

Norges Banks rapportserie  
Nr. 1-2005

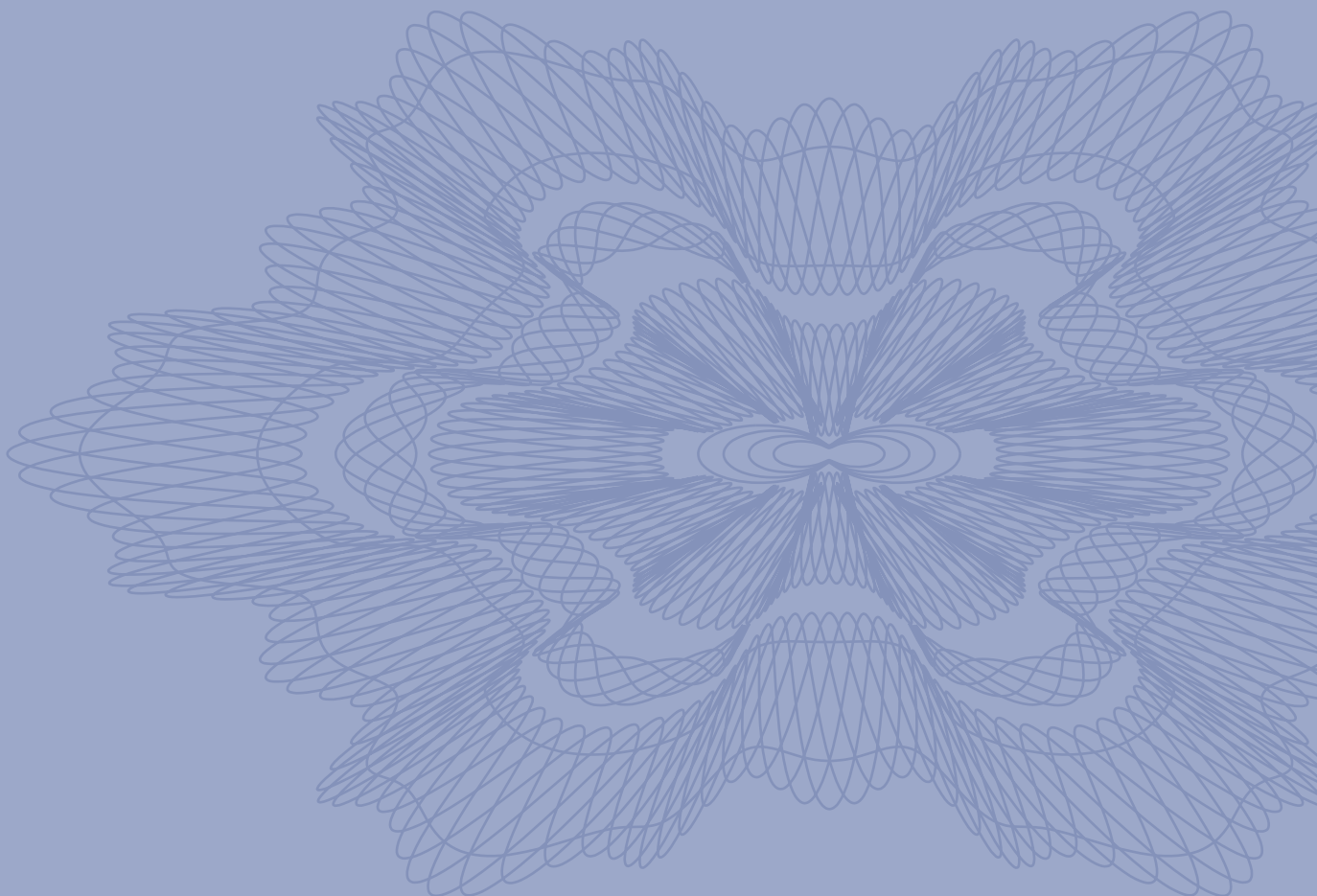


# Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

1  
05

m a r s



# Norges Banks inflasjonsrapport

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

Hovedstyret i Norges Bank har i møter 1., 2. og 16. mars drøftet hovedlinjene i inflasjonsrapporten. På bakgrunn av drøftingen ble det 16. mars vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 30. juni. Strategien er gjengitt i kapittel 3. I perioden er det rentemøter i hovedstyret 16. mars, 20. april, 25. mai og 30. juni.

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

# 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 tidshorison, normalt 1–3 år. Den mer presise 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.



# Inflasjonsrapport 1/2005

## med pengepolitiske vurderinger

Leder	7
Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen	8
1. Utviklingen den siste tiden	10
2. Drivkrefter de nærmeste årene	21
3. Pengepolitiske vurderinger og strategi	27
- Konklusjoner – pengepolitisk strategi	36
Nærmere om anslagene	37
Utdypinger	43
Vedlegg	58

Rapporten er basert på informasjon fram  
til og med 10. mars 2005.

Konklusjonene i kapittel 3 ble vedtatt av hovedstyret 16. mars 2005



# Leder

## *Renteutviklingen*

Rentenedgangen gjennom 2003 og den lave renten det siste året har bidratt til høyere aktivitet i norsk økonomi. Den samlede kapasitetsutnyttelsen i økonomien er nå kommet opp på sitt normale nivå og stiger. Det kan se ut til at veksten er blitt mer selvdreven.

Prisene på konsumvarer, som for et år siden sto stille, har tatt seg gradvis opp. Uventet prisfall på noen importvarer trakk riktignok konsumprisveksten ned de første månedene i år, men i vår åpne økonomi må vi vente noe svingninger i inflasjonen og kanskje mer enn i en del andre land. Pengepolitikken har trolig bidratt til at inflasjonsforventningene på lenger sikt har ligget nokså stabilt nær 2½ prosent.

Utsiktene og vurderingene i denne inflasjonsrapporten har tatt utgangspunkt i renteutviklingen som ventes blant aktørene i finansmarkedet. Det innebærer en gradvis normalisering av renten. Det er hovedstyrets vurdering at styringsrenten bør ligge i intervallet 1½ - 2½ prosent i perioden fram til slutten av juni, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. Den uvanlig lave renten og utviklingen i produksjonen og inflasjonen tilsier at ytterligere rentenedsettelse nå er mindre aktuelt. Den nedre grensen for strategiintervallet er derfor satt opp til 1½ prosent. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen tilsier at vi holder fast ved et intervall for rentesettingen på 1 prosentenheter.

På den ene siden skal pengepolitikken bringe inflasjonen opp til målet og stabilisere inflasjonsforventningene på 2½ prosent. På den andre siden må vi i dagens situasjon også legge vekt på at kapasitetsutnyttelsen i økonomien ikke blir for høy. En utvikling der renten etter hvert øker – og da gradvis – synes å gi en god avveining mellom disse hensynene. Det kan da ta noe tid før inflasjonen kommer opp til målet, men en mer aggressiv pengepolitikk for å drive inflasjonen raskt opp ville trolig gi økt risiko for flaskehalser og press i økonomien. Å la et slikt press få oppstå vil tvert imot kunne undergrave forventningene til at den fremtidige prisveksten vil ligge rundt målet.

Utsiktene for renten fremover er viktig for husholdninger og bedrifter når de gjør økonomiske valg og dermed for utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting. Våre formuleringer om styringsrenten de neste fire månedene kan gi en viss veiledning. I rapporten gir vi også en mer kvalitativ vurdering av markedsaktørenes renteforventninger og av den nøytrale realrenten over tid. Renteutviklingen fremover er usikker. Økonomien utsettes jevnlig for forstyrrelser som kan føre til at renten fremover vil følge en annen utvikling enn den vi har skissert. Kjennskap til Norges Banks reaksjonsmønster, som vi forsøker å gjøre rede for i denne rapporten og ellers, vil kunne være til hjelp for å danne seg et bilde av hvordan slike forstyrrelser vil virke inn på rentesettingen.

16. mars 2005  
Jarle Berge

# Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen

Inflasjonen var lav i fjor. Målt ved KPI-JAE økte prisene med 0,3 prosent fra 2003 til 2004. Inflasjonen tok seg opp mot slutten av fjoråret. I begynnelsen av 2005 avtok årsveksten i KPI-JAE som følge av fall i prisene på importerte konsumvarer. Fallet skyldtes trolig i noen grad forhold som er midlertidige. Det er imidlertid også tegn til at prisene på importerte konsumvarer i utenlandsk valuta faller noe mer enn tidligere anslått. Prisene på norskproduserte varer og tjenester har utviklet seg om lag som anslått. Risikoen for fall i det generelle prisnivået og klart avtakende inflasjonsforventninger er trolig redusert.

Veksten i norsk produksjon har vært sterk siden midten av 2003. Økt etterspørsel og produksjon må ses i sammenheng med at rentene er lave. Kronekursen målt ved konkurransekursindeksen er om lag som på midten av 1990-tallet. Målt ved relative lønnskostnader er konkurranseevnen fortsatt nokså svak, men lønnsveksten har de siste to årene kommet ned. Samtidig bidrar utviklingen ute positivt til aktiviteten i Norge. Prisene på olje og andre viktige norske eksportvarer er høye. Investeringene i petroleumsvirksomheten vokser sterkt. Finanspolitikken har bidratt til noe høyere etterspørsel enn det opprinnelig var lagt opp til.

Det kan se ut til at veksten i norsk økonomi er blitt mer selvdreven. Tidlig i oppgangen var det særlig privat konsum sammen med tradisjonell eksport og realinvesteringene i oljesektoren som økte. Etter hvert har veksten i realinvesteringene i Fastlands-Norge også tatt seg opp.

Selv med sterk oppgang i fastlandsøkonomien har økningen i sysselsatte personer vært nokså beskjeden. Produktiviteten har trolig økt mer enn normalt i en del næringer, og sykefraværet falt kraftig gjennom 2004. Det økte bedriftenes tilgang på arbeidskraft og kan ha dempet etterspørselen etter nye ansatte. Målt i antall timeverk var det god vekst i sysselsettingen i fjor. Arbeidsledigheten har bare falt moderat det siste året.

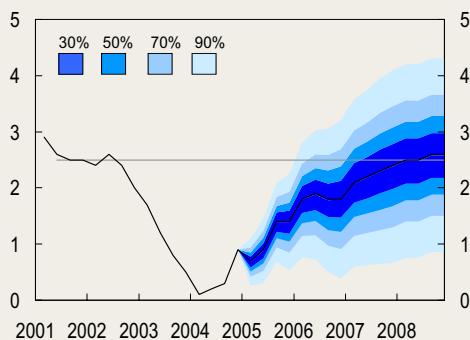
Økning i tilgjengelige timeverk og økt konkurranse og effektivisering i mange sektorer bidro til at produksjonspotensialet økte noe mer enn normalt i fjor. Økonomien har derfor i en periode kunnet vokse nokså mye uten at det har oppstått flaskehals i arbeidsmarkedet. Utnyttelsen av produksjonskapasiteten ligger nær det normale.

Veksten i etterspørsel og produksjon ventes å holde seg høy den nærmeste tiden. Det er utsikter til en noe raskere tilstrømming av arbeidsmarkedet enn vi har sett det siste året. Kapasitetsutnyttningen vil i 2005 trolig komme over sitt normale nivå, og produksjonsgapet vil bli positivt.



Anslagene for årene fremover er basert på den forventede renteutviklingen blant markedsaktørene. Terminrentene synes å gi et rimelig uttrykk for disse forventningene fram til 2007. Den 10. mars var det forventet at styringsrenten vil økes til 2 prosent i løpet av sommeren og videre til om lag 2½ prosent ved årsskiftet og 3¼ prosent ved utgangen av 2006. Etter dette er det forventninger om videre renteøkning, men i senere takt enn markedsaktørene så for seg da forrige inflasjonsrapport ble lagt fram. Fem år fram i tid er terminrenten fortsatt bare 4¾ prosent. For 2007 og 2008 legges det til grunn at de faktiske renteforventningene stiger noe raskere enn terminrentene. Justeringen innebærer at pengemarkedsrentene i Norge gradvis øker til om lag 5 prosent i slutten av 2008 og deretter videre mot et normalt nivå på 5½ prosent. Se egen utdyping om nivået på de langsiktige rentene på side 44. Vi legger til grunn at valutakursen følger utviklingen i terminkursen. Det innebærer at kronen holder seg nokså stabil rundt dagens nivå i årene fremover.

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



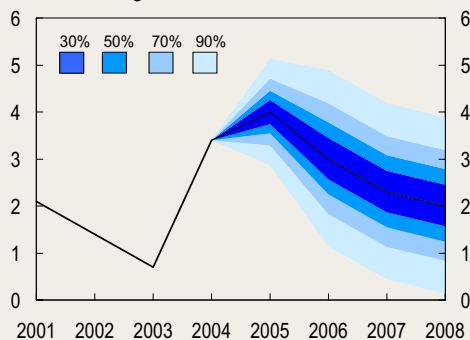
<sup>1)</sup> Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i KPI-JAE. Sannsynlighetene er beregnet ut fra avvik mellom anslått og faktisk utvikling i underliggende inflasjon i perioden 1997 – 2004

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Selv om renten øker gradvis gjennom fremskrivingsperioden, vil nivået på både den nominelle og den reelle renten bli liggende noe under sine langsiktige nøytrale nivåer de nærmeste årene. Samtidig vil sterk vekst i oljeinvesteringene i år gi ringvirkninger til næringslivet i Fastlands-Norge. Med en slik utvikling er det utsikter til at aktiviteten i norsk økonomi fortsetter å øke nokså raskt i år og neste år. Anslagene innebærer at produksjonsgapet øker til om lag 1¼ prosent i 2006.

Etter hvert som kapasitetsutnyttningen i økonomien øker, er det utsikter til lavere arbeidsledighet og til at lønnsveksten tiltar noe. De spesielle forholdene som har bidratt til å holde prisveksten på importerte konsumvarer nede ventes å avta gradvis i årene fremover. Inflasjonen målt ved KPI-JAE vil da kunne øke fra under 1 prosent i dag til opp mot 2 prosent i 2006.

**Figur 2** Anslag og usikkerhet for veksten i BNP Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2001 – 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 – 2003.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Etter hvert som renten kommer opp mot et mer normalt nivå, vil veksten i privat etterspørsel trolig avta. BNP for Fastlands-Norge vil da kunne vokse noe mindre enn produksjonspotensialet, slik at kapasitetsutnyttningen i økonomien reduseres. Produksjonsgapet anslås til ½ prosent i 2008.

En normalisering av kapasitetsutnyttningen mot slutten av prognoseperioden tilsier at arbeidsledigheten øker litt igjen. Den høyere inflasjonen ventes imidlertid å bidra til at den nominelle lønnsveksten holder seg oppe. Med denne utviklingen er det utsikter til at inflasjonen stabiliseres rundt 2½ prosent på tre års sikt.

Anslagene er usikre, se figur 1 og 2. Våre fremskrivninger er basert blant annet på våre analyser av sammenhengene i økonomien og betinget av den rente- og valutakursutviklingen som er lagt til grunn.

# 1 | Utviklingen den siste tiden

## 1.1 Utviklingen i finansmarkedene

### Lave langsiktige renter

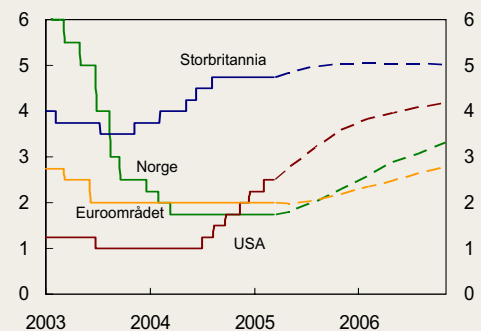
Så langt i denne konjunkturoppgangen er styringsrentene hos et gjennomsnitt av våre handelspartnere økt med litt over  $\frac{1}{4}$  prosentenheter. I USA er styringsrenten hevet seks ganger siden juni i fjor, til 2,5 prosent, se figur 1.1. Markedsrentene tyder på forventninger om ytterligere økninger gjennom 2005. Styringsrenten i euroområdet har vært uendret, men ventes satt opp mot slutten av 2005. I Storbritannia er styringsrenten økt med 1,25 prosentenheter siden november 2003, til 4,75 prosent. Markedsaktørene venter ytterligere økning i løpet av det neste halve året. Styringsrenten i Canada ble i fjor satt opp til 2,5 prosent, og det ventes nye renteøkninger til høsten. I Australia er styringsrenten hevet med 1,25 prosentenheter siden 2002, til 5,5 prosent. Styringsrenten i Sverige er uendret på 2,0 prosent. Renten ventes økt mot slutten av året. Markedsaktørene venter nå sterkere renteoppgang i USA og Storbritannia enn de gjorde i begynnelsen av november i fjor. Derimot venter markedsaktørene at renteøkninger i Sverige og euroområdet vil komme senere enn de antok ved forrige inflasjonsrapport.

De langsiktige rentene falt gjennom høsten 2004 og de første månedene i 2005. Den siste tiden har de langsiktige rentene steget, spesielt i USA. Samlet sett har utviklingen i de langsiktige rentene bidratt til at terminrentene på 10 års sikt har falt med om lag  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng for et gjennomsnitt av våre handelspartnere. Normalt legger vi til grunn at terminrentene uttrykker forventede kortsiktige pengemarkedsrenter. Med en slik tolkning tilsier renteutviklingen den senere tiden at forventningene om rentenivået på lang sikt har falt noe.

Tilbuds- og etterspørselsforhold kan ha bidratt til å presse ned de langsiktige rentene, og dermed også terminrentene. De lave rentene på kortsiktige plasseringer kan ha fått flere investorer til å plassere i langsiktige obligasjoner for å oppnå høyere avkastning. Nye reguleringer av europeiske livsforsikringsselskaper bidrar også til at de plasserer en relativt større andel av investeringene i fordringer med lengre løpetider. Stor overskuddslikviditet som følge av lave kortsiktige renter har økt etterspørselen etter blant annet statsobligasjoner. Asiatiske sentralbankers kjøp av amerikanske statsobligasjoner bidrar trolig også til holde amerikanske renter nede. Se egen utdyping om utviklingen i de langsiktige rentene på side 44.

I Norge er styringsrenten holdt uendret på 1,75 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Se egen utdyping nedenfor om pengepolitikken siden 3. november i fjor. Terminrentene

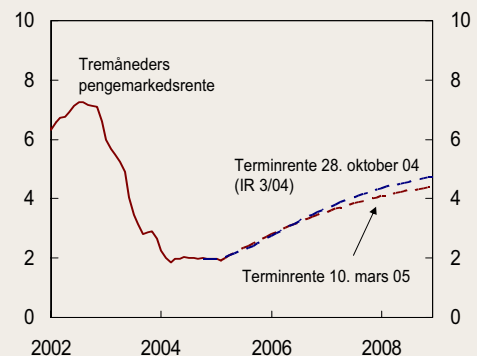
**Figur 1.1** Rente forventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente<sup>1)</sup> per 10. mar. 05.  
2. jan. 03 – 1. nov. 06



<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** Terminrente<sup>1)2)</sup>. Månedstill.  
Jan. 02 – des. 08

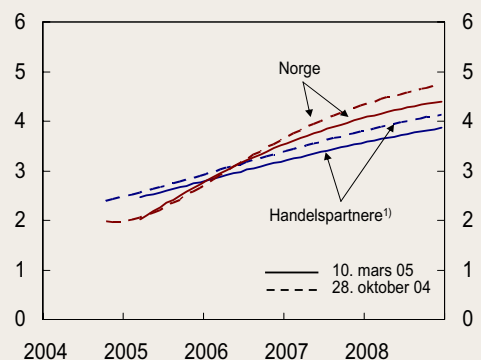


<sup>1)</sup> Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng over foliorenten

<sup>2)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente til og med februar 2005

Kilde: Norges Bank

**Figur 1.3** Terminrente. Månedstill.  
Okt. 04 – des. 08



<sup>1)</sup> Beregnet som et veid gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnere

Kilde: Norges Bank

på kort sikt er nær uendret siden forrige inflasjonsrapport, se figur 1.2. Terminrentene indikerer forventninger om at styringsrenten vil økes til 2 prosent i løpet av sommeren 2005 og videre til om lag 2½ prosent ved årsskiftet. Målt ved de beregnede terminrentene venter markedsaktørene at rentene i Norge vil være lavere enn for gjennomsnittet av handelspartnerne fram til begynnelsen av 2006, se figur 1.3.

På lang sikt er terminrentene lave også i Norge. De har falt i takt med de internasjonale rentene og er trolig påvirket av de samme særskilte forholdene.

## Pengepolitikken siden 3. november

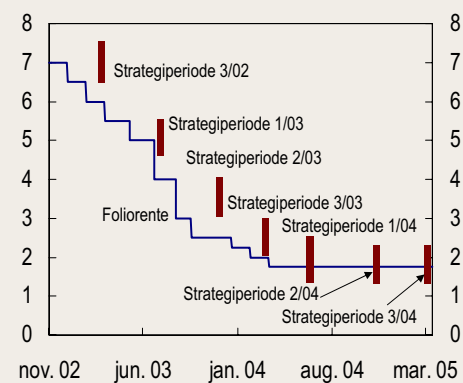
Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i Inflasjonsrapport 3/04 tilsa en foliorente i intervallet 1¼-2¼ prosent i midten av mars 2005, se figur 1. Hovedstyret rettet særlig oppmerksomhet mot forhold som kunne bidra til å utsette en oppgang i inflasjonen. Usikkerhet om effektene av tidligere lettelsener i pengepolitikken og den uvanlig lave renten tilsa imidlertid varsomhet med ytterligere rentenedsettelsener. Utsikter til fortsatt lav inflasjon en stund fremover tilsa samtidig at det skulle store avvik til fra den anslåtte økonomiske utviklingen før renten burde økes. Videre innebar utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge at vi skulle ligge etter andre land i justeringen av rentene mot et mer normalt nivå.

Den økonomiske utviklingen i Norge har siden november vært om lag som ventet. Inflasjonen tok seg opp i november og desember, men et markert prisfall på importerte konsumvarer dempet prisveksten i begynnelsen av 2005. Det er usikkert hvor mye av dette prisfallet som skyldes unormalt sesongmønster og hvor mye som skyldes nedgang i underliggende inflasjon. Risikoen for fall i det generelle prisenivået og klart avtakende inflasjonsforventninger er trolig blitt mindre enn i fjor sommer og høst. De tidligere lettelsene i pengepolitikken har virket om lag som ventet. Foliorenten er holdt

uendret på 1,75 prosent siden 12. mars i 2004. Hovedstyret så i rentemøtene 3. november, 15. desember og 2. februar ingen klare alternativer til å holde renten uendret. Mange land har hevet renten i denne konjunkturoppgangen, også i flere runder. I gjennomsnitt har våre handelspartnere økt styringsrenten med litt over ¼ prosentenheter. Den amerikanske sentralbanken fortsatte å øke renten i februar, og det er forventninger til videre renteøkning. På grunn av utsiktene til lav inflasjon en stund fremover har Norge ligget etter andre land i justeringen av renten mot et mer normalt nivå.

**Figur 1** Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall.

1. nov. 02 – 16. mar. 05



Kilde: Norges Bank

## Moderate svingninger i kronkursen

Kronekursen svekket seg mot slutten av 2004. Mange utenlandske aktører reduserte sine plasseringer i kroner før årsskiftet. Denne tendensen tiltok i begynnelsen av 2005 som følge av en generell styrking av amerikanske dollar og forventninger om at rentene i Norge ville være lave en god stund fremover. Den siste tiden har kronen styrket seg noe igjen. Den høye oljeprisen og oppjusterte renteforventninger i markedet kan ha bidratt til styrkingen. Målt ved den importveide indeksen I-44 er kronkursen nå litt sterkere enn ved forrige inflasjonsrapport. Den nominelle kronkursen målt ved konkurransekursindeksen (KKI) er nå tilbake rundt det nivået den hadde på midten av 1990-tallet, se figur 1.4. Lønnskostnadene i industrien har steget betydelig mer enn hos handelspartnerne i den samme perioden, og målt ved relative lønnskostnader i felles valuta har den reelle valutakursen hittil i år vært om lag 4 prosent sterkere enn gjennomsnittet siden 1970, se figur 1.5. Målt ved konsumprisene i felles valuta er den reelle valutakursen om lag på gjennomsnittet siden 1970.

## Økte aksjekurser

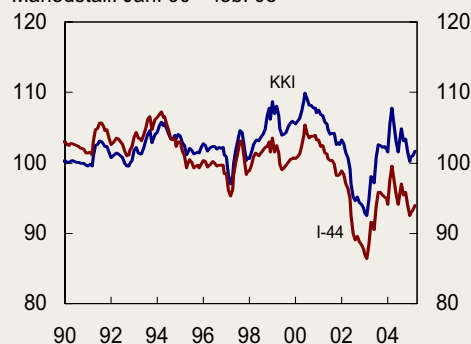
Oppgangen på Oslo Børs tyder på stor optimisme i næringslivet. Aksjekursene har steget betydelig siden våren 2003, og kursstigningen har vært vesentlig sterkere enn i Europa, USA og Japan. Totalindeksen steg med i underkant av 75 prosent fra bunnpunktet i 2003 til utgangen av året. Gjennom 2004 økte totalindeksen med i underkant av 40 prosent, og kursstigningen har fortsatt inn i 2005.

## 1.2 Produksjon og kapasitetsutnyttning

Norsk økonomi gikk gjennom et forholdsvis moderat tilbakeslag i 2002 og begynnelsen av 2003. Siden første halvår 2003 har veksten igjen vært høy. BNP for Fastlands-Norge økte med 3,5 prosent fra 2003 til 2004. Offisiell statistikk og informasjon fra vårt regionale nettverk kan tyde på at veksten i økonomien er blitt mer selvdreven.

Sammen med lave renter har økte oljeinvesteringer og høy etterspørsel etter norske eksportvarer bidratt til økt produksjon innen vareproduserende næringer, se figur 1.6. Industriproduksjonen har tatt seg opp siden bunnpunktet i fjor vår. Utviklingen i tjenesteytende næringer reflekterer fortsatt sterk etterspørsel fra husholdningene. Veksten i utgiftene i offentlig sektor har vært temmelig sterk de siste årene, men kanskje avtakende. Vi har liten samlet kunnskap om den reelle veksten i offentlig tjenesteproduksjon. Det er her ikke utviklet gode mål på produktiviteten og prisutviklingen.

