

Norges Banks rapportserie
Nr. 4-2004

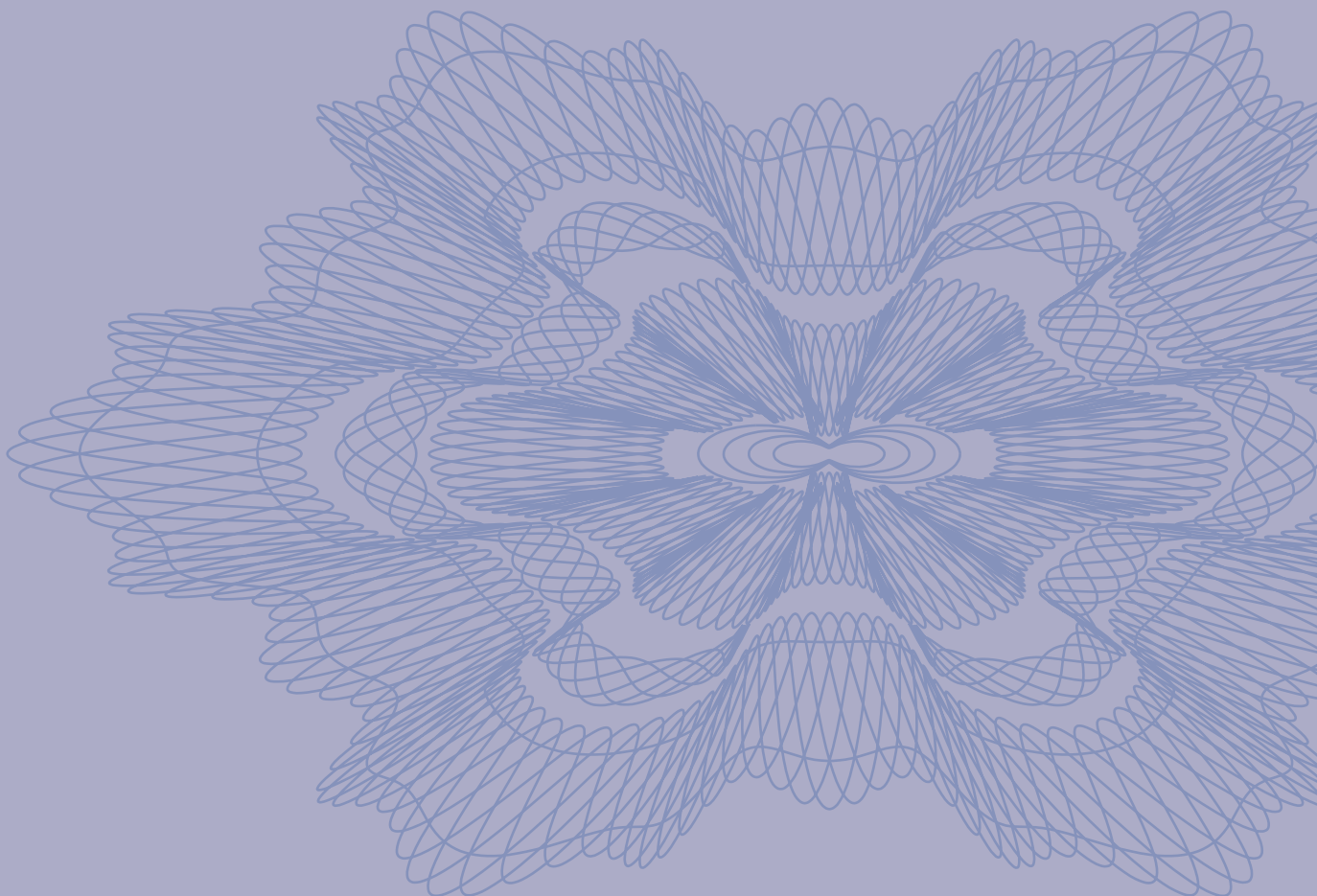


Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

3
04

n o v e m b e r



Norges Banks inflasjonsrapport

Norges Banks inflasjonsrapport publiseres tre ganger i året, i februar/mars, juni/juli og oktober/november. I kapittel 1–4 i rapporten analyseres utviklingen i inflasjon, produksjon og etterspørsel de tre neste årene. Hovedstyret i Norges Bank har i møter 12. og 13. oktober og 3. november på bakgrunn av analysene vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport 16. mars. Strategien er gjengitt i kapittel 5. I perioden er det rentemøter i hovedstyret 3. november, 15. desember og 2. februar.

Inflasjonsrapporten utgjør sammen med rapportene om finansiell stabilitet Norges Banks rapportserie. Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside:

www.norges-bank.no.

Abonnement: Rapportserien følger med abonnementet på Penger og Kreditt, som koster kr 250 per år (inkl mva). Bestilling kan foretas over internett: www.norges-bank.no, under «publikasjoner» eller ved innbetaling på bankgiro 0629.96.26820 eller ved henvendelse til:

Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83

Telefaks: 22 41 31 05

E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem (kapittel 5 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 en nær 2,5 prosent.

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

Gjennomføring

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1–3 år. Den 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 tre 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 5 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.

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 3/2004

med pengepolitiske vurderinger

Forord	7
Hovedtrekk i det økonomiske bildet	8
1. Utviklingen den siste tiden	10
2. Den internasjonale utviklingen	16
3. De økonomiske utsiktene i Norge	21
4. Inflasjonen	27
5. Pengepolitiske vurderinger	33
Utdypinger	
Prisutviklingen den siste tiden	13
Estimert relasjon for rentesettingen	47
Utviklingen i husholdningenes gjeld	48
En foreløpig vurdering av anslagene i Inflasjonsrapport 2/04	49
Norges Banks valutakjøp til oppbygging av Statens petroleumsfond	53
Overskuddet på driftsbalansen og etterspørselen etter norske kroner	54
Vedlegg	
Regionalt nettverk	56
Statistikk	61
Detaljerte anslag og forutsetninger	67

Redaksjonen avsluttet 3. november 2004

Kapittel 1–4 er basert på informasjon fram til og med 28. oktober 2004

Forord

Utfordringer for pengepolitikken

Prisstigningen har vært lav i år og vesentlig lavere enn vårt inflasjonsmål på 2½ prosent. Lavere kostnadsstigning etter flere år med særnorsk lønnsøkning har samtidig lagt et grunnlag for ny sterk vekst i fastlandsbedriftene. Sysselsettingen vokser. Norsk økonomi ser nå ut til å være nær en normal utnyttelse av produksjonskapasiteten.

Anslagene i denne rapporten er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg slik aktørene i finansmarkedene venter. Det innebærer at Norges Bank holder styringsrenten på dagens nivå fram til neste sommer og deretter øker den gradvis. Ut fra den kunnskap vi har i dag – også om mulige virkninger av alternativ rentesetting – synes en slik utvikling å gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp og samtidig unngå for sterk vekst i produksjon og sysselsetting.

Vi venter at prisstigningen vil bli noe høyere de nærmeste kvartalene og deretter gradvis nærme seg inflasjonsmålet på 2½ prosent. Med så lav inflasjon som vi har nå, må Norges Bank rette særlig oppmerksomhet mot forhold som kan bidra til å utsette oppgangen i prisstigningen.

Oljeprisen er høy. Prisen på olje for fremtidig levering har også økt markert de siste månedene. Så langt har ikke stigningen i olje- og råvareprisene påvirket det generelle pris- og kostnadspresset i verdensøkonomien, men veksten i produksjon og sysselsetting ser ut til å bli dempet.

Kapitaleksporten gjennom Statens petroleumsfond øker når statens oljeinntekter stiger. Oljeselskapene holder også sin finanskapital i det vesentlige i utenlandsk valuta, og økte inntekter i selskapene fører derfor til større kapitalutgang. I regjeringens forslag til statsbudsjett er bruken av oljepenger om lag uendret fra 2004 til 2005. Samtidig øker nå underskuddet i fastlandsøkonomiens betalinger med utlandet. Likevel har kronekursen steget i verdi i det siste. Det skyldes kortsiktig kapitalinngang og kan gjenspeile at aktører i valutamarkedet gjetter på at bruken av petroleumsinntekter vil øke i årene fremover. En utflating eller et fall i oljeprisen og stabil bruk av petroleumsinntektene vil kunne snu disse kortsiktige kapitalstrømmene.

Svein Gjedrem

3. november 2004

Hovedtrekk i det økonomiske bildet

Inflasjonen har vært lav i år. Prisveksten tok seg litt opp i september og var om lag som antatt i forrige inflasjonsrapport. Prisveksten dempes fortsatt av prisfall på importerte konsumvarer til tross for svekkelsen i kronekursen gjennom fjoråret og oppgang i produsent- og råvarepriser internasjonalt. Det skyldes en økende andel import fra lavkostnadsland. Sterk konkurranse og høy produktivitetsvekst i mange næringer i Norge har også trukket prisstigningen ned.

Veksten i norsk økonomi har tatt seg markert opp. Lav rente, internasjonal oppgang og økte oljeinvesteringer bidrar til høyere aktivitet. Økt import har dempet virkningen av høy innenlandsk etterspørsel på produksjonen. Vi har også lagt til grunn at vekstpotensialet øker noe mer enn normalt i år. Likevel er den økonomiske veksten nå trolig høyere enn veksten i den potensielle produksjonen. Produksjonsgapet anslås å være svakt negativt i år.

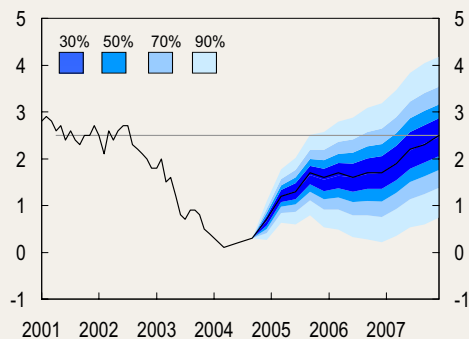
Så langt har oppgangen i sysselsettingen vært moderat. Dette må ses i sammenheng med at mange bedrifter de siste årene har effektivisert driften. De har derfor hatt mulighet til å øke produksjonen uten å øke antall ansatte.

Internasjonalt har veksten det siste året vært sterk, særlig i USA og Kina. Oppgangen har etter hvert også blitt bredere basert. Fremover ventes det at veksten hos våre handelspartnere vil avta, men ressursutnyttelsen antas å øke gradvis. Økt aktivitet ute har bidratt til stigende råvarepriser. Oljeprisen er høy. Det ventes fortsatt renteøkninger internasjonalt, men den høye oljeprisen har dempet markedsaktørens vekst- og renteforventninger.

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Prisstigningen er vesentlig lavere enn dette. Innretningen av pengepolitikken er derfor ekspansiv. Styringsrenten har ligget på 1,75 prosent siden mars i år, godt under det vi anser som et normalt nivå.

Anslagene i inflasjonsrapporten er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrentene i markedet. Forutsetningen innebærer at renten blir værende på dagens nivå fram til sommeren 2005 og deretter øker gradvis gjennom prognoseperioden. Vi har lagt til grunn at kronekursen følger utviklingen i terminvalutakursen, noe som gir en nokså stabil kurs fremover. Terminrentene er nå lavere enn ved forrige inflasjonsrapport, mens kronekursen er sterkere.

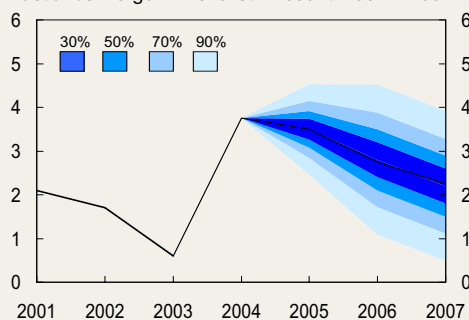
Figur 1 Anslag og usikkerhet for KPI-JAE.¹⁾
Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07.



¹⁾ 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

Figur 2 Anslag og usikkerhet for veksten i BNP Fastlands-Norge.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2001 – 2007.



¹⁾ Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for veksten i BNP Fastlands-Norge. Sannsynlighetene er beregnet ut fra avvik mellom anslått og faktisk utvikling i BNP Fastlands-Norge i perioden 1994 – 2004. Avvikene er beregnet på grunnlag av nasjonalregnskapet (NR) publisert 11. mars 2004. Revisjoner i NR vil kunne gi endringer i anslagsfeilene.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i norsk økonomi ser ut til å bli høy også neste år. Konjunkturoppgangen internasjonalt vil fortsatt gi positive impulser til norsk konkurranseutsatt næringsliv, og oljeinvesteringene vokser sterkt. Det er jevnt høy vekst i offentlige utgifter, og renten vil med den forutsetningen rapporten bygger på, være lav. Økt kapasitetsutnyttning vil bidra til at investeringsaktiviteten i bedriftene i Fastlands-Norge tar seg ytterligere opp. Sterk reell kronekurs vil på den annen side bidra til at næringslivet taper markedsandeler hjemme og ute.

Vi ser for oss en gradvis avdemping i veksten fra 2006 ned mot, og etter hvert noe under veksten i produksjonspotensialet. Det er lagt til grunn at pengepolitikken blir noe mindre ekspansiv. Samtidig avdempes veksten internasjonalt, og vi anslår at oljeinvesteringene etter hvert vil falle fra et høyt nivå. Anslagene peker i retning av at husholdningenes gjeldsbyrde etter hvert blir relativt høy. Dette vil kunne bidra til å dempe husholdningenes etterspørsel.

Den samlede ressursutnyttelsen i økonomien vil likevel øke de neste to årene, og vi ser for oss et positivt produksjonsgap fremover. Vi legger til grunn at veksten i produktiviteten etter hvert avtar til et nivå mer i samsvar med gjennomsnittet de siste 25 årene. Etterspørselen etter arbeidskraft vil tilta og ledigheten ventes å falle de nærmeste årene.

Prisstigningen anslås å ta seg klart opp i løpet av det neste året. På kort sikt vil svekkelsen av kronen gjennom 2003 fortsatt bidra til økte priser på importerte konsumvarer. Vi legger også til grunn at det markerte fallet i enkelte vare- og tjenestepriker i fjor høst i noen grad snus. På litt lengre sikt vil prisveksten bli trukket mer gradvis opp. Høyere ressursutnyttelse i norsk økonomi bidrar til noe høyere lønnsvekst og gjør det dessuten mulig for bedriftene å øke sine driftsmarginer. Prisveksten vil imidlertid fortsatt dempes av lave prisimpulser fra utlandet. Det er utsikter til at inflasjonen vil komme opp til inflasjonsmålet mot slutten av prognoseperioden.

Det er usikkerhet knyttet til anslagene, se figur 1 og 2. Våre fremskrivninger er basert blant annet på våre analyser av sammenhengene i økonomien, den valutakursen som er lagt til grunn og forutsetningen om terminrenten. Det er vesentlig usikkerhet knyttet til disse forholdene.

1 | Utviklingen den siste tiden

Prisveksten om lag som ventet

Prisstigningen i sommer, målt ved KPI-JAE, var lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Det var særlig prisene på klær og skotøy som utviklet seg svakere enn antatt. I september tok prisveksten seg opp til en årsvekst på 0,5 prosent, om lag som ventet, se figur 1.1. Korrigeres KPI-JAE for innføring av maksimalpris i barnehagene, som har en engangsvirkning på konsumprisveksten, og virkningen av rentene på husleien, var prisstigningen i september om lag $\frac{3}{4}$ prosent.

Lav prisstigning gjenspeiles også i prisindeksene i nasjonalregnskapet, i produsentprisene og i priser for førstegangsomsetning. Enkelte av disse prisene er imidlertid påvirket av økningen i råvarepriser og viser noe sterkere vekst, se figur 1.2. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk indikerer også svært moderat vekst i næringslivets utsalgspriser, se vedlegg 1.

Inflasjonen i Norge holdes fortsatt nede av lave prisimpulser fra utlandet. Dette gjenspeiler lav prisvekst internasjonalt og økt import fra lavkostland. Prisveksten på importerte varer har også blitt dempet av sterk konkurranse i varehandelen. Det negative bidraget fra internasjonale priser har imidlertid avtatt det siste året som følge av svekkelsen av kronkursen i 2003 og økte råvarepriser.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt og har de siste månedene ligget i overkant av 1 prosent. Økningen i prisene på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor har holdt seg forholdsvis høy. Prisveksten på andre tjenester har falt det siste året, blant annet som følge av økt konkurranse og høy produktivitetsvekst. Veksten i husleiene er også redusert. Prisene på norskproduserte varer kan ha blitt dempet av en økt andel vareinnsats fra utlandet. Dette kan igjen ha bidratt til økt konkurranse for norske underleverandører.

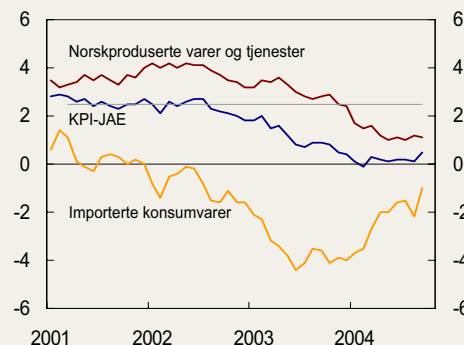
Se nærmere omtale av konsumprisutviklingen de siste månedene på side 13.

Høy vekst i norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi er høyere enn vårt anslag for veksten i potensiell produksjon. I første halvår var BNP for Fastlands-Norge 3,6 prosent høyere enn ett år tidligere. Fortsatt ligger den samlede produksjonen trolig litt under nivået for potensiell produksjon, se figur 1.3.

Økonomien blir stimulert av lav rente, oppgangen internasjonalt og økte oljeinvesteringer. Økt import har dempet virkningen av høy innenlandsk etterspørsel på produksjonen.

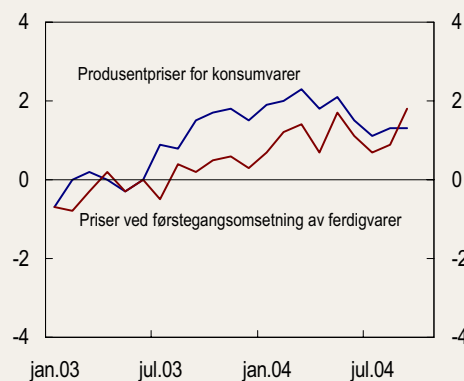
Figur 1.1 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – sep. 04.



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

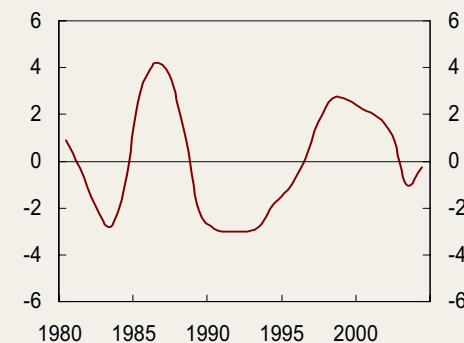
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 Prisindeks for førstegangsomsetning og produsentpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 03 – sep. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

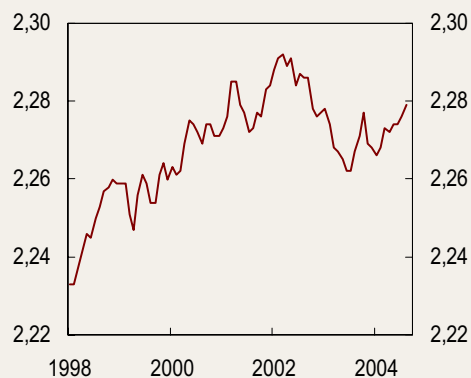
Figur 1.3 Anslag på produksjonsgap.¹⁾ Årstall. Prosent. 1980 – 2004.



