  
Partner Reisebyrå AS  
Paulsen Eiendom AS  
Pon Power AS  
PDC Tangen AS  
Peab AS  
Pedersens Lastebiltransport AS  
Per Solem Arkitektkontor AS  
Per Aaland AS  
Personalservice AS  
Petter Gagama AS  
Petters Sjømat AS  
PGS Production Group  
Plast-sveis AS  
PriceWaterhouseCoopers  
Prior Norge BA  
Proffice AS  
Profil Lakkering  
Promec AS  
På Håret AS  
Rainbow Hotel Bergen  
Rainbow Hotel Vestfjord  
Rambøl Unico AS  
Rambøll Norge AS  
Ramsvik Frisør  
Rana Plast AS  
Rana Trevarrefabrikk AS  
Rauma kommune  
Rautaraukki Profiler AS  
Reidar Flokkmann Eftf.  
Reinertsen Anlegg AS  
Reinertsen Engineering AS  
Rema 1000  
Restco AS  
Revisorgruppen Vestfold AS  
Revisorkonsult AS  
Rica Hotel Alta  
Rica Hotel Hamar  
Rica Hotel Norge AS  
Rica Hotels ASA  
Rica Hotels Midt-Norge AS  
Rica Ishavshotell  
Rica Maritim Hotel  
Rica Sunnfjord Hotell  
Rieber & Søn ASA  
Ring Mekanikk AS  
Risa AS  
Risør kommune  
Robinson Scandinavia AS  
Rockwool AS  
Rogaland fylkeskommune  
Rogaland Kunnskapspark  
Rolf Domstein  
Rolf Jentoft AS  
Rolls-Royce Marine AS  
ROM Eiendomsutvikling  
Romerike Trelast AS  
Romsdals Budstikke AS  
Rotanor Bokproduksjon AS  
Rugkii Norge AS  
Rygge kommune  
Rørlegger Jonny Valle AS  
Rørteknikk og bademiljø AS  
Saga Boats AS  
Saint Gobain Ceramic Materials AS  
Saipem Norvegia  
SalMar AS  
Samarbeidende Revisorer AS  
Sandnes kommune  
Santo AS  
Scanbridge AS  
Scandic Hotel Arendal AS  
ScanPartner AS  
ScanRope AS  
Seafarm Invest AS  
SEB Kort AB  
Selje Hotel AS  
Selmer Skanska AS  
Sentrum Kiropraktikk og Helse AS  
Sentrum Regnskap  
SG Equipment Finance  
SG-FINANS  
Siemens AS  
Sig.Halvorsen AS  
Silvinova  
Simon Møkster Shipping AS  
SINTEF  
Sjøviden Senter AS  
Sjøvik AS  
Sjåtil og Fornæss  
Skagen Brygge Hotell  
Skarvik mekaniske verksted AS  
Skeidar AS  
Skeikampen Resort  
Skibspplast AS  
Skien kommune  
Skifer & Naturstein  
Skipsteknisk AS  
Skodje Byggvare AS  
Skretting AS  
Slipen Mekaniske AS  
Smurfitt Norpapp AS  
Snillfjord kommune  