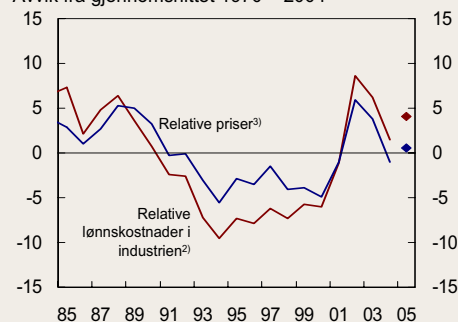
**Figur 1.4** Nominell effektiv valutakurs<sup>1)</sup>. Importvektet kronkurs (I-44, 1995=100) og konkurranse-kursindeksen (KKI, 1990=100). Månedstall. Jan. 90 – feb. 05



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

Kilde: Norges Bank

**Figur 1.5** Realvalutakurser (relative konsumpriser og lønnskostnader i felles valuta). Årstall. Prosent. Avvik fra gjennomsnittet 1970 – 2004<sup>1)</sup>



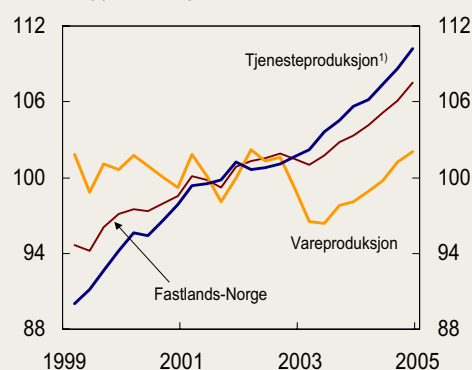
<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig nominell valutakurs (KKI) for 2005 er basert på gjennomsnittet hittil i år (til og med 10. mars)

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

<sup>3)</sup> Anslag for konsumprisveksten i 2005 fra IR 1/05

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

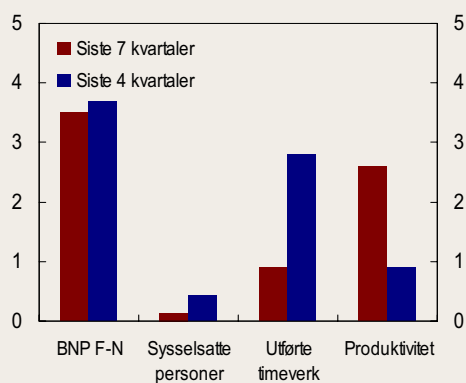
**Figur 1.6** Bruttoprodukt i Fastlands-Norge. Indeks 2001 = 100. Sesongjustert. Kvartalstall. 1. kv. 99 – 4. kv. 04



<sup>1)</sup> Unntatt offentlig sektor

Kilde: Statistisk Sentralbyrå

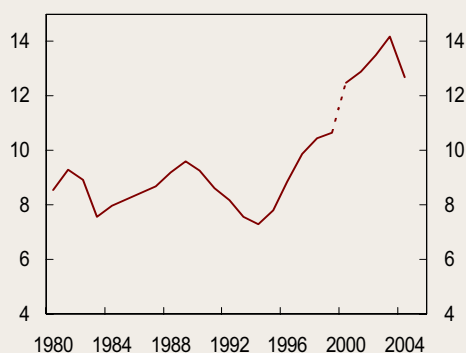
**Figur 1.7** Produksjon, sysselsetting og produktivitet. Gjennomsnittlig kvartalsvekst (annualisert) til og med 4. kv. 04. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Selv med sterk oppgang i fastlandsøkonomien har økningen i antall sysselsatte personer vært relativt beskjeden, se figur 1.7. Produktiviteten økte nokså sterkt i de første par kvartalene etter at veksten tok seg opp. Erfaringsmessig avløses sterk produktivitsvekst etter hvert av at bedriftene igjen begynner å ansette flere. Oppgangen vi nå er inne i, har vart i om lag to år. Når sysselsettingen målt i personer likevel har økt nokså lite, må det ses i lys av at sykefraværet falt kraftig gjennom 2004 etter flere år med økning, se figur 1.8 og 1.9. Fallet i sykefraværet har økt bedriftenes tilgang på arbeidskraft og dempet behovet for nye ansettelser. Målt i antall timeverk var det god vekst i sysselsettingen i fjor. Timeverkene økte med 2,2 prosent fra 2003 til 2004. Økningen i timeverk har et motstykke dels i redusert sykefravær, og dels i at det var tre flere virkedager i fjor enn i forfjor.

**Figur 1.8** Antall sykepengedager betalt av folketrygden per sysselsatt.<sup>1)</sup> Årstall. 1980 – 2004



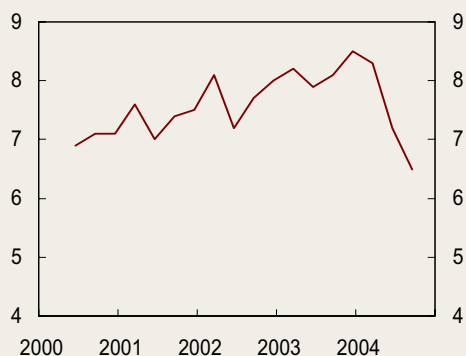
<sup>1)</sup> Fra og med 2000 omfatter sykepengeordningen også alle statsansatte. Det gir brudd i serien mellom 1999 og 2000

Kilde: Trygdeetaten

En årsak til fallet i sykefraværet kan være at endringer i folketrygdloven fra 1. juli i fjor stiller strengere krav for rett til sykepenger. Det kan heller ikke utelukkes at økt bruk av utenlandsk arbeidskraft kan ha påvirket sykefraværet. Sterk nedgang i sykefraværet i bygg- og anleggssektoren, der innslaget av utenlandsk arbeidskraft er relativt stort, kan være en indikasjon på dette.

Økning i tilgjengelige timeverk og økt konkurranse og effektivisering i mange sektorer bidro til at produksjonspotensialet økte noe mer enn normalt i fjor. Økonomien har derfor i en periode kunnet vokse nokså mye uten at det har oppstått flaskehalser i arbeidsmarkedet.

**Figur 1.9** Tapte dagsverk på grunn av egenmeldt og legemeldt sykefravær for arbeidstakere 16 - 69 år. Prosent av avtalte dagsverk. Kvartalstall. 2. kv. 00 – 3. kv. 04



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Industrien rapporterer via konjunkturbarometeret om økende produksjonsvolum og kapasitetsutnyttelse. Gjennomsnittlig kapasitetsutnyttelse i industrien er nå nær det historiske gjennomsnittet. Fra Norges Banks regionale nettverk rapporteres det nå at nær halvparten av kontaktene vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å øke produksjonen utover det planlagte. Det tyder på at det er om lag balanse mellom tilbud og etterspørsel i økonomien, og at kapasitetsutnyttelsen er om lag normal. En normal kapasitetsutnyttelse er forenlig med at produksjonsgapet – det prosentvise avviket mellom faktisk produksjon og produksjonspotensialet – er nær null.

Veksten i etterspørsel og produksjon ventes å holde seg høy den nærmeste tiden. Det er utsikter til at arbeidsledigheten kan avta noe raskere enn den har gjort det siste året. Produksjonsgapet ventes å bli positivt i 2005.



### 1.3 Etterspørselen

Tidlig i konjunkturoppgangen var privat konsum sammen med tradisjonell eksport og realinvesteringene i oljesektoren de viktigste faktorene bak veksten, se figur 1.10. Etter hvert har veksten i realinvesteringene i Fastlands-Norge også økt. I hovedsak har utviklingen de siste kvartalene vært om lag som anslått i forrige inflasjonsrapport. Tegn til høyere investeringsetterspørsel peker imidlertid i retning av at veksten i samlet etterspørsel og produksjon de nærmeste kvartalene kan bli noe sterkere enn tidligere lagt til grunn.

#### *Sterk vekst i husholdningenes etterspørsel*

Husholdningenes etterspørsel har de siste par årene vært understøttet av lave renter, høy reallønnsvekst og økte formuespriser. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall økte privat konsum med 4,3 prosent i fjor. Omsetningsstatistikken for detaljhandelen, basert på innbetalt merverdiavgift, kan imidlertid tyde på noe sterkere vekst. Likevel økte det private konsumet trolig noe mindre i fjor enn anslått i den forrige inflasjonsrapporten.

Veksten i boligprisene har avtatt noe, men er fortsatt høy. Igangsettingen av nye boliger var i 2004 den høyeste på flere år, se figur 1.11. Veksten i husholdningenes boliginvesteringer har vært noe høyere enn våre anslag i forrige inflasjonsrapport. På den annen side har det vært noe lavere vekst i husholdningenes konsum. Samlet sett er husholdningenes etterspørsel om lag som anslått i forrige inflasjonsrapport.

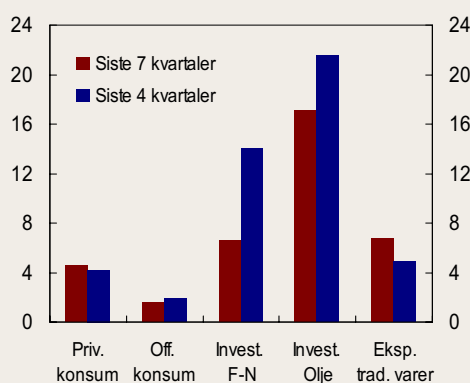
Reallønnen steg forholdsvis mye i 2004 selv om den nominelle lønnsveksten var lavere enn på flere år. Økt import fra lavkostland og økt konkurranse i flere næringer har holdt inflasjonen nede. Slike gevinster har bidratt til god vekst i husholdningenes kjøpekraft.

Samlet sett har husholdningenes tilgang på midler økt kraftig. Gjeldsveksten var noe over 11 prosent i 2004 og er betydelig høyere enn veksten i husholdningenes disponible inntekt, se figur 1.12. Den sterke veksten i boligprisene fra midten av 1990-tallet bidrar til denne utviklingen.

Igangsettingen av boliger er høy. Trolig er det også sterk vekst i rehabilitering av boliger. Veksten i boliginvesteringene vil trolig holde seg noe høyere de nærmeste kvartalene enn vi ventet i forrige inflasjonsrapport.

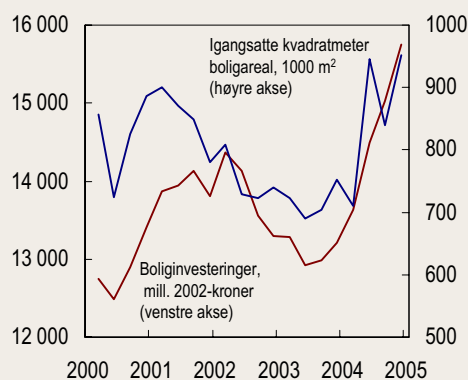
TNS Gallups forventningsindikator for 1. kvartal 2005 viste at husholdningene fortsatt er svært optimistiske i synet på både egen og landets økonomi. Dette bekreftes av våre inntrykk fra det regionale nettverket, der det meldes om sterk vekst i virksomheter som selger varer og tjenester til husholdningene. Samlet sett er det utsikter til at husholdningenes forbruk og boliginvesteringer vil vokse relativt sterkt de nærmeste kvartalene.

**Figur 1.10** Etterspørsel. Gjennomsnittlig kvartalsvekst (annualisert) til og med 4. kv. 04. Prosent



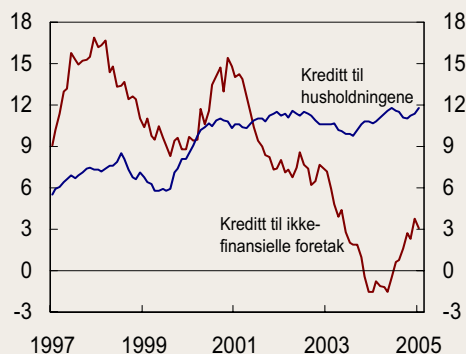
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.11** Boliginvesteringer og igangsetting av nye boliger. Sesongjustert. 1. kv. 00 – 4. kv. 04



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.12** Kreditt til husholdninger og foretak.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 97 – jan. 05



<sup>1)</sup> Fra innenlandske kilder (K2)

Kilde: Norges Bank

### *Fortsatt stimulans fra finanspolitikken*

Utgiftsveksten over statsbudsjettet var i fjor noe høyere enn verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge. I Nasjonalbudsjettet for 2005 ble det strukturelle underskuddet målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge anslått å øke med 0,7 prosentpoeng fra 2003 til 2004. Det var noe høyere enn anslått i Revidert nasjonalbudsjett for 2004.

I Regjeringens forslag til statsbudsjett for 2005 anslås en ytterligere økning i det strukturelle underskuddet i år. Målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge øker underskuddet med 0,4 prosentpoeng fra 2004, eller vel 6 milliarder kroner.

### *Økte foretaksinvesteringer*

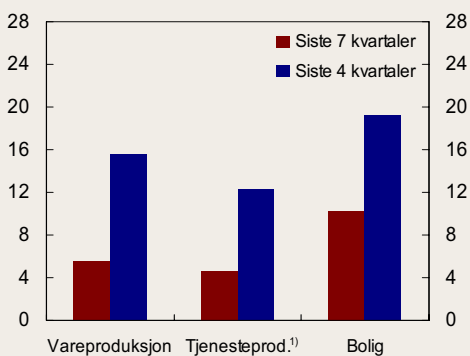
Realinvesteringene i Fastlands-Norge har etter hvert blitt en viktig drivkraft i konjunkturoppgangen, se figur 1.13. I de fleste næringer har investeringene tatt seg opp, og veksten mot slutten av 2004 var sterkere enn ventet. Norges Banks regionale nettverk registrerer økende investeringer i alle næringer. Særlig ser det ut til at investeringene i petroleumsvirksomheten vokser sterkere enn anslått. Det vil trolig fortsatt bidra til å øke produksjonen i fastlandsøkonomien.

Økte investeringer skyldes trolig bedret lønnsomhet og utsikter til fortsatt god vekst i etterspørsel og produksjon. Mange bedrifter har gjennom flere år redusert kostnadene gjennom nedbemanning og effektivisering. Norske børsnoterte selskapers driftsresultat økte med om lag 40 prosent de tre første kvartalene i 2004 sammenliknet med samme periode i 2003. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at lønnsomheten fortsatt øker. Optimismen i næringslivet synes høy. Kredittveksten til bedriftene er imidlertid fortsatt lav, se figur 1.12.

Aktivitetsveksten er høy i tjenesteytende næringer, og sysselsettingen økte gjennom 2004. Vi venter at god økonomi i husholdningene og økt aktivitet i næringslivet bidrar til fortsatt vekst i etterspørselen, og at investeringsveksten fortsetter. Næringseiendom utgjør en stor andel av investeringene i denne sektoren. Aktiviteten her har vært lav i flere år og trukket investeringsaktiviteten ned. Flere forhold kan imidlertid tyde på at dette markedet er i bedring. Igangsettingen av næringsbygg økte gjennom 2004. I tillegg har andelen ledige kontorlokaler gått noe ned fra et høyt nivå, se figur 1.14. Fallet i leieprisene ser ut til å ha stoppet opp.

Ferdigstilling av enkelte store prosjekter i metallindustrien mot slutten av fjoråret bidrar isolert sett til å trekke investeringene i industrien ned i 2005. Investeringstillingen for industrien antyder likevel økte investeringer. Sterk vekst i oljeinvesteringene i år gir ringvirkninger til industrien i Fastlands-Norge.

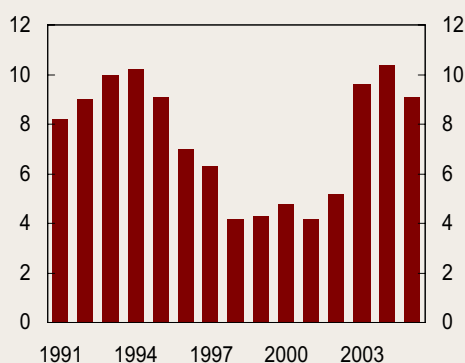
**Figur 1.13** Realinvesteringer. Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig kvartalsvekst (annualisert) til og med 4. kv. 04. Prosent



<sup>1)</sup> Unntatt offentlig sektor

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.14** Ledige kontorlokaler i Oslo, Asker og Bærum. Prosent av total eiendomsmasse. Årstall. 1991 – 2005<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Per februar

Kilde: Eiendomsspar AS

## Høy vekst i utenrikshandelen

Innenlandsk etterspørsel har i flere år økt mer enn BNP for Fastlands-Norge. Økt import har dermed dempet produksjonsveksten i fastlandsøkonomien. Trolig har lav prisvekst på importerte varer bidratt til denne utviklingen. Samtidig har særnorsk høy lønnsvekst og tidvis høy kronekurs svekket lønnsomheten for norske eksportbedrifter og dempet eksportveksten.

Veksten i tradisjonell eksport har likevel tatt seg opp de siste to årene. Prisene på mange av våre viktigste eksportvarer har økt som følge av sterk vekst i nye markeder. Veksten i vår samlede eksport uten olje og gass er likevel lavere enn importveksten hos våre handelspartnere.

Importveksten har vært sterk de siste årene, og tiltok gjennom fjoråret. I tillegg til sterk etterspørselsvekst i norsk økonomi og lave priser på importerte varer, bidrar økte oljeinvesteringer til oppgangen. I 2004 steg investeringene på norsk sokkel og landanlegg med nær 7 milliarder kroner. Trolig er om lag halvparten av dette import. Svært høye oljeinvesteringer og høy aktivitet i fastlandsøkonomien vil trolig bidra til fortsatt høy importvekst i år.

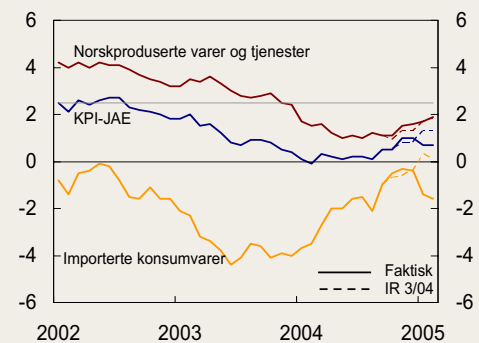
## 1.4 Konsumprisveksten

Den underliggende inflasjonen, målt ved KPI-JAE, har ligget under inflasjonsmålet siden midten av 2002. Økt import fra lavkostland, sterkere konkurranse og økt effektivitet i norsk produksjon har holdt inflasjonen nede.

I første omgang var det fall i prisene på importerte konsumvarer som trakk den underliggende prisveksten ned. Etter hvert falt også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester, se figur 1.15. Dette skyldtes særlig økt konkurranse i en del vare- og tjenestemarkeder. Samtidig avtok lønnsveksten som følge av lavere kapasitetsutnyttning i økonomien. Lavere vekst i husleiene bidro også, se figur 1.16. Inflasjonen målt ved KPI-JAE nådde sitt laveste nivå i de første månedene i 2004. Prisveksten holdt seg under ½ prosent til over sommeren, før den tok seg opp gjennom høsten. Det var særlig redusert prisfall på importerte konsumvarer som trakk prisveksten opp. Svekkelsen av kronekursen siden begynnelsen av 2003 har bidratt til denne utviklingen. I tillegg stabiliserte prisveksten på norskproduserte varer og tjenester seg, og mot slutten av fjoråret var det en tendens til høyere prisvekst for slike varer og tjenester.

I begynnelsen av 2005 var prisveksten målt ved KPI-JAE lavere enn ventet. Prisene på importerte konsumvarer falt uventet mye, se figur 1.15. Det er usikkert hvor mye av dette prisfallet som skyldes unormalt sesongmønster og hvor mye som skyldes nedgang i underliggende inflasjon. Prisfallet kan ha sammenheng med en uvanlig varm vinter

**Figur 1.15 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.<sup>2)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 05**

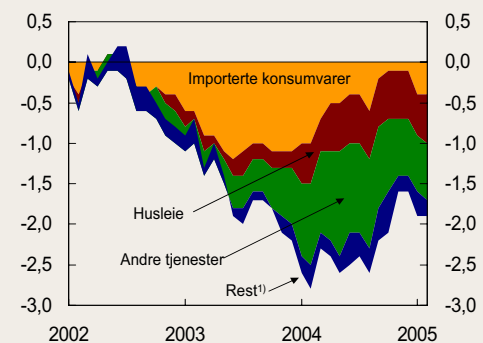


<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.16 Bidrag til nedgang i veksten i KPI-JAE siden desember 2001. Prosentpoeng. Jan. 02 – feb. 05**

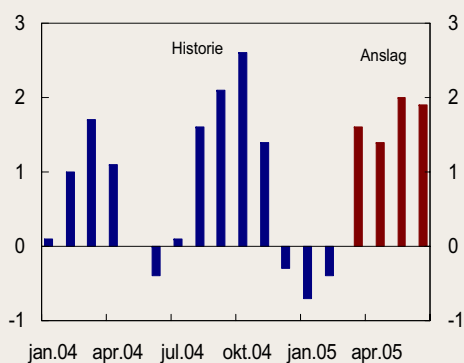


<sup>1)</sup> Jordbruksvarer, fiskevarer, norskproduserte konsumvarer, tjenester med lønn som dominerende faktor

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Figur 1.17** KPI-JAE. Sesongjustert månedsvekst. Tremåneders glidende gjennomsnitt omregnet til årlig rate. Prosent. Jan. 04 – jun. 05<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag fra mar. 05 – jun. 05

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

som har gjort det vanskeligere å selge sesongens klær og sportsutstyr til ordinære priser. På den annen side er det tegn til at prisene på importerte konsumvarer i utenlandsk valuta kan ha falt noe mer enn vi tidligere har lagt til grunn.

Blant bedriftene i vårt regionale nettverk er andelen som venter økt vekst i egne utsalgspriser det kommende året større enn andelen som venter en nedgang i prisveksten. TNS Gallups forventningsundersøkelse viser et mer nøytralt bilde. Begge undersøkelsene viser likevel forventninger om økt prisvekst innenfor tjenesteytende næringer.

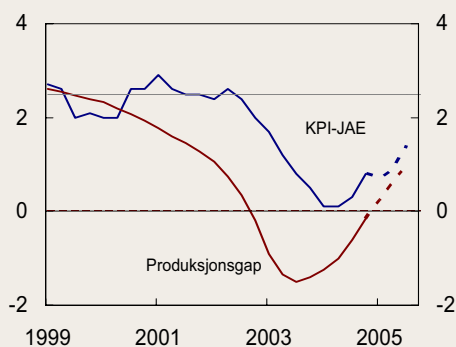
Den store variasjonen i prisene på en del importerte konsumvarer, særlig klær og skotøy, kan bidra til stor månedsvariasjon i konsumpristallene. Holdes utviklingen i prisene for klær og skotøy utenfor, var veksten i KPI-JAE de siste tolv månedene fram til februar 1,3 prosent, opp fra 1,1 prosent i januar.

Andre indikatorer for underliggende inflasjon økte noe mer enn KPI-JAE de siste tolv månedene fram til februar. Tolv månedersveksten i et trimmet gjennomsnitt og en vektet median for konsumprisindeksen var henholdsvis 0,9 og 1,4 prosent i februar.

Endringer i avgifter og særlig i satsene for moms skaper ekstra vansker i tolkningen av de siste pristallene. I beregningen av KPI-JAE justeres det fullt ut for avgiftsendringer fra det tidspunktet de innføres. Statistisk sentralbyrå har anslått virkningen av avgiftsendringene fra nyttår til 0,5 prosentpoeng. Den lave prisveksten i begynnelsen av året kan dels ha sammenheng med at prisene ennå ikke er fullt ut justert etter avgiftsendringen.

Risikoen for fall i det generelle prisnivået og klart avtakende inflasjonsforventninger er trolig blitt mindre, selv om inflasjonen var lavere enn ventet i begynnelsen av året. Inflasjonsforventningene 5 år fram i tid, slik de måles i TNS Gallups forventningsundersøkelse, ser ut til å holde seg nær inflasjonsmålet på 2½ prosent. Samlet sett venter vi at prisstigningen vil øke igjen fram mot sommeren, se figur 1.17. Våre anslag for utviklingen i KPI-JAE og produksjonsgapet de neste par kvartalene er oppsummert i figur 1.18.

**Figur 1.18** Produksjonsgapet<sup>1)</sup> og KPI-JAE. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 99 – 3. kv. 05<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstallene.

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# Prisutviklingen den siste tiden

Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) tok seg opp gjennom høsten og vinteren. Fra desember til januar falt imidlertid årsveksten fra 1,0 prosent til 0,7 prosent. I februar var prisveksten uendret på 0,7 prosent. Endringer i avgifter fra årsskiftet gjør det vanskeligere enn vanlig å tolke utviklingen i prisstigningen.

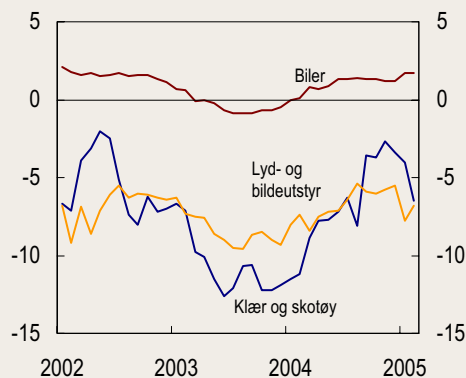
Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tiltatt gradvis siden sommeren 2004 da årsveksten var nede i 1,0 prosent. Årsveksten på disse prisene steg ytterligere fra 1,6 prosent i desember til 1,9 prosent i februar. Det er særlig prisene på varer og tjenester som ikke møter utenlandsk konkurranse som nå stiger raskere. Prisetallet på importerte konsumvarer avtok markert gjennom høsten 2004. Denne utviklingen ble avbrutt i januar 2005. Prisene på importerte konsumvarer falt med 3,0 prosent fra desember til januar. I januar var prisene 1,4 prosent lavere enn i samme måned i fjor. I februar var prisene på importerte konsumvarer 1,6 prosent lavere enn ett år tidligere. Utviklingen i disse prisene i begynnelsen av året kan ha sammenheng med den uvanlig varme vinteren som kan ha gjort det vanskeligere å selge sesongens klær og sportsutstyr til ordinære priser. De internasjonale prisimpulsene til norske konsumvarer har imidlertid også vist noe lavere vekst en tidligere lagt til grunn.

Konsumprisindeksen (KPI) steg 1,0 prosent fra februar i fjor til februar i år. Annen prisstatistikk bekrefter i hovedsak bildet av lav prisvekst.

## Forsterket prisfall på importerte konsumvarer

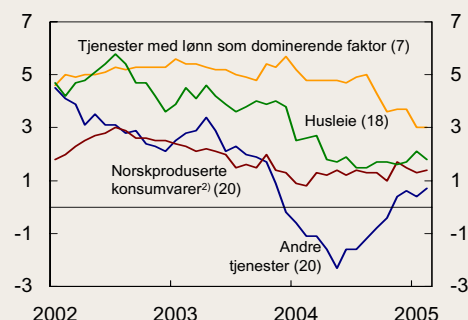
Prisfallet for importerte konsumvarer avtok gjennom 2004. Svekkelsen av kronen gjennom 2003 bidro til at prisfallet på klær og skotøy avtok, se figur 1. Prisene på klær og skotøy falt med hele 10,4 prosent fra desember til januar og med ytterligere 1,3 prosent i februar. I februar var prisene 6,5 prosent lavere enn i februar i fjor. Nedgangen i prisene på lyd- og bildeutstyr avtok i andre halvår i fjor. Prisfallet tiltok igjen i januar. Da var prisene 7,8 prosent lavere enn i samme måned i fjor. I februar var disse prisene 6,8 prosent lavere enn året før.

**Figur 1** Priser på noen importerte konsumvarer. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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



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

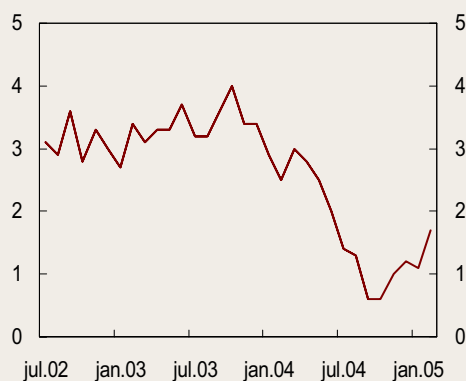
<sup>2)</sup> Unntatt energiprodukter og jordbruks- og fiskevarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Tiltagende prisvekst på norskproduserte varer og enkelte tjenester

Prisveksten på norskproduserte varer har økt noe over det siste året. Prisene for "andre tjenester" har økt siden mai i fjor og årsveksten ble positiv i november, se figur 2. Denne utviklingen gjenspeiler særlig økning i flyprisene. Husleiene tok seg også noe opp mot slutten av 2004 og i januar. I februar var årsveksten 1,8 prosent. Prisveksten for matvarer har steget siden i fjor høst etter at nyetableringer og økt konkurranse tidligere hadde presset prisveksten ned, se figur 3. Prisveksten på tjenester med lønn

**Figur 3** Priser på matvarer og alkoholfrie drikkevarer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jul. 02 – feb. 05

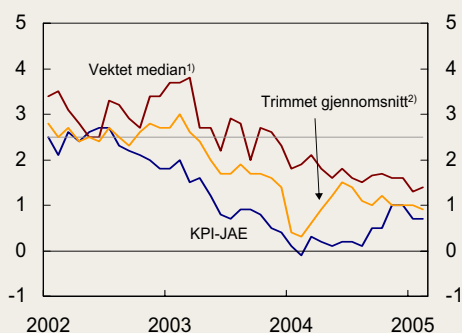


Kilde: Statistisk sentralbyrå

som dominerende kostnadsfaktor avtok gjennom fjoråret. I januar og februar 2005 var årsveksten nede i 3,0 prosent, se figur 2. Dette er den laveste veksten i prisene på disse tjenestene på ti år. Denne utviklingen må sees på bakgrunn av avtagende lønnsvekst.