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og potensiell BNP for Fastlands-Norge

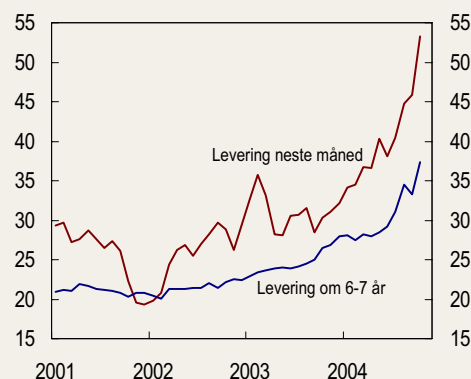
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.4 Sysselsatte personer ifølge AKU. Antall i millioner. Sesongjustert. Månedstill. Jan. 98 – aug. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

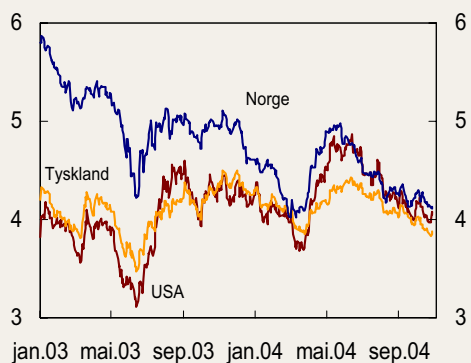
Figur 1.5 Oljepriser for fremtidig levering. USD per fat lett råolje. Månedstill. Jan. 01 – okt. 04¹⁾.



¹⁾ Tallet for oktober er gjennomsnittet til og med den 28.

Kilder: Ecowin/NYMEX og Norges Bank

Figur 1.6 Effektiv rente på statsobligasjoner med 10 års gjenværende løpetid. Dagstill. 1. jan. 03 – 28. okt. 04.



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Husholdningenes samlede etterspørsel vokser sterkt. Lavt rentenivå, sterk reallønnsvekst og økende boligformue stimulerer privat konsum. Igangsettingen av boliger har økt markert. Husholdningenes lånevekst holder seg på et høyt nivå.

Realinvesteringene i bedriftene i Fastlands-Norge har også begynt å ta seg opp, særlig i tjenesteytende sektorer. Høy aktivitet og nyetableringer i varehandelen har bidratt til oppgang i investeringer i næringsbygg. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder også på at bedriftsinvesteringene øker. Bedriftenes inntjening er bedret, og etterspørselen etter kreditt øker fra et lavt nivå. Flere forventningsundersøkelser viser økt optimisme blant bedriftene.

Veksten i sysselsettingen har tatt seg opp, men noe mindre enn ventet i forrige inflasjonsrapport, se figur 1.4. Den moderate oppgangen i sysselsettingen, sammen med sterk økning i produksjonen, tyder på at bedriftene fortsatt høster gevinster av effektiviseringstiltak. Informasjon fra det regionale nettverket tyder på vekst i sysselsettingen i bygg og anlegg, varehandel og annen tjenesteyting i den nærmeste tiden. Flere forventningsundersøkelser peker også i retning av at sysselsettingen vil ta seg opp i tiden fremover, spesielt innen tjenesteytende næringer.

Lave internasjonale prisimpulser

Aktiviteten internasjonalt er fortsatt høy. Den globale veksten det siste året har vært den sterkeste på flere tiår. Det har vært særlig sterk vekst i USA og Kina. Oppgangen har etter hvert blitt bredere basert.

I flere land er styringsrentene satt opp siden forrige inflasjonsrapport. Den amerikanske sentralbanken har hevet styringsrenten to ganger med til sammen ½ prosentpoeng. Sentralbanken i Storbritannia har økt renten med et ¼ prosentpoeng siden forrige rapport. I Canada og New Zealand er styringsrenten satt opp med henholdsvis ½ og ¾ prosentpoeng.

Høy etterspørsel ute har bidratt til økte råvarepriser. Oljeprisen er høy. Prisene på olje for fremtidig levering har også økt markert de siste månedene, se figur 1.5. Sterk prisvekst på olje og andre råvarer har så langt ikke ført til vesentlig økning i den underliggende inflasjonen internasjonalt. Utenlandske produsent- og eksportpriser har også steget mindre enn i tidligere perioder med høy vekst i råvareprisene. Lav lønnsvekst, sterk konkurranse, samt mindre bruk av olje og andre råvarer i produksjonen kan være årsaker til dette.

De høye råvareprisene har imidlertid dempet forventningene til vekst fremover. Sammen med lavere vekst i sysselsettingen i USA enn forventet, har dette bidratt til at renteforventningene i USA og euroområdet er nedjustert

siden forrige inflasjonsrapport. De lange rentene har også falt, se figur 1.6.

For norsk økonomi bidrar høy oljepris til at oljeinvesteringene i år og neste år trolig blir høyere enn tidligere lagt til grunn. Økningen i råvareprisene har bedret lønnsomheten for mange norske eksportbedrifter. Svekkelsen av amerikanske dollar den siste tiden kan i noen grad motvirke effekten på overskuddene av økte råvarepriser.

Lav prisvekst hos våre handelspartnere innebærer trolig fortsatt moderat vekst i deres eksportpriser og dermed forholdsvis beskjedne prisimpulser til norsk økonomi.

Lavere terminrenter

Anslagene for utviklingen fremover er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrentene. Terminrentene har falt markert og ligger i gjennomsnitt 1 prosentpoeng lavere enn forutsatt i forrige inflasjonsrapport. Forutsetningen innebærer at renten øker gradvis fra et lavt nivå gjennom prognoseperioden, se figur 1.7.

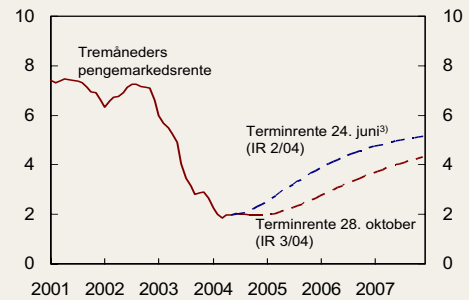
Vi legger videre til grunn at kronkursen følger utviklingen i terminvalutakursen. Siden juni har kronkursen styrket seg med om lag 2 prosent. Terminvalutakursen innebærer en om lag uendret kurs gjennom prognoseperioden, se figur 1.8.

Rentene har falt noe mer i Norge enn internasjonalt. Markedet venter nå første renteheving i Norge på ¼ prosentpoeng sommeren 2005, se figur 1.9. Det ventes en rente i underkant av 2½ prosent ved utgangen av 2005. Dette er en nedjustering i forventningene med om lag 1 prosentpoeng siden juli.

I likhet med de internasjonale hovedvalutaene var norske kroner forholdsvis stabil fra slutten av juni frem til midten av oktober. Den siste tiden har imidlertid amerikanske dollar svekket seg mot de fleste valutaer, inkludert norske kroner. Renteforventningene i Norge fram i tid er redusert. Isolert sett kunne dette ha bidratt til noe svakere krone. Forventninger om at rentebunnen er nådd, sammen med høy oljepris og forventninger om en vedvarende høy oljepris, har imidlertid understøttet kronkursen.

Den høye oljeprisen bidrar til at overskuddet på driftsbalansen øker fra 2003 til 2004. Isolert sett trekker dette i retning av en sterkere krone. Virkningen på kronkursen motvirkes imidlertid av økt langsiktig kapitalutgang via Statens petroleumsfond. I perioden juli til november vil det bli kjøpt 47 milliarder kroner til fondet, se egen utdypning side 53. Dessuten beholder trolig oljeselskapene en stor del av sitt økte kontantoverskudd i utenlandsk valuta, se utdypning side 54. Samtidig bidrar en svekkelse av handelsbalansen for Fastlands-Norge fra 2003 til 2004 til økt kommersiell etterspørsel etter valuta og redusert etterspørsel etter kroner.

Figur 1.7 Forutsetning for pengemarkedsrenten¹⁾. Terminrente.²⁾ Månedstill. Prosent.



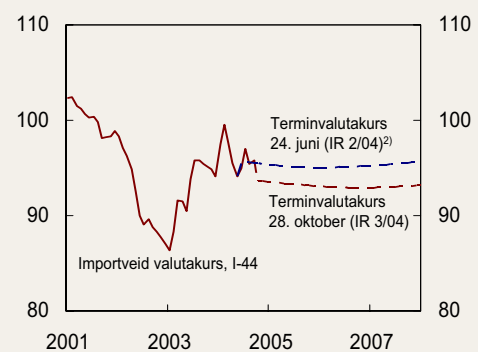
¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

²⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med september 2004. Forutsetningen for pengemarkedsrenten er beregnet ut fra rentene i penge- og renteswapmarkedet på de angitte tidspunkt. Rentebanen er justert for at kredittrisikoen øker med tid til forfall.

³⁾ På grunn av endret beregningsmetode er det noe avvik fra den publiserte forutsetningen i IR 2/04

Kilde: Norges Bank

Figur 1.8 Kronkursen (I-44)¹⁾. Terminvalutakurs. Månedstill.



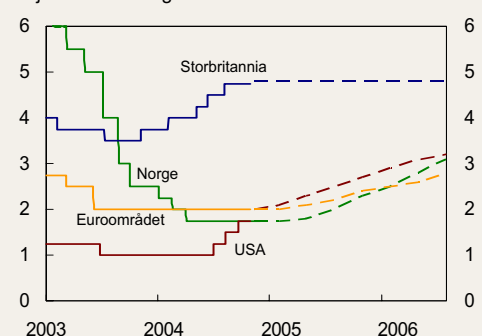
¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

²⁾ På grunn av endret beregningsmetode er det noe avvik fra den publiserte forutsetningen i IR 2/04

Kilde: Norges Bank

Figur 1.9 Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾ per 28. okt. 04.

2. jan. 03 – 1. aug. 06.



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

Kilder: Reuters og Norges Bank

Prisutviklingen den siste tiden

Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var svært lav fram til slutten av sommeren, se figur 1. Fra august til september steg årsveksten fra 0,1 prosent til 0,5 prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt de siste årene fra en årsvekst på rundt 4 prosent i midten av 2002 til 1,1 prosent i september i år. Det er særlig prisene på "andre tjenester" som har falt, se figur 2. Prisfallet på importerte konsumvarer har avtatt gjennom 2004.

Konsumprisindeksen (KPI) har steget med 1,1 prosent fra september i fjor til september i år. Også øvrig prisstatistikk gir gjennomgående et bilde av lav prisvekst i Norge.

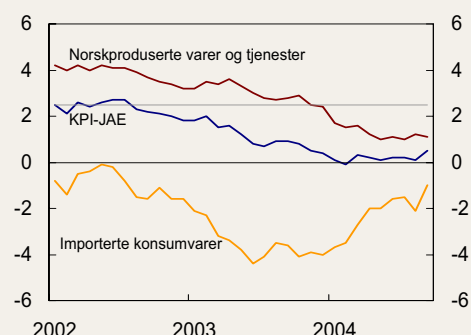
Redusert prisfall på importerte konsumvarer

Prisfallet for importerte konsumvarer har avtatt det siste året. Svekkelsen av kronen i fjor bidrar til at prisene på klær og skotøy faller mindre enn tidligere, se figur 3. Nedgangen i prisene på lyd- og bildeutstyr har også avtatt. I september var disse prisene 5,9 prosent lavere enn i samme måned i fjor. Veksttakten i bilprisene har økt det siste året, og årsveksten i september var 1,3 prosent.

Lavere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester

Prisveksten på norskproduserte varer har vært i overkant av 1 prosent det siste seks månedene. Prisene på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor har vokst med om lag 5 prosent det siste halvåret, men veksten falt til 4,2 prosent i september, se figur 4. Prisene på "andre tjenester" falt markert i fjor høst, og årsveksten er fremdeles negativ. Denne utviklingen gjenspeiler særlig utviklingen i flyprisene. Veksten i husleiene har vært lav de siste seks månedene, noe som blant annet må ses på bakgrunn av nedgangen i renten. Årsveksten for husleiene var i september 1,6 prosent. Prisveksten på matvarer har også falt, og var i september nede i 0,6 prosent, se figur 5. Den lave prisveksten på matvarer kan ses i sammenheng med økt konkurranse i dagligvarehandelen, blant annet som følge av nyetableringer. Høyere vekst i prisene ved førstegangsomsetning av matvarer enn i konsumprisene kan tyde på at marginene

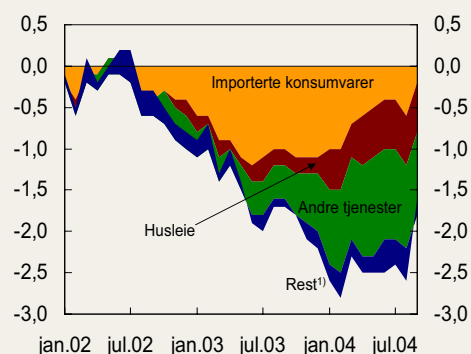
Figur 1 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 04.



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

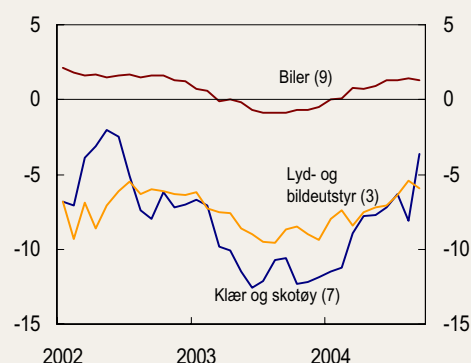
Figur 2 Bidrag til fallet i KPI-JAE fra desember 2001 til september 2004. Prosentpoeng.



¹⁾ Jordbruksvarer, fiskevarer, norskproduserte konsumvarer, tjenester med lønn som dominerende faktor

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Priser på noen importerte konsumvarer.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 04.



¹⁾ Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i dagligvarehandelen er noe redusert. Sterkere konkurranse i varehandelen har også ført til at aktører i bransjen har økt samarbeidet med utenlandske leverandører. Dette kan ha ført til lavere prisvekst og effektiviseringer hos norske leverandører. Prisene i produsentleddet innenlands har trolig også blitt påvirket av nye regler for internasjonal handel med matvarer.

Med noen unntak bekrefter annen prisstatistikk bildet av lav prisvekst. Prisindeksen for privat konsum i nasjonalregnskapet vokste med 1,3 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år. Også prisindekser for investeringer vokser lite. Prisene for tradisjonell eksport og import steg med henholdsvis 5,6 prosent og 5,5 prosent over samme periode. Dette må ses i sammenheng med svekkelsen av kronen i fjor og med høyere råvarepriser.

Veksten både i produsentpriser for konsumvarer og prisene på ferdigvarer målt ved førstegangsomsetning innenlands har tiltatt, og var i september i år henholdsvis 1,3 og 1,9 prosent høyere enn et år tidligere, se figur 1.2, side 10.

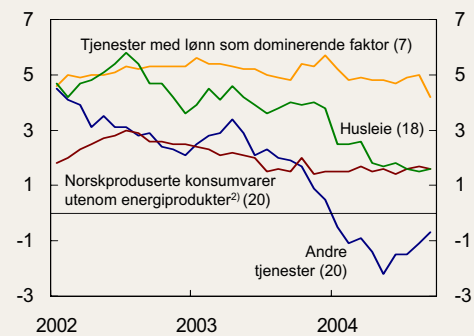
Indikatorer for underliggende inflasjon

KPI-JAE er en indikator for underliggende inflasjon, men også andre slike mål gir informasjon. I forskriften for pengepolitikken heter det at "det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser." Forskriften peker på at det kan være andre forhold som påvirker prisstigningen midlertidig enn de det korrigeres for i KPI-JAE.

Innføringen av maksimalpris i barnehagene, som har en engangsvirkning på konsumprisveksten, og virkninger av rentene på husleiene er anslått til å trekke prisveksten ned med ¼ prosentpoeng på årsbasis. Korrigeres KPI-JAE for disse to forholdene var prisstigningen i september om lag ¾ prosent.

Et *trimmet gjennomsnitt* beregnes ved at de største og de minste prisbevegelsene utelates når prisveksten beregnes. En *vektet median* fremkommer ved å sortere prisendringene på de enkelte varene og tjenestene etter stigende verdi. Medianen er den midterste verdien når det tas hensyn til vektene i KPI. Disse alternative indikatorene legger mindre vekt på de største positive og de mest negative prisendringene, og kan gi tilleggsinformasjon om underliggende inflasjonen.

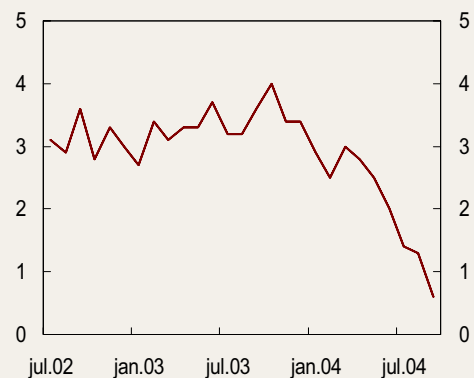
Figur 4 Priser på norskproduserte varer og tjenester.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 04.



¹⁾ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes. Norges Banks beregninger
²⁾ Unntatt jordbruks- og fiskevarer

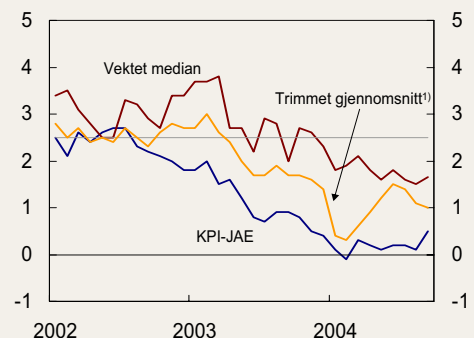
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5 Priser på matvarer og alkoholfrie drikkevarer. Tolv månedersvekst. Prosent. Jul. 02 – sep. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 6 Tre ulike indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 04.



¹⁾ Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget

Kilder: Statistisk sentralbyrå

Prisveksten målt ved vektet median varierer en del fra måned til måned, men viser avtagende prisvekst fra tidlig 2003, se figur 6. Tolvmånedersveksten økte i september til 1,7 prosent. Det trimmede gjennomsnittet viser også fallende prisvekst gjennom 2003. I september var prisveksten målt ved det trimmede snittet 1,0 prosent.

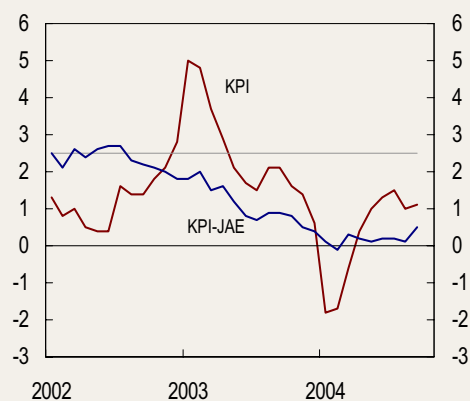
Årsaken til at medianen og det trimmede gjennomsnittet viser en høyere prisvekst enn KPI-JAE er at de største negative bidragene til prisveksten har vært større enn de største positive bidragene. Disse tekniske målene vil dermed fjerne mer av de negative enn av de positive endringene i KPI. Noen av de største negative prisendringene har vært på flyreiser og lyd- og bildeutstyr.