Solstrand Fjord Hotell  
Sortland Elektro AS  
Sortland Entreprenør AS  
Sortland kommune  
Sparebank 1 Vestfold  
Sparebanken Hedmark  
Sparebanken Møre  
Sparebanken Øst  
Spørre Støperi  
Spice AS  
Spis Mørkjøtt AS  
Sport 1 Gruppen AS  
Sportshuset AS  
Stabburet AS  
Stange kommune  
Stansfabrikken Lillesand AS  
Stantek Kongsvinger AS  
Star Tour  
Statens Vegvesen  
Stavanger Aftenblad  
Stavanger kommune  
Stavangerske AS  
Steertec Raufoss AS  
Stoa Storkjøp AS  
Strax Trondheim AS  
Surnadal kommune  
Sveins Auto AS  
Sykehuset i Vestfold HS  
Syljuåsen AS  
Sødra Cell Tofte  
Sønnico AS  
Sørco AS  
Sør-Norge Aluminium  
T. Stangeland Maskin AS  
Taubåtkompaniet AS  
Tema Eiomsselskap AS  
Th. Johansen & Sønner AS  
Thomar AS  
Tibe Reklamebyrå AS  
Tine Meierier Vest BA  
Tine Meierier Øst BA  
Tinn kommune  
Titania AS  
Topp Auto AS  
Torghatten Trafikkselskap AS  
Torgkvaralet kjøpesenter  
Torpa bilruter AS  
Toten Bygg og Anlegg AS  
Toten Transport AL  
Totens Sparebank  
Toyota Norge AS  
Trafikk & Anlegg AS  
Trioving AS  
Trondheim kommune  
Trondheim Stål AS  
Trysilfjellet BA  
Tvedestrand kommune  
Tysvær kommune  
Ulstein Verft AS  
Umoe Catering AS  
Umoe IKT  
Umoe Mandal AS  
UPC AS  
Valde kommune  
Valle sparebank  
Vefsn kommune  
Veidekke ASA  
Verdal kommune  
Vest Inkasso AS  
Vest-Busscar Stryn  
Vesterålsrevisjon AS  
Vestvik Reklame AS  
Vestvågøy kommune  
VIBO Entreprenør AS  
Vigor AS  
Vik-Sandvik Group  
Vital Forsikring ASA  
Vital Næringseiendom AS  
Vokks Installasjon AS  
Våler Bygg AS  
Wennberg Trykkeri AS  
Westnøa  
Westres Bakeri AS  
Widerøe Internett AS  
Widerøes Flyveselskap ASA  
Wiersholm, Mellbye & Bech  
Advokatfirma AS  
Windy Boats AS  
Xerox AS  
Yara International ASA  
YIT Building Systems AS  
Økonor Sandnessjøen AS  
Øksfjord Slip og Mek AS  
Østbyen Bil AS  
Østerdal billag AS  
Østereng & Benestad AS  
Øveraasen AS  
Ålesund Storsenter AS  
Åmot kommune  
Aarsland Møbelfabrikk AS  
Aas Mek. Verksted AS  
Åsen & Øvreliid AS  
3T Produkter AS