Med noen unntak bekrefter annen prisstatistikk bildet av lav prisvekst. Prisindeksen for privat konsum i nasjonalregnskapet vokste med 1,0 prosent fra fjerde kvartal 2003 til fjerde kvartal 2004. Prisindeksen for investeringer, som blant annet er påvirket av høyere priser på boliginvesteringer, økte med 2,9 prosent. Prisene for tradisjonell eksport og import steg med henholdsvis 7,5 prosent og 1,1 prosent over samme periode. Prisveksten på importen har avtatt gradvis fra 2. kvartal i fjor.

**Figur 4** Indikatorer for underliggende prisvekst. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 05



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

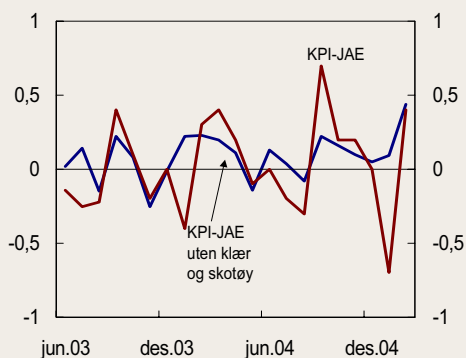
Kilder: Statistisk sentralbyrå

Veksten i produsentprisene for konsumvarer levert til hjemmemarkedet avtok gradvis gjennom 2004 og årsveksten har ligget i underkant av 1 prosent siden november i fjor. I februar var disse prisene 0,7 prosent høyere enn i februar i fjor. Prisene målt ved førstegangsomsætning innenlands var i februar 3,6 prosent høyere enn ett år tidligere.

### Indikatorer for underliggende inflasjon

Et trimmet gjennomsnitt beregnes ved at de største og minste prisbevegelsene utelates når prisveksten beregnes. En vektet median fremkommer ved å sortere prisendringene på de enkelte varer og tjenester etter stigende verdi. Medianen er den midterste verdien når det tas hensyn til vektene i KPI. Disse indikatorene, som legger mindre vekt på de mest ekstreme prisendringene, gir samlet sett et bilde av en mer moderat nedgang i inflasjonen inn i 2005 enn KPI-JAE, se figur 4. Målt ved tolv månedersendringen i et trimmet gjennomsnitt, var inflasjonen stabil fra desember til januar på 1,0 prosent og falt til 0,9 prosent i februar. Vektet median viser oppgang i tolv månedersraten fra 1,3 prosent i januar til 1,4 prosent i februar.

**Figur 5** KPI-JAE med og uten utviklingen i prisene for klær og skotøy<sup>1)</sup>. Månedsvkst. Prosent. Jun. 03 – feb. 05



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

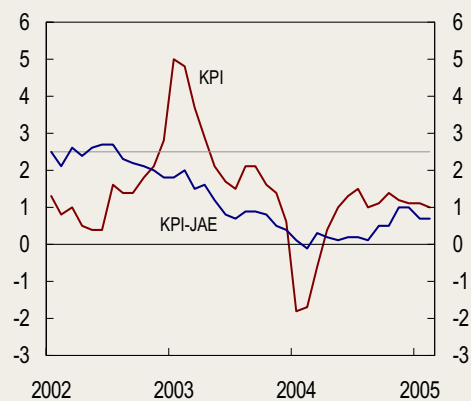
Prisene for klær og skotøy varierer forholdsvis mye, og mer den siste tiden enn tidligere. Fra desember til januar falt prisene målt ved KPI-JAE med 0,7 prosent. Om klær og skotøy tas ut steg prisene med 0,1 prosent. I februar var månedsvksten 0,4 prosent uavhengig av om klær og skotøy holdes utenfor eller ikke, se figur 5. Dersom klær og skotøy holdes utenfor var tolv månedersveksten i KPI-JAE 1,1 prosent i januar og 1,3 prosent i februar.

Samlet tyder indikatorene på en underliggende årlig vekst i konsumprisene i området  $\frac{3}{4}$  –  $1\frac{1}{2}$  prosent. KPI-JAE er den av indikatorene som måler lavest inflasjon.

### *Moderat vekst i KPI*

Konsumprisindeksen (KPI) inkluderer også avgiftsendringer og energivarer. De siste årene har årsveksten i KPI variert mer enn KPI-JAE, se figur 6. Det er særlig store variasjoner i energiprisene som har bidratt til forskjellen. Strømprisene varierer mye, og er nå betydelig lavere enn sist vinter. I februar var årsveksten -10,6 prosent. Svært høye og ustabile oljepriser har medført store variasjoner i bensinprisene de siste månedene. I februar var årsveksten 5,7 prosent. Fra februar i fjor til februar i år steg KPI med 1,0 prosent.

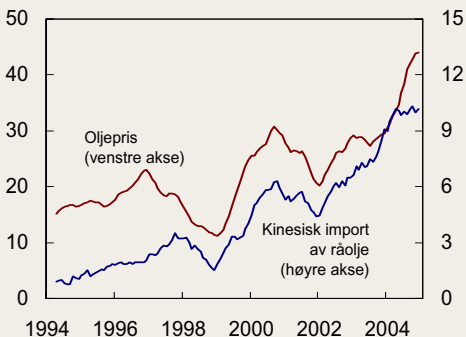
**Figur 6** KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå

## 2 | Drivkrefter de nærmeste årene

**Figur 2.1** Kinesisk import av råolje og oljepris. Månedlig import i millioner tonn. Oljepris i USD per fat. 6 mnd. glidende gjennomsnitt. Apr. 94 – des. 04



Kilder: EcoWin, National Bureau of Statistics og Norges Bank

### 2.1 Internasjonale forhold

Veksten i euroområdet og Japan ble svakere mot slutten av fjoråret enn vi la til grunn i den forrige inflasjonsrapporten. I disse landene synes etterspørselen å være noe svakere enn ventet. Bidraget fra nettoeksporten har også avtatt. Det ser ut til å ta tid før strukturendringene som er gjennomførte, blant annet i Tyskland, fører til økt produksjon. I USA holder derimot den økonomiske veksten seg godt oppe, og kapasitetsutnyttelsen er tiltakende. Selv om utviklingen i amerikansk økonomi er god, vil blant annet høyere rente etter hvert bidra til at husholdningene sparer en større del av sine inntekter. Samtidig legges det opp til lavere stigning i offentlige utgifter. Svakere vekst i amerikansk etterspørsel kan tilsi avdempet vekst også i andre land. I tillegg til euroområdet venter vi at den økonomiske veksten vil avdempes i Storbritannia og Sverige.

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

	2005	2006	2007	2008
USA	3½	2¼	2¼	2¼
Japan	1	1¼	1¼	1¼
Tyskland	1	1¼	1¼	1½
Frankrike	2	2	2	2
Storbritannia	2½	2¼	2¼	2¼
Sverige	2¼	2½	2¼	2¼
Norges handelspartnere <sup>1)</sup>	2¼	2¼	2¼	2¼
Euroområdet <sup>2)</sup>	1½	1¾	2	2
Kina <sup>3)</sup>	8,4	7,8	8,2	8,0

<sup>1)</sup> Eksportvekter

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

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

Kilde: Consensus Forecasts og Norges Bank

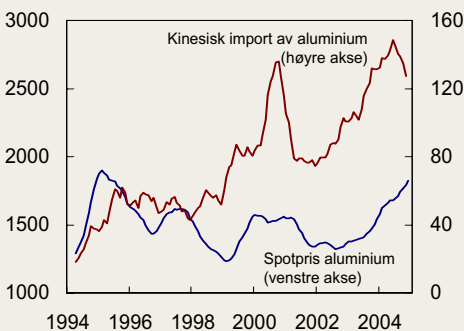
Veksten i Asia utenom Japan og i Sentral- og Øst-Europa ventes å avta noe, men fortsatt holde seg sterk. Særlig har sterk vekst i Kina og India bidratt til høye priser på olje og andre viktige råvarer, se figur 2.1 og 2.2. Vekstimpulsene til norsk økonomi kan derfor bli noe sterkere enn det utsiktene for våre viktigste handelspartnere samlet tyder på. Høy etterspørsel etter råvarer som Norge produserer, bidrar både til økt aktivitet og bedre lønnsomhet for norske bedrifter.

Samlet legger vi til grunn at veksten hos handelspartnerne vil avta i år og stabiliseres i årene framover, se tabell 2.1. Veksten ventes å bli litt lavere enn anslått i den forrige inflasjonsrapporten.

Utsiktene for veksten i ulike områder tilsier at ubalansene i verdensøkonomien, med store underskudd i USA og store overskudd i en del andre land, vil vedvare. Lav vekst i euroområdet og Japan svekker utsiktene til en gradvis korleksjon. Det øker risikoen knyttet til ubalansene. Skulle andre lands vilje til å finansiere USAs underskudd reduseres, kan de lange rentene i USA øke markert og dollaren svekkes kraftig. Det vil kunne føre til lavere global økonomisk vekst enn vi legger til grunn. Dersom amerikanske husholdningers sparing øker markert, vil det også kunne trekke ned veksten.

En eventuell ytterligere økning i oljeprisen vil kunne redusere veksten og øke inflasjonen, selv om den oljeprisøkningen vi har bak oss ikke synes å ha hatt sterke negative virkninger. Et annet usikkerhetsmoment er veksten i Kina, som i stor grad holdes oppe av svært høye investeringer. Det er en fare for at mange av disse vil vise seg ulønnsomme, slik at investeringslysten avtar markert. Det vil ikke bare slå ut i veksten i Kina, men også kunne berøre viktige globale markeder.

**Figur 2.2** Kinesisk import av aluminium og aluminiumspris. Månedlig import i tusen tonn. Aluminiumspris i USD per tonn. 6 mnd. glidende gjennomsnitt. Apr. 94 – des. 04



Kilder: EcoWin, National Bureau of Statistics og Norges Bank

## Oljeprisen

Svært høy vekst i etterspørselen etter olje medvirket til at gjennomsnittsprisen på nordsjøolje steg til nesten 40 dollar per fat i 2004. Sterk økonomisk vekst, særlig i USA og Kina, har gitt høyt forbruk av energi. Hittil i år har prisen på nordsjøoljen Brent Blend stort sett beveget seg rundt 45 dollar per fat, men steg i begynnelsen av mars til over 50 dollar per fat, se figur 2.3.

Den sterke etterspørselsveksten gjennom 2004 har ført til at den ledige produksjonskapasiteten i verden, som stort sett kontrolleres av OPEC, nå har kommet ned på et lavt nivå. Dermed vil bare mindre forstyrrelser i tilbud eller etterspørsel kunne gi forholdsvis store utslag i oljeprisen. Det kan ta flere år med store investeringer før kapasiteten på produksjons- og raffinerisiden igjen kommer opp på et normalt nivå i forhold til etterspørselen.

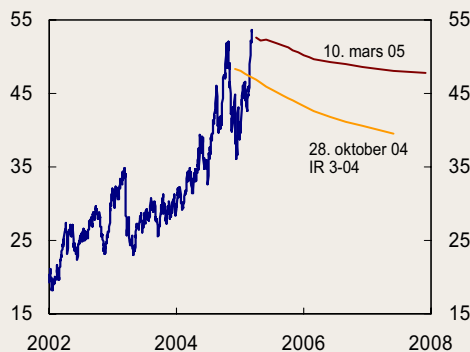
De amerikanske råoljelagrene er nå klart større enn de var på samme tid i fjor og året før, se figur 2.4. Bensinlagrene er også relativt høye. Det reduserer risikoen for at lave lagre og høy bensinnetterspørsel drar opp råoljeprisen, slik som i fjor sommer. Samtidig har OPECs ledige produksjonskapasitet økt noe de siste månedene. Dette skyldes delvis at produksjonen er noe redusert, men også at ny kapasitet er bygget ut.

Disse forholdene skulle tilsi at situasjonen i oljemarkedet ikke er like stram som for en tid tilbake. Likevel har oljeprisen holdt seg høy. Forklaringen kan være at den økonomiske veksten i viktige oljeimporterende land som Kina og en del andre fremvoksende økonomier holder seg noe bedre oppe enn tidligere antatt. Dette kan gi fortsatt høy etterspørselsvekst etter olje, selv om den foreløpig ikke ligger an til å bli like sterk som i fjor.

Det er tegn til at produksjonen av olje i land utenfor OPEC kan bli lavere enn tidligere antatt. Usikkerheten er særlig knyttet til Russland hvor veksten i produksjonen de siste månedene har falt betydelig etter å ha vært høy i flere år. OPEC kommer trolig til å utnytte sin sterke posisjon til å sette sine produksjonskvoter med sikte på en oljepris som for nordsjøolje tilsvarer over 40 dollar per fat.

Også de langsiktige terminprisene ligger for tiden godt over 40 dollar per fat, se figur 2.5. Selv om oljeprisøkningen i noen grad har bidratt til økte produsent- og konsumentpriser, fører en forholdsvis svak dollarkurs til at utslaget mange steder blir mer begrenset.

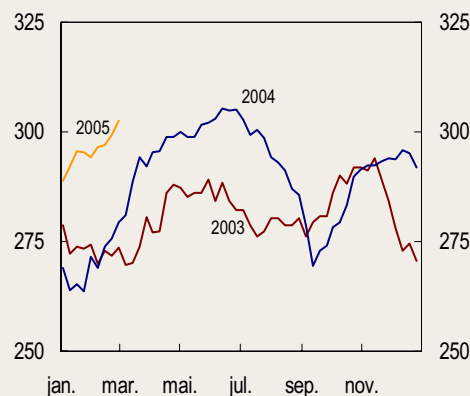
**Figur 2.3** Oljepris<sup>1)</sup> i USD per fat. Terminpriser fra 28. okt. 04 og 10. mars 05. Dagstall. 2. jan. 02 – 31. des. 07



<sup>1)</sup> Brent Blend

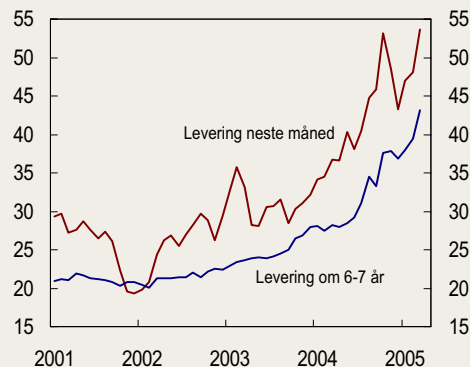
Kilder: Telerate, IPE og Norges Bank

**Figur 2.4** Amerikanske råoljelagre. Millioner fat. Ukestall. Jan. 03 – mar. 05



Kilde: Energy Information Administration

**Figur 2.5** Oljepriser for fremtidig levering. USD per fat lett råolje. Månedstall. Jan. 01 – mar. 05<sup>1)</sup>

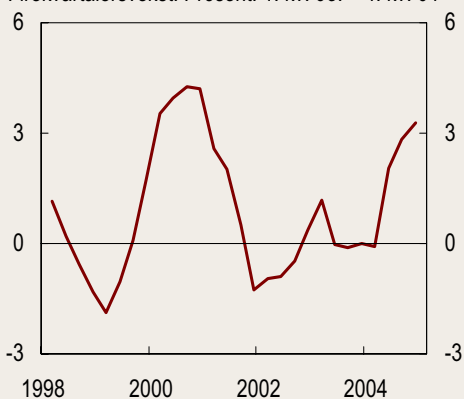


<sup>1)</sup> Tallet for mars er gjennomsnittet til og med den 10.

Kilder: Ecowin/NYMEX og Norges Bank

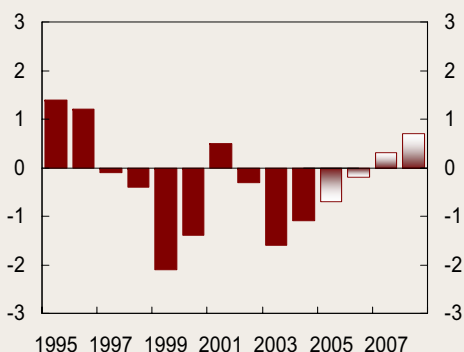


**Figur 2.6** Produsentpriser hos handelspartnerne. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 98. – 4. kv. 04



Kilder: Nasjonale statistikkilder og Norges Bank

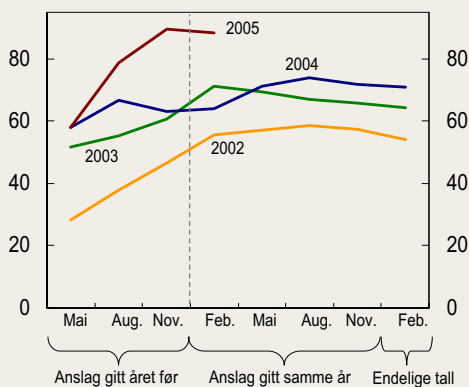
**Figur 2.7** Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årstall. Prosent. 1995 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilde: Norges Bank

**Figur 2.8** Investeringstillingen. Olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Antatte og utførte investeringer. Mrd. kr.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Utenlandske prisimpulser

Prisveksten på industrivarer som handles internasjonalt tok seg opp gjennom fjoråret, se figur 2.6. Høye priser på olje og andre industriråvarer bidro til vekst i handelspartnerne produsent- og eksportpriser til tross for mye ledig kapasitet og lav kostnadsvekst i flere land. Handelsvridning mot lavkostland og høy produktivitsvekst i produksjonen av lyd- og bildeutstyr førte imidlertid til at prisene på norsk import av klær, sko og lyd- og bildeutstyr fortsatte å falle i fjor. Det bidro til at prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta samlet sett falt fra 2003 til 2004, se figur 2.7. Også i de andre nordiske landene har prisene på importerte konsumvarer utviklet seg svakt, se utdyping på side 48.

Høye priser på olje og andre råvarer gir trolig fortsatt økte priser på varer hvor lønninger utgjør en liten del av de samlede kostnadene. På den annen side blir trolig veksten hos de fleste av våre viktigste handelspartnere for lav til at de ledige ressursene tas i bruk de nærmeste årene. Særlig i euroområdet gir moderat vekst og høy arbeidsledighet utsikter til lav lønnsvekst. Det tilsier lav prisvekst hos våre handelspartnere de nærmeste årene. Dersom perioden med ledige ressurser i økonomien blir lang, vil de ledige ressursene imidlertid kunne "forvitte". Det vil i så fall kunne gi lavere vekst i produksjonspotensialet, høyere kapasitetsutnyttning i økonomien og oppgang i inflasjonen mot slutten av prognoseperioden.

Samlet sett ligger det an til at de internasjonale prisimpulsene på konsumvarer til norsk økonomi vil holde seg negative i år og neste år. Det er ingen tegn til at veksten i importen fra lavkostland dempes. For eksempel økte Kinas andel av vår import av sko med 4 prosentpoeng til 20 prosent i 2004. Utviklingen med fallende priser på klær og sko vil trolig fortsette de neste årene. Prisene på lyd- og bildeutstyr fortsetter å falle som følge av sterk internasjonal konkurranse og høy produktivitsvekst. Mot slutten av prognoseperioden legger vi til grunn at effektene av de strukturelle endringene i disse markedene gradvis vil uttømmes. Veksten i de internasjonale prisimpulsene på konsumvarer ventes da å øke i takt med lønnskostnadene per produsert enhet hos handelspartnerne.

## 2.2 Innenlandske forhold

### Oljeinvesteringer

Store, planlagte utbygginger førte til sterk vekst i oljeinvesteringene i 2004. Den vedvarende høye oljeprisen og forventninger om fortsatt høy oljepris har bidratt til at investeringene i oljesektoren kan komme opp på et rekordhøyt nivå inneværende år. Investeringstillingen for oljesektoren peker mot svært høy vekst, se figur 2.8. Vi anslår en økning på 25 prosent i år. Vi legger til grunn at nivået

vil holde seg høyt også neste år. Flere prosjekter vurderes nå som lønnsomme, og planlagte investeringer vil trolig framskyndes. Utsikter til økt leteaktivitet i inneværende år vil kunne bidra til å holde investeringsnivået oppe også mot slutten av fremskrivningsperioden. Aktiviteten i oljesektoren vil gi ringvirkninger inn i fastlandsøkonomien, i første omgang til verkstedindustrien og bygg- og anleggssektoren.

Det er stor usikkerhet knyttet til omfanget og ringvirkningene av oljeinvesteringene. Forrige gang oljeinvesteringene økte kraftig, i 1997/98, ble veksten betydelig sterkere enn antatt. Samtidig var norsk økonomi for øvrig i oppgang. Den uventede økningen i oljeinvesteringene bidro til at oppgangen i økonomien ble vesentlig sterkere enn anslått. Dersom oljeprisen øker ytterligere eller holder seg på dagens høye nivå lenge, kan oljeinvesteringene også denne gangen forsterke konjunkturoppgangen mer enn anslått.

### Finanspolitikken

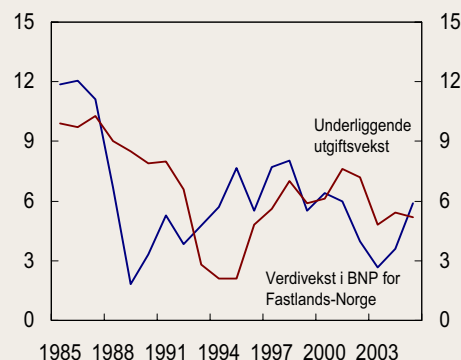
I nysalderingen av statsbudsjettet for 2004 anslås det oljekorrigerte underskuddet til 80,6 milliarder kroner. Det er 8,9 milliarder kroner mer enn anslått i Statsbudsjettet 2005, som ble lagt fram i oktober. Det økte underskuddet skyldes lavere skatte- og avgiftsinntekter fra Fastlands-Norge enn anslått og økte rammeoverføringer til kommunene. I motsatt retning trakk et markert fall i sykefraværet.

Handlingsregelen for budsjettpolitikken som ble innført i mars 2001, innebærer at det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet over tid skal svare til fire prosent av kapitalen i Statens petroleumsfond. Siden 2001 har det strukturelle underskuddet målt på denne måten ligget mellom 5,6 og 7,8 prosent av fondet, og er anslått til 6,3 prosent i år. Avviket disse årene skyldes til dels uventet svikt i skatteinntangen.

Anslaget for sykefraværet har blitt nedjustert. Det har bidratt til at anslaget for folketrygdens regelstyrte utgifter både i 2004 og 2005 er langt lavere enn forutsatt i Statsbudsjettet for 2005. I budsjettavtalen for 2005 bidro de anslåtte innsparingene ved lavere sykefravær i stor grad til å dekke økninger i andre utgifter samt skatte- og avgiftslettelser. Endelige tall for utviklingen i det trygdefinansierte sykefraværet i 2004 tyder på enda lavere utgifter i 2004 og 2005 enn Regjeringen har lagt til grunn.

I det vedtatte budsjettet for 2005 øker det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet fra 2004. Finanspolitikken ser dermed ut til å gi en viss stimulans til veksten i år. Den underliggende utgiftsveksten over statsbudsjettet var i Nasjonalbudsjettet 2005 anslått til 5,2 prosent, som er noe lavere enn året før, og også noe lavere enn den anslåtte verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge, se figur 2.9. Fra 2006 og fremover legger vi til grunn at

**Figur 2.9** Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra året før. Prosent. 1985 – 2005



Kilder: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2005) og Statistisk sentralbyrå



verdiveksten i statens utgifter vil være om lag på linje med verdiveksten i statens inntekter, og et uendret reelt skatte- og avgiftsnivå.

Kommunenes inntekter økte sterkt i 2004. Foreløpige regnskapstall tyder på at kommunene reduserte sine underskudd. Vi legger til grunn at en større del av inntektsveksten til kommunene i år blir brukt til å øke aktiviteten. Kommunal Landspensjonskasse (KLP) hadde et overskudd på 3,2 milliarder kroner i fjor. Det ligger an til at om lag 1,9 milliarder kroner tilbakeføres til kundenes premiefond. Dette reduserer premieinnbetalingen for KLPs kunder, blant annet kommuner og helseforetak. Disse midlene kan eventuelt disponeres til andre formål.

Antall sysselsatte personer i offentlig forvaltning økte med 0,4 prosent fra 2003 til 2004. Antall utførte timeverk økte i samme periode med 2,0 prosent. I Nasjonalbudsjettet 2005 ble det anslått en vekst i timeverkene på 0,2 prosent fra 2004 til 2005.

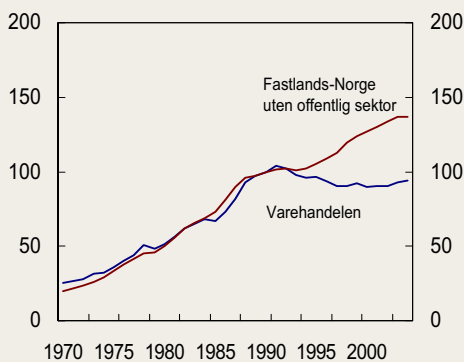
### Priser og konkurranse

Ny teknologi samt strukturelle endringer, som sammenslåinger og bedre utnytting av stordriftsfordeler i distribusjon og lagerhold, har gitt høy vekst i produktiviteten i varehandelen på 1990-tallet. Økt konkurranse og effektivisering har også bidratt de siste årene. Den sterke produktivitsveksten har holdt kostnadene i varehandelen nede. Lønnskostnadene per produsert enhet har vært om lag uendret siden begynnelsen av 1990-tallet, se figur 2.10. Større grad av kjedesamarbeid har bidratt til at også innkjøpskostnadene har holdt seg nede.

I anslagene for prisveksten fremover legger vi til grunn at konkurransesituasjonen vil virke dempende på prisveksten også de neste årene. Men etter et tiår med store strukturelle endringer, er trolig potensialet for ytterligere rasjonalisering og effektivisering mindre. Vi legger derfor til grunn at produktivitsveksten i varehandelen avtar noe mot slutten av prognoseperioden og kommer ned mer på linje med produktivitsveksten i annen næringsvirksomhet.

Økt konkurranse og effektivisering, som har virket dempende på de innenlandske produksjons- og distribusjonskostnadene, påvirker også prisene på importerte konsumvarer. I gjennomsnitt utgjør varekostnaden anslagsvis om lag halvparten av prisen på importerte konsumvarer. Den resterende delen av prisen består av innenlandske kostnader, som distribusjonskostnader og marginer. En produktivitsvekst i varehandelen mer på linje med annen næringsvirksomhet vil derfor trolig også bidra til at utsalgsprisene på importerte konsumvarer tar seg opp mot slutten av perioden.

**Figur 2.10** Lønnskostnader per produsert enhet (LPE). Varehandelen og Fastlands-Norge uten offentlig sektor. Indeks. 1990 = 100. Årstall. 1970 – 2004



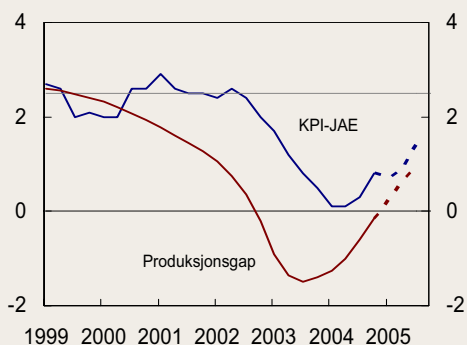
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Til tross for lav prisvekst i flere år, koster en del konsumvarer fortsatt vesentlig mer i Norge enn i andre europeiske land. Bedre muligheter for handel over landegrensene, for eksempel via internett, kan bidra til en raskere tilnærming til europeisk prisnivå enn vi har sett de siste årene.