Samlet tyder indikatorene på en underliggende årlige vekst i konsumprisene i området $\frac{1}{2}$ - $1\frac{1}{2}$ prosent. Veksten i KPI-JAE ligger i nedre del av et intervall for den underliggende prisveksten.

Høyere vekst i KPI

Konsumprisene inkludert avgiftsendringer og energivarer (KPI) har vært påvirket av store svingninger i energiprisene, se figur 7. Strømprisene falt i begynnelsen av 2004, men har steget siden mai og hadde i september en årsvekst på 1,8 prosent. Elektrisitetsprisene avhenger blant annet av fyllingsgraden i vannmagasinene. Svært høye og økende oljepriser medførte økende vekst i bensinprisene fra mai i år, og i september var årsveksten 4,7 prosent. Fra september i fjor til september i år steg KPI med 1,1 prosent.

Figur 7 KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

2 | Den internasjonale utviklingen

Aktiviteten internasjonalt er fortsatt høy, se figur 2.1. Den globale veksten det siste året har vært den sterkeste på flere tiår. Høyt privat konsum i USA og sterk investeringsvekst i Kina har vært de viktigste drivkreftene, men oppgangen har etter hvert spredd seg til flere land. Veksttoppen synes imidlertid å være passert, og det er utsikter til at veksten internasjonalt vil avta.

Etter tiltakende konsumprisvekst i USA, euroområdet og Storbritannia gjennom forsommeren, har prisveksten igjen avtatt. Foreløpig har den høye oljeprisen i liten grad slått ut i sterkere konsumprisvekst, og det underliggende prispresset er fortsatt moderat. De høye råvareprisene bidrar imidlertid til økt usikkerhet om prisutviklingen fremover. Forventningene til renteoppgang i USA og euroområdet er likevel nedjustert siden juni, se figur 2.2.

Selv om det er utsikter til at veksten i verdensøkonomien vil holde seg godt oppe, er det flere risikomomenter. Særlig knytter det seg stor usikkerhet til effektene av de høye oljeprisene. Videre utgjør ubalansene i verdensøkonomien fortsatt en betydelig risikofaktor. Hvordan disse ubalansene korrigeres vil ha stor betydning for utviklingen i verdensøkonomien¹. Høyere vekst i andre regioner, særlig Europa, vil kunne legge grunnlaget for en gradvis reduksjon av USAs driftsunderskudd. Hvis ubalansene derimot korrigeres gjennom en sterk avdemping av etterspørselen i USA, eller en markert og rask dollarsvekkelse, kan dette gi et kraftig og kanskje langvarig tilbakeslag i verdensøkonomien.

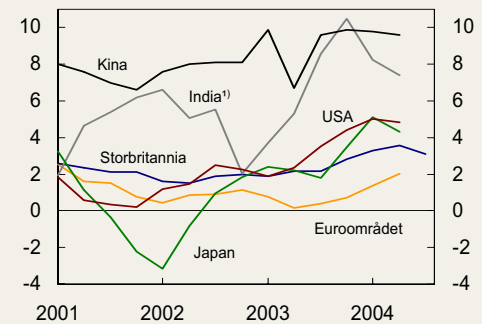
Svært stramt oljemarked gir høy pris...

Siden juni har prisen på Nordsjøolje variert mellom 34 og 52 dollar per fat, de høyeste nivåene som er målt. Målt i realpriser er oljeprisen nær nivået i andre halvdel av 1970-tallet, men klart lavere enn nivåene på første del av 1980-tallet, se figur 2.3. I motsetning til tidligere perioder med sterk oljeprisvekst, kan imidlertid prisutviklingen nå i stor grad tilskrives at etterspørselen etter olje har steget kraftig og at det er liten ledig produksjonskapasitet.

Veksten i oljeetterspørselen har vært særlig kraftig i områder av verden hvor produksjonen er forholdsvis energiintensiv, som i Kina og i andre land utenfor OECD. Kina alene står for om lag 1/3 av den globale veksten i etterspørsel etter olje i år.

Økt oljeproduksjon for å møte den sterke etterspørselsveksten har ført til betydelig reduksjon i den ledige produksjonskapasiteten, se figur 2.4. Normalt

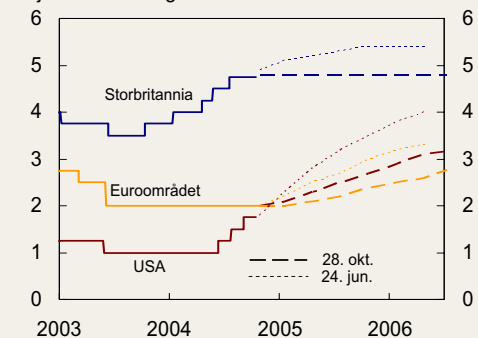
Figur 2.1 BNP. Firekvartalers vekst. Prosent. 1. kv. 01 – 3. kv. 04.



¹⁾ Målt ved faktorpris.

Kilder: EcoWin, Statistics Japan, National Statistics (UK), EUR-OP/Eurostat, Consensus Economics, Bureau of Economic Analysis (USA) og Central Statistical Organisation (IN)

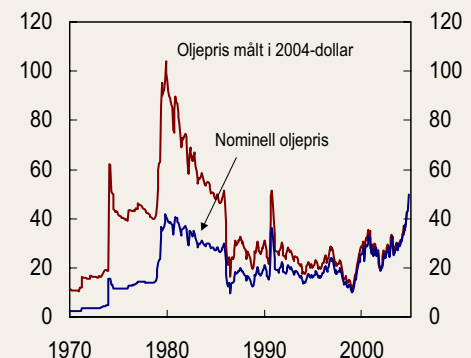
Figur 2.2 Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾ per 24. jun. og 28. okt. 04. 2. jan. 03 – 1. aug. 06.



¹⁾ Basert på rentene på FRA- og futureskontrakter justert for anslått differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente og styringsrenten

Kilder: Bloomberg, Reuters og Norges Bank

Figur 2.3 Realoljepris i 2004-dollar¹⁾ og nominell oljepris. Brent Blend i USD per fat. Månedstall.



¹⁾ Gjennomsnittlig KPI i USA i perioden jan. 04. – sep. 04.

Kilder: EcoWin, Bureau of Labor Statistics (US) og Norges Bank

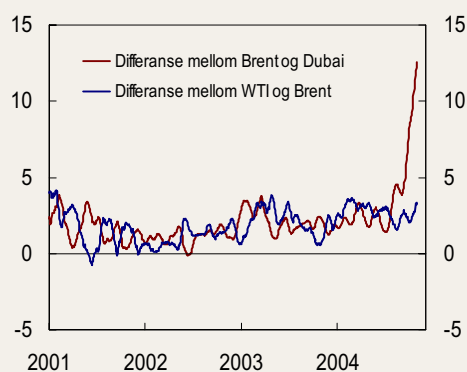
¹ Se også ramme i Inflasjonsrapport 3/03.

Figur 2.4 Ledig produksjonskapasitet i OPEC-10. Millioner fat per dag. Månedstill. Jan. 00 – sep. 04.



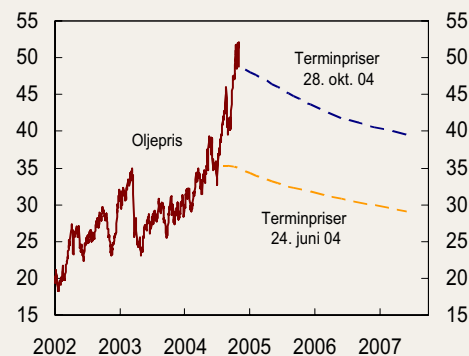
Kilde: International Energy Agency

Figur 2.5 Prisdifferanse mellom råoljer av ulike kvaliteter. USD per fat. Dagstill. 14-dagers glidende gjennomsnitt. 1. jan. 01 – 28. okt. 04.



Kilde: EcoWin

Figur 2.6 Oljepris¹⁾ i USD per fat. Terminpriser fra 24. jun. 04. og 28. okt. 04. Dagstill. 1. jan. 02 – 28. okt. 04.



¹⁾ Brent Blend

Kilder: International Petroleum Exchange og Norges Bank

fungerer den ledige kapasiteten, som i stor grad holdes av OPEC-landene, som en buffer mot midlertidige produksjonsforstyrrelser. Med liten ledig kapasitet har også små produksjonsproblemer stor innvirkning på prisen. Svingningene i produksjonen i Irak, uro i Nigeria og uvær i Mexico-golfen har gitt til dels store utslag i oljeprisene.

De høye oljeprisene gjenspeiler også en ubalanse mellom etterspørselen og tilbudet av ulike råoljekvaliteter. Det er forbruket av såkalte lette produkter som bensin, diesel og flybensin som har økt mest. Strengere miljøkrav i Europa og i USA har samtidig vridd forbruket over mot produkter med lavt svovelinnhold. Den økte råoljeproduksjonen har imidlertid hovedsakelig kommet fra Midt-Østen, og består for en stor del av tunge, svovelholdige kvaliteter. Samtidig er raffinerikapasiteten for disse råoljekvalitetene allerede fullt utnyttet. Dette misforholdet har ført til høye prisdifferanser mellom råoljer av ulik kvalitet som for eksempel mellom nordsjøoljen Brent og råolje fra Dubai, se figur 2.5.

Prisene på andre energiprodukter som kull og naturgass har også økt. I USA og Storbritannia omsettes kontrakter på levering av naturgass i et marked som minner om det nordiske markedet for elektrisitet. Engrosprisene på naturgass har steget betraktelig den siste tiden, særlig i Storbritannia. Prisøkningen er delvis sesongmessig, men reflekterer også risikoen for at innenlandsk produksjon vil være for lav til å dekke etterspørselen dersom vinteren skulle bli kaldere enn normalt. Prisvekst på naturgass kan gi høyere priser på elektrisitet og oppvarming, og høyere kostnader for bedrifter som benytter gass som innsatsfaktor i produksjonen.

...men begrensede effekter på realøkonomien hittil

Til nå har de høye oljeprisene hatt relativt begrensede effekter på den realøkonomiske utviklingen internasjonalt. Prisøkningen skyldes i stor grad høy etterspørsel etter olje, og i mindre grad begrensninger i produksjonen som ved tidligere prisløft. Videre har energiintensiteten i produksjonen avtatt i de industrialiserte landene, og energiforbruket utgjør nå en mindre andel av samlet privat forbruk. Dette bidrar isolert sett til at virkningene av endringer i oljeprisen er mindre enn før. Dersom oljeprisen blir liggende på dagens høye nivå i en lengre periode, er det imidlertid en klar risiko for en kraftig avmatning av veksten internasjonalt.

Fremover legger vi til grunn at oljeprisen vil avta i tråd med prisene for fremtidig levering, se figur 2.6. Sammenlignet med forrige inflasjonsrapport har prisen på olje for levering om to år steget mindre enn prisen på olje for øyeblikkelig

levering. Dette innebærer et sterkere fall i oljeprisen enn tidligere antatt. Oljeprisen for levering om 6 år har steget med i underkant av 10 USD siden forrige inflasjonsrapport, se figur 1.5 på side 11.

Moderat konsumprisvekst tross høy oljepris

Prisutviklingen internasjonalt det siste året har vært sterkt preget av utviklingen i råvareprisene. I tillegg til oljeprisen har også prisene på blant annet metaller og jordbruksprodukter utenom mat økt kraftig over lengre tid, se figur 2.7. Dette har igjen medført en økning i produsentprisene, se figur 2.8. Som en følge av oppgangen i oljeprisene har konsumprisene i noen grad fulgt produsentprisene, med en økning gjennom forsommeren. I euroområdet har prisveksten også vært påvirket av økte egenandeler på helsetjenester og høyere avgifter på alkohol og tobakk. Generelt har likevel prisveksten avtatt noe igjen de siste månedene, se figur 2.9, og den underliggende inflasjonen har vært moderat i de fleste land.

Denne utviklingen er i tråd med den generelle tendensen de siste årene, hvor endringer i produsentprisene i mindre grad enn tidligere har slått ut i konsumprisene. Bedriftene har i liten grad veltet økte kostnader over på prisene, og arbeidstakere oppnår i liten grad kompensasjon for økte priser ved høyere lønn. En viktig faktor er økt konkurranse, både innenlands og internasjonalt. Innføringen av inflasjonsmål i flere land har trolig også bidratt til denne utviklingen ved å stabilisere inflasjonsforventningene.

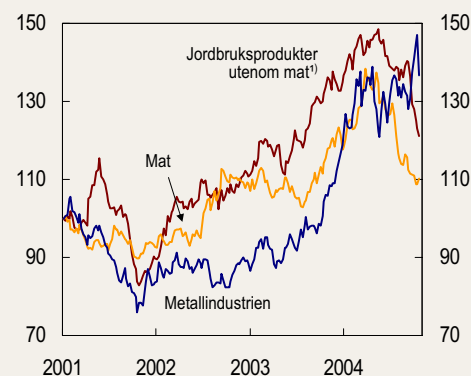
Med ledige ressurser i økonomien, høy produktivitsvekst og sterk konkurranse i produktmarkedene, er det også mindre grunn til å vente at høye priser på olje vil gi varige virkninger på inflasjonen fremover. Samlet ventes derfor en nokså lav underliggende konsumprisvekst fremover. Konkurransen ventes å øke ytterligere i flere sektorer, blant annet som en følge av avvikling av importkvoter på tekstiler og klær i USA, euroområdet og Canada.

Fortsatt store ubalanser i amerikansk økonomi

Økte renter og høye oljepriser bidro til at veksten i amerikansk økonomi avtok på forsommeren i år, men veksttakten er fortsatt høy. Økt disponibel realinntekt, lave renter og sterk økning i boligformuen har bidratt til høy vekst i privat konsum de siste årene. Samtidig har sterk produktivitsvekst, økende profittmarginer og lave finansieringskostnader gitt grunnlag for god vekst i investeringene. Sysselsettingen har økt, se figur 2.10, og arbeidsledigheten har falt, selv om sysselsettingsveksten har vært svak i forhold til tidligere oppganger.

Svekkelsen av dollaren i det siste vil isolert sett bidra til høyere vekst i amerikansk økonomi. Flere forhold tilsier imidlertid avdemping av veksten fremover. Det er fortsatt

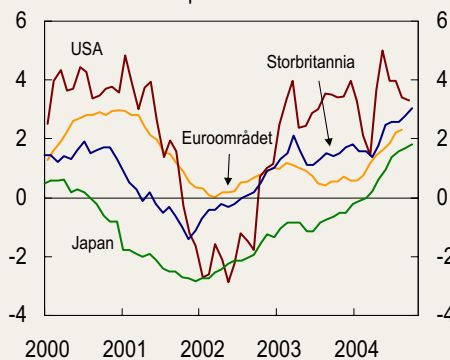
Figur 2.7 Economists råvareprisindekser. 5. jan. 01 = 100. Uketall. 5. jan. 01 – 22. okt. 04.



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

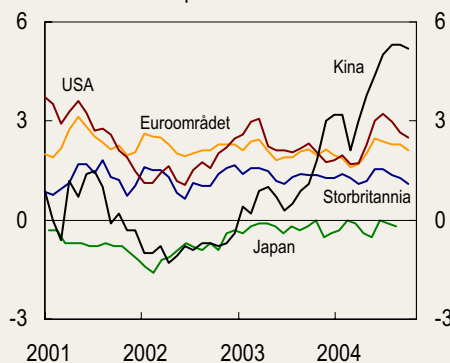
Kilder: Economist og EcoWin

Figur 2.8 Produsentpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 00 – sep. 04.



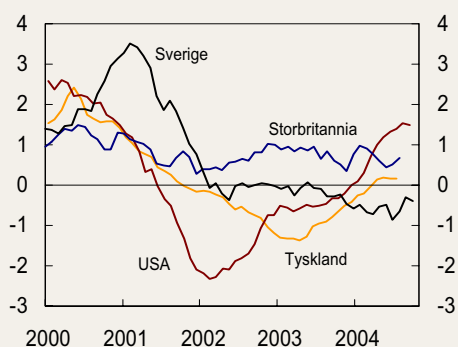
Kilder: EcoWin, EUR-OP/Eurostat, Bureau of Labor Statistics (US), Statistics Japan og National Statistics (UK)

Figur 2.9 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – sep. 04.



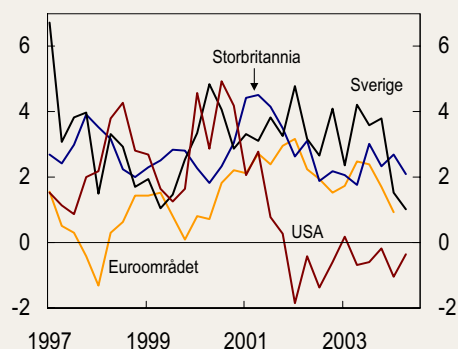
Kilder: EcoWin, EUR-OP/Eurostat, Statistics Japan, National Statistics (UK), Bureau of Labor Statistics (US) og National Bureau of Statistics (CHN)

Figur 2.10 Sysselsetting. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 00 – sep. 04.



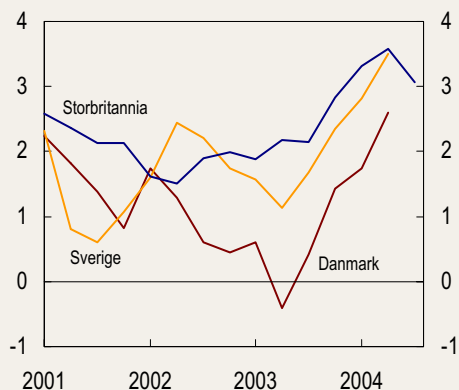
Kilder: EcoWin, Bureau of Labor Statistics (US), Federal Statistical Office (DE), National Statistics (UK) og Statistiska Centralbyrån (SE)

Figur 2.11 Lønnskostnad per enhet. Firekvartalers vekst. Prosent. 1. kv. 97 – 2. kv. 04.



Kilder: Bureau of Labor Statistics (US), National Statistics (UK), Statistiska Centralbyrån (SE) og EURO-OP/Eurostat

Figur 2.12 BNP i Storbritannia, Sverige og Danmark. Firekvartalers vekst. Prosent. 1. kv. 01 – 3. kv. 04.



Kilder: EcoWin, National Statistics (UK), Danmarks Statistik (DK) og Statistiska Centralbyrån (SE)

utsikter til ytterligere renteøkninger, og vi har lagt til grunn en viss innstramning i finanspolitikken fra 2005. Risikoen for en mer markert avdemping enn lagt til grunn synes å ha økt noe. Spareraten i husholdningene har falt til et svært lavt nivå. Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, og har økt sårbarheten for endringer i boligprisene og for tilbakeslag i arbeidsmarkedet. Vedvarende høy oljepris kan også dempe veksten i amerikansk økonomi.

Eksportdrevet vekst i euroområdet

Etter en markert oppgang i første halvår, har veksten i euroområdet vist tegn til avmatning de siste månedene. Nettoeksporten gir fortsatt det viktigste vekstbidraget, mens veksten i innenlandsk etterspørsel igjen har avtatt. Forholdsvis svak vekst i disponibel realinntekt og fortsatt høy arbeidsledighet har bremsset oppgangen i privat konsum. I tillegg har husholdningenes boligformue i mindre grad enn i USA og Storbritannia gitt grunnlag for vekst i privat forbruk. Boligprisveksten har i mange land vært moderat, samtidig som muligheten til å refinansiere boliglån til lavere rente er begrenset. Det er imidlertid betydelige forskjeller mellom eurolandene. I enkelte land er det en risiko for et fall i boligprisene, som kan slå ut i lavere vekst i privat konsum.