## Vedlegg II

# Tabeller, figurer og detaljerte anslag



# Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten

| Dato                        | Foliorente <sup>1</sup> | Endring |
|-----------------------------|-------------------------|---------|
| <b>Kommende møter</b>       |                         |         |
| 14. desember 2005           |                         |         |
| 2. november 2005            |                         |         |
| 21. september 2005          |                         |         |
| 11. august 2005             |                         |         |
| <b>Tidligere rentemøter</b> |                         |         |
| 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      |
| 25. juni 2003               | 4                       | -1      |
| 30. april 2003              | 5                       | -0,5    |
| 05. mars 2003               | 5,5                     | -0,5    |
| 22. januar 2003             | 6                       | -0,5    |
| 11. desember 2002           | 6,5                     | -0,5    |
| 30. oktober 2002            | 7                       | 0       |
| 18. september 2002          | 7                       | 0       |
| 07. august 2002             | 7                       | 0       |
| 03. juli 2002               | 7                       | +0,5    |
| 22. mai 2002                | 6,5                     | 0       |
| 10. april 2002              | 6,5                     | 0       |
| 27. februar 2002            | 6,5                     | 0       |

<sup>1</sup> 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 <sup>1)</sup> | Eksport av trad. varer | Import |
|---|------|-------------|---------------|--------------------------------------|----------------------------|----------------------------------|------------------------|--------|
| 1997  | 5,2  | 4,9         | 3,2           | 2,5                                  | 11,8                       | 24,9                             | 7,6                    | 12,4   |
| 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  | 0,4  | 0,7         | 3,0           | 1,4                                  | -2,2                       | 16,9                             | 5,1                    | 2,2    |
| 2004  | 2,9  | 3,5         | 4,4           | 2,3                                  | 6,1                        | 12,3                             | 3,0                    | 9,1    |
| 2004 <sup>2)</sup> 1.kv                     | 1,2  | 0,7         | 1,9           | 1,0                                  | 0,6                        | 7,4                              | -1,8                   | 3,4    |
| 2.kv  | 1,1  | 0,9         | 0,0           | 1,0                                  | 2,2                        | 2,2                              | -1,2                   | 2,3    |
| 3.kv  | -0,8 | 1,0         | 0,9           | 0,0                                  | 4,0                        | 3,3                              | 5,5                    | 3,0    |
| 4.kv  | 1,1  | 1,4         | 1,4           | 0,2                                  | 6,2                        | 9,8                              | 2,4                    | 2,8    |
| 2005 <sup>2)</sup> 1.kv                     | 0,5  | 0,9         | -0,2          | 0,7                                  | -5,6                       | -8,5                             | -1,2                   | -2,4   |
| Nivå 2004, mrd kroner                       | 1688 | 1307        | 756           | 371                                  | 227                        | 73                               | 210                    | 498    |

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

| Tolv måneders-vekst i prosent | KPI  | KPI-JAE <sup>1)</sup> | KPI-JA <sup>2)</sup> | KPI-JE <sup>3)</sup> | HKPI <sup>4)</sup> |
|-------------------------------|------|-----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|
| 1997                          | 2,6  |                       |                      | 2,3                  | 2,5                |
| 1998                          | 2,2  |                       |                      | 2,9                  | 2,0                |
| 1999                          | 2,3  |                       |                      | 2,3                  | 2,1                |
| 2000                          | 3,1  |                       |                      | 2,3                  | 3,0                |
| 2001                          | 3,0  | 2,6                   | 3,2                  | 2,4                  | 2,7                |
| 2002                          | 1,3  | 2,3                   | 2,2                  | 1,6                  | 0,8                |
| 2003                          | 2,5  | 1,1                   | 2,5                  | 1,0                  | 2,0                |
| 2004                          | 0,4  | 0,3                   | 0,0                  | 0,8                  | 0,6                |
| 2004 jan                      | -1,8 | 0,1                   | -2,4                 | 0,5                  | -1,4               |
| feb                           | -1,7 | -0,1                  | -2,3                 | 0,4                  | -1,5               |
| mar                           | -0,6 | 0,3                   | -1,1                 | 0,7                  | -0,4               |
| apr                           | 0,4  | 0,2                   | -0,1                 | 0,5                  | 0,4                |
| mai                           | 1,0  | 0,1                   | 0,6                  | 0,5                  | 1,0                |
| jun                           | 1,3  | 0,2                   | 0,8                  | 0,6                  | 1,3                |
| jul                           | 1,5  | 0,2                   | 1,1                  | 0,6                  | 1,6                |
| aug                           | 1,0  | 0,1                   | 0,5                  | 0,6                  | 1,1                |
| sep                           | 1,1  | 0,5                   | 0,6                  | 0,8                  | 1,1                |
| okt                           | 1,4  | 0,5                   | 0,9                  | 1,0                  | 1,4                |
| nov                           | 1,2  | 1,0                   | 0,8                  | 1,4                  | 1,4                |
| des                           | 1,1  | 1,0                   | 0,6                  | 1,4                  | 1,2                |
| 2005 jan                      | 1,1  | 0,7                   | 0,5                  | 1,2                  | 0,9                |
| feb                           | 1,0  | 0,7                   | 0,4                  | 1,3                  | 0,9                |
| mar                           | 1,0  | 0,7                   | 0,5                  | 1,1                  | 0,9                |
| apr                           | 1,3  | 0,8                   | 0,8                  | 1,3                  | 1,2                |
| mai                           | 1,6  | 1,1                   | 1,2                  | 1,5                  | 1,5                |