Studier av utviklingen i prisnivået mellom land gir imidlertid liten støtte til at prisforskjeller jevnes ut over tid. Dette skyldes i stor grad transportkostnader og at kostnader knyttet til varesalg varierer mellom land. Mange konsumvarer kan vanskelig kjøpes fra andre land av den enkelte forbruker. Selv om økt utbredelse av netthandel kan bidra til lavere prisvekst fremover, har vi ikke lagt til grunn at det vil gi vesentlige utslag i konsumprisene samlet sett.

### 3 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

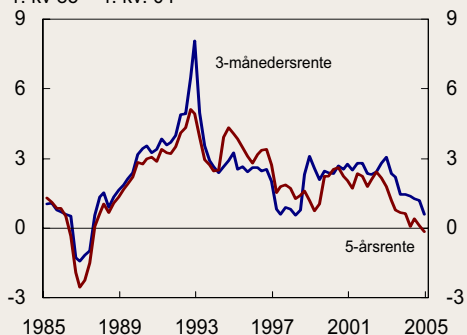
**Figur 3.1** Produksjonsgapet<sup>1)</sup> og KPI-JAE. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 99 – 3. kv. 05<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstallene.  
<sup>2)</sup> Anslag for 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.2** Realrente etter skatt.<sup>1)</sup> Kvartalstall. 1. kv 85 – 4. kv. 04



<sup>1)</sup> Tremånedersrente deflatert med KPI uten energivarer fram til 1995, Norges Banks beregninger for KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer fra og med 1995 til og med juli 2000, deretter KPI-JAE. For 5-årsrente brukes samme deflatering, men fra og med andre kvartal 2001 brukes inflasjonsmålet på 2,5 prosent

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lettelsene i pengepolitikken fra desember 2002 til mars 2004 har bidratt vesentlig til økt etterspørsel, produksjon og sysselsetting i norsk økonomi. Det kan se ut til at veksten i norsk økonomi er blitt mer selvdreven. Kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi har tiltatt og kommet opp på et normalt nivå. Det ser ut til at den sterke veksten fortsetter i 2005. Kapasitetsutnyttelsen vil dermed i løpet av året trolig komme over sitt normale nivå, og produksjonsgapet vil bli positivt, se figur 3.1. Lettelsene i pengepolitikken siden 2002 og lave realrenter har bidratt til dette, se figur 3.2.

Oppgangen i norsk økonomi har vært preget av sterk vekst i husholdningenes inntekter og etterspørsel, eksport og oljeinvesteringer. Finanspolitikken har bidratt til noe høyere etterspørsel enn det opprinnelig var lagt opp til. Etter hvert har også investeringene i fastlandsøkonomien tatt seg opp. Veksten i produktiviteten var sterk i første del av konjunkturoppgangen. Antallet sysselsatte personer steg svakt gjennom 2004, men målt i timeverk var det god vekst i sysselsettingen. Disse drivkreftene vil trolig bidra til høy vekst i etterspørsel og produksjon i fastlandsøkonomien også fremover. Etter hvert som kapasitetsutnyttelsen i økonomien øker, vil marginene i næringslivet kunne stige videre. Dessuten vil trolig nedgangen i arbeidsledigheten fortsette. Erfaringsmessig vil en slik utvikling medføre at priser og lønninger etter hvert vokser raskere.

Samtidig er den underliggende inflasjonen i dag lav. Utviklingen det siste året kan tyde på at den er på vei opp, om enn sakte. Virkningen på inflasjonen og produksjonen av den ekspansive pengepolitikken har vært om lag som ventet. Strukturelle utviklingstrekk, i første rekke endringer i importmønsteret, har de siste årene bidratt til uvanlig lav prisvekst på importerte konsumvarer. Det er stor usikkerhet om hvor lenge disse utviklingstrekkene varer ved. Det er lagt til grunn at prisveksten på både importerte og norskproduserte varer etter hvert tar seg ytterligere opp som følge av den ekspansive pengepolitikken.

En rente som holdes lenge på dagens nivå, vil kunne bidra til at kapasitetsutnyttelsen etter hvert blir for høy. Hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting tilsier derfor at renten gradvis normaliseres. En gradvis høyere rente gjennom fremskrivingsperioden vil etter hvert bremse den sterke veksten i etterspørsel og produksjon.

En gradvis normalisering av renten er også i samsvar med anslag på markedsaktørens forventninger. De beregnede terminrentene gir normalt et uttrykk for markedsaktørens forventninger til den fremtidige renteutviklingen. Terminrentene indikerer forventninger om at styringsrenten vil øke til 2 prosent i løpet av sommeren 2005 og videre

# Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten

Norges Bank legger til grunn en fleksibel inflasjonsstyring, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt i rentesettingen. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikken langsiktige oppgave, som er å holde inflasjonen på målet slik at inflasjonsforventningene er forankret, og det mer kortsiktige hensynet til å stabilisere den realøkonomiske utviklingen. Siden pengepolitikken virker med et tidsetterslep, må rentesettingen være fremoverskuende.

Ikke bare renten i dag, men også forventninger til fremtidige renter spiller en rolle for utviklingen i produksjon, sysselsetting, inntekt og inflasjon. Så langt sentralbanken kan påvirke disse forventningene, spiller de en sentral rolle i pengepolitikken. Forventninger til den fremtidige utviklingen i renten må basere seg på at pengepolitikken over tid holder inflasjonen nær målet og samtidig bidrar til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Ofte vil flere forløp for renten kunne gi en slik utvikling, og det kan være vanskelig å vurdere hvilken fremtidig renteutvikling som gir den beste avveiningen mellom de ulike hensynene. Økonomisk teori gir enkelte holdepunkter, men disse lar seg ikke lett tillempe til praktisk bruk. 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 tidshorisont, 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. Er for eksempel begge gapene positive, ville en utvikling med høyere rente vært foretrukket, siden det ville ført inflasjonen nærmere målet og bidratt til en mer stabil utvikling produksjonen.

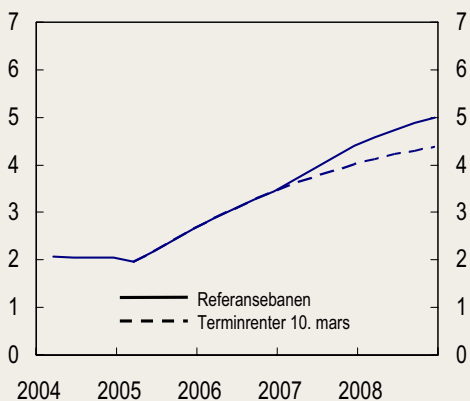
Hvor lett det er å oppfylle kriteriene samtidig, vil avhenge av hvilke forstyrrelser økonomien har vært utsatt for, kapasitetsutnyttelsen i økonomien i utgangspunktet og hvor langt inflasjonen er fra målet.

Selv om ulike utviklinger i renten fremover vurderes ut fra forventet utvikling i inflasjonen og produksjonen, vil det være stor usikkerhet knyttet til anslagene. Rentesettingen må derfor ta hensyn til at den faktiske tilstanden i økonomien ikke fullt ut er kjent og at uforutsette forstyrrelser kan inntreffe:

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.

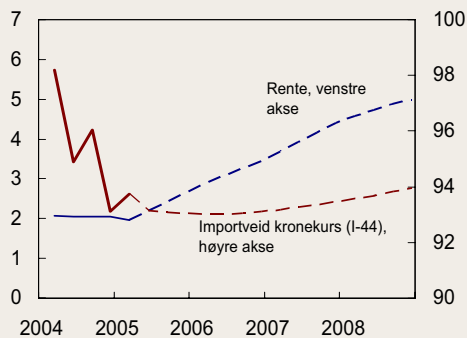
<sup>1</sup> Inflasjonsgapet er differansen mellom inflasjonsmålet på 2,5 prosent og den faktiske inflasjonen. Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge.

**Figur 3.3** Renten i referansebanen og terminrente i Norge. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

**Figur 3.4a** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid valutakurs (I-44)<sup>1) 2)</sup> i referansebanen. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08

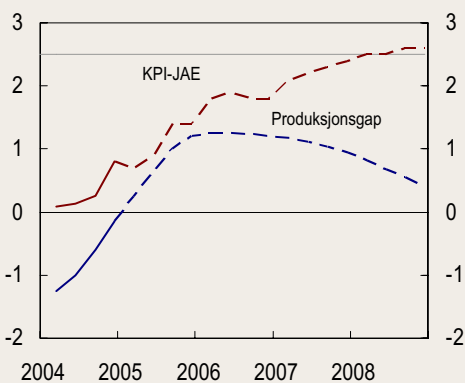


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs

<sup>2)</sup> Tallene for 1. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 10. mars

Kilde: Norges Bank

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

til om lag 2½ prosent ved årsskiftet og 3¼ prosent ved utgangen av 2006. Etter dette er det forventninger om videre renteøkning, men i senere takt enn markedsaktørene så for seg da forrige inflasjonsrapport ble lagt fram. Fem år fram i tid er terminrenten fortsatt bare 4¾ prosent. Med langsiktige inflasjonsforventninger på 2½ prosent innebærer en slik nominell rente at den forventede realrenten er 2¼ prosent. Dette synes lavt som en langsiktig likevekt og lavere enn våre anslag for en nøytral realrente over tid. Det kan derfor reises tvil om de lave langsiktige rentene nå gir et riktig bilde av forventningene til rentesettingen i Norges Bank langt fram i tid, se nærmere omtale av langsiktige renter i avsnitt 1.1 og i utdyping på side 44. Det kan være enkelte holdepunkter for å anta at de beregnede terminrentene fra to-tre års sikt er trukket ned av midlertidige, særskilte forhold, dels med opphav i internasjonale forhold. I så fall kan de faktiske forventningene til renten blant markedsaktørene ligge noe høyere enn de beregnede terminrentene lenger fram i tid både i Norge og hos handelspartnerne. Anslagene i denne rapporten er derfor basert på terminrentene 10. mars, men med justeringer fra 2007 og utover. Justeringen innebærer at pengemarkedsrentene i Norge gradvis øker til om lag 5 prosent i slutten av 2008 og deretter videre mot et normalt nivå på 5½ prosent, se figur 3.3.

Basert på disse vurderingene, utviklingstrekkene i norsk økonomi og drivkreftene fremover, har vi skissert en mulig utvikling for norsk økonomi, se figur 3.4 (referansebanen).<sup>1</sup> Kronekursen antas å følge terminvalutakursen, som er om lag uendret de nærmeste tre årene.

Renteforutsetningen er ikke vesentlig forskjellig fra forutsetningen i forrige inflasjonsrapport. Sterkere vekst i oljeinvesteringene fremover og noe sterkere vekst i produksjonen på helt kort sikt trekker på den ene siden i retning av en noe høyere rente fremover enn i forrige inflasjonsrapport. På den annen side er det nå noe svakere utsikter for vekst og inflasjon ute. Det taler isolert sett for en noe lavere renteutvikling fremover. Lavere prisvekst enn ventet i starten av året kan også i noen grad være uttrykk for svakere prisimpulser og trekke fremtidige renter litt ned. I tillegg har vi lagt til grunn at de strukturelle forholdene som bidrar til å holde den importerte inflasjonen lav, varer ved noe lenger enn tidligere antatt.

Med en utvikling i rente og kronekurs i tråd med referansebanen vil inflasjonen kunne øke gradvis fra under 1 prosent i dag til opp mot 2 prosent i midten av 2006. Under disse forutsetningene er det utsikter til at inflasjonen stabiliseres rundt 2½ prosent på tre års sikt. Selv om renten øker gradvis gjennom fremskrivingsperioden, vil nivået på kortsiktige nominelle og reelle renter bli liggende noe under nøytrale nivåer gjennom fremskrivingsperioden.

<sup>1</sup> Se for øvrig kapittel 1, 2 og avsnittet "Nærmere om anslagene" på side 37.

Utviklingen i inflasjonen må også ses i sammenheng med utviklingen i produksjonen og risikoen for at kapasitetsutnyttelsen blir for høy. En utvikling i tråd med anslagene innebærer at produksjonsgapet øker til om lag 1¼ prosent i 2006. Etter hvert som renten økes mot et mer normalt nivå, vil veksten i privat etterspørsel trolig avta, og kapasitetsutnyttelsen i økonomien kan komme ned og stabiliseres. Et slikt forhold mellom forløpet for kapasitetsutnyttelsen og inflasjonsutviklingen kan synes rimelig med dagens utgangspunkt. Renteutviklingen i figur 3.4a synes således å kunne gi en god avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og hensynet til å stabilisere produksjon og sysselsetting, se figur 3.4b.

### Alternativ utvikling i renten

Selv om renteforutsetningen synes å gi en rimelig avveining mellom forholdene som er nevnt over, kan andre avveininger mellom utviklingen i inflasjonen og produksjonen tilsi andre forløp for renten.

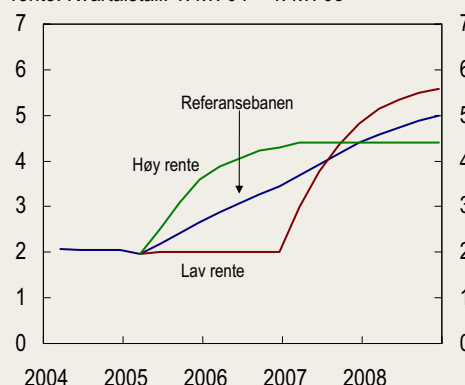
Dersom det legges større vekt på å få inflasjonen raskt tilbake til målet, kan renten holdes uendret lenger enn i referansebanen. Figur 3.5a og b viser fremskrivninger basert på at renten holdes uendret fram til begynnelsen av 2007 (røde linjer). Motstykket til at renten holdes lav lenger er at renten øker desto raskere i 2007 og 2008. En slik renteutvikling vil kunne bidra til noe svakere kronekurs<sup>2</sup> enn i referansebanen og sterkere vekst i produksjonen og inflasjonen. Inflasjonen kan med disse forutsetningene nå målet i midten av 2007, om lag ¾ år tidligere enn anslått i referansebanen. Samtidig vil produksjonsgapet øke raskt og komme opp mot 2 prosent. En så høy kapasitetsutnyttelse kan skape flaskehalser i deler av økonomien med risiko for sterkere pris- og kostnadsvekst enn disse beregningene antyder. En slik renteutvikling vil også bidra til sterkere vekst i eiendomspriser og husholdningers låneopptak enn i referansebanen, se figur 3.6.<sup>3</sup> Det kan dermed bli mer krevende for husholdninger å betjene gjelden lenger fram i tid når renten etter hvert normaliseres eller blir høy. Det kan i sin tur gi en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lenger sikt.

Figur 3.5a og b viser også fremskrivninger basert på en rente som ligger om lag 1 prosentpoeng høyere enn i referansealternativet ved utgangen av 2006 (grønne linjer). Deretter går renten tilbake til en bane noe under referansebanen. En slik renteutvikling kan være riktig dersom det legges større vekt på å stabilisere produksjonen og dempe risikoen for at kapasitetsutnyttelsen blir for høy. Med en slik renteutvikling kan, under våre forutsetninger, produksjonsgapet holdes under 1 prosent. Inflasjonen når imidlertid ikke helt opp til målet i løpet av perioden.

<sup>2</sup> Utviklingen i kronekursen følger udekket renteparitet i skiftberegninger. Det er imidlertid lagt til grunn at den forventede renteforskjellen langt fram i tid har mindre betydning for utviklingen i kronen enn renteforskjellen på kort sikt.

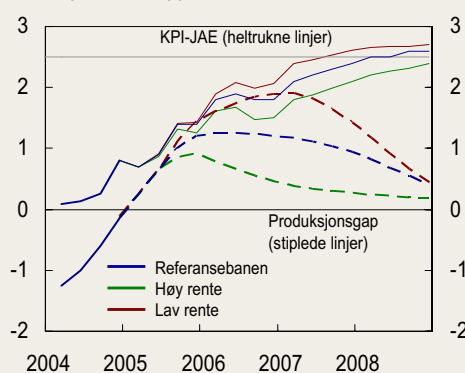
<sup>3</sup> Se utdyping "Utviklingen i husholdningenes gjeld" på side 50.

**Figur 3.5a** Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen og i alternativer med høy og lav rente. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



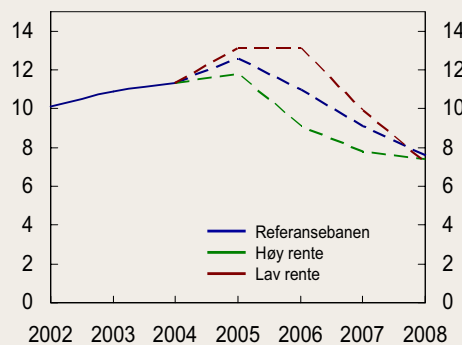
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.5b** 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 3.6** Kreditt til husholdninger (K2) i referansebanen og i alternativer med høy og lav rente. Årlig prosentvis beholdningsendring. 2002 – 2008



Kilde: Norges Bank



Det innebærer økt risiko for at inflasjonsforventningene faller under målet. Det er også risiko for at en slik markert særnorsk renteøkning vil gi sterkere kronekurs enn det disse beregningene viser. Det vil i så fall bringe inflasjonsbanen ytterligere ned.

Samlet sett gir referansebanen en avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og hensynet til å stabilisere produksjon og sysselsetting som samsvarer ganske godt med Norges Banks tidligere avveininger. Referansebanen innebærer dessuten at renten endres gradvis, slik at vi løpende kan vurdere virkningene av rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

### *Usikkerhet og robusthet*

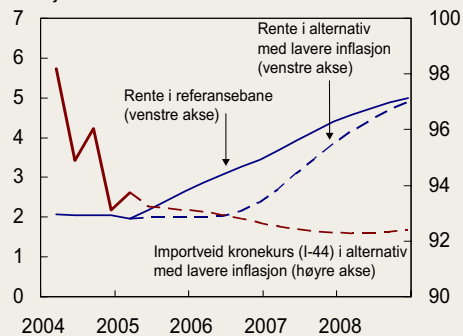
Det er stor usikkerhet knyttet til fremskrivingene. Den anslåtte utviklingen i produksjonen og inflasjonen hviler på viktige forutsetninger.

Den pengepolitiske strategien for de neste fire månedene bør være robust overfor ulike antakelser om nåsituasjonen i norsk økonomi og muligheten for at sammenhengene i økonomien kan være feil beskrevet. Den pengepolitiske strategien er robust når den gir akseptabel inflasjon og en akseptabel utvikling i realøkonomien gjennom fremskrivingsperioden under alternative, men ikke urealistiske forutsetninger om den økonomiske situasjonen og økonomiens virkemåte.

I figurene 3.7-3.9 har vi analysert mulige utslag i renten, inflasjonen og produksjonen under alternative forutsetninger.

- *Lavere inflasjon.* I de siste årene er konsumprisveksten blitt holdt nede som følge av at en større andel av importen kommer fra land med lavt pris- og kostnadsnivå. Dessuten har økt konkurranse og sterk vekst i produktiviteten i varehandelen bidratt til å trekke prisveksten ned. Det er lagt til grunn at disse forholdene i avtakende grad vil prege prisveksten gjennom fremskrivingsperioden. Fortsatte endringer i handelsmønsteret med økt import fra Asia og økt konkurranse i varehandelen kan forlenge perioden med lav prisvekst. Lavere prisvekst enn anslått den nærmeste tiden tilsier isolert sett at en bør vurdere å holde renten uendret lenger enn i referansebanen, se figur 3.7a og b. I denne beregningen er det lagt til grunn at inflasjonen blir ½ prosentpoeng lavere enn i referansebanen i 2. kvartal i år. På den annen side kan lav prisstigning på importerte varer som skyldes økt import fra lavkostland, gå sammen med sterk vekst i produksjonen og høy innenlandsk pris- og kostnadsvekst. Pengepolitikken må i en slik situasjon ta utgangspunkt i bakgrunnen for og den forventede varigheten av avvikene.

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

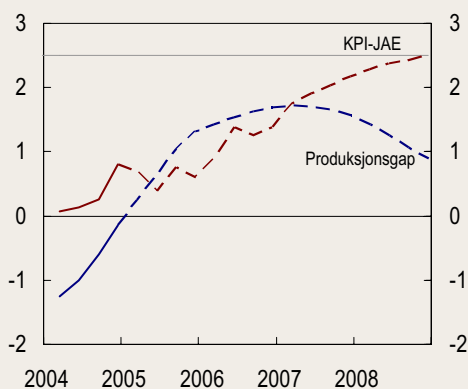


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs

<sup>2)</sup> Tallene for 1. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 10. mars

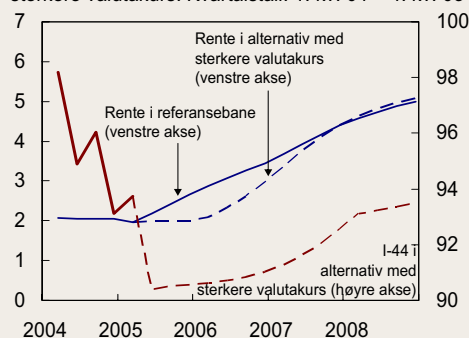
Kilde: Norges Bank

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.8a** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid valutakurs (I-44)<sup>1) 2)</sup> i alternativ med sterkere valutakurs. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08

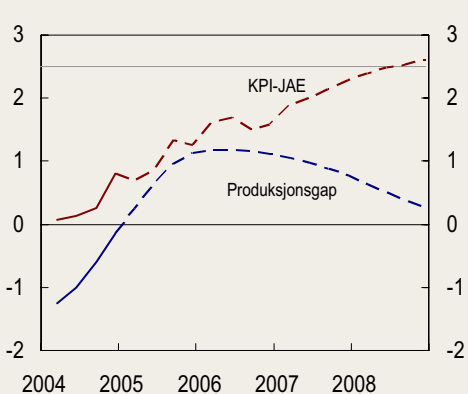


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs

<sup>2)</sup> Tallene for 1. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 10. mars

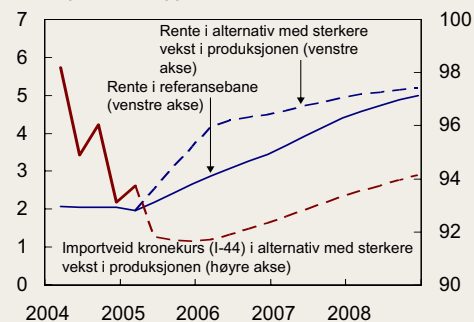
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.8b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i alternativ med sterkere valutakurs. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.9a** Tremåneders pengemarkedsrente og importveid valutakurs (I-44)<sup>1) 2)</sup> i alternativ med sterkere vekst i produksjonen. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08

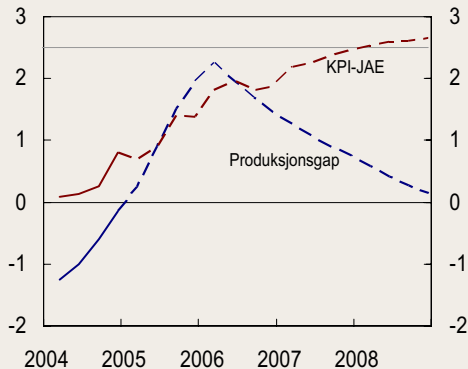


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronekurs

<sup>2)</sup> Tallene for 1. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 10. mars

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.9b** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i alternativ med sterkere vekst i produksjonen. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



- *Sterkere kronekursutvikling.* Kronekursen svinger. Figur 3.8a og b illustrerer en mulig utvikling dersom kronen nokså umiddelbart skulle styrke seg med 3 prosent i forhold til referansebanen og bli værende 2-3 prosent sterkere de neste par årene. Med en slik utvikling i kronekursen kan akseptable resultater for inflasjonen og produksjonen oppnås ved å holde renten uendret lenger enn i referansebanen, men vi må også vurdere bakgrunnen for og den forventede varigheten av avvikene.
- *Svakere kronekursutvikling.* Alternativt kan valutakursen svekkes i den nærmeste tiden fremover. Det vil isolert sett bidra til høyere inflasjon og økt kapasitetsutnyttelse. Svakere kronekursutvikling taler isolert sett for en tidligere renteoppgang enn ellers. Rentereaksjonen må imidlertid vurderes opp mot kapasitetsutnyttelsen i økonomien. Dersom produksjonen samtidig skulle se ut til å vokse mindre enn antatt, kan det være riktig å ikke motvirke effektene av en svakere kronekurs.
- *Sterkere vekst i produksjonen.* Det er usikkerhet knyttet til utviklingen i produksjonen den nærmeste tiden. I beregningene vist i figur 3.9a og b er det lagt til grunn at BNP-veksten blir ¼ prosentpoeng høyere enn i referansebanen i hvert av de fire neste kvartalene. Det gir et høyt produksjonsgap. En slik utvikling i produksjonen taler isolert sett for en raskere renteoppgang enn i referansebanen.

I referansebanen er det antatt at lønnsveksten i Norge kan komme til å holde seg noe høyere enn lønnsveksten hos våre handelspartnere. I anslagene er det lagt til grunn at utviklingen i kronekursen er om lag uendret. Dette gir samlet sett en viss svekkelse av konkurranseevnen overfor utlandet. Den lave renten bidrar på den annen side til lave kapitalkostnader i næringslivet. En mer markert svekkelse av konkurranseevnen, for eksempel gjennom uventet lav kostnadsvekst ute, vil også i neste omgang kunne føre til lavere kostnadsvekst her hjemme. Det vil isolert sett kunne tilsi lavere rente. Økt mobilitet av arbeidskraft fra de nye EU-landene til Norge vil også kunne dempe lønnsveksten fremover, men mobiliteten kan bli motvirket av proteksjonistiske tiltak. Bildet av konkurranseevnen må også ses i sammenheng med veksten i offentlig sektor. Anslagene er basert på en forutsetning om nokså nøytral finanspolitikk. Det må antas at økt bruk av penger over offentlige budsjetter kan starte en bevegelse i retning av sterkere reell kronekurs.

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

### Rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler

Rentesettingen kan også ses i lys av ulike enkle regler for hvordan renten bør settes. Felles for mange enkle renteregler er at renten settes med sikte på at prisstigningen skal holdes rundt et bestemt mål, samtidig som renten skal bidra til å stabilisere produksjonen. Både Taylor-regelen og Orphanides-regelen, slik vi har beregnet dem, sier at renten nå er for lav og at den bør økes fram mot sommeren, se figur 3.10. Det har sammenheng med at veksten i Norge nå er høy og at inflasjonen antas å være på vei opp. Dersom en legger til grunn en lavere prisvekst de neste månedene, sier reglene at renten ikke skal opp like mye.

Disse reglene tar imidlertid ikke hensyn til at inflasjonen påvirkes av forskjellen mellom internasjonale og norske renter gjennom valutakursen. Reglene har derfor begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. Regelen med vekt på utenlandske renter gir en noe lavere rente enn de andre reglene. Det skyldes at rentenivået ute er lavt.

Reglene viser likevel at pengepolitikken nå skal være ekspansiv. Det har sammenheng med at inflasjonen er lav. Reglene sier også at renten etter hvert skal øke når det er sikkerhet for at inflasjonen tar seg opp mot målet.

Alternativt kan rentesettingen vurderes i lys av Norges Banks historiske handlingsmønster. Gjennom en estimert reaksjonsfunksjon har vi forsøkt å kartlegge hvilke forhold som i gjennomsnitt kan ha bidratt til å forklare rentesettingen de siste fire årene, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. Det er betydelig usikkerhet knyttet til en slik beregnet reaksjonsfunksjon. Dels tar den utgangspunkt i et vesentlig mindre datamateriale enn det som ligger til grunn for den faktiske rentesettingen, og dels søker den å fange opp et gjennomsnittsmønster over tid og ser dermed bort fra særskilte vurderinger ved de enkelte rentemøtene. Den estimerte reaksjonsfunksjonen kan derfor ha store svakheter som prediksjonsmodell. Basert på det historiske gjennomsnittsmønsteret og anslagene i referansebanen, antyder regelen en tilstramming i pengepolitikken fram mot sommeren, se figur 3.11.