Fremover venter vi at veksten vil ta seg noe opp. Bedriftenes lønnsomhet er bedret som følge av høyere produktivitetsvekst og avtakende vekst i lønnskostnadene, se figur 2.11. Investeringene er nå lave i forhold til bedriftenes inntjening. Vi venter at dette vil legge grunnlag for en viss vekst i investeringene, som igjen vil stimulere sysselsettingen. Avtakende vekst internasjonalt og styrkingen av euro vil på den annen side dempe eksportveksten. Anslagene bygger på en oppgang i rentene, i tråd med markedets renteforventninger.

Høy vekst i Storbritannia, Sverige og Danmark

Etter en lang periode med sterk vekst, er det tegn til omslag i britisk økonomi, se figur 2.12. Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at industriproduksjonen falt markert i tredje kvartal, mens tjenesteproduksjonen holdt seg oppe. Også veksten i privat konsum og i boligprisene synes å ha avtatt. Dette har bidratt til en svekkelse av pundet. Arbeidsmarkedet er fortsatt svært stramt. De neste årene ventes veksten å bli svakere enn i inneværende år, blant annet som følge av at rentene er økt og svakere vekst internasjonalt. I Sverige har veksten tatt seg ytterligere opp. Nettoeksporten har gitt det største vekstbidraget, mens bidraget fra innenlandsk etterspørsel er svakt positivt. Dette har blant annet medført en viss bedring i arbeidsmarkedet. En moderat økning i privat konsum og en ekspansiv finanspolitikk ventes å bidra til veksten fremover. Det legges likevel til grunn en avdemping av veksten, blant

annet som følge av svakere vekst ute. I Danmark har lave renter og skattelettelser bidratt til sterk vekst i innenlandsk etterspørsel. I tillegg har høy vekst internasjonalt gitt solid vekst i nettoeksporten. Lave renter og vekst i disponibel realinntekt ventes å bidra til fortsatt god vekst de neste årene.

Asia stadig viktigere for verdensøkonomien

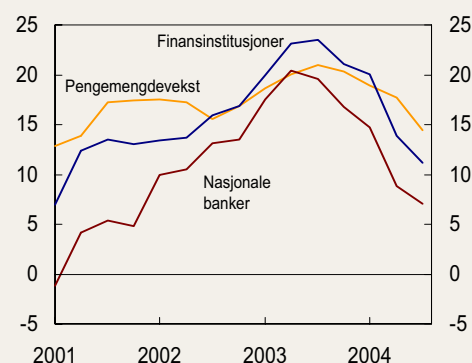
De siste tre årene har Kina stått for om lag en fjerdedel av samlet vekst i verdensøkonomien, målt ved kjøpekraftskorrigert bruttonasjonalprodukt. Importveksten til Kina har utgjort om lag en tredel av total vekst i importvolum globalt. Høy etterspørselsvekst fra Kina har ført til høye priser på råvarer og olje. Samtidig har sterk vekst i Kinas industriproduksjon gitt lavere priser på mange ferdigvarer, og bidratt til sterkere konkurranse i mange sektorer. Fremover vil derfor internasjonal økonomi i stor grad påvirkes av hvordan aktiviteten i Kina utvikler seg, og hvordan de industrialiserte landene tilpasser seg den økte globaliseringen.

Myndighetene har det siste året satt i verk flere administrative tiltak for å hindre overoppheting av økonomien. De har blant annet økt rentene noe, begrenset utlån til enkelte utsatte industrier som sement og stål og økt kravene for godkjenning av investeringer i nye industriprosjekter. Til tross for disse tiltakene er aktiviteten i kinesisk økonomi fortsatt høy. Kredittveksten har avtatt noe, se figur 2.13, men det innenlandske investeringsnivået er fortsatt høyt. Privat konsum har også tatt seg opp, blant annet som en følge av økt disponibel realinntekt. Fremover er det likevel ventet at veksttaket vil avta noe, etter hvert som innstrammings tiltakene får virke og de høye råvareprisene bidrar til å dempe etterspørselen.

I Japan har oppgangen fått bredere feste. I tillegg til sterk vekst i nettoeksporten, har det også vært god vekst i privat konsum og private investeringer. En rekke strukturelle endringer har bidratt til å styrke soliditeten i finansnæringen. Svakere vekst internasjonalt ventes å bidra til noe lavere veksttakt fremover. I tillegg legges det til grunn en viss finanspolitisk innstramming, mens sentralbanken har varslet at pengepolitikken vil være ekspansiv til det er klare tegn til at inflasjonen har tatt seg opp.

Sterk vekst internasjonalt, særlig i Kina, har bidratt til økende aktivitet også i flere av de andre fremvoksende økonomiene i Asia. Bedringen i den internasjonale IKT-sektoren har vært en viktig faktor bak oppgangen. Etter hvert har også innenlandsk etterspørsel tiltatt, understøttet av ekspansiv penge- og finanspolitikk i flere land. Fremover er det ventet fortsatt sterk vekst, men utviklingen avhenger av veksten internasjonalt. Mange land i Asia er særlig sårbare for en kraftig oppbremsing i kinesisk økonomi.

Figur 2.13 Pengemengdevekst og kredittvekst i Kina. Firekvartalers vekst. Prosent. 1. kv. 01 – 3. kv. 04.



Kilder: EcoWin, The Peoples' Bank of China og National Bureau of Statistics

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

	2004	2005	2006	2007
USA	4¼	3	3	3
Japan	4¼	2	1¾	1½
Tyskland	1½	1¾	2	2
Frankrike	2½	2¼	2½	2½
Storbritannia	3¼	2¾	2½	2½
Sverige	3¼	2¾	2¼	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	2¾	2½	2½	2½
Euroområdet ²⁾	2	2¼	2¼	2½

¹⁾ Eksportvekter
²⁾ Vekter fra Eurostat

Kilde: Norges Bank

3 | De økonomiske utsiktene i Norge

Tabell 3.1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

	2004	2005	2006	2007
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4¼	4	3½	2¼
Privat konsum	5	4½	3¾	2½
Offentlig konsum	2	1¾	1½	1½
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	5¾	5	5	2¾
Oljeinvesteringer	12½	15	5	-7½
Tradisjonell eksport	4	4½	3	3
Import	8½	6	4	1¾
BNP, Fastlands-Norge	3¾	3½	2¾	2
Sysselsetting	¼	1¼	1¼	½
AKU-ledighet ¹⁾	4½	4	3¾	3¾

¹⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

Veksten i norsk økonomi tok seg opp i andre halvår i fjor. Den lave renten har bidratt til sterk vekst i privat konsum og boliginvesteringer. Aktiviteten i tjenesteytende næringer og i bygge- og anleggsbransjen har økt. Høye oljeinvesteringer, oppgangen internasjonalt og en svakere kronekurs gjennom fjoråret har bedret forholdene for industrien. Lønnsomheten for foretakene i Fastlands-Norge er i bedring. Vi ser tegn til vekst i investeringene i flere næringer. Importen har økt markert. Sysselsettingen har begynt å øke, og vi anslår veksten i BNP for Fastlands-Norge til 3¾ prosent i år.

Vi har lagt til grunn en sterkere vekst i produksjonspotensialet enn normalt i inneværende år som følge av økt konkurranse og effektivisering i mange sektorer. Det bidrar til at norsk økonomi kan vokse nokså mye uten at det oppstår begrensninger i form av tilgang på arbeidskraft eller produksjonskapital. Den høye veksten i produksjonen innebærer likevel at produksjonsgapet nærmer seg null mot slutten av inneværende år.

Pengepolitikken vil stimulere aktiviteten i norsk økonomi også fremover. Anslagene for utviklingen fram til 2007 er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrentene. Forutsetningen innebærer at renten øker gradvis fra et lavt nivå gjennom prognoseperioden. Vi har lagt til grunn at kronekursen følger utviklingen i terminvalutakursen. Dette innebærer at kronekursen vil være nokså stabil fremover, se nærmere omtale i kapittel 1.

Vi venter at veksten vil holde seg høy i 2005. Husholdningenes etterspørsel fortsetter å øke og bidrar til høy aktivitet i varehandel og tjenesteyting. Oljeinvesteringene og veksten ute gir stimulans til industrien. Etter hvert som ledig kapasitet i bedriftene reduseres, vil sysselsettingen og investeringene øke mer markert.

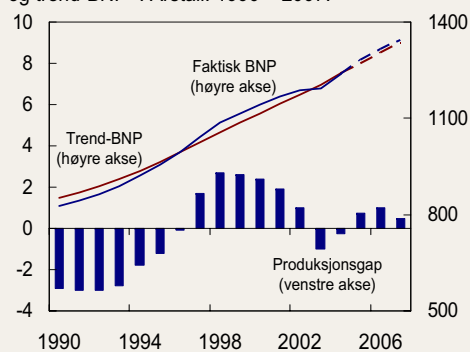
Økte renter, forholdsvis høy gjeld i husholdningene, lavere vekst internasjonalt og fall i oljeinvesteringene fører til en gradvis avdemping i veksten utover i prognoseperioden. Veksten avtar ned mot, og litt under anslått potensiell vekst i økonomien.

Produksjonsgapet ventes å øke i 2005 og 2006 og vil deretter falle noe i 2007, se figur 3.1.

Sterk vekst i husholdningenes etterspørsel

I første halvår var det private forbruket 5 prosent høyere enn i samme periode i fjor. I følge kvartalsvis nasjonalregnskap var veksten i privat forbruk svak i 2. kvartal, men varehandelen var trolig påvirket av transportarbeiderstreiken i vår. I tredje kvartal var varekonsumindikatoren

Figur 3.1 Anslag på produksjonsgap¹⁾, faktisk BNP²⁾ og trend-BNP²⁾. Årstall. 1990 – 2007.³⁾



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og potensielt BNP for Fastlands-Norge. Avvik i prosent
²⁾ Fastlands-Norge. I milliarder kroner. Faste 2001-priser.
³⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3,7 prosent høyere enn ett år tidligere. Igangsettingen av nye boliger har økt kraftig.

Husholdningenes forventninger til både egen og landets økonomi ble mer positive gjennom sommeren, og de vurderer utsiktene fremover som svært gode. I følge TNS Gallups forventningsindikator for 3. kvartal er husholdningenes tro på egen økonomi det kommende året på det høyeste nivået siden undersøkelsen startet i 1992, se figur 3.2.

Husholdningenes disponible inntekter har vært sterkt påvirket av store utbyttebetalinger fra foretakene i 2002 og 2003. Høye inntekter fra utbytte reinvesteres i stor grad i bedriftene og vi anslår et ekstra løft i spareraten på 2-3 prosentpoeng i disse årene. Som i forrige inflasjonsrapport holder vi slike ekstraordinære inntekter, som trolig har liten betydning for konsumutviklingen, utenfor beregningene av sparerate og disponibel inntekt.

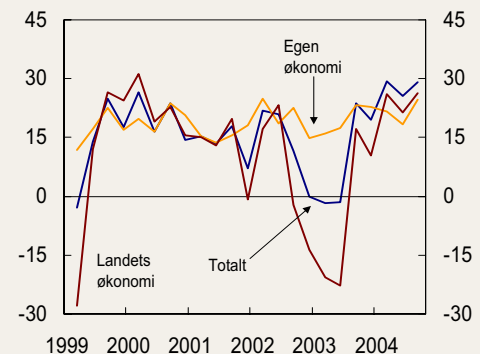
Veksten i husholdningenes disponible realinntekter i år blir forholdsvis høy, se figur 3.3. Utover i fremskrivningsperioden øker sysselsettingen, og et strammere arbeidsmarked gir noe høyere lønnsvekst. For 2005 har Regjeringen foreslått lettelse i inntektsskattene for husholdningene. Virkningen på de disponible realinntektene blir delvis motvirket av økt prisstigning som følge av at merverdiavgiften settes opp. Veksten i de disponible realinntektene anslås til 3¾ prosent i 2005.

Husholdningenes gjeldsvekst har ligget rundt 11 prosent det siste året, se figur 3.6. Gjelden vokser klart mer enn inntektene. Dette må ses i sammenheng med høy omsetning i boligmarkedet og høye boligpriser. Våre anslag bygger på en gradvis økning i rentene i tråd med terminrentene. Sammen med økende gjeld i husholdningssektoren bidrar dette etter hvert til lavere vekst i husholdningenes disponible inntekter. Virkningen på konsumet av en renteøkning kan bli forsterket ved at gjeldsbelastningen særlig har økt for husholdninger med lav og middels inntekt.

Samlet venter vi at konsumet vil vokse med 5 prosent i år, om lag i takt med veksten i realinntektene. Lav rente og økende boligformue tilsier isolert sett sterkere vekst i konsumet. Vi legger til grunn at husholdningene jevner ut konsumet noe over tid og at spareraten faller gradvis de neste to årene. Utsiktene til redusert ledighet vil i seg selv kunne redusere jobbusikkerhet og bidra til redusert sparerate. I 2007 anslår vi at konsumet vokser om lag i takt med disponibel realinntekt.

Igangsettingen av nye boliger har økt markert, og mer enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport, se figur 3.4. Utsikter til at rentene fortsatt vil holde seg nokså lave, redusert arbeidsledighet, god realinntektsvekst og redusert boligbeskatning vil stimulere etterspørselen etter nye boliger. En ytterligere markert økning i boligbyggingen vil

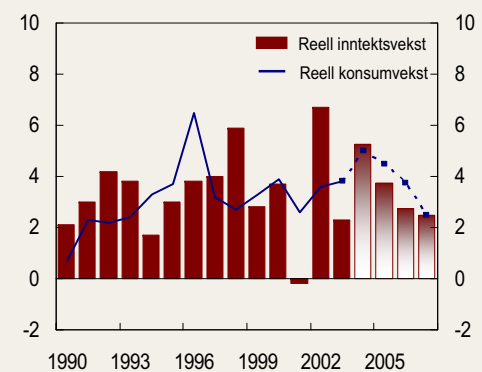
Figur 3.2 Husholdningenes forventningsindikator.¹⁾ Ujusterte tall. 1. kv. 99 – 3. kv. 04.



¹⁾ Gir uttrykk for andelen som har en positiv vurdering av dagens situasjon og fremtidig utvikling fratrukket andelen som har en negativ vurdering

Kilde: TNS Gallup

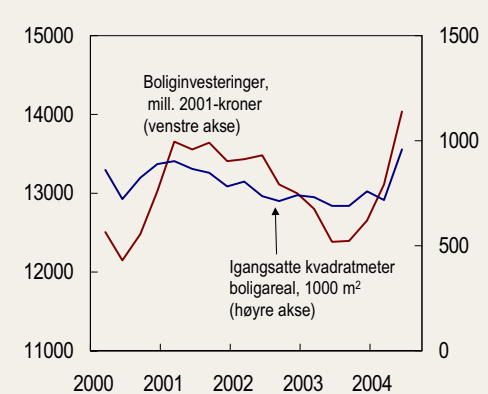
Figur 3.3 Reell vekst i husholdningenes disponible inntekt og konsum. Prosent. Årstall. 1990 – 2007.¹⁾



¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

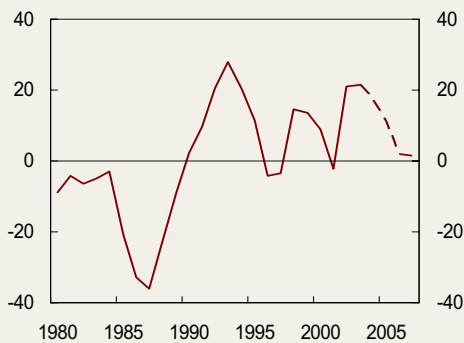
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Boliginvesteringer og igangsetting av nye boliger. Sesongjustert. 1. kv. 00 – 2. kv. 04.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Husholdningenes netto finansinvesteringer.¹⁾ Milliarder kroner. Årstall. 1980 – 2007.²⁾



¹⁾ Korrigeret for ekstraordinære aksjebytter 2002 – 2003.

²⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

imidlertid innebære at antall boliger trolig øker mer enn det underliggende boligbehovet. Vi har derfor lagt til grunn at veksten i boliginvesteringene etter hvert avtar og flater ut i løpet av prognoseperioden.

Anslagene for husholdningenes disponible inntekter, konsum og investeringer innebærer et gradvis fall i husholdningens netto finansinvesteringer fram til 2006 og en utflytning i 2007, se figur 3.5. I 2004 er det særlig de høye boliginvesteringene som bidrar til økt finansieringsbehov. Norges Banks finansregnskap for husholdningene, som baseres på finansmarkedsstatistikk, bekrefter at husholdningenes netto finansinvesteringer falt markert i 1. halvår i år. Det anslåtte fallet i nettofinansinvesteringene fremover kan blant annet ses i sammenheng med lav rente og høye boligpriser.

Bedriftenes investeringer på vei opp

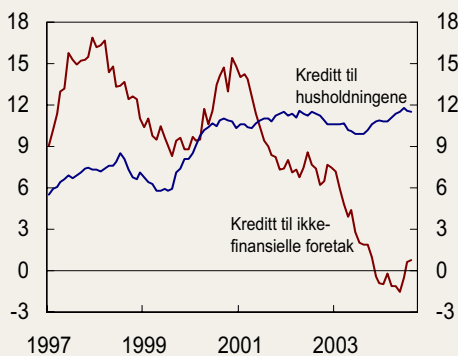
Det er tegn til at investeringene øker i flere næringer etter at de falt gjennom 2002 og 2003. Investeringene i varehandel og forretningsmessig tjenesteyting økte med 10 prosent fra 1. halvår i fjor til 1. halvår i år. Igangsettingen av næringsbygg innenfor varehandel har økt markert den siste tiden. Industriinvesteringene har også økt. Veksten i importen av investeringsvarer som kontorutstyr og datamaskiner er høy. Utlånene til bedriftene har begynt å stige, se figur 3.6.

Mange bedrifter har de siste årene redusert sine kostnader gjennom nedbemanning og effektivisering. Sammen med økende etterspørsel både i Norge og fra utlandet og økte priser på mange eksportprodukter, har dette bedret lønnsomheten. Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse vurderer bedriftslederne lønnsomheten i egen bedrift til å være i bedring.

Bedre lønnsomhet, økende kapasitetsutnyttelse og fortsatt eksportvekst vil bidra til investeringsvekst i industrien fremover. Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder på at utbyggingsprosjektene i olje- og gassektoren skaper positive ringvirkninger for industrien i Fastlands-Norge. Flere store investeringsprosjekter i industrien vil imidlertid avsluttes i inneværende og neste år, og vil kunne føre til lavere investeringsvekst fremover. Fortsatt utflytting av produksjonen kan også dempe investeringsveksten i industrien i Norge. Slike lokaliseringsbeslutninger vil blant annet påvirkes av hvor fleksibelt det norske arbeidsmarkedet viser seg å være.

Produksjonen i de tjenesteytende næringene har økt markert. Vi venter at etterspørselen rettet mot disse næringene vil være høy fremover. Det peker i retning av ytterligere vekst i investeringene. Våre kontakter fra varehandel og tjenesteyting i det regionale nettverket rapporterer at bedriftene planlegger å øke investeringene kommende år.

Figur 3.6 Kredittvekst til husholdninger og foretak.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 97 – aug. 04.