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

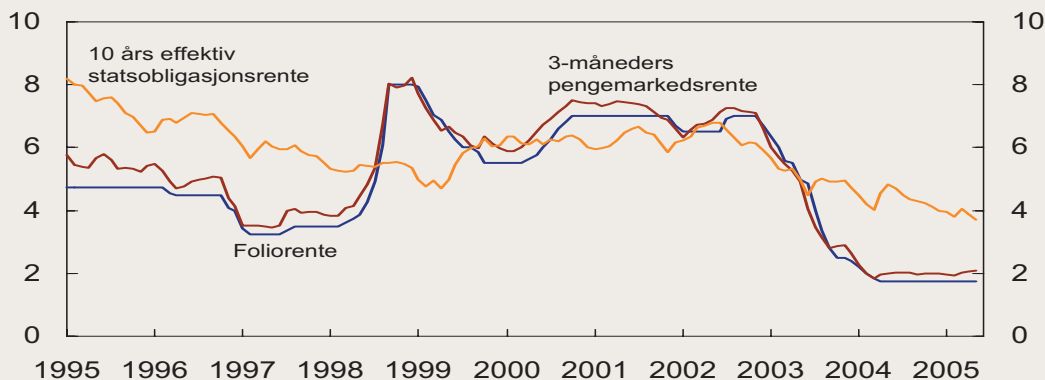
3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

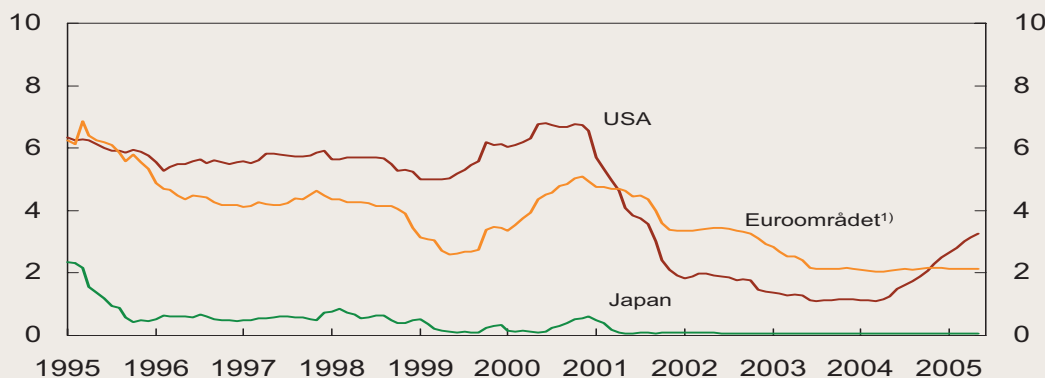
# Figurer

**Figur 1** Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, foliorenten og 10 års statsobligasjonsrente. Månedstill. Jan. 95 – mai 05



Kilder: EcoWin og Norges Bank

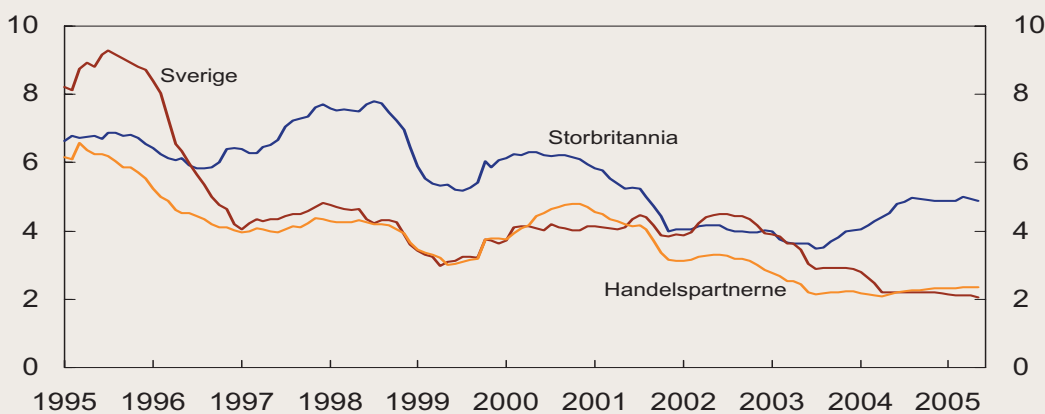
**Figur 2** Tremåneders renter i USA, euroområdet og Japan. Månedstill. Jan. 95 – mai 05