#### Pengepolitiske regler

##### Taylor-regelen:

$$\text{Rente} = \text{inflasjonsmål} + \text{likevektsrealrente} + 1,5 \cdot (\text{inflasjon-inflasjonsmål}) + 0,5 \cdot \text{produksjonsgap}$$

Regelen ble presentert i 1993 av professor John B. Taylor ved Stanford University, se Taylor J.B. (1993) "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, s. 195–214. I figur 3.10 har vi brukt KPI-JAE som mål på inflasjonen.

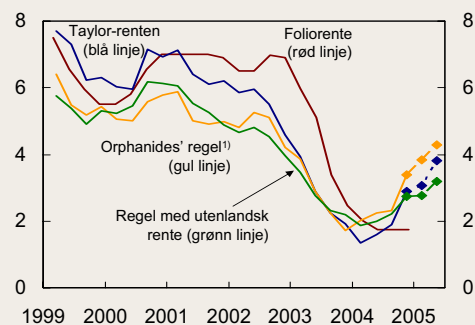
##### Orphanides-regelen:

Taylor-regelen er sårbar for feil i beregningen av produksjonsgapet. Athanasios Orphanides, som er forsker og rådgiver i den amerikanske sentralbanken, foreslår derfor som et alternativ å erstatte produksjonsgapet med differansen mellom faktisk vekst og trendvekst i økonomien (vekstgapet). 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.

##### Regel med utenlandsk rente:

$$\text{Rente} = 0,5 \cdot \text{Taylorrente} + 0,5 \cdot \text{Pengemarkedsrente hos Norges handelspartnere.}$$

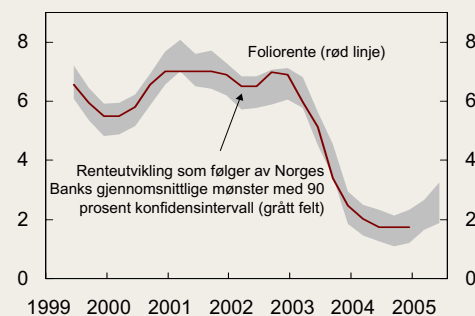
**Figur 3.10** Foliorente, Taylor-rente, Orphanides' regel og regel med utenlandsk rente. Utvikling i inflasjon som i referansebanen. Kvartalstall. 1. kv. 99 – 2. kv. 05



<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 3.11** Foliorente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Kvartalstall. 2. kv. 99 – 2. kv. 05



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

Kilde: Norges Bank

## Vurderinger

Det kan se ut til at veksten i norsk økonomi er blitt mer selvdreven. Det har tatt tid før prisstigningen har tatt seg opp. Dels skyldes det at lave renter ute samt høye oljepriser har dempet utslagene av rentefallet i Norge på kronekursen. Økt import fra lavkostland, konkurranse og økt effektivitet i norsk produksjon har også holdt inflasjonen nede. Lav prisstigning har ført til lave renter lenge. Virkningen på produksjon og sysselsetting blir dermed større.

Prisstigningen var uventet lav de første månedene i år. Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Erfaringene kan tyde på at inflasjonsforventningene holder seg stabile selv om prisstigningen svinger en del så lenge renten brukes aktivt for å dempe utslagene. Med vår svært åpne økonomi må vi kanskje vente noe større svingninger i inflasjonen enn i en del andre land.

Veksten i produksjonen er sterk, og kapasitetsutnyttelsen er på vei opp. Den lave renten bidrar til at produksjonsgapet og inflasjonen trolig vil øke fremover. Hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting trekker isolert sett i retning av høyere rente. Det vil redusere risikoen for at kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi blir for høy. Høy kapasitetsutnyttelse kan skape flaskehalser i deler av økonomien og sterkere vekst i eiendomspriser og husholdningenes låneopptak. En slik utvikling kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lenger sikt.

Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Rentene ute stiger, men langsomt og fra et lavt nivå. Det er utsikter til lav inflasjon også en stund fremover. Selv om kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi tiltar, synes risikoen liten for at inflasjonen raskt skulle bli for høy.

Anslagene og vurderingene i denne rapporten kan samlet sett tilsi at styringsrenten etter hvert og da gradvis kan bringes opp mot et mer normalt nivå. Store forstyrrelser de neste månedene kan likevel tilsi en annen renteutvikling enn skissert her. Renten må derfor løpende vurderes i forhold til ny informasjon. Utviklingen i produksjon, etterspørsel, kronekurs, forventninger til den økonomiske utviklingen og underliggende inflasjon må følges nøye i perioden fram til neste inflasjonsrapport.

Den uvanlig lave renten og utviklingen i produksjonen og inflasjonen tilsier at ytterligere rentenedsettelse nå er mindre aktuelt. Den nedre grensen for strategiintervallet er derfor satt opp til 1½ prosent. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen tilsier at vi holder fast ved et intervall for rentesettingen på 1 prosentenheter.

### *Konklusjoner – pengepolitisk strategi*

- Hovedstyrets vurdering er at renten etter hvert og da gradvis kan bringes opp mot et mer normalt nivå. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk.
- Den uvanlig lave renten og utviklingen i produksjonen og inflasjonen tilsier at ytterligere rentenedsettelse nå er mindre aktuelt. Den nedre grensen for strategiintervallet er derfor satt opp til 1½ prosent. Usikkerheten om den økonomiske utviklingen tilsier at vi holder fast ved et intervall for rentesettingen på 1 prosentenheter.
- Hovedstyrets vurdering er at foliorenten bør ligge i intervallet 1½ – 2½ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 30. juni 2005, betinget av at den økonomiske utviklingen i strategiperioden blir om lag som anslått.
- Pengepolitikken må løpende vurderes i forhold til ny informasjon. Utviklingen i produksjon, etterspørsel, kronekurs, forventninger til den økonomiske utviklingen og underliggende inflasjon må følges nøye i perioden fram til neste inflasjonsrapport.

## Nærmere om anslagene

## Nærmere om anslagene

Anslagene fram til 2008 er basert på drivkreftene som er omtalt i kapittel 2 og utviklingen i rente- og valutakurs diskutert i kapittel 3. Anslagene er dermed betinget av en gradvis oppgang i pengemarkedsrentene til om lag 5 prosent mot slutten av 2008. Vi har videre lagt til grunn at valutakursen følger terminvalutakursen, noe som gir en nokså stabil valutakurs fremover, se figur 1. Produksjonsgapet anslås å bli positivt i år og øke ytterligere i 2006, se tabell 1. For årene etter anslås produksjonsgapet å avta. Prisstigningen tar seg opp og når inflasjonsmålet mot slutten av prognoseperioden.

### Produksjonen

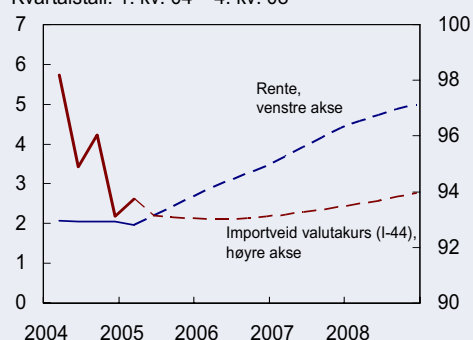
Anslagene peker i retning av en fortsatt høy og bredt basert vekst i BNP Fastlands-Norge de nærmeste par årene. Særlig i inneværende år vil kombinasjonen av lav rente, sterk vekst i oljeinvesteringene og fortsatt positive impulser fra internasjonal økonomi bidra til høy vekst i produksjonen. Veksten i husholdningens inntekter og konsum holder seg godt oppe og tilsier høy aktivitet i varehandel og tjenesteyting. Økt kapasitetsutnyttning og god lønnsomhet i bedriftene fører til at investeringene tar seg ytterligere opp. Eksportveksten fortsetter. Veksten i BNP Fastlands-Norge anslås å komme opp i 4 prosent i år og 3 prosent neste år.

Vi ser for oss at veksten i økonomien avdempes lenger fram i tid. Dette gjenspeiler at renten etter hvert normaliseres fra et svært lavt nivå og at oljeinvesteringene ikke lenger bidrar til å øke veksten i samlet etterspørsel. Vi legger videre til grunn at veksten ute minker noe. På denne bakgrunn anslår vi at veksten faller ned mot, og etter hvert under, veksten i produksjonspotensialet, se tabell 1. Veksten i produksjonspotensialet er anslått til rundt 2½ prosent per år.

### Etterspørselen

Veksten i privat konsum ventes å holde seg sterk både i år og neste år. Lave realrenter, god vekst i realdisponibel inntekt og fortsatt vekst i boligprisene vil bidra. Fremover vil økt sysselsetting og økt lønnsvekst fortsatt bidra til vekst i husholdningens etterspørsel. Husholdningens gjeld har imidlertid steget sterkt. Det innebærer at en normalisering av rentene vil øke husholdningens netto renteutgifter. Etter hvert vil

**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 1. kvartal 2005 er basert på gjennomsnittet til og med 10. mars

Kilde: Norges Bank

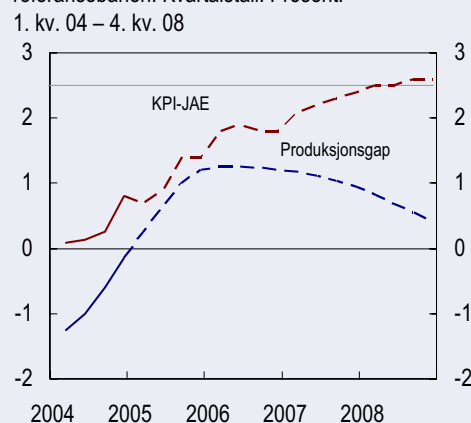
**Tabell 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

	2005	2006	2007	2008
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4	3¼	2¼	1¾
Privat konsum	4¼	3¼	2½	2
Offentlig konsum	1¾	1½	1½	1½
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	7¼	6½	2¼	½
Oljeinvesteringer	25	-5	-2½	0
Tradisjonell eksport	5½	3½	3½	3½
Import	7½	3½	2¼	1¾
BNP, Fastlands-Norge	4	3	2¼	2
Produksjonsgap, F-Norge	¾	1¼	1	½
Sysselsetting	1½	1½	¾	¼
AKU-ledighet <sup>1)</sup>	4	3½	3¾	4

<sup>1)</sup> Prosent av arbeidsstyrken

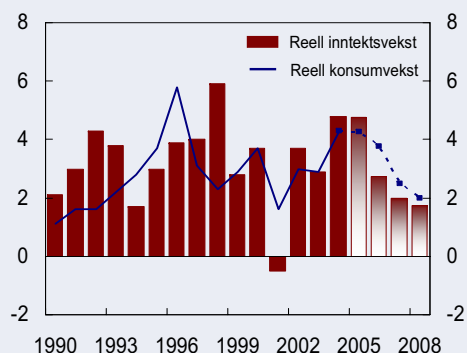
Kilde: Norges Bank

**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>

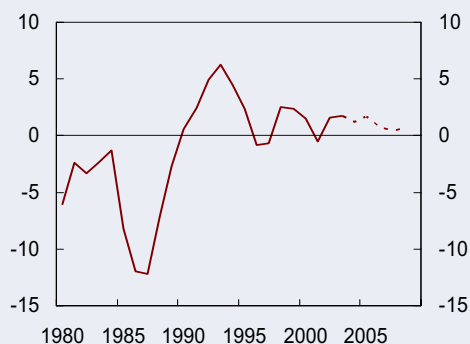


<sup>1)</sup> Korrigeret for ekstraordinære aksjeutbytter fra og med 2001

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4** Husholdningenes netto finansinvesteringer som andel av disponibel inntekt<sup>1)</sup>. Årstall. Prosent. 1980 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Korrigeret for ekstraordinære aksjeutbytter fra og med 2001

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

konsumveksten kunne bli forholdsvis lav. Vi legger imidlertid til grunn at husholdningene velger å jevne ut forbruket over tid slik at spareraten vil fortsette å falle til tross for at renten øker, se figur 3.

Veksten i boliginvesteringene antas å dempes gjennom 2005. Anslaget innebærer likevel en svært høy igangsetting av boliger også i 2005. En så høy igangsetting over flere år innebærer trolig at det ville bli bygget flere boliger enn det veksten i det underliggende behovet skulle tilsi. Vi ser derfor for oss at boliginvesteringene etter hvert avtar. Høyere rente og svakere utvikling i norsk økonomi kan også tilsi at det etter hvert bygges færre boliger.

Anslagene for husholdningenes disponible inntekter, konsum og realinvesteringer innebærer at husholdningenes netto finansinvesteringer blir noe lavere mot slutten av prognoseperioden, se figur 4. Det reflekterer at husholdningene velger å opprettholde vekst i sitt forbruk selv om høyere rente gir lavere vekst i disponibel inntekt.

Oppgangen i realinvesteringene i Fastlands-Norge er bredt basert. Bedre lønnsomhet, økende kapasitetsutnyttning og god eksportvekst vil bidra til at investeringsveksten fortsetter i vareproduserende næringer. Vi ser for oss høy etterspørselsvekst rettet mot tjenesteytende sektorer enda en tid, og at investeringene også i disse sektorene fortsetter å øke. Når den økonomiske veksten etter hvert dempes, vil veksten i investeringene trolig også falle.

Eksporten av varer og tjenester fra Fastlands-Norge vil også i inneværende år dra nytte av god internasjonal vekst. Utover i perioden vil trolig fortsatt tap av markedsandeler som følge av høyt kostnadsnivå dempe eksportveksten.

### Importen

Sterk innenlandsk etterspørselsvekst, lav pris på import fra mange lavkostland og økte oljeinvesteringer bidrar til fortsatt høy vekst i importen i inneværende år. Etter hvert som veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge og oljeinvesteringene avtar, vil importveksten reduseres. Anslagene innebærer at importandelene øker. Dette gjenspeiler svak konkurranseevne i norske hjemmekonkurrerende bedrifter og fortsatt økning i den internasjonale arbeidsdelingen.



## Arbeidsmarkedet

Den sterke veksten i produksjon og etterspørsel i år og neste år tilsier at sysselsettingen vil øke nokså mye i årene fremover. I de første kvartalene av oppgangen kunne bedriftene møte økt etterspørsel ved å ta i bruk ledig kapasitet. Da økte både antall sysselsatte og antall utførte timeverk lite i forhold til produksjonen. Siden har veksten i produktiviteten avtatt, men etterspørselen etter ny arbeidskraft er trolig holdt nede av at sykefraværet har falt kraftig. I årene fremover venter vi en mer parallell vekst i produksjon og sysselsetting.

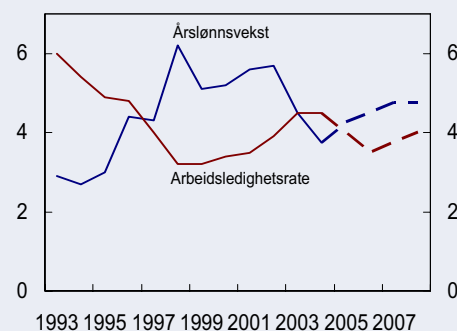
Arbeidsledigheten ventes å avta i år og neste år. I 2006 anslås ledigheten målt ved AKU å komme ned til 3½ prosent. I årene etter ventes veksten i etterspørsel og produksjon å avta, og arbeidsledigheten kan komme til å øke noe igjen når kapasitetsutnyttningen nærmer seg det normale, se figur 5.

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 tilveksten i år og neste år. I 2008 anslår vi at arbeidstyrken vil utgjøre en om lag like stor andel av befolkningen i alderen 16-74 år som i 2004, se figur 6.

Med et noe strammere arbeidsmarked i årene fremover er det utsikter til høyere lønnsvekst. Det siste året har den lave veksten i konsumprisene trolig bidratt til å holde de nominelle lønnsøkningene lavere enn stramheten i arbeidsmarkedet isolert sett kunne tilsi. Lav prisstigning har gitt høy vekst i husholdningenes kjøpekraft selv med moderate lønnstillegg. I årene fremover venter vi at en del av de spesielle forholdene som har bidratt til lav inflasjon, vil få mindre betydning. Sammen med økt knapphet på arbeidskraft trekker det i retning av noe høyere lønnsvekst. Lønnsveksten anslås om lag som i forrige inflasjonsrapport, og ventes å komme opp i 4¾ prosent mot slutten av prognoseperioden.

Gjennom de siste 10-15 årene ser det ut til å ha vært en høy grad av samvariasjon mellom arbeidsledigheten og lønnsveksten. Anslagene for lønnsveksten bygger på denne sammenhengen. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til lønnsutviklingen fremover. Våre anslag for lønnsveksten er noe lavere enn det vi har sett i tidligere perioder med like lav arbeidsledighet, men innebærer likevel nokså høy vekst i reallønningene. Vi har liten erfaring med så lav inflasjon som vi nå opplever. Det kan tenkes at den lave prisveksten vil trekke de nominelle lønnstilleggene enda mer ned

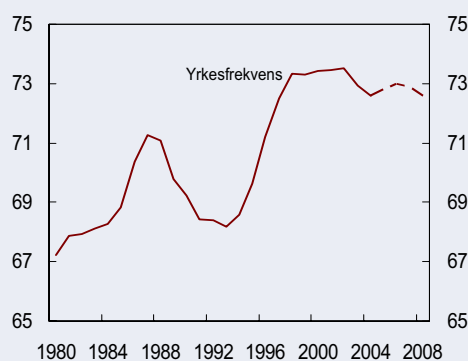
**Figur 5** Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Årstall. Prosent. 1993 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader knyttet til økt ferie  
<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

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

**Figur 6** Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i alderen 16 – 74 år (yrkesfrekvens). Årstall. Prosent. 1980 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



enn vi har lagt til grunn, slik at reallønnsveksten kan bli lavere enn anslått. Partene i arbeidslivet kan også komme til å legge større vekt på konkurranseevnen enn det våre lønnsanslag innebærer. I samme retning trekker potensialet for økt tilbud av arbeidskraft fra nye EU-land. Dette kan dempe lønnsveksten mer enn vi har lagt til grunn, blant annet fordi flaskehalsproblemer kan bli redusert, spesielt i bygg- og anleggssektoren. Ulike proteksjonistiske tiltak som begrenser muligheten for å ta arbeid i Norge eller tiltak som allmenngjøring av tariffavtaler, kan virke i motsatt retning.

Regjeringen har uttrykt at den vil fremme forslag om å innføre visse minimumsstandarder for tjenstepensjon for alle lønsmottakere som ikke allerede har bedre ordninger. Virkningen på bedriftenes kostnader er usikker. En innføring av tjenstepensjon som ikke motsvares av lavere lønnstillegg, vil kunne gi en vekst i arbeidskraftkostnadene som er høyere enn vi anslår.

### *Konsumprisveksten*

Positivt produksjonsgap, strammere arbeidsmarked og høyere lønnsvekst tilsier at veksten i konsumprisene for norskproduserte varer og tjenester vil tilta i årene fremover. I 2004 bidro økt konkurranse og lavere marginer i en del næringer til at prisveksten ble lav, og betydelig lavere enn det utviklingen i lønnsveksten og produktiviteten isolert sett skulle tilsi. Den senere tiden har det vært tegn til at prisene i noen av disse næringene øker igjen. Blant annet har prisene innen luftfart og i dagligvarebransjen tatt seg nokså mye opp. Det kan tyde på at marginene øker noe igjen. Den relativt markerte økningen i produksjonsgapet som anslås i årene fremover kan tilsi at marginene fortsetter å øke, slik at prisveksten innenlands tiltar noe raskere enn utviklingen i lønnskostnadene og produktiviteten alene skulle tyde på.

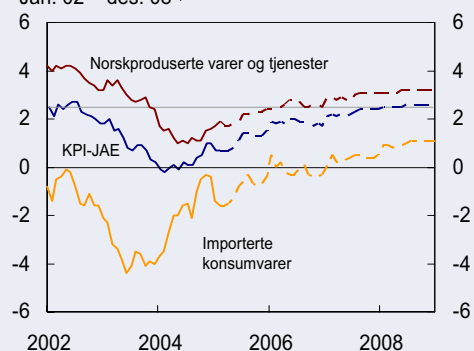
Prisstigningen på importerte konsumvarer anslås også å bli noe høyere i årene fremover. Målt fra samme måned året før har prisfallet avtatt siden høsten 2003. Virkningen av svekkelsen av kronekursen gjennom 2003 bidrar til å trekke opp importprisene på konsumvarer. Flere forhold tilsier imidlertid at prisveksten fremover kan bli avdempet. Kronekursen styrket seg noe igjen gjennom 2004. Det vil etter hvert dempe prisoppgangen. Samtidig anslår vi at prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta vil fortsette å falle noe de nærmeste par årene. Det er lagt til grunn at vridninger i vårt handelsmønster med økt import fra Kina og andre lavkostland vil fortsette en tid fremover. Det bidrar til å holde prisstigningen nede. Det er vanskelig å anslå når effekten av slike

tilpasninger er uttømt. I anslagene er det lagt til grunn en normalisering av internasjonale prisimpulser til norsk økonomi mot slutten av 2007, jf. figur 2.7

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 lønningene i varehandelen ser ut til å ha økt nokså lite i forhold til produktivitetsveksten. 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. Denne antagelsen er imidlertid usikker, blant annet fordi den innebærer et brudd med en utvikling som har pågått nokså lenge. Det er således en viss risiko for at den lave prisveksten på importerte konsumvarer vil vare ved lenger enn vi har lagt til grunn. På den annen side vil den høye etterspørselen og økende kapasitetsutnyttning i økonomien de kommende årene kunne medføre at marginene øker noe mer også i varehandelen.

Med de forutsetningene vi har lagt til grunn, er det samlet sett utsikter til at prisstigningen målt ved KPI-JAE kommer opp til inflasjonsmålet i 2008, se figur 7. Renten normaliseres gradvis i årene fremover. Det er utsikter til at produksjonsgapet etter hvert kommer ned mot null. Det vil ventelig bidra til at inflasjonen stabiliseres nær inflasjonsmålet på 2½ prosent.

**Figur 7** KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 08<sup>2)</sup>



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

<sup>2)</sup> Anslag fra mar. 05 – des. 08

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Utdypinger

Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?

Lav inflasjon i Norden

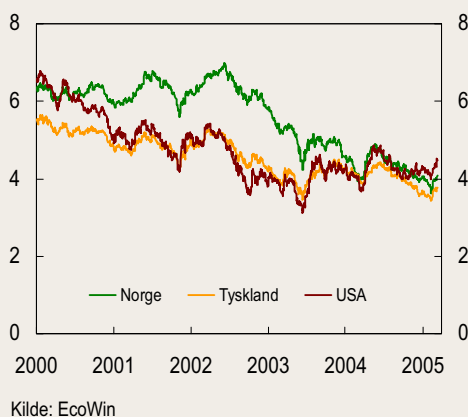
Utviklingen i husholdningenes gjeld

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2004

# Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?

Siden i fjor sommer og fram til februar i år var det et betydelig fall i renter på langsiktige statsobligasjoner, både internasjonalt og i Norge, se figur 1. Etter dette har de langsiktige rentene steget noe, men de er fortsatt lave. Langsiktige terminrenter i Norge - som normalt kan tolkes som markedsaktørenes framtidige renteforventninger - er også lave, om lag 4 $\frac{3}{4}$  prosent fem år fram i tid.

**Figur 1** Statsobligasjoner med 10 års løpetid. USA, Tyskland og Norge. Dagstall. Prosent. 3. jan. 00 – 10. mar. 05



En analyse av årsakene til fallet kan ta utgangspunkt i tre forklaringer:

- Markedsaktørene kan forvente svak økonomisk vekst og behov for en ekspansiv pengepolitikk svært lenge.
- De langsiktige rentene kan være påvirket av særskilte markedsmessige omstendigheter og dermed gi et feilaktig bilde av de faktiske forventningene til styringsrentene langt fram i tid.
- Markedsaktørene kan ha nedjustert sine forventninger til hva som er et nøytralt rentenivå over tid.

Det kan synes urimelig at forventninger om svak økonomisk vekst skal ligge bak de lave langsiktige rentene. I USA har de langsiktige rentene falt på tross av god vekst i økonomien, økt sysselsetting, tiltakende inflasjon og høyere styringsrente.

Aksjekursene har steget i mange land, og kredittrisikopremiene - differansen mellom renter på private obligasjoner og statsobligasjoner - har falt. Dette er normalt et uttrykk for forventninger til høyere økonomisk vekst.

Det kan være mer nærliggende å anta at enkelte markedsmessige forhold kan ha medført særskilte forstyrrelser i obligasjonsmarkedet, som ikke nødvendigvis innebærer forventninger til varig lav rente:

- Pensjonsreformer i flere land kan trekke i retning av økte investeringer i obligasjoner med lang løpetid for å bedre balansen mellom finansinvesteringene og langsiktige forpliktelser.
- Noe av fallet i langsiktige renter kan forklares av at aktørene låner til lave kortsiktige renter og plasserer til høyere rente i langsiktige obligasjoner, såkalt "carry-trading". Etter hvert som sentralbanken i USA har økt renten, er effekten trolig blitt noe minsket.
- Ekspansiv pengepolitikk, bedring av balansene i foretakssektoren og stort spareoverskudd i asiatiske økonomier har tilført finansmarkedene likviditet. Søken etter avkastning kan ha bidratt til å presse ned rentene på de langsiktige obligasjonene.

Disse forholdene kan trekke i retning av at markedsrentene i øyeblikket ikke reflekterer de faktiske forventningene til styringsrenten langt fram i tid. I referansebanen i denne rapporten er det lagt til grunn at renten følger terminrenten de neste to årene og deretter normaliseres noe raskere enn det som kommer til uttrykk i terminrentene.

Hvis markedsaktørene har nedjustert sine forventninger til hva som er et normalt rentenivå over tid, kunne det ha sammenheng med lavere inflasjonsforventninger. Anslag fra Consensus Forecasts tyder imidlertid på at de langsiktige inflasjonsforventningene har vært relativt stabile, både i utlandet og i Norge. Heller ikke internasjonale realrenteobligasjoner tyder på et fall i inflasjonsforventningene.

Fallet i de langsiktige rentene kan også henge sammen med en vurdering blant markedsaktørene om at den *nøytrale realrenten* har falt. Den nøytrale realrenten er det nivået på realrenten som er konsistent med stabil inflasjon og produksjon lik potensiell produksjon. Over en konjunkturfase er det realrentens avvik fra den nøytrale realrenten - realrentegapet - som bestemmer om pengepolitikken er innrettet ekspansivt eller kontraktivt.<sup>1 2</sup>

Den nøytrale realrenten er vanskelig å anslå og kan endres over tid. Den bestemmes av strukturelle forhold i økonomien som produktivitet, husholdningers avveining mellom sparing og konsum over tid, størrelsen på offentlig gjeld og risikopremier knyttet til usikkerhet i framtidig inflasjon og valutakurs. Den globale nøytrale realrenten bestemmes av strukturelle forhold i de store landene.

Studier tyder på at den globale nøytrale realrenten kan ha falt noe de siste årene og at den nå kan ligge i et område på 2-3 prosent. Den europeiske sentralbanken antyder at den nøytrale realrenten falt i euroområdet gjennom 1990-tallet (ESB, 2004). Fallet knyttes til lavere produktivitets- og befolkningsvekst, bortfall av valutakursrisiko og lavere inflasjonsrisiko innen euroområdet samt konsolidering av offentlige budsjetter som forberedelse til valutaunionen. ESB antyder at den nøytrale realrenten for euroområdet nå kan ligge i intervallet 2-3 prosent.

Laubach og Williams (2003) finner at den nøytrale realrenten i USA har variert mye over tid og estimerer den til rundt 3 prosent i 2001. OECD (2004) argumenterer for at den nøytrale realrenten i USA har variert mellom 2 og 5 prosent siden 1960-årene og at den nå kan være noe over 2 prosent. Studiene indikerer at den nøytrale realrenten i USA steg midlertidig i siste halvdel av 1990-tallet som følge av høyere produktivitetsvekst. I etterkant av aksjekursfallet og nedgangskonjunkturen etter årtusenskiftet har anslag på den nøytrale realrenten i USA falt.