¹⁾ Fra innenlandske kilder (K2)

Kilde: Norges Bank

Investeringer i næringsseidom utgjør en stor andel av investeringene i tjenesteytende sektor. Dette markedet er fremdeles preget av overkapasitet og lave leiepriser, noe som kan bidra til å dempe investeringene. Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder imidlertid på at bunnen i dette markedet kan være nådd. Prisene på kontor- og forretningseiendommer har økt med 9 prosent fra annet halvår i fjor til første halvår i år, se figur 3.7.

I 2003 var investeringene som andel av bruttoproduktet i de tjenesteytende sektorene de laveste siden 1993. Den anslåtte veksten i investeringene i tjenestesektoren innebærer at investeringsandelen vil ta seg opp, men investeringene vil utgjøre en mindre del av verdiskapingen enn de har gjort de siste ti årene, se figur 3.8. Trolig var de høye investeringene mot slutten av 1990-tallet også i Norge i noen grad preget av overdreven optimisme i en del tjenesteytende bransjer.

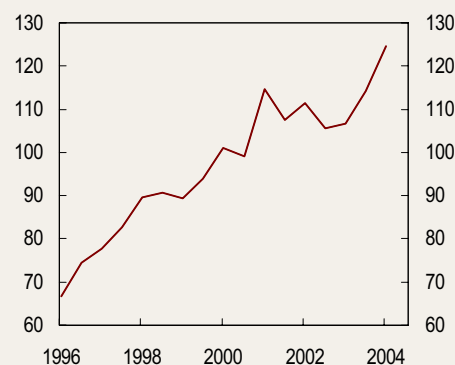
Investeringene i petroleumssektoren vokste betydelig i fjor, og det ser ut til at veksten vil fortsette også i år og til neste år. Store utbygginger som Snøhvit, Ormen Lange og Kristin bidrar til den sterke investeringsveksten. Aktiviteten knyttet til disse store prosjektene faller de nærmeste årene, og det er foreløpig ikke vedtatt nye utbygginger av samme størrelsesorden. Likevel venter vi at utsiktene til en varig høyere oljepris vil bidra til at investeringene vil holde seg på et høyt nivå også mot slutten av prognoseperioden. Særlig vil utbyggingen av tidligere marginale og mindre deler av eksisterende felt kunne øke. Anslag på investeringene flere år fram i tid er imidlertid meget usikre.

Sterk vekst i importen

I de første tre kvartalene i år var volumet av den tradisjonelle vareimporten 11 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Dette gjenspeiler sterk vekst i det private forbruket, økende investeringer og fortsatt økning i importandelene, se figur 3.9. Oppgangen i importandelene må også ses i sammenheng med lave priser på import fra mange lavkostnadsland og svak konkurranseevne i norske hjemmekonkurrerende bransjer. Det er også et resultat av økt internasjonal arbeidsdeling, blant annet fordi handelshindre bygges ned. Vi venter at importen fortsatt vil vokse fremover, men at veksttakten avtar som følge av noe lavere vekst i innenlandsk etterspørsel.

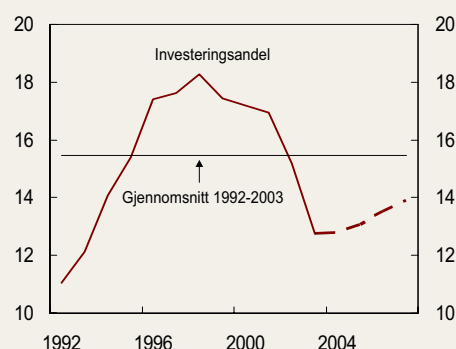
Eksporten av tradisjonelle varer har tatt seg opp. Det må ses i sammenheng med oppgangen ute og økt kapasitet i produksjonen av metaller. Veksten i eksporten er imidlertid lavere enn importveksten hos våre handelspartnere. Fremover venter vi ytterligere vekst i tradisjonell eksport, men legger til grunn at norske bedrifter fortsatt vil tape markedsandeler. Dette må ses i sammenheng med et høyt kostnadsnivå og en forholdsvis sterk kronekurs.

Figur 3.7 Prisindeks for kontor- og forretningseiendommer. Indeks. 1. halvår 2000=100. 1. halvår 1996 – 1. halvår 2004.



Kilde: Statistisk Sentralbyrå

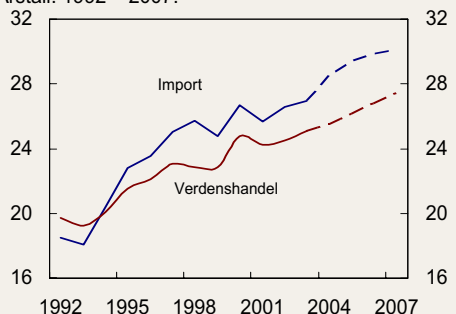
Figur 3.8 Investeringer som andel av bruttoprodukt i tjenesteytende næringer. Prosent. Årstall. 1992 – 2007.¹⁾



¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Import til Fastlands-Norge¹⁾ som andel av bruttoprodukt i Fastlands-Norge og global eksport som andel av globalt BNP. Prosent. Årstall. 1992 – 2007.²⁾



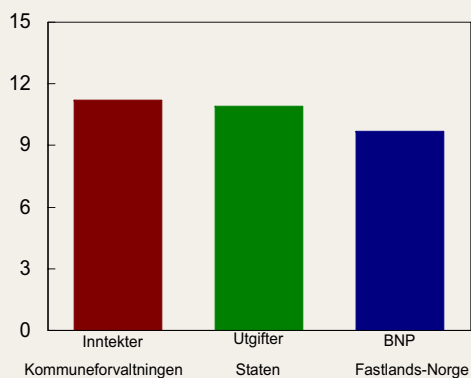
¹⁾ Importen er residualbestemt fra tilgang og anvendelse av varer og tjenester for Fastlands-Norge

²⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: IMF og Norges Bank

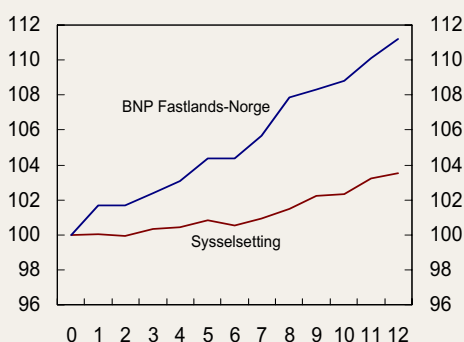
Fortsatt stimulans fra finanspolitikken

Figur 3.10 Inntekter i kommuneforvaltningen, underliggende utgiftsvekst over statsbudsjettet og BNP for Fastlands-Norge. Prosentvis verdiendring fra 2003 til 2005.



Kilde: Finansdepartementet

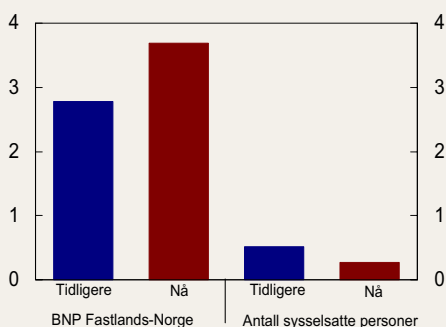
Figur 3.11 Gjennomsnittlig sysselsetningsutvikling ved denne og to tidligere konjunkturoppganger.¹⁾ Indeks. Sesongjustert. Kvartalstall.



¹⁾ Vi har anslått at konjunkturoppgangene vi har bak oss startet 4. kvartal 1982 og 4. kvartal 1991. Konjunkturoppgangen vi nå er inne i startet 2. kvartal 2003. Anslag fra og med 3. kvartal 2004.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Sysselsetningsutvikling og produksjonsutvikling fire kvartaler etter starten på en konjunkturoppgang¹⁾. Fastlands-Norge. Prosent.



¹⁾ Vi har lagt til grunn at konjunkturoppgangene vi har bak oss startet 4. kvartal 1982 og 4. kvartal 1991. Konjunkturoppgangen vi nå er inne i startet 2. kvartal 2003

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Finanspolitikken i 2004 ser ut til å bli noe mer ekspansiv enn lagt til grunn i Revidert nasjonalbudsjett. Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge anslås å øke med 0,7 prosentpoeng fra 2003 til 2004. Dette er 0,3 prosentpoeng høyere enn anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2004.

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

Fra 2003 til 2005 anslår Regjeringen at underliggende nominelle utgifter over statsbudsjettet vil øke med nesten 11 prosent. Kommunenes nominelle inntekter anslås å vokse med litt over 11 prosent i perioden. Dette er noe høyere enn verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge i samme periode, se figur 3.10.

I våre anslag har vi lagt til grunn at offentlig sektors forbruk av varer og tjenester i faste priser vil vokse med 2 prosent i år og 1¾ prosent neste år. Fra 2006 legger vi til grunn at verdiveksten i offentlige utgifter vil være om lag på linje med verdiveksten i offentlige inntekter, og et uendret reelt skatte- og avgiftsnivå. Basert på disse forutsetningene anslår vi realveksten i offentlig konsum til 1½ prosent per år.

Bedring i arbeidsmarkedet

Antall sysselsatte personer i tredje kvartal i år var 0,5 prosent høyere enn i samme kvartal i fjor ifølge Statistisk sentralbyrås Arbeidskraftundersøkelse. Sysselsetningsveksten det siste året har i hovedsak kommet innen detaljhandel, forretningstjenester, undervisning og helse- og sosialtjenester. I industrien faller sysselsettingen fortsatt.

Rapporter fra vårt regionale nettverk tyder på moderat vekst i sysselsettingen den nærmeste tiden. Tilgangen på utlyste stillinger i media er fortsatt lav. Etterspørselen etter arbeidskraft fra bygge- og anleggssektoren synes imidlertid å være betydelig.

Bedrifter vil ofte vente med å øke sysselsettingen til oppgangen har fått klart feste. I figur 3.11 viser produksjonsveksten og sysselsetningsveksten slik den i gjennomsnitt har vært i denne og tidligere oppgangsperioder i norsk økonomi. Veksten i sysselsettingen har vært forholdsvis lav i de første fire kvartalene etter at konjunkturbunnen ble passert.

Figur 3.12 viser videre at sysselsetningsveksten i den nåværende oppgangen har vært svakere i forhold til produksjonsveksten enn i de to forutgående

konjunkturoppgangene. Dette understøtter at bedriftene nå høster gevinster fra effektiviseringstiltak, og det er i tråd med at vi har lagt til grunn en sterkere vekst i produksjonspotensialet enn normalt i år. Vi anslår en sysselsetningsvekst i personer på ¼ prosent i år, se figur 3.13.

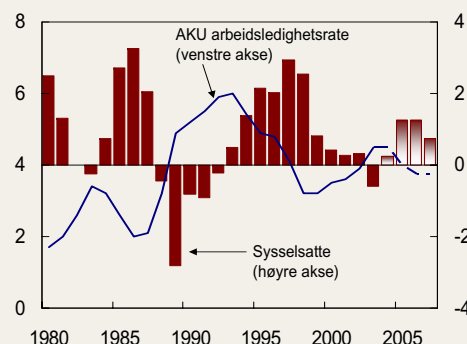
Veksten i økonomien anslås å fortsette. Den ledige kapasiteten reduseres gradvis. Samtidig legger vi til grunn at den underliggende produktivitetsveksten avtar noe. Det vil innebære sterkere vekst i etterspørselen etter arbeidskraft. Vi anslår en vekst i sysselsettingen på 1¼ prosent både i 2005 og 2006.

Erfaringsmessig vil arbeidstilbudet øke når den økonomiske aktiviteten tar seg opp. Blant annet varierer antall heltidsstudenter med konjunktorene, se figur 3.14. Vi venter således at tilveksten til arbeidsstyrken blir noe sterkere enn den demografiske tilveksten i arbeidsstyrken fra neste år og ut prognoseperioden.

Veksten i arbeidsstyrken dempes imidlertid av et økt antall uførepensjonister og en endring i befolkningssammensettingen med relativt flere personer i aldersgrupper med lavere yrkesfrekvenser. Samlet yrkesfrekvens ventes derfor å endre seg lite fremover. Yrkesfrekvensen anslås til 72½ prosent i 2007, som er ¼ prosentpoeng lavere enn i 2003, se figur 3.15.

Med den anslåtte utviklingen for sysselsettingen og arbeidstilbudet vil arbeidsledigheten avta. Arbeidsledigheten målt ved AKU anslås til 4½ prosent i år og til 4 prosent i 2005. I 2006 og 2007 venter vi en ledighet på 3¾ prosent, se figur 3.13.

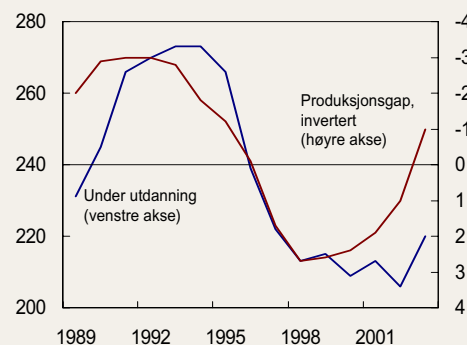
Figur 3.13 Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet¹⁾ i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980 – 2007.²⁾



¹⁾ AKU-ledighet
²⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

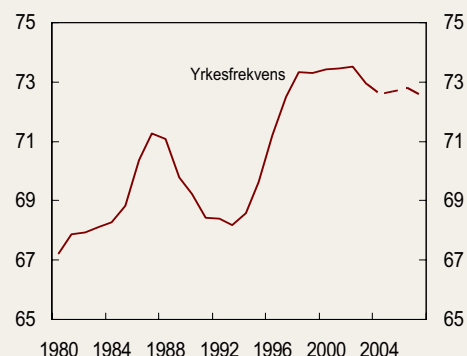
Figur 3.14 Antall personer utenfor arbeidsstyrken som er under utdanning i tusen personer og anslag på produksjonsgapet¹⁾. Årstall. 1989 – 2003.



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og potensielt BNP for Fastlands-Norge. Avvik i prosent

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i alderen 16 – 74 år (yrkesfrekvens). Prosent. Årstall. 1980 – 2007.¹⁾



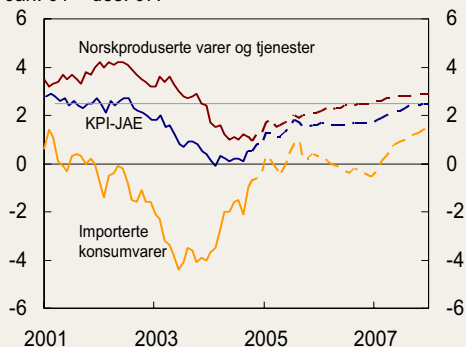
¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 | Inflasjonen

4.1 Inflasjonsutsiktene

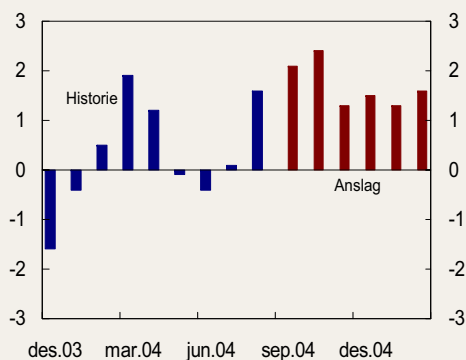
Figur 4.1 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07.²⁾



¹⁾ Norges Banks beregninger
²⁾ Anslag fra okt. 04 – des. 07

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 KPI-JAE. Sesongjustert månedsvekst. Tremåneders glidende gjennomsnitt omregnet til årlig rate. Des. 03 – feb. 05.¹⁾



¹⁾ Anslag fra sep. 04 – feb. 05

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Pristigningen målt ved KPI-JAE falt gjennom fjoråret og var svært lav fram til august i år. Prisveksten var lavere enn ventet i sommer, men i september økte tolv månedersveksten til 0,5 prosent. Dette var om lag som anslått i Inflasjonsrapport 2/04, som ble publisert i juli.

Pengepolitikken er rettet inn mot å bringe inflasjonen opp. Norges Banks foliorenten er satt til 1,75 prosent. Anslagene for utviklingen fremover er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrentene. Forutsetningen innebærer at renten øker gradvis fra et lavt nivå gjennom prognoseperioden. Videre legger vi til grunn at kronkursen følger utviklingen i terminvalutakursen. Dette innebærer at kronkursen vil være nokså stabil fremover, se omtale i kapittel 1.

På kort sikt venter vi at veksten i konsumprisene vil ta seg forholdsvis raskt opp, se figur 4.1. Depresieringen av kronen gjennom fjoråret vil fortsatt bidra til en oppgang i konsumprisene. Justert for sesongvariasjoner, anslås veksten i KPI-JAE fra måned til måned å bli noe høyere fremover enn i sommer, se figur 4.2. Vi legger også til grunn at det markerte fallet i enkelte vare- og tjenestepriker i fjor høst i noen grad snus. Flyprisene har for eksempel økt. På den annen side vil prisveksten på matvarer trolig fortsatt bli lav.

Utover i fremskrivningsperioden ser vi for oss at prisveksten tar seg ytterligere opp, men nokså langsomt. Virkningen av depresieringen av kronen gjennom fjoråret uttømmes og den sterkere kursen nå vil etter hvert dempe prisveksten på importerte konsumvarer noe. Høyere priser på olje og andre råvarer vil bidra til økte internasjonale prisimpulser til norsk økonomi. Gjennomslaget fra økte råvarepriser til handelspartnernes eksportpriser synes imidlertid å ha være lavere enn ved tidligere oppganger i råvareprisene.

De norske importprisene dempes også av at en stadig større andel av vår import av konsumvarer kommer fra lavkostland i Asia og Sentral-Europa. I anslagene er det lagt til grunn at vridningen av importen mot lavkostland vil fortsette fremover, men at den avtar gradvis utover i prognoseperioden. Økt ressursutnyttelse internasjonalt vil også etter hvert bidra til noe økte prisimpulser til norsk økonomi.

De innenlandske prisimpulsene vil i stor grad avhenge av forholdet mellom etterspørselen etter varer og tjenester rettet mot norsk økonomi, og de ressursene som er tilgjengelige for å møte denne etterspørselen.

Flere forhold trekker i retning av at norsk økonomi kan tåle høy vekst i produksjon og etterspørsel den nærmeste tiden uten at den innenlandske prisveksten tiltar vesentlig. Økt konkurranse, som følge av nyetableringer og endringer i rammebetingelsene, berører stadig flere næringer. Mange bedrifter har effektivisert produksjonen og produktiviteten har økt.

Våre anslag innebærer forholdsvis høy vekst i produksjonen i flere år fremover. Vi anslår at produksjonsgapet vil bli klart positivt i løpet av 2005, og at det vil være positivt ut fremskrivningsperioden. Ledigheten faller til under 4 prosent. Vi legger til grunn at dette etter hvert vil slå ut i høyere lønnsvekst og økte marginer blant annet i varehandelen. Utsikter til forholdsvis lav lønnsvekst ute, og større arbeidsinnvandring gjennom EØS-utvidelsen bidrar til at økningen i lønnsveksten blir forholdsvis moderat. Sterk konkurranse kan begrense muligheten til å øke marginene.

Med de forutsetningene vi har lagt til grunn, anslås veksten i KPI-JAE å ta seg gradvis opp i årene fra 2005 til 2007. Først mot slutten av prognoseperioden er det utsikter til at prisstigningen kommer opp mot inflasjonsmålet.