<sup>1)</sup> Teoretisk ECU-rente tom. des. 98

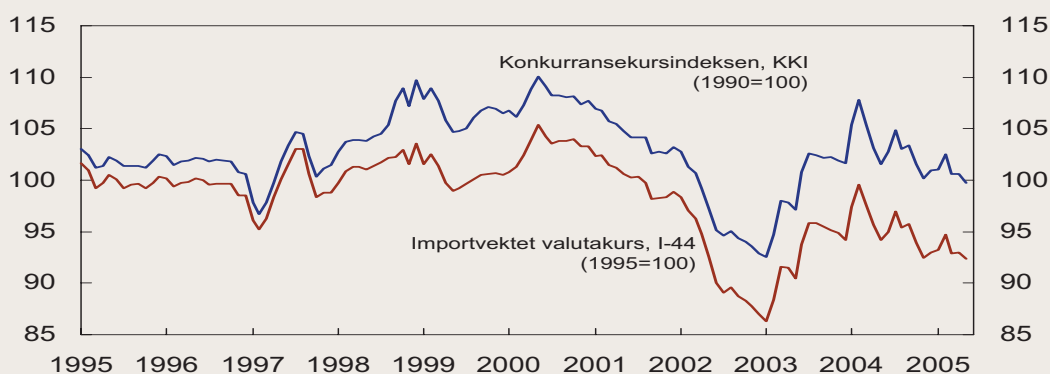
Kilder: EcoWin og Norges Bank

**Figur 3** Tremåneders renter i Storbritannia, Sverige og hos handelspartnerne. Månedstill. Jan. 95 – mai 05



Kilder: EcoWin og Norges Bank

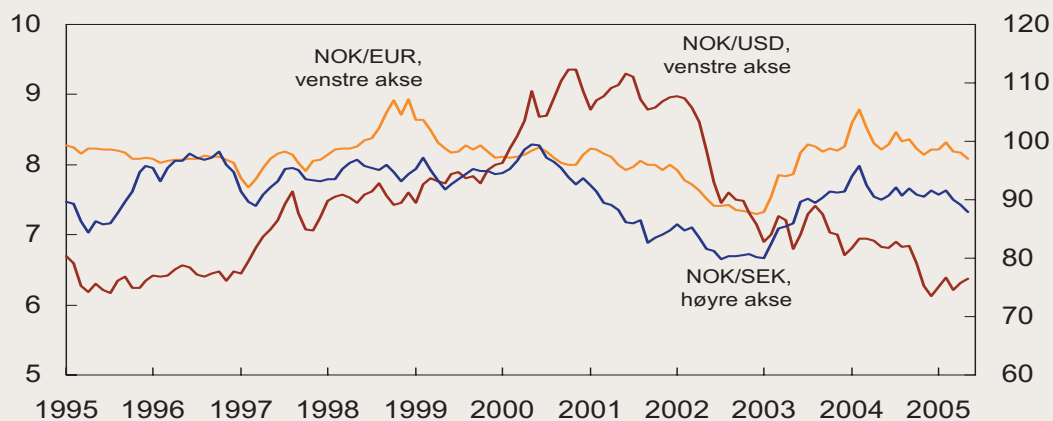
**Figur 4** Konkurranskursindeksen og importvektet valutakurs I-44.<sup>1)</sup>  
Månedstall. Jan. 95 – mai 05