Ferguson (2004) - nestleder i styret i sentralbanken i USA - viser til at anslag på den nøytrale realrenten for USA har falt de siste årene. Årsaker han peker på er blant annet "...an unusual hesitancy on the part of businesses to hire and spend emerged in 2001 after the collapse of equity prices..." og "...the

*restraint imposed on domestic consumers from an increase in the cost of energy..."*

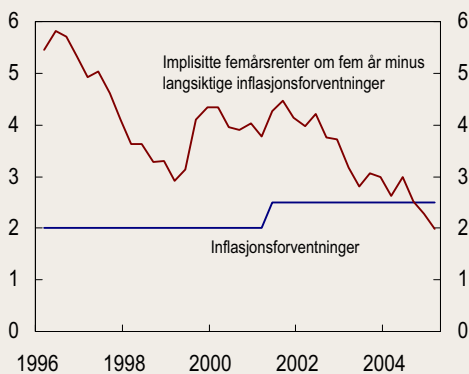
Ifølge Financial Times (2005) er det en utbredt oppfatning at den nøytrale realrenten i USA er rundt 2,75 prosent, mens Goldman Sachs (2005) anslår den til å være rundt 2,5 prosent.

Disse konklusjonene er svært usikre, men selv med et lavt anslag på global nøytral realrente på rundt 2 prosent, fremstår det globale langsiktige nominelle rentenivået nå som lavt.

I en verden med frie kapitalbevegelser vil den nøytrale realrenten for en liten åpen økonomi være påvirket av globale forhold i tillegg til landsspesifikke forhold. Dersom den globale nøytrale realrenten har falt de siste årene, kan det derfor ha påvirket den nøytrale realrenten også i Norge.

Utviklingen i forventede langsiktige renter kan gi en indikasjon på markedsaktørenes anslag på den nøytrale realrenten. Figur 2 viser implisitte langsiktige terminrenter i Norge deflatert med langsiktige inflasjonsforventninger. Disse kan tolkes som markedets forventede femårs realrente om fem år. Slike implisitte renter frem i tid vil normalt være mindre berørt av den løpende konjunkturutviklingen enn pengemarkeds- og obligasjonsrentene. Det kan derfor være grunn til å anta at disse rentene gir et bedre utgangspunkt for å vurdere markedsaktørenes syn på den nøytrale realrenten.<sup>3</sup>

**Figur 2** Langsiktige inflasjonsforventninger og implisitte femårsrenter om fem år minus langsiktige inflasjonsforventninger



Kilde: EcoWin og Norges Bank

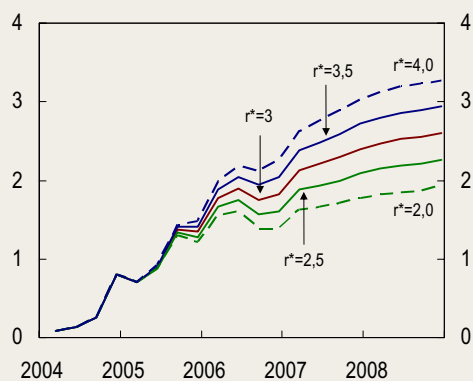
I perioden 1998-2003 varierte dette målet på den nøytrale realrenten stort sett i intervallet 3-4 prosent. Siden midten av 2001 har trenden imidlertid vært fallende, og fra midten av 2003 har disse rentene vært lavere enn 3 prosent. Denne utviklingen kan indikere et fall i den nøytrale realrenten også for Norge. I en studie av Hammerstrøm og Lønning (2000) ble det anslått en nøytral realrente i intervallet 3-4 prosent for Norge. Det kan være rimelig å nedjustere dette intervallet noe, til 2,5 – 3,5 prosent. Det er ut fra dette vanskelig å forklare hele fallet i de langsiktige rentene med et fall i den nøytrale realrenten.

Det anslåtte intervallet for den nøytrale realrenten i Norge er noe høyere enn anslaget for den globale nøytrale realrenten. Det er naturlig å tilskrive denne forskjellen til særskilte forhold som valutakurs- og likviditetsrisiko samt store internasjonale aktørers ønske om å unngå små markeder.<sup>4</sup>

Det er betydelig usikkerhet knyttet til anslaget på den nøytrale realrenten. Dersom pengepolitikken baseres på en feilaktig vurdering av denne størrelsen, kan det gi en utilsiktet stram eller slakk pengepolitikk. Vi har illustrert dette ved å se på mulige konsekvenser av å feilvurdere nivået på den nøytrale realrenten med 0,5 – 1,0 prosentpoeng. Figur 3 og 4 viser ulike baner for inflasjonen og produksjonsgapet fremover. I referansebanen i denne rapporten er den nøytrale realrenten antatt å være rundt 3 prosent, midtpunktet i det området den nøytrale realrenten i Norge antakelig befinner seg i. Referansebanen er markert med rødt i figurene. De andre banene viser beregnede forløp for inflasjonen og produksjonsgapet dersom det feilaktig legges til grunn at den nøytrale realrenten er 3 prosent, mens det riktige nivået er 2 - 2,5 prosent, alternativt 3,5 - 4 prosent. Alle banene er beregnet med utgangspunkt i en liten modell som søker å ivareta sentrale sammenhenger for hvordan pengepolitikken virker i norsk økonomi.<sup>5</sup>

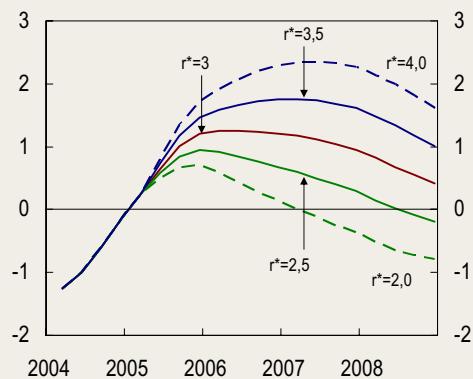
Dersom den nøytrale realrenten antas å være 3 prosent, mens den egentlig er 2 - 2,5 prosent, blir pengepolitikken mer kontraktiv enn lagt til grunn. Det gir lavere inflasjon og produksjonsgap enn i referansebanen (grønne linjer). Fram til slutten av 2008 blir inflasjonen årlig opp mot ¾ prosentpoeng og produksjonsgapet opp mot 1¼ prosentpoeng lavere enn i referansebanen. Tilsvarende blir pengepolitikken mer ekspansiv og inflasjonen og

**Figur 3** Tolv månedersvekst i KPI-JAE gitt ulike verdier på den nøytrale realrenten samtidig som vi legger til grunn at den er 3 prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4** Produksjonsgapet gitt ulike verdier på den nøytrale realrenten samtidig som vi legger til grunn at den er 3 prosent



Kilde: Norges Bank

produksjonsgapet høyere enn i referansebanen dersom den nøytrale realrenten feilaktig antas å være for lav (blå linjer).

Figurene illustrerer at å feilvurdere nivået på den nøytrale realrenten kan ha betydning for utviklingen i inflasjons- og produksjonsgapet.

## Referanser

- Amato, J. D. (2005) "The role of the natural rate of interest in monetary policy", Bank for International Settlements, Working Papers, 171.
- Beechey, M., N. Bharucha, A. Cagliarini, D. Gruen og C. Thompson (2000) "A small model of the Australian macroeconomy", Research Discussion Paper 5, Reserve Bank of Australia.



Bernhardsen, T. (2005) "The neutral real interest rate", Staff Memo 1/2005, Norges Bank.

Björkstén, N. og Ö. Karagedikli (2003) "Neutral real interest rates revisited", Reserve Bank of New Zealand, Bulletin, vol. 66 Nr. 3.

ESB (2004) "The natural real interest rate in the euro area", Den europeiske sentralbanken, Monthly Bulletin, Mai.

Ferguson, R. W. (2004) "Equilibrium real interest rate – theory and application", [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Financial Times (2005), "Fed thinking points to measured rate rises this year", 19. januar.

Goldman Sachs (2005) "US Economics Analyst", 05/01.

Hammerstrøm, G. og I. Lønning (2000) "Kan vi tallfeste den nøytrale realrenten?", Penger og Kreditt 2/00, Norges Bank.

Husebø, T. A., S. McCaw, K. Olsen og Ø. Røisland (2004) "A small, calibrated macromodel to support inflation targeting at Norges Bank", Staff Memo 3/2004, Norges Bank.

Larsen, J. D. J. og J. McKeown (2004) "The informational content of empirical measures of real interest rate and output gaps for the United Kingdom", Working Paper 224, Bank of England.

Laubach, T. and J. C. Williams (2003) "Measuring the natural rate of interest", *The Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063:1070.

OECD (2004), *Economic Outlook*, vol. 76.

Wicksell, K. (1907) "The influence of the rate of interest on prices", *The Economic Journal*, 17, Juni.

Wicksell, K. (1936) "Interest and prices", London: Macmillan.

<sup>1</sup> Begrepet nøytral realrente stammer fra den svenske økonom Knut Wicksell (1907, 1936). Det har fått økt oppmerksomhet i litteraturen de senere årene. Nøytral realrente drøftes nærmere i Bernhardsen (2005).

<sup>2</sup> Det er vanlig å assosiere den nøytrale renten med konstantleddet i en Taylor-regel. I følge denne regelen skal renten settes slik at  $i = \pi^* + r^* + 1.5(\pi - \pi^*) + 0.5Y$ , der  $i$  er nominell rente,  $r^*$  er den nøytrale realrenten,  $\pi$  er inflasjonen,  $\pi^*$  er inflasjonsmålet og  $Y$  er produksjonsgapet.  $\pi^* + r^*$  er den nominelle nøytrale renten.

<sup>3</sup> Nominelle implisitte femårsrenter om fem år er beregnet med utgangspunkt i syntetiske statsobligasjoner med fem og ti års løpetid. Inflasjonsforventningene er forutsatt å være 2 prosent fra 1996 og fram til første kvartal 2001, deretter 2,5 prosent (etter at inflasjonsmålet ble innført).

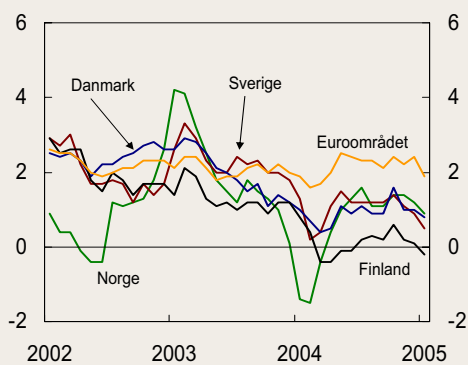
<sup>4</sup> Det er et generelt trekk at anslag på den nøytrale realrenten i små åpne land er høyere enn anslag for de store landene. Björkstén og Karagedikli (2003) drøfter årsaker til at den nøytrale realrenten er spesielt høy i New Zealand. De utfører også beregninger som indikerer at den nøytrale realrenten i Storbritannia, Australia, Sverige og Canada (men ikke Sveits) er høyere enn den nøytrale realrenten i USA. For alle landene har den nøytrale realrenten falt de siste årene. Beechey med flere (2000) anslår den nøytrale realrenten i Australia til 3,5 prosent, høyere enn anslag for USA og euroområdet. Amato (2005) anslår den nøytrale realrenten til 2,5 – 2,75 prosent i euroområdet og USA, mens den anslås noe høyere for Storbritannia. Larsen og McKeown (2004) estimerer den nøytrale realrenten for Storbritannia til rundt 3 prosent.

<sup>5</sup> Modellen er nærmere dokumentert i Husebø med flere (2004).

# Lav inflasjon i Norden

Inflasjonen i Norden har avtatt og er nå forholdsvis lav i både Sverige, Danmark, Finland og Norge, se figur 1. I følge de harmoniserte konsumprisindeksene<sup>1</sup> var inflasjonen i januar rundt 1 prosent i Danmark og Norge, rundt ½ prosent i Sverige og svakt negativ i Finland. Til sammenlikning var prisstigningen i euroområdet i underkant av 2 prosent.

**Figur 1** Harmoniserte konsumprisindekser i Norden og euroområdet. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – jan. 05



Kilde: Eurostat

Et felles trekk ved den lave prisstigningen i Norden synes å være at prisene på importerte konsumvarer har utviklet seg svakt, selv om utviklingen ikke har vært helt parallell i de ulike landene. Dette gjenspeiler svak prisutvikling på internasjonalt handlede varer som følge av høyt konkurransetrykk, endringer i handelsmønster i retning av lavkostland og perioder med styrking av valutakursen. De

nordiske økonomiene er relativt åpne, med høye importandeler. Dette bidrar til at prisimpulsene utenfra er forholdsvis sterke sammenliknet med en mer lukket økonomi som euroområdet. Det forholdsvis store varebyttet mellom de nordiske landene kan også bidra til at lav prisstigning i ett land lett kan spre seg til de andre landene.

Innenlandske forhold har også bidratt til den lave inflasjonen. Veksten i de nordiske landene avtok i 2003 og produksjonsgapet var trolig negativt i alle landene. Dette kan ha dempet prisveksten i 2004. Videre har trolig det sterke konkurransetrykket internasjonalt smittet over til hjemmekonkurrerende næringsvirksomhet og dempet kostnadsveksten gjennom økt produktivitsvekst og redusert lønnsvekst. I Sverige og Danmark kan den lave prisstigningen særlig ses i sammenheng med forholdsvis høy produktivitsvekst. Økt konkurranse i varehandel og lufttransport har også bidratt til å dempe prisveksten i flere av de nordiske landene. I Finland har i tillegg lavere alkoholavgifter midlertidig redusert den samlede prisstigningen. I euroområdet synes lav ressursutnyttning i forholdsvis liten grad å ha dempet prisstigningen. Samtidig har blant annet økte avgifter trukket prisveksten opp.

Tabell 1 viser veksten i de harmoniserte konsumprisindeksene i Norden og i euroområdet i perioden fra januar 2004 til januar 2005. Tabellen viser også et utvalg av delindekser hvor prisveksten i Norden har vært spesielt lav i forhold til euroområdet.

**Tabell 1** Harmoniserte konsumprisindekser i Norden og i euroområdet. Prosentvis vekst fra januar 2004 til januar 2005.

	Norge	Sverige	Danmark	Finland	Euroområdet
Harmonisert konsumprisindeks	0,9	0,5	0,8	-0,2	1,9
Alkoholholdige drikkevarer og tobakk	3,4	0,2	2,3	-13,0	7,5
Klær og skotøy	-4,2	-1,6	-3,6	-1,3	0,8
Bolig, lys og brensel	0,1	1,2	3,0	2,8	3,7
Elektrisitet	-10,0	-4,1	0,6	-3,2	2,5
Møbler og husholdningsartikler mv.	-2,3	-1,3	0,3	0,7	1,0
Post og teletjenester	-2,8	-3,2	-3,3	-7,7	-2,4
Kultur og fritid	0,9	-1,2	-3,8	0,3	0,0
Lyd- og bildeutstyr	-7,8	-11,8	-17,7	-6,6	-7,1

Kilde: Eurostat og Norges Bank

Prisene på *klær og skotøy* har falt i de nordiske landene det siste året, mens de har steget svakt i euroområdet. Prisnedgangen i Norden har sammenheng med at importen er vridd fra høykostland til lavkostland. De nordiske landene har lavere egenproduksjon av klær og skotøy enn landene i euroområdet. Klesprisene i Norden er derfor mer påvirket av handelsvridninger enn klesprisene i euroområdet. Norge hadde det største prisfallet i perioden. Det kan ha sammenheng med at Norge var tidlig ute med å fjerne importkvotene på klær og skotøy. Ved inngangen til 2005 fjernet også EU de siste importkvotene på slike varer fra land utenfor EU. Dette kan føre til at prisveksten på slike varer i Sverige, Danmark og Finland og det øvrige euroområdet vil avta ytterligere fremover. Prisene på en del andre varer som har stort importinnhold har også vist en svak utvikling i Norden. Dette gjelder blant annet prisene på *møbler og husholdningsartikler*.

Prisene på varer og tjenester knyttet til *kultur og fritid* har utviklet seg relativt svakt i alle de nordiske landene. Dette gjenspeiler spesielt fallet i prisene på *lyd- og bildeutstyr*. I Danmark og Sverige falt prisene på lyd- og bildeutstyr med henholdsvis 18 og 12 prosent fra januar 2004 til januar 2005. I Finland og Norge var prisfallet på 7 og 8 prosent. Høy produktivitsvekst i produksjonen av lyd- og bildeutstyr internasjonalt og produksjonsvridninger til lavkostland har understøttet den svake prisutviklingen på slike produkter. Også i euroområdet har prisene på slike varer falt. *Post- og teletjenester* er en annen gruppe som er påvirket av høy produktivitsvekst og hvor det har vært et noe større fall i prisene i Norden enn i euroområdet. Dette gjenspeiler spesielt utviklingen i mobiltelefonmarkedet, hvor Sverige og Finland er store produsenter og hvor konkurransen blant operatørene i Norden synes å være spesielt sterk.

Prisene for *bolig, lys og brensel* har økt svakt i Norge og Sverige det siste året, mens prisene i Danmark og Finland har økt med om lag 3 prosent. I euroområdet økte prisene for bolig, lys og brensel med 3,7 prosent fra januar 2004 til januar 2005. Den relativt lave prisveksten i Norden avspeiler at elektrisitetsprisene falt markert i Norge, Sverige og Finland. Elektrisitetsprisene i euroområdet økte med 2,5 prosent fra januar 2004 til januar 2005. Elektrisitetsmarkedet i Norden er forholdsvis godt integrert. Prisene til husholdningene ser likevel ut til å svinge mer i Norge enn i de andre nordiske landene. Det kan ha sammenheng med at norske husholdninger i liten grad bruker fastprisavtaler.

For *alkoholholdige drikkevarer og tobakk* har det vært spesielt store forskjeller i prisstigningen både mellom land i Norden og mellom Norden og euroområdet. Dette må blant annet ses i sammenheng med harmonisering av avgifter på slike varer innenfor EU. Prisene på disse varene falt i Finland etter store avgiftsreduksjoner i mars 2004 og var om lag uendret i Sverige. I Danmark og Norge har prisene steget noe, men langt mindre enn i euroområdet. I euroområdet har avgiftene på blant annet tobakk økt markert. For *matvarer og alkoholfrie drikkevarer* har prisveksten vært forholdsvis lik og relativt lav i Norden og i euroområdet det siste året. Unntaket er Norge, hvor prisstigningen tok seg noe opp i løpet av siste halvår i fjor etter fall i en del matvarepriser i forbindelse med nyetableringer og økt konkurranse i varehandelen.

<sup>1</sup> I denne utdypingen benyttes de harmoniserte prisindeksene for å beskrive prisutviklingen. Disse indeksene er blant annet laget for at pristallene skal være sammenliknbare mellom land. De vil vise et annet forløp enn mål på underliggende prisvekst blant annet fordi de inneholder avgifter og energi.

# Utviklingen i husholdningenes gjeld

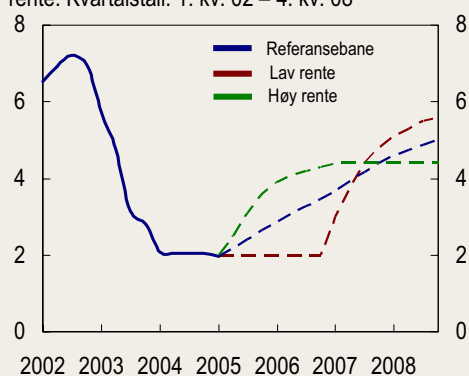
Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskt og raskere enn deres inntekt. Gjeldsveksten er nært knyttet til utviklingen i boligprisene. Med en utvikling i renten i tråd med referansebanen i denne rapporten er det gjort fremskrivninger basert på historiske sammenhenger for boligpriser og husholdningenes gjeld.<sup>1</sup> Referansebanen for renten er gjengitt i figur 1. Det er stor usikkerhet knyttet til slike fremskrivninger, resultatene må derfor tolkes med varsomhet.

Rentenedgangen gjennom 2003 og første halvår av 2004 bidro til at veksten i boligprisene tok seg opp i fjor, se figur 2. I løpet av 2005 vil effekten av rentenedgangen trolig være mindre. Det bidrar til at boligprisveksten i 2005 anslås å bli lavere enn

i 2004. Den videre nedgangen i boligprisveksten fra 2006 gjenspeiler i stor grad renteutviklingen i referansebanen, der de kortsiktige pengemarkedsrentene gradvis øker til rundt 5 prosent i slutten av 2008 og deretter videre mot et normalt nivå på 5½ prosent. I tillegg trekker forutsetninger om høy boligbygging veksten i boligprisene ned gjennom hele fremskrivningsperioden. En bedre utvikling i arbeidsmarkedet vil på den annen side bidra til økt vekst i boligprisene.

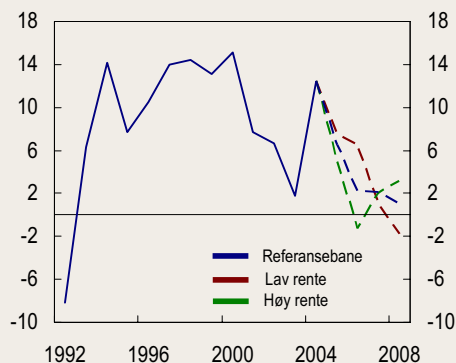
Erfaringer tyder på at gjeldsveksten reagerer raskt på utviklingen i boligprisene, og at virkningene varer ved. Det er derfor grunn til å vente at gjeldsveksten fortsetter å øke noe i 2005, se figur 3. Som følge av den forutsatte renteoppgangen i referansebanen og

**Figur 1** Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen og i alternativer med høy og lav rente. Kvartalstall. 1. kv. 02 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

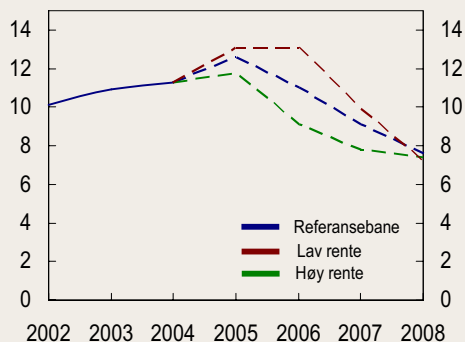
**Figur 2** Vekst i boligpriser. Årstall. Prosent. 1992 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Fremskrivninger for 2005 – 2008

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

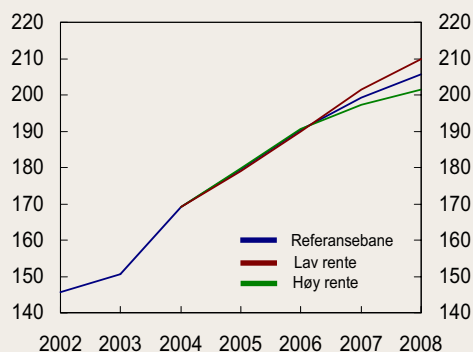
**Figur 3** Kreditt til husholdninger (K2). Årlig prosentvis beholdningsendring. 2002 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Fremskrivninger for 2005-2008

Kilde: Norges Bank

**Figur 4** Fremskrivninger av husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup>. Årstall. Prosent. 2002 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt fratrukket avkastning på forsikringskrav

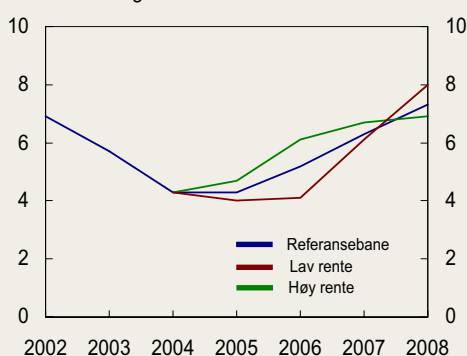
<sup>2)</sup> Fremskrivninger for 2005 – 2008

Kilde: Norges Bank

dempet boligprisvekst fra 2005, kan gjeldsveksten avta gradvis fra 2006. Gjeldsveksten ventes å være høyere enn inntektsveksten, noe som fører til at husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt stiger fra dagens nivå, se figur 4.

Både høyere gjeldsbelastning og høyere rente bidrar til at husholdningenes rentebelastning samlet sett kan ta seg opp fra 2006 til 2008, se figur 5. I slutten av prognoseperioden er rentebelastningen i overkant av 7 prosent. Rentebelastningen i 2008 vil, under disse forutsetningene, være om lag på samme nivå som på midten av 1990-tallet.

**Figur 5** 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  
<sup>2)</sup> Fremskrivninger for 2005 – 2008

Kilde: Norges Bank

For å illustrere hvordan ulike renteforløp kan komme til å påvirke utviklingen i boligpriser og husholdningers gjeld, er det også gjort fremskrivninger basert på de alternative forløpene for renten som er beskrevet i kapittel 3. Disse alternative renteforutsetningene er også gjengitt i figur 1.

Alternativet der renten er uendret ut 2006 (rød stiplede linje) gir en høyere boligprisvekst enn i referansebanen de neste to årene, se figur 2. Når renten i 2007 settes mer opp enn i referansebanen, avtar boligprisveksten markert i 2007 og 2008. Gjeldsveksten anslås med

denne renteforutsetningen å bli høyere enn i referansebanen, og rentebelastningen blir høyere mot slutten av fremskrivningsperioden. En eventuell rask og markert renteoppgang vil føre til at mange flere husholdninger enn tidligere vil få en høy rentebelastning. Det er usikkert hvordan dette vil påvirke husholdningenes finansielle tilpasning og etterspørsel. En slik renteutvikling vil isolert sett gjøre det mer krevende for husholdninger å betjene gjelden lenger fram i tid når renten etter hvert normaliseres eller blir høy. Det kan i sin tur gi en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lenger sikt.

I alternativet der renten settes raskere opp enn i referansealternativet (grønn stiplede linje), anslås prisveksten i boligmarkedet å bli lavere i 2005 og 2006. Gjeldsveksten i dette alternativet vil være lavere enn i referansebanen fram til slutten av 2008.

I alle de tre alternativene for utviklingen i renten vil husholdningenes gjeldsbelastning være høyere enn på slutten av 1980-tallet. Situasjonen da var imidlertid preget av økende realrenter, stigning i arbeidsledigheten og fallende verdi av boligformuer og finansielle fordringer. Anslagene nå peker i retning av økt sysselsetting og fortsatt høye boligpriser de kommende årene. Gjeldsutviklingen kan være del av en strukturell tilpasning i husholdningene til nye og forbedrede kredittmarkeder.

<sup>1</sup> Fremskrivningene er basert på estimerte modeller for boligpriser og husholdningenes gjeld. Modellene er nærmere forklart i *Finansiell Stabilitet 1/2004* (boligpris) og i artiklene "Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?" og "Hva driver boligprisene?" av D. H. Jacobsen og B. E. Naug i henholdsvis *Penger og Kreditt 2/2004* og *Penger og Kreditt 4/2004* ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)). En tidligere versjon av gjeldslikningen er omtalt i en utdyping i *Inflasjonsrapport 2/2003*.

# Etterprøving av Norges Banks anslag for 2004<sup>1</sup>

Konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) økte med 0,3 prosent i 2004, se figur 1. Korrigeres KPI-JAE for innføring av maksimalpris i barnehagene, som har en engangsvirkning på konsumprisveksten, og den direkte virkningen av rentene på husleien, var den underliggende prisstigningen i 2004 om lag  $\frac{3}{4}$  prosent.<sup>2</sup> Prisveksten i 2004, målt ved KPI-JAE, ble lavere enn Norges Bank anslo i 2002 og 2003, men utviklingen har vært godt i tråd med anslagene i inflasjonsrapportene i 2004, se tabell 1.