Konsumprisindeksen inkludert avgifter og energi (KPI) har steget med 1,1 prosent siden september i fjor, se figur 4.3. Høyere vekst i KPI enn i KPI-JAE gjenspeiler blant annet økningen i bensinprisene. Vi legger til grunn at regjeringens forslag om å heve merverdiavgiften med 1 prosentpoeng vil øke KPI med om lag ½ prosentpoeng fra begynnelsen av 2005. I Statistisk sentralbyrås beregning av KPI-JAE vil det også bli forutsatt at økningen i merverdiavgiften slår fullt ut i KPI i januar. Hvor lang tid det tar før endringen i satsene slår ut i utsalgsprisene er imidlertid usikkert. Det er derfor større en normal usikkerhet knyttet til veksten i KPI og KPI-JAE i månedene etter årsskiftet. Utover i fremskrivningsperioden legger vi til grunn at KPI og KPI-JAE vokser i samme takt.

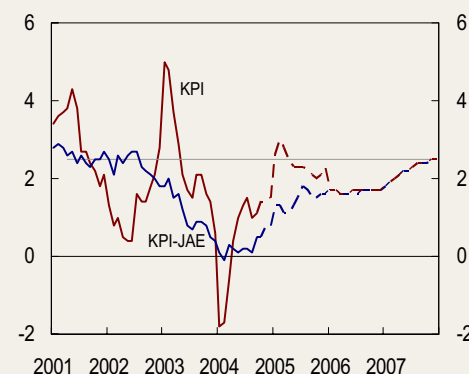
4.2 Nærmere om prisimpulsene

Økte prisimpulser fra internasjonale markeder

Prisveksten på importerte konsumvarer har vært betydelig lavere enn veksten i samlet KPI siden 1995, se figur 4.4. Dette skyldes dels lave prisimpulser fra utlandet, og dels høy produktivitet i varehandelen som har gitt lav vekst i distribusjons- og salgskostnader. Kronestyrkingen i 2002 dempet prisveksten på importerte konsumvarer ytterligere.

De internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi, slik vi måler dem, har nå begynt å øke. Høyere priser på olje og andre råvarer har slått ut i økte produsentpriser hos våre handelspartnere. Våre anslag er basert på at dette vil bidra

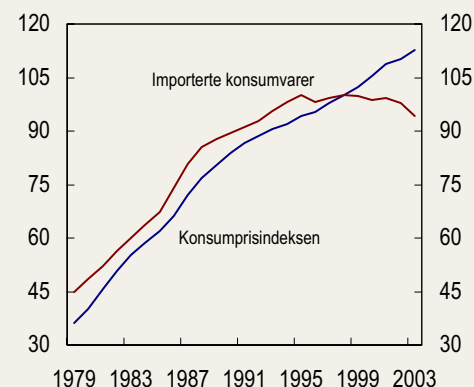
Figur 4.3 KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07.¹⁾



¹⁾ Anslag fra okt. 04 – des. 07

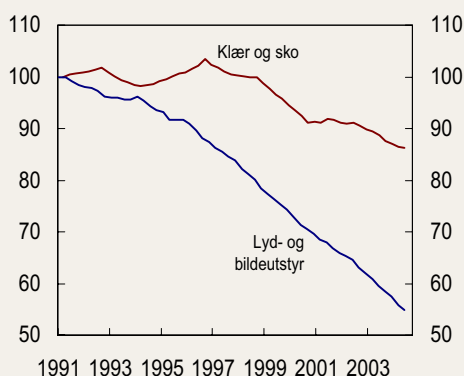
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4 KPI og priser på importerte konsumvarer. Indeks. 1998 = 100. Årstall. 1979 – 2003.



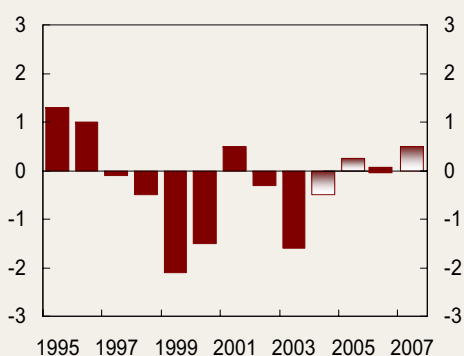
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5 Anslått prisutvikling for noen importerte konsumvarer, målt i utenlandsk valuta. Kvartalstall. Indeks. 1. kv. 91 = 100. 1. kv. 91 – 2. kv. 04.



Kilder: EcoWin og Norges Bank

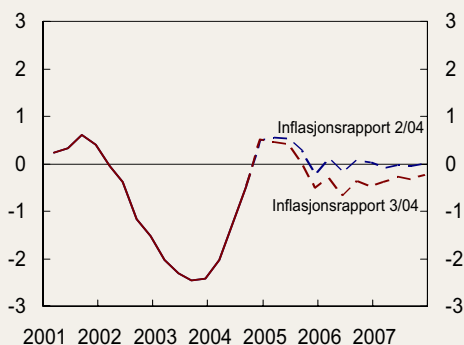
Figur 4.6 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årstall. 1995 – 2007.¹⁾



¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Bidrag til prisvekst på importerte konsumvarer fra valutakurs basert på historie og terminvalutakurs i Inflasjonsrapport 2/04 og 3/04. Prosentpoeng. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 4. kv. 07.



Kilde: Norges Bank

til høyere priser på varene Norge importerer. Inflasjonen ute vil også ta seg noe opp etter hvert som kapasitetsutnyttningen øker.

Prisimpulsene fra utlandet til norsk økonomi har blitt dempet som følge av økt andel import fra land med lave kostnadsnivåer, som Kina og land i Sentral-Europa. De siste årene har dette bidratt til fallende forbrukerpriser på blant annet klær og sko, se figur 4.5. Vårt regionale nettverk gir utrykk for at det fortsatt er et potensial for en økning i andelen import fra lavkostland. Vi har imidlertid få holdepunkter for å anslå hvor lenge denne utviklingen vil vare. I anslagene er det lagt til grunn at prisene på klær og sko mot slutten av prognoseperioden vil utvikle seg mer på linje med prisene på andre importerte konsumvarer.

Prisene på lyd- og bildeutstyr har hatt en markert nedadgående trend siden midten av 1990-tallet både i Norge og i andre land. Utviklingen gjenspeiler høy produktivitetsvekst og sterk internasjonal konkurranse. Det internasjonale prisfallet på varer innen IT og telekommunikasjon samt lyd- og bildeutstyr er trolig et mer vedvarende trekk. I anslagene har vi lagt til grunn at prisene på slike varer vil fortsette å falle gjennom hele prognoseperioden.

Etter flere år med fall i internasjonale priser på konsumvarer vi importerer, anslås disse prisene å øke med ¼ prosent i 2005. Dette gjenspeiler i hovedsak økte råvarepriser. I 2006 ser vi for oss om lag uendrede priser på disse varene under forutsetning av at råvareprisene flater ut, mens de ventes å øke med ½ prosent i 2007, se figur 4.6.

Prisene på importerte konsumvarer i KPI-JAE påvirkes også av innenlandske forhold. I gjennomsnitt utgjør varekostnaden anslagsvis om lag halvparten av prisen på importerte konsumvarer. Den resterende delen av prisen forbrukerne betaler består i hovedsak av marginer og kostnader knyttet til salg og distribusjon i Norge som trolig har vokst lite de siste årene. Det skyldes blant annet sterk konkurranse og høy produktivitetsvekst i varehandelen. I mange bransjer har sammenslåinger og kjedesamarbeid gitt lavere innkjøpskostnader og bedre utnyttning av stordriftsfordeler i distribusjon og lagerhold. I anslagene legger vi til grunn at produktivitetsveksten etter hvert avtar noe også i varehandelen. Sammen med høyere lønnsvekst og økte marginer, vil det bidra til at utsalgsprisene på importerte konsumvarer tar seg opp.

Fortsatt positive bidrag til importerte priser fra valutakursen

Svekkelsen av kronekursen i fjor vil fortsatt en tid bidra til en økning i tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer.

Målt ved den importveide indeksen I-44, er kronen om lag 2 prosent sterkere enn i slutten av juni i år. Terminvalutakursen innebærer tilnærmet uendret kurs gjennom prognoseperioden. Med en slik utvikling vil de positive bidragene fra valutakursen utømmes i løpet av våren neste år og etter hvert bli svakt negative, se figur 4.7.

Økt konkurranse demper prisveksten

Normalt vil kostnader og marginer øke mer i perioder med høy vekst i produksjon og etterspørsel. Nyetableringer og endrede rammebetingelser har imidlertid gitt skjerpet konkurranse i flere næringer. I en undersøkelse foretatt blant bedriftene i vårt regionale nettverk, angir 80 prosent av bedriftene at konkurrentenes priser er en viktig faktor for prissetting i egen bedrift. I enkelte næringer har sterkere konkurranse gitt økt press på marginene.

Veksten i lønnskostnader per produsert enhet har også falt det siste året, se figur 4.8. Det har bidratt til å trekke ned prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. I anslagene har vi lagt til grunn at økt konkurranse og rasjonalisering medfører høyere vekst i produksjonspotensialet i år enn normalt. Dette vil bidra til fortsatt lav prisvekst på norskproduserte varer og tjenester en tid fremover.

Den lave prisveksten har ikke påvirket de langsiktige inflasjonsforventningene

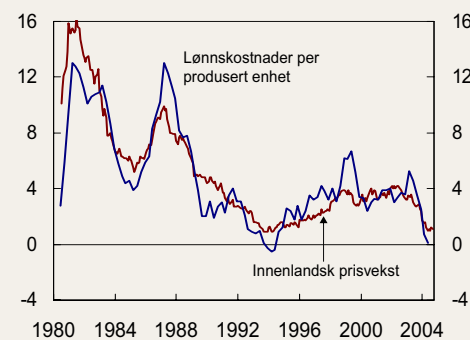
Pristigningen målt ved KPI-JAE har ligget lavere enn inflasjonsmålet på 2,5 prosent siden august 2002. Også andre prisindekser viser lav prisvekst. Med de forutsetninger som er lagt til grunn i denne rapporten, vil prisveksten være under målet i størstedelen av prognoseperioden. Dersom inflasjonen blir liggende lavere enn målet i lengre tid, kan det påvirke inflasjonsforventningene. Om dette skjer, kan det bli vanskeligere å bringe inflasjonen tilbake til målet.

Inflasjonsforventningene kan måles på ulike måter. I en intervjuundersøkelse spør TNS Gallup ulike aktører om deres inflasjonsforventninger på 1, 2 og 5 års sikt. Undersøkelsen tyder på at inflasjonsforventningene er godt forankret omkring inflasjonsmålet på lang sikt, se figur 4.9. På kortere sikt ventes inflasjonen å være lavere enn inflasjonsmålet. I tredje kvartal i år ventet både ekspertpanelet og partene i arbeidslivet at konsumprisveksten vil bli lavere enn 2 prosent på 1 års sikt. På 2 års sikt ventet de at konsumprisveksten vil øke noe, men at den fortsatt vil ligge under inflasjonsmålet, se figur 4.10.

Lønnsveksten tar seg noe opp

Årslønnsveksten i år ser ut til å bli om lag 3¾ prosent. Den nominelle lønnsveksten er lavere enn på flere år. Med den lave konsumprisveksten innebærer årets lønnsoppgjør

Figur 4.8 Lønnskostnader per produsert enhet¹⁾ og innenlandsk prisvekst²⁾. Vekst fra samme periode året før. Prosent. Jun. 80 – sep. 04.

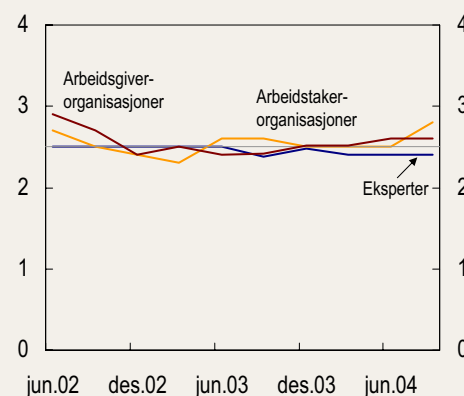


¹⁾ Lønnskostnader i forhold til bruttoprodukt. Fastlands-Norge utenom kraftsektoren. Firekvarterals glidende gjennomsnitt.

²⁾ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Månedstall

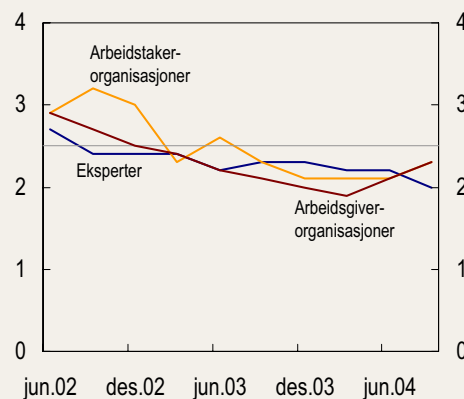
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.9 Forventet konsumprisvekst om 5 år. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 – 3. kv. 04.



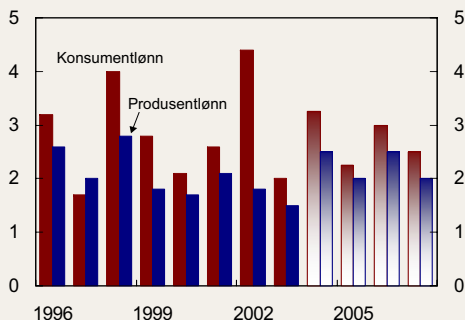
Kilde: TNS Gallup

Figur 4.10 Forventet konsumprisvekst om 2 år. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 – 3. kv. 04.



Kilde: TNS Gallup

Figur 4.11 Reell vekst i konsumentlønn og produsentlønn.¹⁾ Prosent. Årstall. 1996 – 2007.²⁾



¹⁾ Konsumprisvekst på norskproduserte varer og tjenester er benyttet som deflator for produsentlønnen. KPI er deflator for konsumentlønnen.

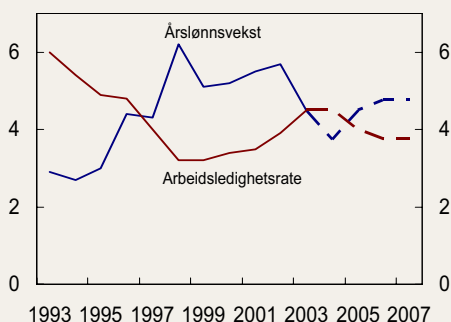
²⁾ Anslag for 2004 – 2007

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

likevel en forholdsvis høy vekst i reallønnen, se figur 4.11. Prisene norske bedrifter får for sine varer og tjenester øker mer enn KPI, som trekkes ned av lavere priser på importerte varer. Høy produktivitetsvekst i år innebærer også at bedriftenes lønnsomhet øker.

Anslagene innebærer at sysselsettingen etter hvert stiger og at arbeidsledigheten faller. Dette vil normalt resultere i økt lønnsvekst. Den foreslåtte økningen i merverdiavgiften vil kunne bidra til å øke KPI med om lag ½ prosentpoeng i 2005. Isolert sett vil dette redusere reallønnsveksten. På den annen side er det foreslått å redusere inntektsskattene. Dette kan dempe krav om lønnkompensasjon. Også utsiktene til forholdsvis lav lønnsvekst ute, og mulighetene for økt arbeidsinnvandring gjennom EØS-utvidelsen kan dempe lønnsveksten fremover.

Figur 4.12 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. Årstall. 1993 – 2007.²⁾



¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader knyttet til økt ferie

²⁾ Anslag for 2004 – 2007

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

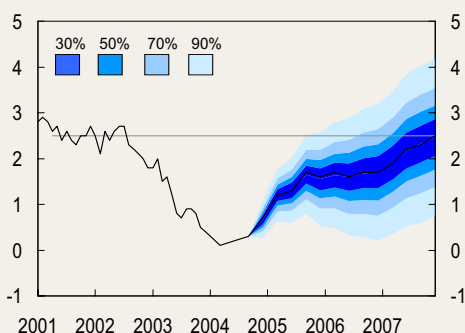
Veksten i årslønnen i 2005 anslås til 4½ prosent, se figur 4.12. Arbeidsledigheten, målt ved AKU, ventes å falle til 3¾ prosent i 2006 og 2007. Årslønnsveksten ventes å ta seg opp til 4¾ prosent i disse årene som følge av strammere arbeidsmarked og forventninger om høyere inflasjon.

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

4.3 Risikovurderinger

Det er knyttet usikkerhet til våre anslag. Våre fremskrivninger er basert blant annet på våre analyser av sammenhengene i økonomien, den valutakursen som er lagt til grunn og forutsetningen om terminrenten. Det er vesentlig usikkerhet knyttet til disse forholdene. Figur 4.13 og 4.14 viser usikkerheten i anslagene for inflasjonen og BNP for Fastlands-Norge beregnet ut fra tidligere avvik mellom anslag og faktisk utvikling.

Figur 4.13 Anslag og usikkerhet for KPI-JAE.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07.



¹⁾ 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

Dersom kronekursen utvikler seg annerledes enn lagt til grunn i denne rapporten, vil det påvirke utsiktene for inflasjonen. Det beregnede gjennomslaget fra kronekursen til konsumprisene er også usikkert. Blant annet har vi nokså kort erfaring med hvordan aktørene setter sine priser når pengepolitikken er innrettet mot inflasjonsstyring.

Den markerte prisøkningen på olje og en del andre råvarer har slått ut i økte eksportpriser blant våre handelspartnere, men har foreløpig ikke ført til noen vesentlig økning i konsumprisene i Norge. Effektene kan komme senere, og med større styrke enn vi har lagt til grunn.

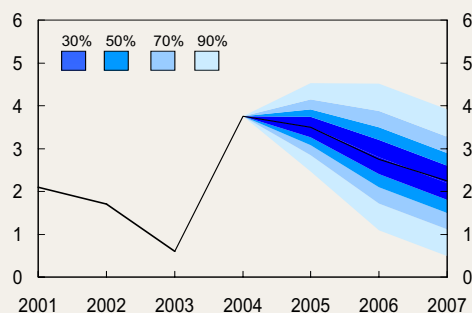
Høye olje- og råvarepriser kan dempe veksten internasjonalt. Kinesiske myndigheter har i år iverksatt tiltak for å dempe den økonomiske veksten og unngå overoppheting av økonomien. Dersom veksten ute bremser kraftig opp, kan det bidra til lavere etterspørsel og lavere råvarepriser. Dette kan bidra til lavere inflasjon også i Norge. På den annen side kan et markert fall i oljeprisen bidra til svakere krone som isolert sett gir en periode med sterkere inflasjon.

Med lav rente og god vekst i økonomien er det utsikter til økende og forholdsvis høy kapasitetsutnyttelse de neste årene. Virkningen av denne utviklingen på prisveksten er usikker. Sterk konkurranse kan ha gjort det vanskeligere for bedrifter å velte kostnader over i utsalgsprisene. Det kan dempe lønnsvevnen i bedriftene. På den annen side viser erfaringene at lønns- og prisveksten kan ta seg raskt opp når konjunktorene snur.

Det er usikkert hvor ekspansivt pengepolitikken virker på realøkonomien. Vi har liten erfaring med så lave nominelle renter. Anslagene innebærer at husholdningenes gjeld etter hvert blir relativt høy. Det kan ikke utelukkes at de velger å spare mer enn vi har lagt til grunn. En slik konsolidering vil bidra til en svakere realøkonomisk utvikling og til lavere pris- og lønnsvekst enn anslått. På den andre siden kan høye boligpriser og forventninger om lave renter i en lengre periode føre til høyere konsumvekst enn anslått.