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs

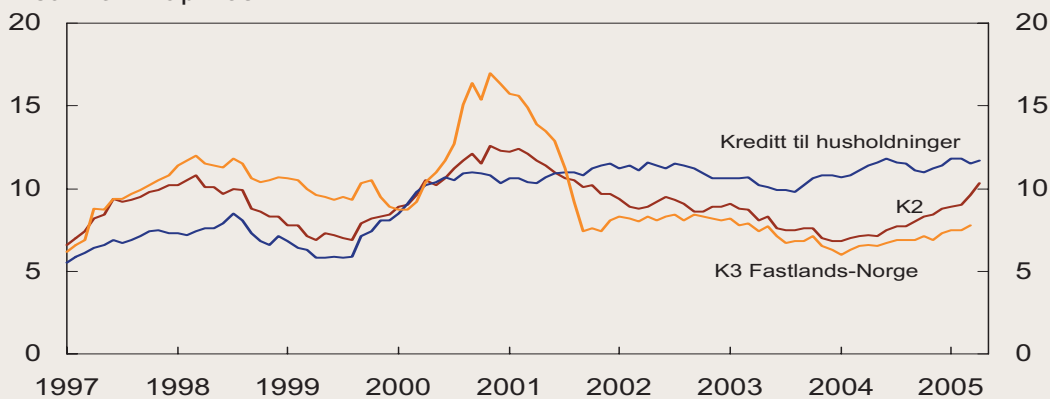
Kilder: EcoWin og Norges Bank

**Figur 5** Bilaterale kurser. Månedstall. Jan. 95 – mai 05



Kilder: EcoWin og Norges Bank

**Figur 6** Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolv månedersvekst. Prosent.  
Jan. 97 – apr. 05



Kilde: Norges Bank

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år  
Anslag for 2005-2008**

|               | USA | Japan | Tyskland | Frankrike | UK  | Sverige | Handels-<br>partnerne <sup>1)</sup> | Euro-<br>landene <sup>2)</sup> |
|---------------|-----|-------|----------|-----------|-----|---------|-------------------------------------|--------------------------------|
| 2004          | 4,4 | 2,6   | 1,6      | 2,5       | 3,1 | 3,5     | 2,9                                 | 2,0                            |
| <b>Anslag</b> |     |       |          |           |     |         |                                     |                                |
| 2005          | 3½  | 1½    | ¾        | 1¼        | 2¼  | 2       | 2                                   | 1¼                             |
| 2006          | 2¾  | 1¼    | 1¼       | 2         | 2¼  | 2½      | 2¼                                  | 1¾                             |
| 2007          | 2¾  | 1¼    | 1¼       | 2         | 2¼  | 2½      | 2¼                                  | 2                              |
| 2008          | 2¾  | 1¼    | 1½       | 2         | 2¼  | 2½      | 2½                                  | 2                              |

1) Eksportvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

2) Vekter fra Eurostat

Kilder: OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år  
Anslag for 2005-2008**

|               | USA | Japan | Tyskland <sup>1)</sup> | Frankrike <sup>1)</sup> | UK <sup>1)</sup> | Sverige | Handels-<br>partnerne <sup>2)</sup> | Euro-<br>landene <sup>3)</sup> |
|---------------|-----|-------|------------------------|-------------------------|------------------|---------|-------------------------------------|--------------------------------|
| 2004          | 2,7 | 0,0   | 1,7                    | 2,1                     | 1,3              | 0,4     | 1,5                                 | 2,1                            |
| <b>Anslag</b> |     |       |                        |                         |                  |         |                                     |                                |
| 2005          | 3   | 0     | 1¼                     | 2                       | 1¾               | ¼       | 1½                                  | 1¾                             |
| 2006          | 2½  | ¼     | 1¼                     | 1½                      | 1¾               | 1¼      | 1½                                  | 1¾                             |
| 2007          | 2½  | ¼     | 1½                     | 1¾                      | 2                | 2       | 1¾                                  | 1¾                             |
| 2008          | 2½  | ½     | 1¾                     | 2                       | 2                | 2       | 2                                   | 2                              |

1) HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices

2) Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

3) HICP. Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

Kilder: OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

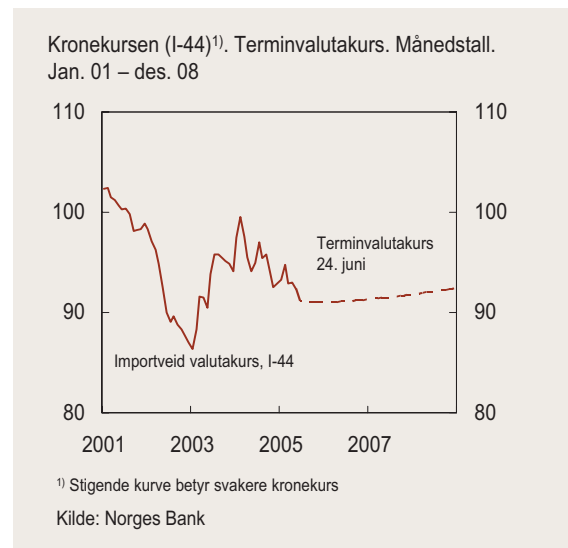
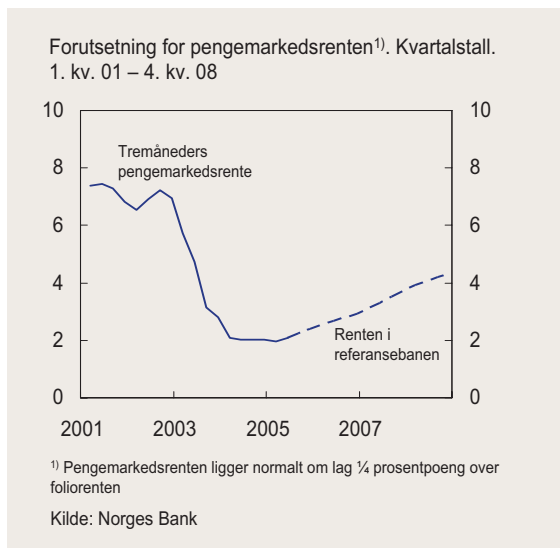
Tabell 5 Rente og valutakurs i referansebanen<sup>1)</sup>

| Historisk utvikling |      | I-44 <sup>2)</sup> | Foliorente |
|---------------------|------|--------------------|------------|
| 1997                |      | 99,2               | 3,4        |
| 1998                |      | 101,7              | 5,5        |
| 1999                |      | 100,4              | 6,3        |
| 2000                |      | 103,3              | 6,2        |
| 2001                |      | 100,2              | 7,0        |
| 2002                |      | 91,6               | 6,7        |
| 2003                |      | 92,8               | 4,2        |
| 2004                |      | 95,6               | 1,8        |
| 2004                | 1.kv | 98,2               | 2,0        |
|                     | 2.kv | 94,9               | 1,8        |
|                     | 3.kv | 96,1               | 1,8        |
|                     | 4.kv | 93,1               | 1,8        |
| 2005                | 1.kv | 93,6               | 1,8        |
| 2005                | 2.kv | 92,1               | 1,8        |
|                     | 3.kv | 91,0               | 2,0        |
|                     | 4.kv | 91,0               | 2,1        |
| 2006                | 1.kv | 91,0               | 2,3        |
|                     | 2.kv | 91,0               | 2,4        |
|                     | 3.kv | 91,1               | 2,5        |
|                     | 4.kv | 91,2               | 2,7        |
| 2007                | 1.kv | 91,3               | 2,9        |
|                     | 2.kv | 91,4               | 3,1        |
|                     | 3.kv | 91,5               | 3,3        |
|                     | 4.kv | 91,7               | 3,5        |
| 2008                | 1.kv | 91,8               | 3,7        |
|                     | 2.kv | 92,0               | 3,8        |
|                     | 3.kv | 92,1               | 4,0        |
|                     | 4.kv | 92,3               | 4,1        |