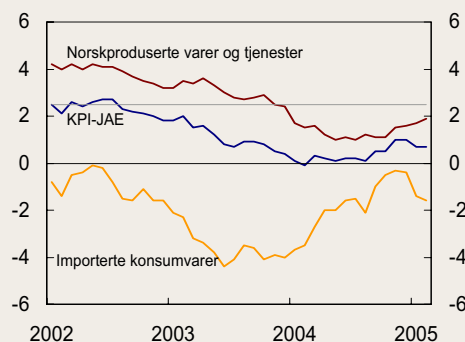
Produksjonsgapet, slik Norges Bank beregner det, var om lag  $-1\frac{1}{4}$  prosent i 2003 og anslås til  $-\frac{3}{4}$  prosent i 2004. Beregningene tyder på at gapet var nær null mot slutten av 2004, i tråd med tidligere anslag.

## Normal kapasitetsutnyttelse mot slutten 2004 i tråd med tidligere vurderinger

Norges Banks beregninger av produksjonsgapet tyder på at kapasitetsutnyttingen nærmet seg sitt normale nivå mot slutten av 2004. Dette er i tråd med tidligere vurderinger. Anslagene for den gjennomsnittelige kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi i 2004 har imidlertid blitt noe nedjustert, til tross for at BNP-veksten i 2004 ble høyere enn anslått i inflasjonsrapportene i 2003. Dette skyldes flere forhold:

- Vår vurdering er nå at kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi var lavere i 2003 enn anslått i inflasjonsrapportene i 2003. Produksjonsgapet i 2003 anslås nå å være  $-1\frac{1}{4}$  prosent, mens det i Inflasjonsrapport 1/03 ble anslått til null. Nedjusteringen er hovedsakelig gjort som en følge av at utviklingen i produksjonen og arbeidsmarkedet ble svakere enn ventet. Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi var derfor lavere ved inngangen til 2004 enn vi anslo i 2003.
- Fra Inflasjonsrapport 1/04 har Norges Bank lagt til grunn at vekstpotensialet i norsk økonomi økte noe mer enn normalt i 2004. I mange sektorer har konkurransen økt og bedriftene har effektivisert. I andre halvår i 2004 førte en markert nedgang i sykefraværet til en økning i tilgjengelige

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

**Tabell 1** Sentrale forutsetninger og anslag på noen makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi i 2004, og faktisk utvikling. Prosentvis endring fra året før der ikke annet er oppgitt.

2004	Anslag IR 3/02 <sup>1)</sup>	Anslag IR 1/03 <sup>1)</sup>	Anslag IR 2/03 <sup>2)</sup>	Anslag IR 3/03 <sup>2)</sup>	Anslag IR 1/04 <sup>2)</sup>	Anslag IR 2/04 <sup>2)</sup>	Anslag IR 3/04 <sup>2)</sup>	Faktisk
KPI-JAE	$\frac{2}{4}$	2	2	2	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{4}$	0,3
Produksjonsgap		$-\frac{1}{4}$	0	$\frac{1}{4}$	$-\frac{1}{4}$	$-\frac{1}{4}$	$-\frac{1}{4}$	$-\frac{3}{4}$
Rente (prosent)	7	5,5	3,4	3,0	1,8	2,0	1,8	1,8
Valutakurs (nivå, I-44)	89,0	88,3	94,7	95,7	99,3	96,1	95,6	95,6
BNP Handelspartnere	$\frac{2}{2}$	$\frac{2}{4}$	$\frac{2}{4}$	$\frac{2}{4}$	$\frac{2}{2}$	$\frac{2}{2}$	$\frac{2}{4}$	2,9
Internasjonale priser	$\frac{3}{4}$	$\frac{3}{4}$	$\frac{1}{4}$	0	$-1\frac{1}{2}$	-1	$-\frac{1}{2}$	-1
BNP Fastlands-Norge	$\frac{2}{4}$	2	$\frac{2}{2}$	3	$\frac{3}{4}$	$\frac{3}{2}$	$\frac{3}{4}$	3,5
Årslønn	$\frac{5}{4}$	$\frac{4}{2}$	$\frac{4}{2}$	$\frac{4}{4}$	$\frac{3}{4}$	$\frac{3}{4}$	$\frac{3}{4}$	$\frac{3}{4}$

<sup>1)</sup> Basert på forutsetning om uendret rente og valutakurs

<sup>2)</sup> Basert på terminrente og terminvalutakurs

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

<sup>1</sup> Utdypingen er basert på artikkelen "Etterprøving av Norges Banks anslag for 2004" i Penger og Kreditt 1/05.

<sup>2</sup> Etter forskriften for pengepolitikken skal det i utgangspunktet ikke tas hensyn direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser.



timeverk. Disse forholdene har trolig bidratt til at norsk økonomi i en periode har kunnet vokse nokså mye uten at det har oppstått flaskehalser i arbeidsmarkedet. Den høye veksten i 2004 innebærer likevel at kapasitetsutnyttelsen økte gjennom året. Produksjonsgapet anslås å ha blitt redusert fra  $-1\frac{1}{4}$  prosent i 2003 til  $-\frac{3}{4}$  prosent i 2004.

Høyere vekst i norsk økonomi i 2004 enn anslått må ses i sammenheng med at Norges Banks signalrente ble redusert fra 7 prosent i desember 2002 til 1,75 prosent i mars 2004. Dette bidro til høyere anslått vekst – særlig i de mest rentefølsomme delene av økonomien. Videre svekket kronekursen seg gradvis gjennom 2003. Samtidig ble impulsene fra den internasjonale oppgangen sterkere enn anslått på forhånd. Prisene på olje og andre råvarer økte, og eksport av tradisjonelle varer ble høyere enn ventet. Utsikter til varig høyere oljepris, bidro til at anslagene for oljeinvesteringene ble justert opp. Økte oljeinvesteringer har gitt høyere import enn ventet, men har også gitt betydelige impulser til norsk produksjon.

### *Prisveksten i 2004 ble lavere enn anslått i 2003, men ingen store overraskelser gjennom 2004*

Ledigheten økte raskere og sysselsettingen falt mer enn ventet fra slutten av 2002 og i 2003. Dette bidro til at lønnsveksten i 2003 og 2004 ble lavere enn anslått.

Konkurransen økte innen flere næringer. Sterkere konkurranse i varehandel, flytransport og annen tjenesteyting ga betydelig prisfall på enkelte varer og tjenester i de berørte næringene. Dette bidro til at inflasjonen ble betydelig lavere enn ventet mot slutten av 2003 og i begynnelsen av 2004. I Inflasjonsrapport 1/04 ble det lagt til grunn at økt konkurranse ville bidra til å holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester nede gjennom hele 2004.

De internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi ble lavere i 2004 enn anslått i 2002 og i 2003. Vridning av import fra høykost- til lavkostland og sterk produktivtetsvekst i produksjonen av lyd- og bildeutstyr har ført til fall i prisene på importerte konsumvarer. I Inflasjonsrapport 1/04 introduserte Norges Bank en ny indikator for internasjonale prisimpulser som tok hensyn til disse effektene.

Basert på den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser ble det gjort nye beregninger av gjennomslaget fra endringer i valutakursen til konsumprisene. De nye beregningene indikerte at gjennomslaget fra valutakursen var mindre og kom senere enn tidligere antatt. I tråd med dette ble det i Inflasjonsrapport 1/04 lagt til grunn at oppgangen i prisene på importerte konsumvarer, som følge av svekkelsen av kronekursen i 2003, ville komme senere enn tidligere antatt. Anslagene for prisveksten på importerte konsumvarer i 2004 har gjennomgående truffet den faktiske utviklingen godt.

I 2004 var veksten i husleiene vesentlig lavere enn det som har vært vanlig tidligere år. Rentenedsettelsene gjennom 2003 bidro til lavere vekst i husleiene, og bidro trolig til å trekke ned den samlede konsumprisveksten med om lag  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng i 2004. Lavere barnehagesatser som følge av innføring av maksimalsatser trakk også prisveksten ned i 2004. Dette er forhold Norges Bank har sett bort fra i anslagene.

**Tabell 2** Dekomponering av avviket mellom anslått prisvekst og faktisk prisvekst i 2004 gitt i Inflasjonsrapport 3/03 og Inflasjonsrapport 1/04.

	IR 3/03	IR 1/04
Avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE. Prosentpoeng	-1%	$-\frac{1}{4}$
Dekomponering av avviket		
Bidrag fra valutakursen	$-\frac{1}{4}$	0
Internasjonale prisimpulser	$(-\frac{1}{4}-0)$	0
Lavere lønnsvekst	$-\frac{1}{4}$	0
Sterkere konkurranse	$-\frac{3}{4}$	0
Uforklart/andre forhold <sup>1)</sup>	$(-\frac{1}{2}-\frac{1}{4})$	$(-\frac{1}{2}-\frac{1}{4})$

<sup>1)</sup> Andre forhold som kan forklare avviket, er innføring av maksimalpris på barnehager og direkte virkninger av rentenedsettelse til lavere husleier. Disse forholdene kan anslagsvis forklare 0,3-0,4 prosentpoeng av avviket mellom faktisk og anslått prisvekst. Dette er midlertidige forstyrrelser som Norges Bank ikke tar hensyn til i rentesettingen.

Kilde: Norges Bank

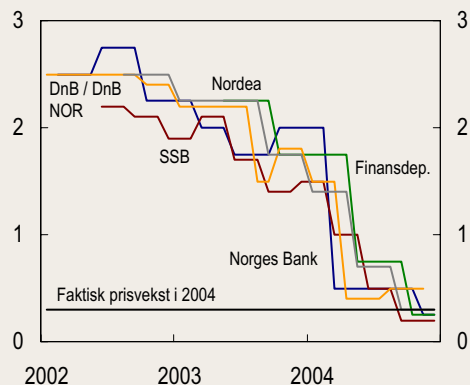
I tabell 2 har vi forsøkt å dekomponere avviket mellom faktisk og anslått prisvekst i Inflasjonsrapport 3/03 og Inflasjonsrapport 1/04 på de ulike forklaringsvariable.

Tabell 2 indikerer at om lag 1 prosentpoeng av prognosefeilen kan forklares ved strukturelle endringer som økt konkurranse i Norge og endringer i handelsmønsteret. Denne type strukturelle endringer er vanskelig å forutse. Virkningene ble

forsterket ved at lav prisstigning bidro til lavere nominell lønnsvekst og dermed til ytterligere fall i prisstigningen.

Figur 2 viser anslagene til Norges Bank og noen andre institusjoner for veksten i KPI-JAE i 2004 gitt på ulike tidspunkter. Gjennom 2003 ventet ingen at prisveksten ville bli så lav som 0,3 prosent i 2004. Alle anslo en vesentlig høyere inflasjon.

**Figur 2** KPI-JAE. Anslag for 2004 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilder: Statistisk Sentralbyrå, Finansdepartementet, DnB NOR og Nordea og Norges Bank

### Erfaringer fra 2004

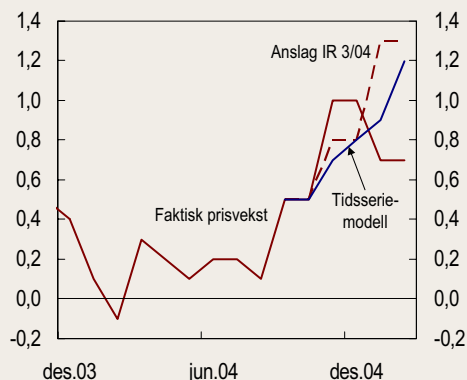
Fra begynnelsen av 2004 har det vært gjort forholdsvis små endringer i anslagene for 2004. Anslagene for prisveksten og produksjonsgapet fra Inflasjonsrapport 1/04 ser ut til å ha truffet den faktiske utviklingen i 2004 godt. Årsakene til at anslagene på prisveksten har vært nokså godt i samsvar med den faktiske utviklingen kan blant annet være forbedrede anslag på de internasjonale prisimpulsene til Norge og nye beregninger av gjennomslaget fra kronekursen til prisene på importerte konsumvarer. Det ser også ut til å ha vært en riktig vurdering at økt konkurranse ville bidra til å holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester lav gjennom 2004. Norsk økonomi ble heller ikke utsatt for nye uventede forstyrrelser i 2004.

### En foreløpig vurdering av anslagene i Inflasjonsrapport 3/04

Produksjonsutviklingen i norsk økonomi har vært nokså godt i tråd med anslagene i Inflasjonsrapport 3/04 som ble publisert i november i fjor. I følge foreløpige nasjonalregnskapstall var veksten i BNP for Fastlands-Norge ¼ prosentpoeng lavere i 2004 enn anslått i Inflasjonsrapport 3/04. Privat konsum økte noe mindre og importen økte noe mer enn ventet. Målt i antall timeverk har sysselsettingsveksten vært noe høyere enn vi så for oss. Dette har trolig sammenheng med den markerte nedgangen i sykefraværet gjennom 2004. Prisveksten økte noe mer enn ventet i siste kvartal i fjor, men i januar var prisveksten overraskende lav. Prisene på importerte konsumvarer utviklet seg nokså godt i tråd med anslagene frem til desember, men i januar og februar var veksten vesentlig lavere enn ventet. Prisveksten på varer og tjenester produsert innenlands har vært om lag som ventet.

I Figur 3 sammenliknes den faktiske prisveksten med inflasjonsanslaget fra Inflasjonsrapport 3/04, og prediksjoner fra en enkel tidsseriemodell som fanger opp trendvekst og sesongsvingninger i KPI-JAE. Våre anslag og prediksjonene fra tidsseriemodellen traff den faktiske veksten i oktober, men var noe lavere enn den faktiske veksten i november og desember. Både våre anslag og anslagene basert på tidsseriemodellen var høyere enn den faktiske tolv månedersveksten i KPI-JAE i januar og februar.

**Figur 3** KPI-JAE. Anslag i Inflasjonsrapport 3/04, anslag fra tidsseriemodell og faktisk prisutvikling. Tolv månedersvekst. Prosent. Des. 03 – feb. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

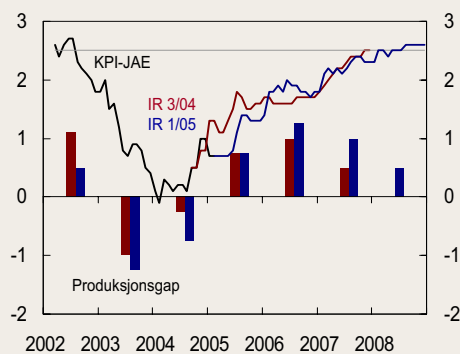
## Endringer i anslagene fra Inflasjonsrapport 3/04 til Inflasjonsrapport 1/05

Anslagene i Inflasjonsrapport 3/04 var basert på en forutsetning om at renten følger terminrentene i markedet. Anslagene i denne inflasjonsrapporten er basert på terminrentene slik de var i midten av mars, men med justeringer fra 2007 og fremover, jf omtale i kapittel 3. Justeringen innebærer at pengemarkedsrentene i Norge gradvis øker til om lag 5 prosent i slutten av 2008. Dette innebærer at anslagene i denne inflasjonsrapporten bygger på nokså lik utvikling i renten som i den forrige inflasjonsrapporten. Kronekursen antas nå, som i forrige inflasjonsrapport, å følge terminvalutakursen. Dette innebærer om lag uendret kronekurs de nærmeste tre årene. Tilsvarende utvikling lå til grunn i Inflasjonsrapport 3/04.

### Noe lavere produksjonsgap i 2004

Veksten i norsk økonomi i 2004 er nedjustert med ¼ prosentpoeng siden forrige inflasjonsrapport, mens vurderingene av potensiell produksjon er uendret. Samtidig anslås produksjonsgapet i 2003 ¼ prosentpoeng lavere, se figur 4. Disse endringene innebærer at produksjonsgapet i 2004 anslås ½ prosentpoeng lavere enn i Inflasjonsrapport 3/04. Norsk økonomi anslås imidlertid fortsatt å ha nærmet seg normal kapasitetsutnyttelse mot slutten av 2004.

Figur 4 Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> og produksjonsgapet<sup>2)</sup> i Inflasjonsrapport 3/04 (rød) og 1/05 (blå). Prosent



<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

### Høyere vekst i BNP Fastlands-Norge

Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås å bli noe høyere i inneværende og neste år enn i forrige rapport. Investeringsstillingen for oljevirksomheten peker i retning av at oljeinvesteringene i år blir høyere enn anslått sist. Fortsatt høy igangsetting av boliger tilsier sterkere vekst i boliginvesteringene i 2005. Anslagene for produksjonsveksten i 2005 og 2006 trekkes også opp av at investeringene

i andre næringer ser ut til å bli noe høyere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. I tråd med økt produksjonsvekst er veksten i sysselsettingen noe oppjustert.

Med noe sterkere vekst i norsk økonomi i årene 2005 og 2006 enn i forrige rapport, anslås kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi å bli noe høyere i 2006 og 2007, selv om anslagene for produksjonsgapet i 2002-2004 er nedjustert.

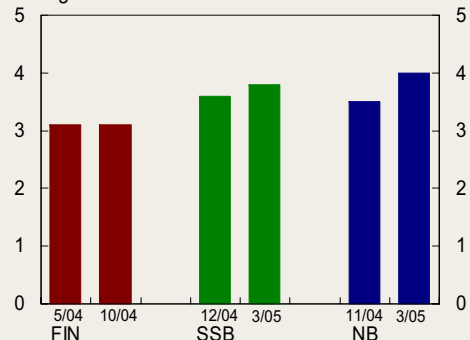
### Nedjustering av prisveksten

Anslagene for prisveksten i 2005 er nedjustert. Dette skyldes særlig at prisveksten på importerte konsumvarer har utviklet seg noe svakere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Fallet i inflasjonen fra desember til januar skyldtes trolig i noen grad forhold som er midlertidige, og vi ventet at prisstigningen vil tilta de nærmeste månedene. Prisimpulsene fra internasjonal økonomi til norske konsumpriser var imidlertid litt lavere i 2004 enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Nye importtall indikerer noe sterkere handelsvridninger enn tidligere anslått. Som en følge av dette er anslagene for internasjonale prisimpulser til norske konsumpriser i 2005 og 2006 nedjustert. Litt lavere anslag for nominell lønnsvekst i år og neste år trekker også i retning av noe lavere prisvekst. Høyere vekst i marginer som følge av økt kapasitetsutnyttelse og sterkere press i økonomien trekker i motsatt retning.

### Andre institusjoners anslag

Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank anslår alle sterk vekst i økonomien og tiltakende prisvekst i år. Norges Bank anslår nå at BNP for Fastlands-Norge øker med 4 prosent i 2005, se figur 5. Dette er ½ prosentpoeng høyere

Figur 5 BNP Fastlands-Norge. De to siste publiserte anslagene for 2005.<sup>1)</sup> Prosentvis vekst



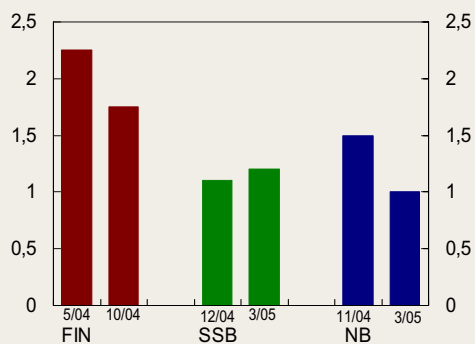
<sup>1)</sup> Tallene under søylene står for publiseringstidspunkt og –år

Kilder: Revidert Nasjonalbudsjett 2004, Nasjonalbudsjettet 2005, Økonomiske Analyser 6/2004 og 1/2005, Inflasjonsrapport 3/2004 og 1/2005

enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Statistisk sentralbyrå har justert opp sitt anslag for veksten i BNP i Fastlands-Norge i 2005 fra 3,6 prosent til 3,8 prosent. Finansdepartementet har i Nasjonalbudsjettet for 2005 anslått veksten i BNP for Fastlands-Norge til 3,1 prosent, det samme som i Revidert Nasjonalbudsjett for 2004.

Finansdepartementet anslo i Nasjonalbudsjettet veksten i KPI-JAE til 1¼ prosent i 2004, se figur 6. Dette er ½ prosentpoeng lavere enn anslått i Revidert Nasjonalbudsjett for 2004. Statistisk sentralbyrå har justert opp sine prisprognoser med 0,1 prosentpoeng, og anslaget for veksten i KPI-JAE i 2005 er nå 1,2 prosent. I denne inflasjonsrapporten anslår vi at KPI-JAE øker med 1 prosent i 2005. Dette er ½ prosentpoeng lavere enn i forrige inflasjonsrapport.

**Figur 6** 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: Revidert Nasjonalbudsjett 2004, Nasjonalbudsjettet 2005, Økonomiske Analyser 6/2004 og 1/2005, Inflasjonsrapport 3/2004 og 1/2005

# Oversikt over utdypinger 2001-2005

## **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  
Kronkurs og forventninger  
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003

## **3 / 2003:**

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

## **2 / 2003:**

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

## **1 / 2003:**

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

## **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  
forventet?

## **3 / 2001:**

Konsumprisveksten justert for endringer i avgifter  
og energipriser  
Hvorfor har prisveksten på importerte  
konsumvarer 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  
pengepolitikken 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 rundt 1300 personer som 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 supplementer 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 de 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 november og desember. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region fra runden i januar blir å finne på Norges Banks internettsider fra 17. mars. Hovedpunktene 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.

- Informasjon fra nettverket viser et økende aktivitetsnivå og fortsatt god vekst i norsk økonomi. Sammenliknet med i høst meldes det om uendret eller sterkere vekst i etterspørsel og produksjon i alle næringer. Kontaktene er positive med hensyn til neste halvår og venter en vekst om lag på linje med foregående periode.
- Eksportindustrien så en viss avmatning i veksten gjennom høsten 2004. I følge våre kontakter tok imidlertid aktiviteten seg opp igjen mot slutten av året og ved inngangen til 2005. Både prosessindustrien og transportmiddelindustrien melder om økt vekst. Norske verft har fått en solid økning i ordrer både fra hjemmemarkedet og fra utlandet. Høye oljeinvesteringer og stor aktivitet i oljesektoren fører til svært gode tider for oljeleverandørnæringen. På hjemmemarkedet har industri med leveranser til bygg- og anleggssektoren hatt en periode med betydelig vekst.
- I bygg og anlegg fortsetter den kraftige veksten fra i fjor sommer og høst, og det er få tegn til avmatning. Fortsatt er det boligbygging som er den viktigste drivkraften. Det har også vært god vekst i anleggssektoren, og offentlige byggeprosjekter fortsetter å bidra til høy aktivitet i flere regioner. Markedet for private næringsbygg er i bedring, og flere kontakter tror på en videre oppgang i løpet av 2005, også for kontorbygg.
- Tjenesteyting rettet mot næringslivet melder om fortsatt god vekst i etterspørselen. Markedet for arbeidsformidling har tatt seg kraftig opp, og det er stor etterspørsel etter ingeniører, bygg- og anleggsarbeidere og IT-kompetanse. IT-bransjen selv melder om bedre tider og stigende etterspørsel etter deres tjenester. Det samme gjør konsulent-, reklame- og advokatbransjen.
- Store deler av varehandelen rapporterte om en viss avmatning i veksttakten mot slutten av året, men en kraftig økning i bilsalget før jul virker i motsatt retning. Etterspørselen etter varige konsumgoder som møbler, brune- og hvitevarer synes fortsatt å være sterk, selv om enkelte regioner registrerer en viss avdemping i dette markedet. Husholdningenes etterspørsel etter tjenester viser god og til dels tiltakende vekst. Bankene melder om høy etterspørsel etter lån. Det er høy aktivitet i boligmarkedet. Dette bidrar til solid vekst for eiendomsmeglere. Reiselivet melder om fortsatt stor reiselyst og hotellene om fortsatt økning i belegget.
- Det er planer om en moderat økning i investeringene i privat og offentlig sektor. Industrien investerer i ny teknologi og produksjonsutstyr, som også gir økt kapasitet i mange tilfeller. Varehandelen oppgraderer eksisterende bygningsmasse og utvider med nye lokaler. I tjenesteytende sektor spenner investeringsplanene fra enkelt vedlikehold til IT-utstyr og mer omfattende infrastruktur.
- Sysselsettingen har økt moderat i varehandelen og noe sterkere i bygg og anlegg. Fremover ventes det en økning i hele privat sektor med unntak av industrien. Veksten ventes fremdeles å være sterkest i bygg og anlegg.
- Prisveksten siste 12 måneder rapporteres å være moderat i alle næringer. I tjenesteyting mot husholdningene har prisene vært om lag uendret. Fremover venter om lag halvparten av kontaktene i januarrunden uendret prisvekst, mens 35 prosent venter høyere prisvekst. Andelen som venter høyere prisvekst er størst i varehandel og i tjenesteyting mot næringslivet.
- Lønnsomheten øker fortsatt i alle næringer. Oljeleverandørnæringen har størst økning.