Anslagene for utviklingen i produksjonspotensialet er usikre. Dersom produksjonspotensialet vokser mindre enn vi legger til grunn, kan prisveksten øke mer enn anslått. På den annen side kan den høye veksten i produktiviteten og produksjonspotensialet i år fortsette i flere år fremover. Da kan prisveksten blir lavere enn vi nå legger til grunn.

Figur 4.14 Anslag og usikkerhet for veksten i BNP Fastlands-Norge.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2001 – 2007.

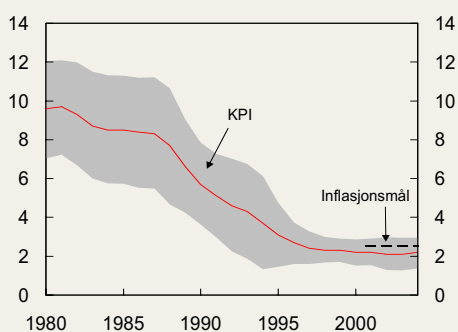


¹⁾ Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for veksten i BNP Fastlands-Norge. Sannsynlighetene er beregnet ut fra avvik mellom anslått og faktisk utvikling i BNP Fastlands-Norge i perioden 1994 – 2004. Avvikene er beregnet på grunnlag av nasjonalregnskapet (NR) publisert 11. mars 2004. Revisjoner i NR vil kunne gi endringer i anslagsfeilene.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

5 | Pengepolitiske vurderinger

Figur 5.1 KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾. 1980 – 2004³⁾. Prosent.



¹⁾ Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og 2 år fram.
²⁾ Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik.
³⁾ I beregningen er anslag for 2004 – 2006 fra denne rapporten lagt til grunn.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

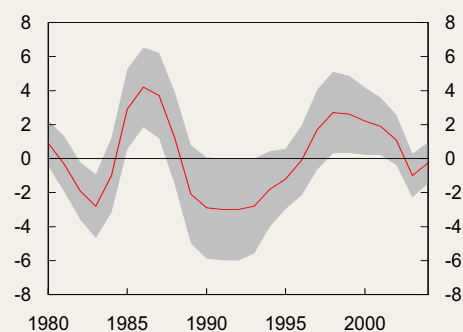
Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

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.

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og variasjon i inflasjonen tillegges vekt. Figur 5.1 viser gjennomsnittlig inflasjon målt ved konsumprisindeksen (KPI).¹ Det grå området i figuren illustrerer variasjonen i inflasjonen. Gjennom 1980- og 1990-tallet har både inflasjonen og variasjonen i inflasjonen falt. At pengepolitikken rettes inn mot å stabilisere inflasjonen rundt målet, bidrar til at variasjonen kan bli lav også fremover.

Utviklingen i produksjonsgapet gir et utgangspunkt for å vurdere stabiliteten i produksjonen. Figur 5.2 illustrerer at variasjonen i produksjonen har vært moderat det siste tiåret sammenlignet med variasjonen i produksjonen på slutten av 1980-tallet og tidlig på 1990-tallet. Den fleksible inflasjonsstyringen kan bidra til at variasjonen i produksjonsgapet vil være lav fremover, men variasjonen både i inflasjonen og produksjonen avhenger også av hvor store forstyrrelser økonomien blir utsatt for.

Figur 5.2 Anslag på produksjonsgap, nivå¹⁾ og variasjon²⁾. 1980 – 2004. Prosent.



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge.
²⁾ Båndet viser variasjonen i produksjonsgapet målt ved ± ett standardavvik. Variasjonen er beregnet som gjennomsnittlig standardavvik i en ti års periode, 7 år tilbake og 2 år fram.

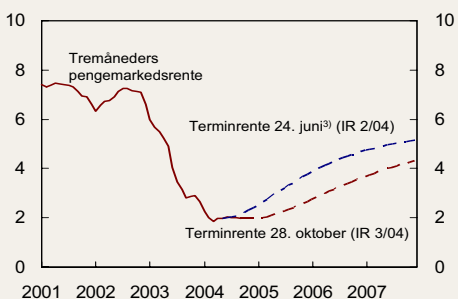
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene er basert på en teknisk forutsetning om en rente i tråd med terminrentene i markedet slik de var ved utgangen av oktober. Vi legger videre til grunn at kronkursen følger terminvalutakursen, se figur 5.3 og 5.4. I forbindelse med Inflasjonsrapport 2/04 uttalte hovedstyret at utsiktene for inflasjonen kunne tilsi at renten skulle holdes uendret lenger enn det som ble lagt til grunn i rapporten. Terminrentene har falt siden forrige inflasjonsrapport, mens terminvalutakursen fremover er sterkere enn sist.

Den økonomiske utviklingen anslås i hovedtrekk å ikke bli vesentlig forskjellig fra vurderingene i Inflasjonsrapport 2/04. Anslagene peker nå imidlertid i retning av et mer markert konjunkturforløp enn sist. Veksten i produksjonen anslås å bli noe høyere fram til 2006, mens vurderingene av potensiell produksjon fremover er om lag uendret.

¹ Over tid vil utviklingen i KPI være sammenfallende med utviklingen i den underliggende inflasjonen (KPI-JAE).

Figur 5.3 Forutsetning for pengemarkedsrenten¹⁾. Terminrente.²⁾ Månedstall. Prosent.



¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten.
²⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med september 2004. Forutsetningen for pengemarkedsrenten er beregnet ut fra rentene i penge- og renteswapmarkedet på de angitte tidspunkt. Rentebanen er justert for at kredittrisikoen øker med tid til forfall.
³⁾ På grunn av endret beregningsmetode er det noe avvik fra den publiserte forutsetningen i IR 2/04

Kilde: Norges Bank

Produksjonsgapet, slik vi vurderer det, blir dermed høyere i 2005–2007 enn tidligere anslått, se figur 5.5. Siden forrige inflasjonsrapport er inflasjonsanslagene fremover justert noe ned. Se egen omtale av endringene i anslagene på side 49 i denne rapporten. Veksten i KPI-JAE anslås å ta seg opp fra 2005 til 2007. Det er utsikter til at inflasjonen kommer opp mot inflasjonsmålet først mot slutten av prognoseperioden.

5.1 Pengepolitikken siden 1. juli

Som følge av utsikter til lav inflasjon og moderat vekst i produksjon og sysselsetting ble styringsrenten satt ned med til sammen 5,25 prosentpoeng fra desember 2002 til mars i år. Siden da er styringsrenten holdt uendret på 1,75 prosent.

Inflasjonen har lenge vært vesentlig lavere enn inflasjonsmålet. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE avtok gradvis fra sommeren 2002 til februar 2004, da den nådde sitt laveste nivå på –0,1 prosent. Gjennom våren og sommeren har inflasjonen variert mellom 0,1 og 0,3 prosent, og den steg til 0,5 prosent i september. Pengepolitikken er rettet inn mot at inflasjonen skal opp.

Inflasjonsrapport 2/04 og rentemøtet 1. juli

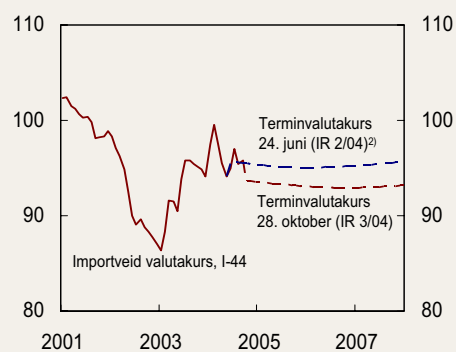
På bakgrunn av analysene i Inflasjonsrapport 2/04 tok hovedstyret i juli sikte på at foliorenten skulle ligge i intervallet 1¼–2¼ prosent i begynnelsen av november 2004, se figur 5.6. Intervallet var betinget av anslagene for den økonomiske utviklingen i inflasjonsrapporten.²

Anslagene i Inflasjonsrapport 2/04 var basert på en teknisk forutsetning om en rente i tråd med terminrentene i markedet slik de var mot slutten av juni, se figur 5.3. Det innebar en gradvis stigning i styringsrenten til rundt 5 prosent fram mot slutten av 2007. Kronekursen ble forutsatt å følge terminvalutakursen, noe som ga tilnærmet uendret valutakurs de neste tre årene, se figur 5.4.

En utvikling i tråd med terminrente og terminvalutakurs tilsa at inflasjonen kunne ta seg opp gjennom prognoseperioden, men ligge under målet i hele perioden fram til sommeren 2007. Produksjonsgapet ble vurdert til å være svakt positivt i 2005–2007, se figur 5.5.

I de pengepolitiske vurderingene og strategien fremover pekte hovedstyret på at pengepolitikken burde rettes inn mot å få opp inflasjonen noe raskere enn det som ble anslått i inflasjonsrapporten. Dersom styringsrenten ble holdt uendret lenger enn det som fulgte av terminrentene,

Figur 5.4 Kronekursen (I-44)¹⁾. Terminvalutakurs. Månedstall. Jan. 01 – des. 07.

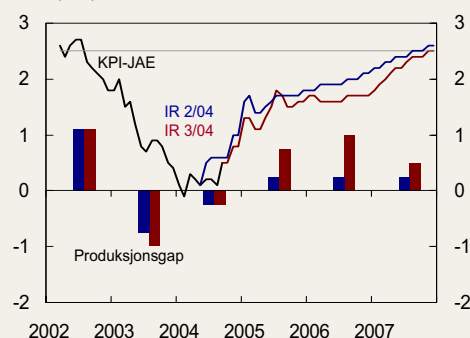


¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

²⁾ På grunn av endret beregningsmetode er det noe avvik fra det som ble publisert i IR 2/04

Kilde: Norges Bank

Figur 5.5 Anslag på KPI-JAE¹⁾ og produksjonsgapet²⁾ i Inflasjonsrapport 2/04 (blå) og 3/04 (rød). Prosent.

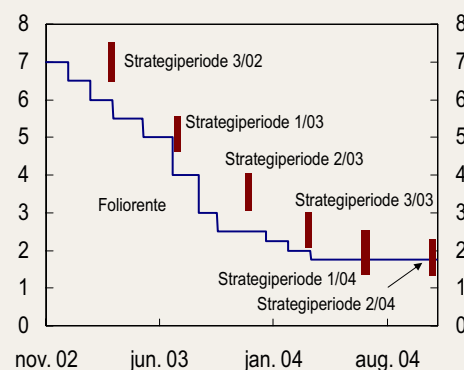


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

²⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.6 Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. 1. nov. 02 – 2. nov. 04.



Kilde: Norges Bank

² Hovedstyrets pengepolitiske vurderinger og strategi fremover for perioden fra 1. juli til begynnelsen av november er gjengitt i kapittel 5.2 i Inflasjonsrapport 2/04.

ville inflasjonen kunne bli høyere gjennom siste halvdel av 2005 og 2006 og komme raskere tilbake til målet enn anslått. Produksjonsgapet ville i så fall kunne bli noe høyere enn anslagene. Et slikt forløp for renten ville kunne gi en bedre avveining mellom hensynet til å nå inflasjonsmålet og hensynet til stabilitet i realøkonomien, enn et forløp basert på terminrenter og terminvalutakurs.

Hovedstyret uttrykte også at usikkerhet om effektene av tidligere lettelser i pengepolitikken og den uvanlige lave renten tilsa varsomhet med ytterligere rentenedsettelse. Med utsikter til lav inflasjon fremover skulle det store avvik til fra den forutsatte utviklingen før renten ville bli hevet.

I rentemøtet 1. juli ble renten holdt uendret. Dette var i tråd med den pengepolitiske strategien fremover som var blitt vedtatt og offentliggjort samme dag. I pressemeldingen ble det lagt vekt på at konjunkturoppgangen internasjonalt hadde fått bedre feste og at aktiviteten i norsk økonomi hadde tatt seg opp etter at veksten var lav i første halvdel av 2003. Utviklingen i kredittveksten ga tvetydige signaler. Bedriftene bygget ned sin gjeld, mens låneveksten til husholdningene var sterk. Siden forrige rentemøte hadde kronen svekket seg med om lag 2½ prosent.

Hovedstyret pekte på at prisveksten i Norge er lav og at det er viktig å være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsa at vi ikke skulle ligge i forkant når rentene i andre land ble justert opp. Samtidig var det viktig å unngå ubalanser i realøkonomien.

Hovedstyret så ikke noen klare alternativer til å holde renten uendret og viste i pressemeldingen til at utsiktene for inflasjonen kunne tilsi at renten skulle holdes uendret lenger enn det som var lagt til grunn for Inflasjonsrapport 2/04.

Rentemøtet 11. august

Målt ved den importveide indeksen I-44 var kronekursen lenge stabil etter rentemøtet i juli, men kronen styrket seg de siste dagene før rentemøtet i august og var om lag 1½ prosent sterkere enn ved forrige rentemøte. Prisveksten i juni og juli var samlet noe svakere enn ventet i inflasjonsrapporten. Dette ble vurdert dels å skyldes midlertidige forhold.

Ny informasjon siden forrige rentemøte endret ikke vesentlig vurderingene av den realøkonomiske utviklingen fra inflasjonsrapporten. Hovedstyret pekte på at den underliggende veksten i det private forbruket i Norge trolig hadde vært ganske høy i annet kvartal. Industriproduksjonen tok seg noe opp, og det var utsikter til en fortsatt positiv

utvikling. Det var tegn til at sysselsettingen økte noe i vårmånedene. Aktiviteten var høy i boligmarkedet. Veksten i husholdningenes lån steg ytterligere i juni. Oljeprisen steg gjennom sommermånedene og fremsto nå som en ny risikofaktor. Det ble pekt på at virkningene på norsk økonomi av utviklingen i oljeprisen er sammensatte, men at de økte valutainntektene ikke påvirker balansen i valutamarkedene direkte.

I rentemøtet 11. august ble renten holdt uendret, og hovedstyret så ingen klare alternativer til dette. Hovedstyret pekte på at siktemålet for pengepolitikken er at inflasjonen skal opp samtidig som det er viktig å unngå ubalanser i realøkonomien. Ny informasjon siden forrige rentemøte tilsa ikke vesentlige endringer i de pengepolitiske vurderingene. Det var fortsatt hovedstyrets vurdering at utsiktene for inflasjonen kunne tilsi at renten skulle holdes uendret lenger enn det som var lagt til grunn i beregningene i inflasjonsrapporten.

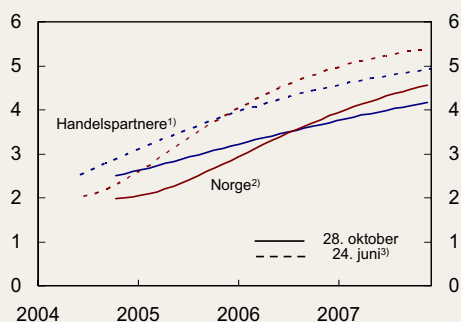
Rentemøtet 22. september

Kronekursen svekket seg noe fram mot rentemøtet 22. september. Ny informasjon pekte i retning av at veksten i norsk økonomi fremover ville bli noe sterkere enn anslått i Inflasjonsrapport 2/04. Foreløpige tall fra Statistisk sentralbyrå viste god vekst i norsk økonomi. Det var utsikter til sterk oppgang i investeringene i olje- og gassvirksomheten også neste år. Det var fortsatt høy aktivitet i boligmarkedet, og igangsettingen av næringsbygg hadde tatt seg opp. Husholdningenes gjeldsbelastning var høy og økende. Det var tegn til sterkere kredittetterspørsel fra bedriftene. Oljeprisen hadde holdt seg på et høyt nivå.

Inflasjonen hadde imidlertid ikke økt som ventet. Konsumprisene justert for avgifter og energivarer (KPI-JAE) steg med 0,1 prosent fra august i fjor til august i år, og prisveksten de siste tre månedene var lavere enn anslått i inflasjonsrapporten. Ifølge TNS Gallups forventningsundersøkelse var forventningene til prisveksten på to års sikt redusert, mens forventet prisvekst på fem års sikt var stabil litt under 2½ prosent. Vesentlig lavere inflasjon enn anslått ville, dersom det var uttrykk for strukturelle tilpasninger i vare- og tjenestemarkedene, kunne indikere lavere inflasjon også en tid fremover.

Hovedstyret pekte på at det i pengepolitikken også legges vekt på å unngå ubalanser i realøkonomien og at utviklingen i samlet etterspørsel tilsa varsomhet med ytterligere rentenedsettelse. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsa at vi burde ligge etter andre land i justeringen av rentene mot et mer normalt nivå.

Figur 5.7 Terminrente. Månedstill. Prosent.
Jun. 04 – des. 2007.



¹⁾ Beregnet som et veid gjennomsnitt av terminrentene for euroområdet, USA, Sverige og Storbritannia
²⁾ Ikke justert for kredittrisikopremier
³⁾ På grunn av endret beregningsmetode er det noe avvik fra det som ble publisert i IR 2/04
Kilde: Norges Bank

Den lave prisveksten i de foregående månedene trakk isolert sett i retning av lavere rente, men det var samtidig tegn til at veksten i norsk økonomi kunne bli noe høyere enn tidligere anslått. Hovedstyret kom til at det var riktig å holde renten uendret. Hovedstyret avveide da på den ene siden hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og til stabile inflasjonsforventninger og på den andre siden risikoen for at veksten i produksjonen etter hvert kunne bli for sterk.

5.2 Pengepolitiske vurderinger og strategi fremover

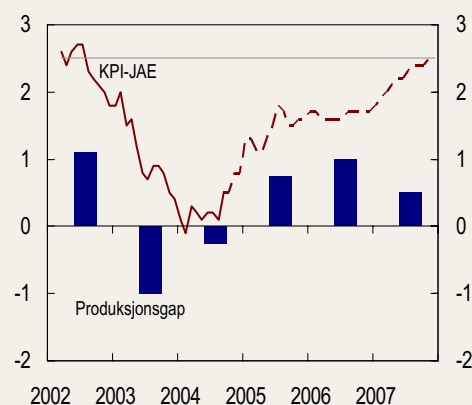
Siktemålet for pengepolitikken er at inflasjonen over tid skal være 2½ prosent. Inflasjonen er nå vesentlig lavere. Pengepolitikken er derfor ekspansiv.

Vurdering av ulike rentebaner

Terminrentene ved utgangen av oktober viser at markedsaktørene venter uendret foliorente fram til sommeren 2005 og deretter en gradvis oppgang, se figur 5.3. Rentene ute ventes å være høyere enn i Norge fram til midten av 2006, se figur 5.7. Terminvalutakursen er nokså stabil gjennom prognoseperioden, se figur 5.4.

Anslagene basert på dagens terminrente (referansebanen) innebærer at inflasjonen vil ligge vesentlig under 2½ prosent en stund fremover. Inflasjonen ventes å nå 2 prosent i begynnelsen av 2007. Inflasjonsmålet nås ifølge anslagene på tre års sikt. Produksjonsgapet, slik vi vurderer det, blir positivt i 2005–2007. Ifølge terminrentene økes styringsrenten først når inflasjonen i Norge har tatt seg opp, og rentenivået ute stiger. Kapasitetsutnyttelsen avtar mot slutten av fremskrivningsperioden, se figur 5.8.