1) For I-44 er terminvalutakursen lagt til grunn. Utgangspunktet for beregningen er det gjennomsnittlige indeksnivået fra 1.-24. juni. Renteforutsetningen er basert på terminrenter. Tremåneders terminrenter er beregnet ut fra rentene i penge- og swaprentemarkedet observert 24. juni. Vi har trukket 0,25 prosentpoeng fra terminrentene for å få et uttrykk for forventet foliorente. Dessuten er terminrentene justert for at kredittrisikoen øker med tid til forfall. For 2007 og 2008 legges det til grunn at de faktiske renteforventningene stiger noe raskere enn terminrentene.

2) Importveid valutakursindeks, 44-land. Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Vektene er løpende og basert på årlige importandeler.

Kilde: Norges Bank





Tabell 6 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

|  | Milliarder kroner |      | Prosentvis endring fra foregående år<br>(der ikke annet fremgår) |      |      |      |
|--|-------------------|------|--|------|------|------|
|  | Anslag            |      |  |      |      |      |
|  | 2004              | 2004 | 2005   | 2006 | 2007 | 2008 |
| <b>Realøkonomi</b>                             |                   |      |  |      |      |      |
| Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1)</sup> | 1355              | 4,1  | 4  | 3¾   | 2½   | 2    |
| - Privat konsum                                | 756               | 4,4  | 4  | 3¾   | 2¾   | 2¼   |
| - Offentlig konsum                             | 371               | 2,3  | 1¾   | 1½   | 1½   | 1½   |
| - Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge        | 227               | 6,1  | 7½   | 6    | 2¾   | 1½   |
| Oljeinvesteringer <sup>2)</sup>                | 73                | 12,3 | 25   | -5   | -2½  | 0    |
| Tradisjonell eksport                           | 210               | 3,0  | 5½   | 3½   | 3½   | 3½   |
| Import   | 498               | 9,1  | 8  | 3½   | 2¼   | 1¾   |
| BNP  | 1688              | 2,9  | 3  | 3½   | 2½   | 2    |
| BNP Fastlands-Norge                            | 1307              | 3,5  | 3¾   | 3    | 2½   | 2¼   |
| Potensielt BNP Fastlands-Norge                 |                   | 3    | 2½   | 2½   | 2½   | 2½   |
| Produksjonsgap Fastlands-Norge                 |                   | -¾   | ½  | 1    | 1    | ¾    |
| <b>Arbeidsmarkedet</b>                         |                   |      |  |      |      |      |
| Sysselsetting                                  |                   | 0,2  | 1  | 1½   | 1    | ½    |
| Arbeidsstyrke, AKU                             |                   | 0,3  | ¾  | 1    | 1    | ¾    |
| Registrert ledighet (rate)                     |                   | 3,9  | 3½   | 3¼   | 3¼   | 3½   |
| AKU-ledighet (rate)                            |                   | 4,5  | 4¼   | 3¾   | 3¾   | 4    |
| <b>Priser og lønninger</b>                     |                   |      |  |      |      |      |
| KPI  |                   | 0,4  | 1¼   | 1¾   | 2    | 2½   |
| KPI-JAE <sup>3)</sup>                          |                   | 0,3  | 1  | 1½   | 2    | 2½   |
| Årslønn <sup>4)</sup>                          |                   | 3,6  | 3½   | 4½   | 4½   | 4½   |

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

2) Utvinning og rørtransport

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

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

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