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

A.B. Jürgensen  
ABB AS  
ABB Flexible Automation  
Accenture  
Adcom Data  
Adecco Norge AS  
Advokatfirmaet Schjødt AS  
Aetat Kongsvinger  
Aetat Vest-Agder  
Air Products AS  
Aker Kværner Ipec AS  
Aktietrykkeriet  
Allkopi  
Alphatron AS  
Altaposten  
Alvdal Skurlag AL  
Alvdal Tynset Sport AS  
Amfi Drift AS  
Amfi Namsos  
Amfi Narvik  
Amneus Boghandel AS  
A-Møbler AS  
Anleggsgartnerfirmaet Strandman AS  
Apotekene Vest Hf  
Apropos Internett AS  
Arendal Auto AS  
Arendal kommune  
Arkitektfirma Brandsberg-Dahl  
Arkitektfirmaet C.F. Møller  
Arne Rustand AS  
Art In Dent AS  
Artic Seafood AS  
Asko Kjeldsberg AS  
Asplan Viak Bergen  
Auster Frisør ANS  
Auto Marin Personbiler AS  
Avinor  
Avisa Glåmdalen  
Bakers AS  
Banetele AS  
Bates AS  
Bautas AS  
Bearing Point  
Beitostølen Resort  
Bergen kommune  
Bergene Holm AS  
Bergens Tidende  
Berg-Hansen Reisebureau  
Bertil O. Steen  
Betong Øst AS  
Bilalliansen AS  
Bilsenteret Namsos AS  
Birger Pedersen AS  
Bjerge-Gruppen AS  
Bjørn Bygg AS  
Bohus Møbelhuset AS  
Boliden AS  
Box Delivery  
BP Norge AS  
Bravida Sørøst AS  
Bredal & Hansen AS  
Brilleland AS  
Brødrene Andersen Bilverksted AS  
Brødrene Dahl AS  
Brødrene Flaarønning AS  
Brødrene Hveding AS  
Brødrene Røsand AS  
Buer Entreprenør AS  
Bussen Trafikkselskap AS  
Bye Agenturer AS  
Bygg og Maskin AS  
Byggern E. A. Smith Bodø AS  
Byggholt  
Byggma ASA  
Byggservice Nord-Østerdal AS  
Byhaven Kjøpesenter  
Byåsen Bakeri AS  
Bøhmer Entreprenør AS  
Børset og Bjerkset AS  
Børstad Hotel & Gjestgiveri  
Børstad Transport AS  
Båtservice Holding ASA  
Cad Net Øst  
Capinor AS  
Central Drift Hotel AS  
Christie & Opsahl AS  
Color Line AS  
Comfort Hotel  
Comfort Rørlegger Åsheim AS  
Comrod AS  
Connex Vest AS  
Conoco Phillips Norway  
Conceptor ASA  
Consultit AS  
Coop Lofoten BA  
Coop Sogn og Fjordane BA  
Coop Sunndalsøra BA  
Coop Trondheim og omegn BA  
Corrocean AS  
Cowi AS  
Dagligvareleverandørenes  
Landsforening  
Dark Arkitekter AS  
De 3 Stuer Konsern AS  
DFDS Seaways AS  
Diplom-Is AS  
Dnb NOR ASA  
E. Flasnes Transport AS  
EFD Induction AS  
Egroup ASA  
Eidesvik Offshore ASA  
Eidsvoll kommune  
Eiendomsmegler 1  
Eiendomsspar AS  
Ekornes ASA  
Elektro AS  
Elektrotema Agder AS  
Elkem Aluminium ANS  
Elkem Materials ASA  
Elkjøp Giganten Forus  
Elkjøp Stormarked Skien  
Engum Elkjøp AS  
Ernst&Young  
Esmeralda AS  
Eurospar  
Evensen & Evensen AS  
Fabelaktiv AS  
Falkanger Sko AS  
Farveringen AS  
FAV Gruppen AS  
Felleskjøpet Trondheim  
Fesil ASA  
Figgjo AS  
Finnmark Reiseliv AS  
Finny Sirevaag AS  
Finsbråten AS  
Fiskeridirektoratet  
Fjeldseth AS  
Fjord Line AS  
Fjord Seafood Norway AS  
Flora Hamn  
Flora kommune  
Flyspesialisten Trondheim AS  
Forestia AS  
Fosen Trafikklag ASA  
Fosnavaag Seafood AS  
Fossberg Hotell AS  
Fotosentralen AS  
Franzefoss  
Fredrikstad kommune  
Frost Entreprenør AS  
Fundator AS  
Fundia Armeringsstål AS  
GE Health Care AS  
Gilde Vest BA  
Gitek  
Gjensidige Nor Forsikring  
Gjestal Spinneri ASA  
Glomsrød AS  
Glåma Bygg AS  
Godstrafikk og Bilspedisjon AS  
Granit Kleber AS  
Grenland Framnæs AS  
Grieg Seafood AS  
Grimstad kommune  
Gro Industrier AS  
Grunnarbeid AS  
Gudbrandsdalens Uldvarefabrikk  
Gunnar Hippe AS  
Hagen og Godager AS  
Hakon Distribusjon AS  
Halden kommune  
Hammerfest kommune  
Hamworthy KSE AS  
Handelsbanken  
Handicare Produksjon AS  
Hansa Borg Bryggerier ASA  
Haram kommune  
Harila Alta AS  
Havforskningsinstituttet  
Havila AS  
Heidenreich AS  
Heimdal Gruppen AS  
Helgeland Plast AS  
Helse Bergen HF  
Helse Finnmark HF  
Helse Midt-Norge  
Helse Nord RF  
Hennes & Mauritz AS  
Herlige Stavanger AS  
Herøy kommune  
Heyerdahl Gullsmed  
Hifi Klubben AS  
Hoff Norske Potetindustrier BA  
Hol kommune  
Holm Grafisk AS  
Holmen Fjordhotell  
Hordaland Reiseliv  
Hotel Augustin AS  
Hov Dokka AS  
Hustadmarmor AS  
Hydro Aluminium AS  
Hydro Olje og Energi  
Høgskolen i Nord-Trøndelag  
Høie AS  
Håg ASA  
Håndverkscompagniet AS  
I. P. Huse AS  
ICA Distribusjon AS  
ICA Norge AS  
Iittala AS  
Ikea Åsane  
IKM Gruppen AS  
Ingeniør Gunnar M. Backe AS  
Interfil AS  
ISS Norge AS  
Itet AS  
Ivar Mjåland  
Jan Andreassen Malermester AS  
Joar Ryttervoll Tømmermester AS  
John Galten AS  
Jotun AS  
Jotunheimen og Valdresruten  
Bilselskap  
K. Lund AS  
Kaffebrenneriet AS  
Kirkestuen Transport AS  
Kitron ASA  
Kitron Microelectronics AS  
KLP Eiendom  
Kongsberg Spacetec AS  
Kontali Analyse AS  
KPMG AS  
Kraft Foods Norge AS  
Kragerø kommune  
Kremmertorget Kjøpesenter  
Kristiansand Cementstøperi AS  
Kristiansand Næringsforening  
Kristiansund Havn Kf  
Krogsveen Raknes AS  
Kroken Caravan AS  
Kruise Smith  
Kvalitet & Ledelse AS  
Kaarbøverkstedet AS  
Landskapsentreprenørene AS  
Langmorkje Almanning  
Leif Gromstads Auto AS  
Leiv Eriksson Nyfotek AS  
Leo Burnett Gruppen AS  
Leonhard Nilsen Sønner AS  
Lians Caravan & Fritid  
Lillehammer kommune  
Linjebygg Offshore  
Litra AS  
LKAB  
Lofoten Not & Trål AS  
Lofotprodukt AS  
Lom Møbelindustri AS  
Lom og Skjåk Sparebank  
Lufftransport AS  
Luxo Industrier AS  
Lys og Varme AS  
Lørenskog kommune  
Løvenskiold-Fossum  
Mackzymal AS  
Mandal Industrier AS  
Mandal kommune  
Manpower AS  
Maritech AS  
Maritime Hydraulics AS  
Mathisen & Mathisen AS  
McCann Norge  
Meglerhuset Nylander AS  
Meløy Bedriftsservice AS  
Mesna Bruk  
Midtre Gauldal kommune  
Minde Sjokolade  
Moderne Byggefornylse  
Moelven Eidsvoll  
Moelven Limtre AS  
Moelven Van Severen AS  
Moelven Våler AS  
Multiconsult AS  
Møllergruppen  
Møre Tre AS  
Mørkvad Bygg & Betong AS  
Nammo AS  
Namsos kommune  
Naper Informasjonsindustri AS  
Narvesen  
Narvik kommune  
Narvik Rørleggerforretning AS  
Narvik Sparebank  
Narvik Storsenter Drift AS  
Natech AS  
Nedre Eiker kommune  
Nederland Granitindustri AS  
Nesje AS  
Nestle Norge AS  
Netcom AS  
Nettbuss Sør AS  
Nettspesialisten AS  
Nexans Norway AS  
Nobø Electro AS  
Nor Cargo AS  
Norac AS  
Norconsult AS  
Nord-Aurdal kommune  
Nordea Bank Norge ASA  
Nordfjord og Sunnmøre Billag AS  
Nordia AS  
Nordland Betongindustri AS  
Nordox AS  
Norfolier AS  
Norges Råfisklag  
Norgesgruppen AS  
Norgestaxi Trondheim AS  
Norgesvinduet Svenningdal AS  
Norisol Norge AS  
Normotor AS  
Norsk Gallup Institutt AS  
Norsk Stål  
Norsk Tipping AS  
Norske Skogindustrier ASA  
Nortrans Touring AS  
Norway Seafoods  
Notar Eiendom Vestfold AS  
Notar Tromsø AS

Nothuset AS  
 Notodden Mur- og  
 Entreprenørforretning AS  
 Nova-Group  
 Nycomed Pharma AS  
 Nymo AS  
 Nysted AS  
 Nøstet Kjetting AS  
 O. Kavli AS  
 O. L. Engen & Co AS  
 Odfjell ASA  
 Oljedirektoratet  
 Olympic Shipping AS  
 Oppegård kommune  
 Optimera Engro AS  
 Optimera Vest  
 Optiroc AS  
 ORAS AS  
 Orideekspressen Østerdal Reisebyrå  
 AS  
 Osk Elektrotilbehør AS  
 Oslo kommune  
 Ottadalen Mølle AI  
 Otteren Gullsmid & Urmaker  
 Overhalla Cementvare AS  
 Owens Corning Fiberglas Norway AS  
 P4 Radio Hele Norge ASA  
 Pedersen Auto AS  
 Petter Gagama AS  
 Pipelife Norge AS  
 Plannja  
 Plasto  
 Polimoon AS  
 Pon Power  
 Porsgrunds Porselænsfabrik AS  
 Powel ASA  
 Prepan Norge AS  
 Pricewaterhousecoopers DA  
 Primahus AS  
 Proffice AS  
 Profilteam AS  
 Prosafe  
 Protech AS  
 Q-Free ASA  
 Quality Fagernes Hotell AS  
 Radisson SAS Caledonien Hotel  
 Radisson SAS Hotel Tromsø  
 Ragasco AS  
 Rainbow Hotels AS  
 Rambøl Unico AS  
 Rana Gruber AS  
 Rana kommune  
 Rapp Hydema AS  
 Rasmuss Tallaksen  
 Raufoss United AS  
 Reber Schindler Heis AS  
 Rema 1000  
 Rescon Mapei AS  
 Reslab Reservoir Laboratories AS  
 Revisorgruppen Vestfold AS  
 Rica Hotel Hammerfest  
 Rica Park Hotel  
 Rikshospitalet  
 Ringnes AS  
 Risa AS  
 Rogaland fylkeskommune  
 Rogne Bygg AS  
 Rolfsen AS  
 Rosenborg Malerforretning AS  
 Røros kommune  
 Saga Fjordbase AS  
 Saga Solreiser AS  
 Saltenposten AS  
 Sanacoustic Byggmontering AS  
 Sandefjord kommune  
 SAS Royal Garden Hotel AS  
 Scandic Hotell  
 Scanrope AS  
 Schibsted ASA  
 Securitas  
 Siemens  
 Sig.Halvorsen AS  
 Sigdal Kjøkken AS  
 Siva Selskapet for industrivekst Sf  
 Skagen Fondene  
 Skagen Hotell AS  
 Skanska Norge AS  
 Skeidar AS  
 Skipsplast AS  
 SKS Produksjon AS  
 Song Networks AS  
 Sortland Entreprenør AS  
 Sparebank 1 Midt-Norge  
 Sparebank 1 Nord-Norge  
 Sparebank 1 SR-Bank  
 Sparebanken Sogn og Fjordane  
 Sparebanken Sør  
 Sparebanken Vest  
 Spenncon AS  
 Spis Norge AS  
 Stallgården Restauranthus  
 Stansefabrikken Lillesand AS  
 Statholdergaarden  
 Statoil ASA  
 Stavanger kommune  
 Stavanger Rørhandel AS  
 Stensaas Reinsdyrslakteri AS  
 Stiftelsen Betanien Bergen  
 Stillasservice AS  
 Stjørdal kommune  
 Stokke AS  
 Storebrand ASA  
 Stor-Elvdal kommune  
 Stormoa butikksenter  
 Storvik AS  
 Strand Hotell AS  
 Strandtorget kjøpesenter  
 Støren Trelast AS  
 Subsea7 AS  
 Sulland Gruppen AS  
 Sundvolden Hotel AS  
 Sykehuset Asker og Bærum HF  
 Sykehuset Innlandet HF  
 Sykehuset Østfold HF  
 Synnøve Finden ASA  
 Søgne og Greipstad Sparebank  
 Sørlandet Sykehus HF  
 Sør-Trøndelag fylkeskommune  
 T. Belsvik AS  
 Tandberg Data ASA  
 Team Trafikk AS  
 Techteam AS  
 Teeness ASA  
 Teknisk Bureau AS  
 Teleteam AS  
 Terra Skadeforsikring AS  
 TFDS ASA  
 Thrane-Steen  
 Timpex  
 Tine Meierier Sør  
 Titania AS  
 Toyota Hell Bil AS  
 Trebetong AS  
 Trelleborg Viking AS  
 Trico AS  
 Tromsø kommune  
 Tromsø Reker AS  
 Trondheim Aktivum AS  
 Trondheim Kino  
 Trondheim Torg  
 TV 2 Gruppen AS  
 Umoe Ryvingen AS  
 Universal Sodexho Norway AS  
 Universal Spedisjon  
 Universitet i Bergen  
 Universitetssykehuset i Tromsø  
 Valdres Auto AS  
 Valdres Last  
 Varden AS  
 Varner Gruppen  
 Vefsn kommune  
 Veidekke ASA  
 Vestvågøy kommune  
 Veøy AS  
 Vinmonopolet AS  
 Visma Services Norge AS  
 Viziqor Solution AS  
 Volmax AS  
 Volvat Medisinske Senter AS  
 Vågå kommune  
 Vågå Rekneskapslag AI  
 Våler kommune  
 Wartsila Norway  
 Wenaas AS  
 West Contractors AS  
 Widerøe Internett AS  
 Wikborg Rein & Co  
 Wist Last og Buss  
 WM Data Consulting AS  
 YIT Building Systems  
 Yngvar Christensen AS  
 Ø.M. Fjeld AS  
 Økonor Flisa  
 Årbakke AS  
 Årdal Stålinndustri AS  
 Aarsland Møbelfabrikk AS  
 Aasen Bygg 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>		
2. november 2005		
21. september 2005		
11. august 2005		
30. juni 2005		
25. mai 2005		
20. april 2005		
<b>Tidligere rentemøter</b>		
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
23. januar 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	4,3	2,0	6,2	11,5	3,0	9,0
2003 <sup>2)</sup> 1.kv	-0,9	-0,4	-0,2	0,1	-1,1	-2,9	3,0	1,1
2.kv	0,3	0,7	1,7	0,7	-1,6	14,3	4,7	-0,8
3.kv	1,4	1,0	1,2	0,0	-2,1	2,2	0,9	-0,6
4.kv	0,2	0,5	0,6	0,2	1,9	-7,2	1,3	2,5
2004 <sup>2)</sup> 1.kv	1,1	0,8	1,7	0,9	1,1	7,4	-1,8	3,9
2.kv	1,1	0,9	0,1	0,8	2,0	2,1	-1,5	1,7
3.kv	-0,8	1,0	0,9	0,0	4,4	3,3	5,4	2,9
4.kv	1,5	1,3	1,5	0,2	5,9	7,2	2,9	2,9
Nivå 2004, mrd kroner	1686	1308	755	371	227	72	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
2004 feb	-1,7	-0,1	-2,3	0,4	-1,5
2004 mar	-0,6	0,3	-1,1	0,7	-0,4
2004 apr	0,4	0,2	-0,1	0,5	0,4
2004 mai	1,0	0,1	0,6	0,5	1,0
2004 jun	1,3	0,2	0,8	0,6	1,3
2004 jul	1,5	0,2	1,1	0,6	1,6
2004 aug	1,0	0,1	0,5	0,6	1,1
2004 sep	1,1	0,5	0,6	0,8	1,1
2004 okt	1,4	0,5	0,9	1,0	1,4
2004 nov	1,2	1,0	0,8	1,4	1,4
2004 des	1,1	1,0	0,6	1,4	1,2
2005 jan	1,1	0,7	0,5	1,2	0,9
2005 feb	1,0	0,7	0,4	1,3	0,9

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

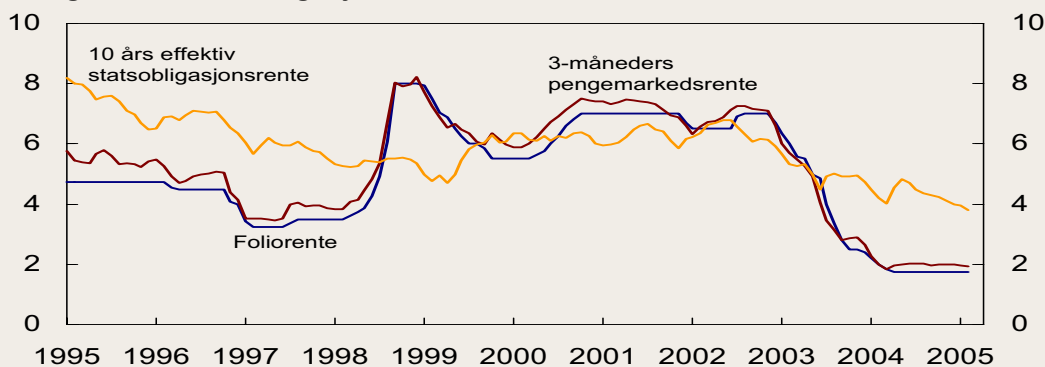
3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

# Figurer

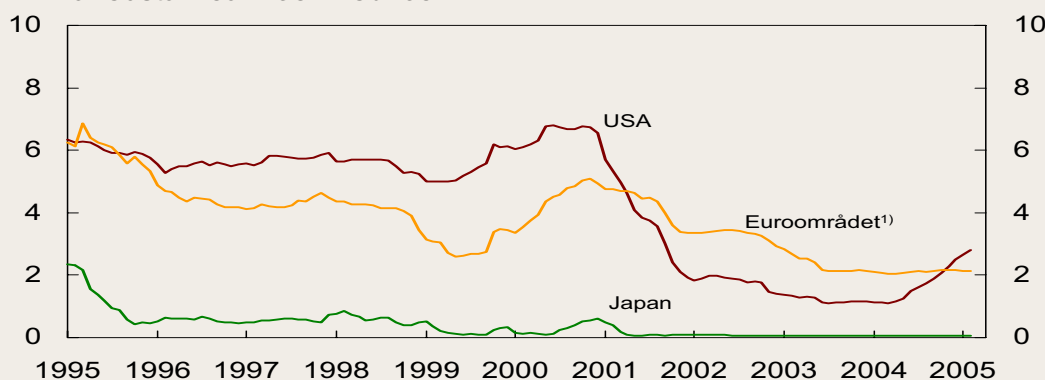
**Figur 1** Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, foliorenten<sup>1)</sup> og 10 års statsobligasjonsrente. Månedstall. Jan. 95 – feb. 05



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

Kilder: EcoWin og Norges Bank

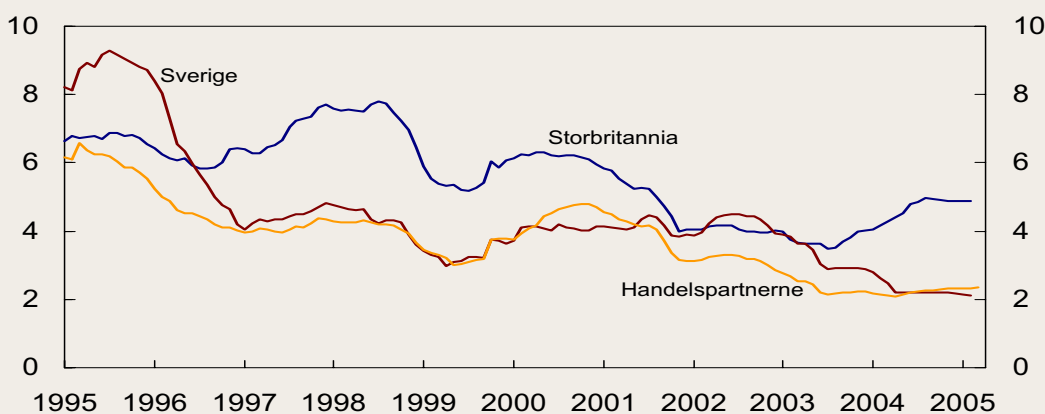
**Figur 2** Tremåneders renter i USA, euroområdet og Japan. Månedstall. Jan. 95 – feb. 05



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

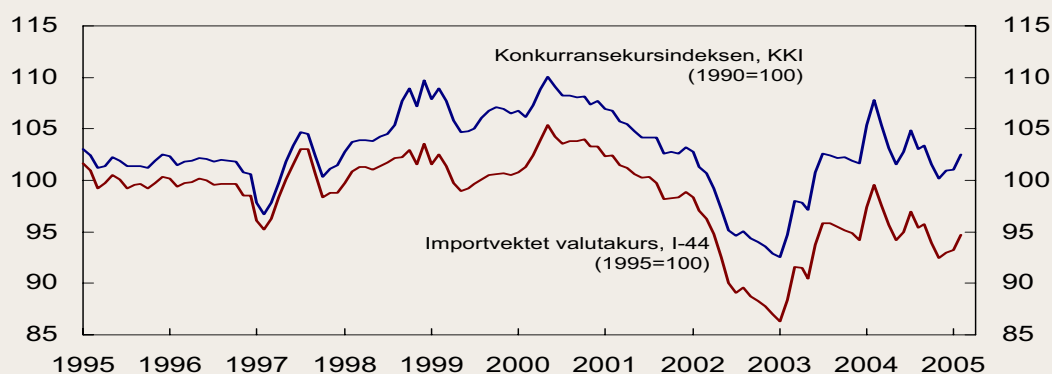
Kilder: EcoWin og Norges Bank

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



Kilder: EcoWin og Norges Bank

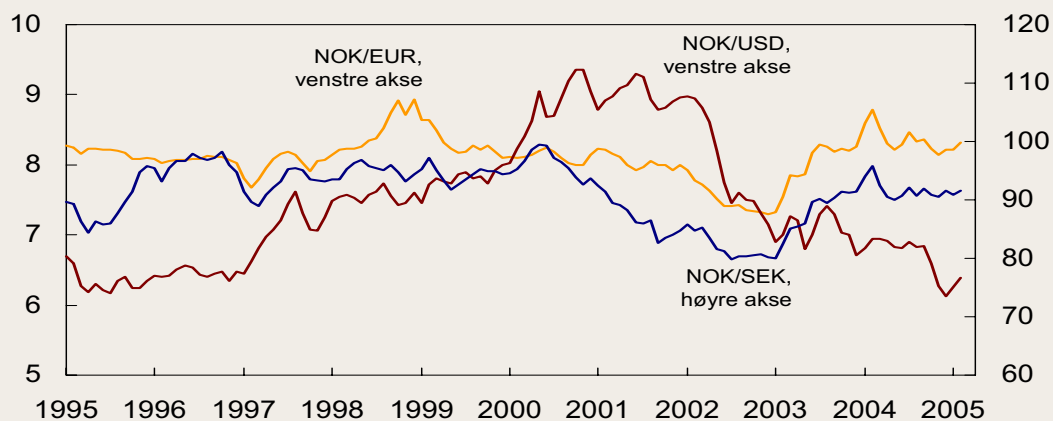
**Figur 4** Konkurranskursindeksen og importvirket valutakurs I-44.<sup>1)</sup>  
Månedstall. Jan. 95 – feb. 05



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

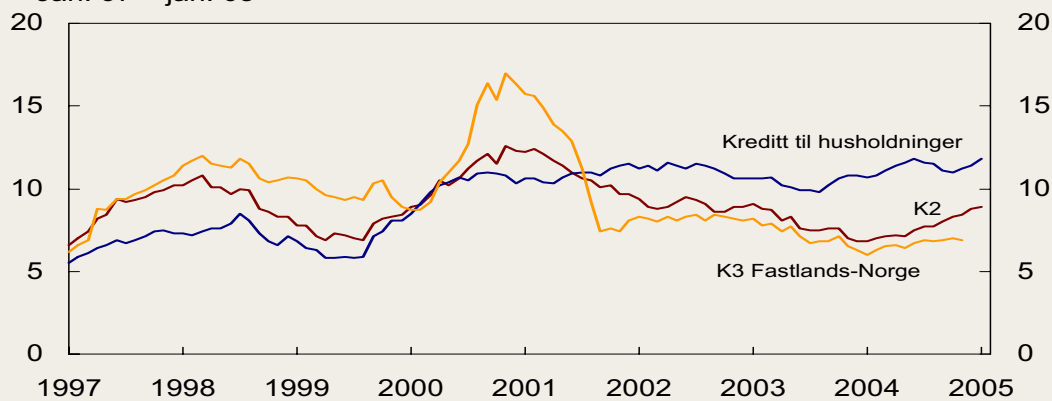
Kilder: EcoWin og Norges Bank

**Figur 5** Bilaterale kurser. Månedstall. Jan. 95 – feb. 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 – jan. 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- partnerne <sup>1)</sup>	Euro- 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	1	1	2	2½	2¾	2¼	1½
2006	2¾	1¼	1¼	2	2¼	2½	2¼	1¾
2007	2¾	1¼	1¼	2	2¼	2¼	2¼	2
2008	2¾	1¼	1½	2	2¼	2¼	2¼	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- partnerne <sup>2)</sup>	Euro- 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	2½	0	1	1½	1¾	1	1½	1½
2006	2½	¼	1¼	1½	1¾	1¾	1¾	1½
2007	2½	½	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

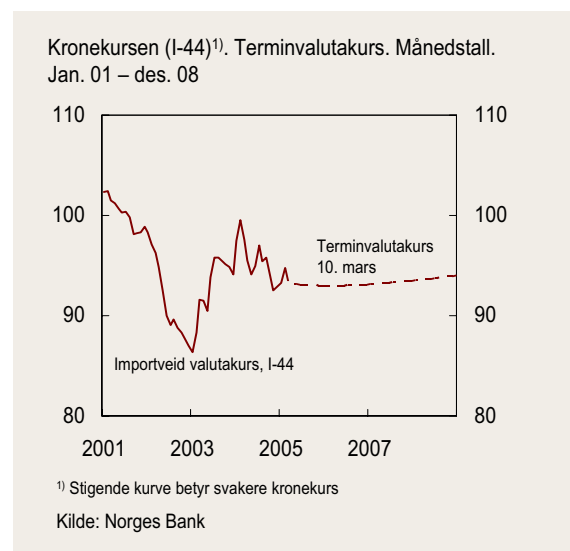
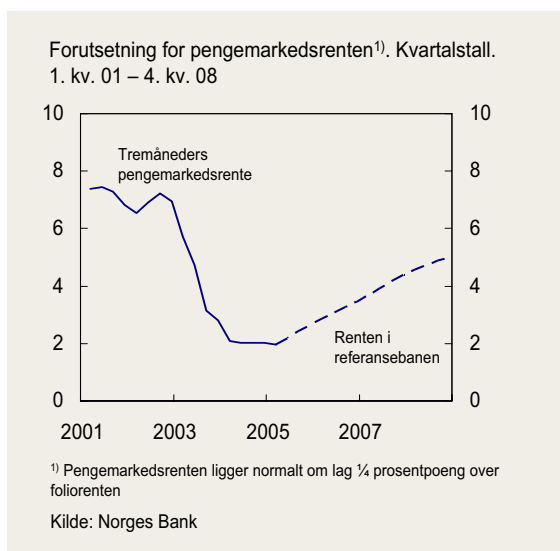
Tabell 5 Rente og valutakurs i referansebanen<sup>1)</sup>

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		95,5	1,8
2004	1.kv	98,1	2,0
	2.kv	94,9	1,8
	3.kv	96,1	1,8
	4.kv	93,1	1,8
2005	1.kv	93,8	1,7
	2.kv	93,2	1,9
	3.kv	93,1	2,2
	4.kv	93,0	2,4
2006	1.kv	93,0	2,6
	2.kv	93,0	2,8
	3.kv	93,1	3,0
	4.kv	93,1	3,2
2007	1.kv	93,2	3,4
	2.kv	93,3	3,7
	3.kv	93,4	3,9
	4.kv	93,5	4,2
2008	1.kv	93,6	4,3
	2.kv	93,7	4,5
	3.kv	93,8	4,6
	4.kv	93,9	4,8

1) For I-44 er terminvalutakursen lagt til grunn. Renteforutsetningen er basert på terminrenter. Tremåneders terminrenter er beregnet ut fra rentene i penge- og swaprentemarkedet observert 10. mars. 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 (der ikke annet fremgår)			
	2004	2004	Anslag			
			2005	2006	2007	2008
<b>Realøkonomi</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1)</sup>	1353	4,0	4	3¼	2¼	1¾
- Privat konsum	755	4,3	4¼	3¼	2½	2
- Offentlig konsum	371	2,0	1¾	1½	1½	1½
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	227	6,2	7¼	6½	2¼	½
Oljeinvesteringer <sup>2)</sup>	72	11,5	25	-5	-2½	0
Tradisjonell eksport	210	3,0	5½	3½	3½	3½
Import	498	9,0	7½	3½	2¼	1¾
BNP	1686	2,9	3¾	3	2	2
BNP Fastlands-Norge	1308	3,5	4	3	2¼	2
Potensielt BNP Fastlands-Norge		3	2½	2½	2½	2½
Produksjonsgap Fastlands-Norge		-¾	¾	1¼	1	½
<b>Arbeidsmarkedet</b>						
Sysselsetting		0,2	1½	1½	¾	¼
Arbeidsstyrke, AKU		0,3	1	1	¾	½
Registrert ledighet (rate)		3,9	3½	3	3¼	3½
AKU-ledighet (rate)		4,5	4	3½	3¼	4
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		0,4	1¼	2	2¼	2½
KPI-JAE <sup>3)</sup>		0,3	1	1¾	2¼	2½
Årslønn <sup>4)</sup>		3¾	4	4½	4¾	4¾

- 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.

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