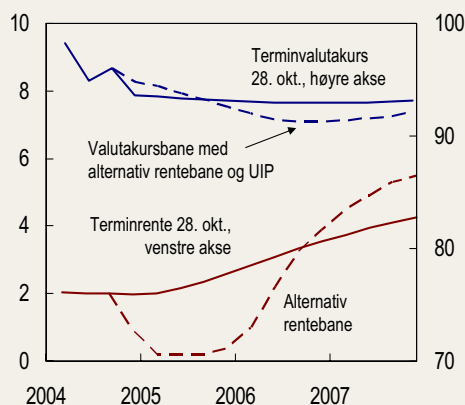
Figur 5.8 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente. Prosent.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Selv om anslagene i figur 5.8 tyder på at inflasjonen kommer opp til målet, er det utsikter til at inflasjonen ligger godt under målet en tid fremover. Pengepolitikken kunne derfor alternativt utformes med sikte på å bringe inflasjonen raskere opp. Figur 5.10 illustrerer et alternativt forløp hvor renten settes ned med 1¼ prosentpoeng på kort sikt. Deretter økes renten raskere, og til et høyere nivå enn i terminrentebanen, se figur 5.9. Det er nødvendig for at inflasjonen ikke skal skyte vesentlig over målet lenger fram.

Figur 5.9 Forutsetninger: Terminrente og alternativ rentebane. Kvartalstill.



Kilde: Norges Bank

Beregningene er basert på at aktørene i økonomien er fremoverskuende og at de har tillit til at rentesettingen vil stabilisere inflasjonen på målet over tid. Under forutsetning av at terminrentebanen vil bringe inflasjonen opp til målet på tre års sikt, vil aktørene kunne forvente at en mer ekspansiv pengepolitikk i dag må etterfølges av en mer markert renteøkning lenger fram for at inflasjonen ikke

skal skyte over målet. Utviklingen i kronekursen følger av den forventede renteforskjellen mot utlandet. Med denne forutsetningen blir effekten på kronekursen av lavere rente nokså liten fordi aktørene vil forvente en kraftigere renteoppgang senere. Inflasjonen blir i disse beregningene om lag $\frac{1}{4}$ prosentpoeng høyere enn i terminrentebanen gjennom 2006. Utslaget i samlet produksjon vil derimot kunne bli mer tydelig. Produksjonsgapet kan komme opp i $1\frac{3}{4}$ prosent i 2006, men avtar i 2007. Dette forløpet for inflasjon og kapasitetsutnyttelse kan trolig også oppnås ved å holde renten uendret lenger enn i terminrentebanen.

I begge baner vil inflasjonen holde seg lav det neste året. Det henger i stor grad sammen med forhold vi allerede har bak oss og som pengepolitikken ikke kan påvirke.

Den alternative rentebanen vil gi et produksjonsgap som er høyere enn i referansebanen. Inflasjonen tar seg noe raskere opp midt i perioden. Det er imidlertid usikkert hvilken effekt en rentereduksjon vil ha på kronekursen. Dersom kapasitetsutnyttelsen i økonomien hadde vært vesentlig lavere enn anslått, eller det er utsikter til at inflasjonen ikke kommer opp til målet, ville det ikke være grunnlag for å vente en like sterk renteoppgang lenger fram i tid. Da ville en nedgang i renten hatt større effekt på kronekursen og inflasjonen.

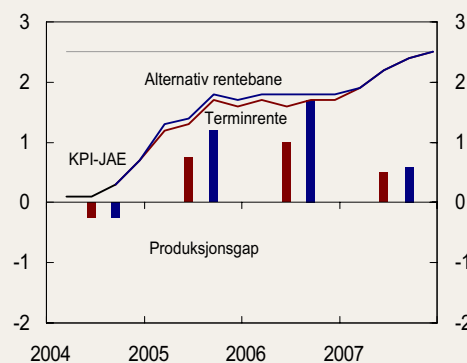
Den alternative rentebanen er basert på mekanismene som er bygget inn i en enkel, makroøkonomisk modell.³ Resultatene avhenger blant annet av forutsetninger om hvordan aktørene i økonomien danner sine forventninger.

Det er nå sterk vekst i etterspørselen etter norske varer og tjenester. Med full kapasitetsutnyttelse og lavere vekst i produktiviteten fremover vil inflasjonen gradvis ta seg opp. Nivået på kapasitetsutnyttelsen nå og veksten i produktiviteten fremover er imidlertid avgjørende for utviklingen.

Robusthet og konsekvenser av ny informasjon

Den pengepolitiske strategien for de neste fire månedene bør være robust både overfor vurderingene av 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 under alternative, men ikke urealistiske forutsetninger om den økonomiske situasjonen og økonomiens virkemåte. En robust pengepolitikk kan alternativt gå ut på å gardere seg mot spesielt ugunstige utfall. Risikoen ved en slik strategi

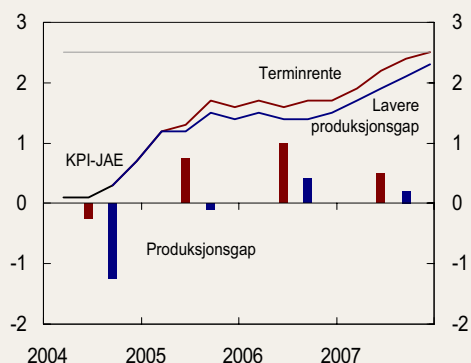
Figur 5.10 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente (rød) og med nedgang i renten og deretter raskere økning i renten (blå). Prosent. Kvartalstall.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

³ Se Husebø T. A., S. McCaw, K. Olsen og Ø. Røisland: "A small calibrated macromodel to support inflation targeting at Norges Bank", Norges Bank Staff Memo nr. 3/2004. Se www.norges-bank.no

Figur 5.11 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente (rød) og med lavere produksjonsgap i 2004 (blå).¹⁾ Prosent. Kvartalstall.



¹⁾ Anslag basert på terminrente

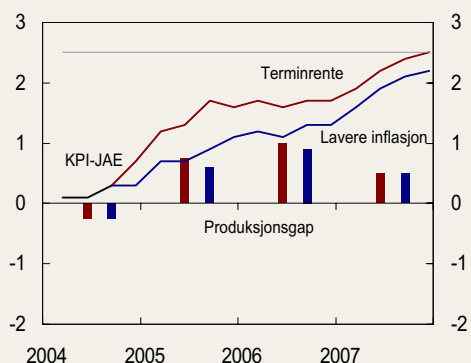
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

er imidlertid at særskilte forhold med liten sannsynlighet tillegges urimelig stor vekt.

I figur 5.11–5.13 har vi analysert mulige utslag i inflasjon og produksjon ved noen alternative forutsetninger om økonomiens virkemåte og den aktuelle økonomiske situasjonen. I beregningene er renten holdt lik terminrentene. Det er således ikke tatt hensyn til at renten endres som følge av endrede utsikter for inflasjon og produksjonsutvikling.⁴

- *Produksjonskapasiteten.* Det er stor usikkerhet knyttet til nivået på produksjonsgapet. Dersom dagens produksjonsgap er vesentlig lavere enn lagt til grunn, kan inflasjonen bli lavere enn i referansebanen, se figur 5.11. Isolert sett kan det tale for en mer ekspansiv pengepolitikk, men uendret rente noe lenger enn terminrentene kan være å foretrekke fremfor å sette renten markert ned nå.
- *Inflasjonen de nærmeste månedene.* Prisveksten har lenge vært lav. Prisveksten kan bli lavere enn ventet i strategiperioden. Figur 5.12 illustrerer virkningen av at inflasjonen i første kvartal neste år er ½ prosentpoeng lavere enn vi nå anslår. Prisveksten kan da bli liggende godt under målet gjennom hele prognoseperioden. I dette tilfellet vil en rente i nedre del av strategiintervallet, eller en rente som holdes uendret i en lengre periode enn i terminrentebanen, gi høyere inflasjon.
- *Valutakursen.* I referansebanen er terminvalutakursen lagt til grunn. Valutakursen kan alternativt bestemmes av utviklingen i den reelle kronekursen. Målt ved relative priser i felles valuta er realvalutakursen nå om lag som gjennomsnittet siden 1970. Målt ved relative lønnskostnader i felles valuta er realvalutakursen sterk. I figur 5.13 har vi lagt til grunn at den nominelle kronekursen svekkes med opp mot 2 prosent per år slik at den reelle kronekursen basert på lønnskostnader over tid nærmer seg sitt historiske gjennomsnitt. Inflasjonen vil da ta seg raskere opp enn med terminvalutakursen. Det vil være gunstig ut fra hensynet til å nå inflasjonsmålet, men kan tilsi at renten burde økes noe tidligere enn terminrentene indikerer for å hindre at inflasjonen blir for høy lenger fram i tid.

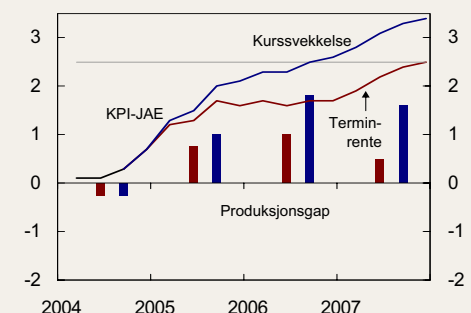
Figur 5.12 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente (rød) og med lavere inflasjon til 1. kv. 2005 (blå).¹⁾ Prosent. Kvartalstall.



¹⁾ Anslag basert på terminrente

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.13 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente (rød) og med svekkelse av den nominelle kronekursen opp mot 2 prosent per år (blå).¹⁾ Prosent. Kvartalstall.



¹⁾ Anslag basert på terminrente. Valutakursbanen er basert på at relative lønnskostnader i felles valuta gradvis nærmer seg sitt historiske gjennomsnitt.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁴ Analysene er basert på samme modell som i figur 5.10.

i strategiperioden avviker vesentlig fra anslagene og forutsetningene som ligger til grunn for analysen, kan det være grunnlag for å utnytte strategiintervallet for foliorenten eller, ved særlig store avvik, gå utenfor intervallet. Eventuelle rentereaksjoner må imidlertid baseres på en analyse av bakgrunnen for og varigheten av avvikene.

De siste ukene har kronekursen styrket seg. Markedsaktørene synes å se en sammenheng mellom høy oljepris og kronekursen. Ved store endringer i oljeprisen vil kapitalutgangen via Statens petroleumsfond bidra til å stabilisere kronekursen. Dessuten beholder trolig oljeselskapene en stor del av sitt kontantoverskudd i utenlandsk valuta, se utdyping side 54. Samtidig bidrar en svekkelse av handelsbalansen for Fastlands-Norge fra 2003 til 2004 til økt kommersiell etterspørsel etter valuta og redusert etterspørsel etter kroner. En fortsatt økning i oljeprisen kan likevel gi forventninger om høyere bruk av oljeinntekter innenlands enn tidligere antatt. Slike forventninger kan, for et gitt rentenivå, bidra til sterkere krone. Med sterkere kronekurs kan inflasjonen bli vesentlig lavere enn anslått, se figur 5.14.

Det er også risiko for svakere økonomisk vekst ute og et lavere internasjonalt rentenivå fremover enn ventet. Dersom renteforventningene i Norge ikke faller tilsvarende, kan kronen styrkes og inflasjonen blir liggende under målet. Svakere vekst ute kan dermed gi grunnlag for lavere rente.

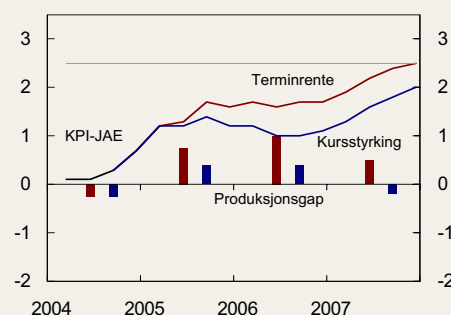
Usikkerhet om effektene av tidligere lettelsers i pengepolitikken og den uvanlig lave renten tilsier at vi er varsomme med å sette renten ned ytterligere. Med utsikter til lav inflasjon fremover skal det på den annen side store avvik til fra den forutsatte utviklingen før renten bør økes. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier at vi bør ligge etter andre land i justeringen av rentene mot et mer normalt nivå.

Det må rettes særlig oppmerksomhet mot forhold som kan bidra til å utsette en oppgang i inflasjonen. Vesentlig lavere inflasjon enn anslått kan gi grunnlag for å vurdere å sette renten ned. Dersom ikke inflasjonen tiltar som ventet, kan det bære bud om strukturelle endringer som vil gi lavere inflasjon også en tid fremover.

Rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler

Rentesettingen kan også ses i lys av ulike enkle regler for hvordan renten bør settes. Slike regler vil ikke fange opp alle detaljer i anslagene, men kan gi en grov pekepinn på om dagens rentenivå er tilpasset den økonomiske situasjonen. Reglene må tolkes med varsomhet og gir bare omtrentlige indikasjoner på i hvilket område renten bør ligge.

Figur 5.14 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente (rød) og med 5 prosent styrking av den nominelle kronekursen (blå).¹⁾ Prosent. Kvartalstall.



¹⁾ Anslag basert på terminrente. Det er antatt at kronen styrkes med 5 prosent i første kvartal 2005, og at kronen blir værende på det sterke nivået ut fremskrivningsperioden.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Pengepolitiske regler

Taylor-regelen:

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

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 5.15 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.

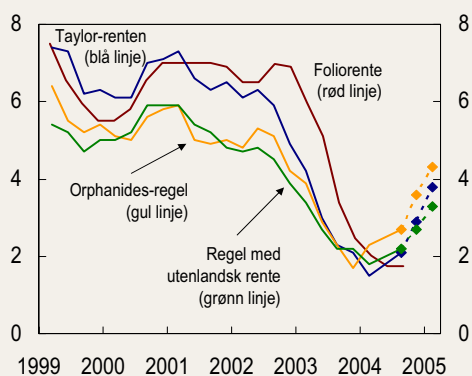
Regel med utenlandsk rente:

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

Felles for mange enkle renteregler er at renten settes med sikte på at prisstigningen over tid skal holdes rundt et bestemt mål, samtidig som renten skal bidra til å stabilisere produksjonen. Renteberegninger basert på enkelte regler er gjengitt i figur 5.15. Alternativt kan rentesettingen ses i lys av Norges Banks historiske handlingsmønster, se utdyping på side 47.

Taylor-regelen, som legger vekt på produksjonsgapet og inflasjonen, indikerer at pengepolitikken er godt tilpasset den økonomiske situasjonen. Orphanides-regelen legger vekt på utviklingen i BNP-veksten og inflasjonen. Regelen sier at pengepolitikken nå er litt for ekspansiv. Det har sammenheng med at veksten i Norge nå er høy. Taylor-regelen og Orphanides-regelen tar ikke hensyn til at inflasjonen påvirkes av forskjellen mellom internasjonale og norske renter og av valutakursen. Reglene har således begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. Høyere rente nå ville ha økt sannsynligheten for en styrking av kronen og dermed for en mer vedvarende lav inflasjon.

Figur 5.15 Foliorente, Taylor-rente, Orphanides-regel og regel med utenlandsk rente. Kvartalstall. 1. kv. 99 – 1. kv. 05.



Kilde: Norges Bank

Regelen med utenlandsk rente gir en noe lavere rente enn de andre reglene. Det har sammenheng med at rentenivået hos våre handelspartnere er lavt. Det taler isolert sett for at renten i Norge må holdes lav.

Reglene viser at pengepolitikken nå skal ha en ekspansiv innretning. 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.

En begrensning ved reglene er at de ikke tar eksplisitt hensyn til inflasjonsforventningene. Det kan derfor være grunn til å være forsiktig med å øke renten før en ser at oppgangen i inflasjonen har fått godt feste, særlig etter en periode hvor inflasjonen har vært lavere enn tidligere ventet.

Avveining

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Lettelser i pengepolitikken fra desember 2002 til mars 2004 gir nokså kraftige stimulanser til norsk økonomi. Usikkerhet om effektene av tidligere lettelsener og den uvanlig lave renten tilsier at en skal gå forsiktig fram i rentesettingen.

Bedriftene har i en periode bygget ned sin gjeld, men denne utviklingen kan nå ha snudd. Husholdningenes lånevekst er sterk. I forhold til disponibel inntekt er husholdningenes gjeld om lag like høy som toppnivået før bankkrisen, se utdyping på side 48. Dersom oppbyggingen av gjeld varer ved, kan det bli krevende for husholdninger å betjene gjelden lenger fram i tid når renten en gang normaliseres

eller blir høy. Det kan bli en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på lenger sikt. En vesentlig lavere rente gir risiko for økt vekst i gjelden.

Analysen tyder på at en foliorente i intervallet $1\frac{1}{4}$ – $2\frac{1}{4}$ prosent i midten av mars 2005, gitt utsiktene for inflasjon og produksjon, vil gi en rimelig avveining mellom hensynet til å nå inflasjonsmålet og hensynet til stabilitet i realøkonomien. Intervallet synes nokså robust overfor alternative forutsetninger om økonomiens virkemåte.

Konklusjoner – pengepolitisk strategi

- Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.
- Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1–3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.
- Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.
- Anslagene basert på markedets renteforventninger (terminrentene) synes å gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp og samtidig unngå for sterk vekst i realøkonomien. Det er hovedstyrets vurdering at de økonomiske utsiktene tilsier en pengepolitikk om lag i tråd med dagens terminrenter gjennom strategiperioden.
- Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen tilsier en foliorente i intervallet $1\frac{1}{4}$ – $2\frac{1}{4}$ prosent i midten av mars 2005.
- Strategien for pengepolitikken er betinget av at den økonomiske utviklingen i strategiperioden blir om lag som anslått. Renten må løpende vurderes i forhold til ny informasjon som kommer i strategiperioden og som er av vesentlig betydning for utsiktene for inflasjon og produksjon.
- Utviklingen i kronekursen har betydning for inflasjonen. Eventuelle rentereaksjoner må baseres på en analyse av bakgrunnen for kursbevegelsene og på en vurdering av varigheten av kursendringen.

- Det må rettes særlig oppmerksomhet mot forhold som kan bidra til å utsette en oppgang i inflasjonen.
- Usikkerhet om effektene av tidligere lettelse i pengepolitikken og den uvanlig lave renten tilsier på den ene siden at vi er varsomme med ytterligere rentenedsettelse. Utsikter til fortsatt lav inflasjon en stund fremover tilsier på den annen side at det skal store avvik til fra den anslåtte økonomiske utviklingen før renten bør økes. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier at vi bør ligge etter andre land i justeringen av rentene mot et mer normalt nivå.

Utdypinger

Oversikt over utdypinger 2000-2004

3 / 2004:

Prisutviklingen den siste tiden
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:

Prisutviklingen den siste tiden
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
på olje?

1 / 2004:

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

3 / 2003:

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

2 / 2003:

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

1 / 2003:

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

3 / 2002:

Hovedkursteorien i ny form

2 / 2002:

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

1 / 2002:

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2000.
Lønnsutviklingen ()*
Har Norges Banks rentebeslutninger vært
forventet?

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 ()*

4 / 2000:

Prisutviklingen i Norge, Sverige og euroområdet.
Virkninger av en renteendring ()*
Usikkerhet i inflasjonsanslagene
Etterprøving av Norges Banks anslag for 1999

3 / 2000:

Lav prisvekst på importerte konsumvarer
Hvilke faktorer påvirker kronekursen?
Renter og forventninger

(*) = Utdypinger med særlig omtale av
pengepolitikken virkninger og økonomiens
virkemåte

Estimert relasjon for rentesettingen

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Utsiktene for utviklingen i disse sentrale størrelsene påvirkes av løpende informasjon om den økonomiske utviklingen.

I litteraturen finnes flere enkle regler for rentesettingen. Reglene kan brukes som grove indikatorer på om renten er tilpasset den økonomiske situasjonen. Felles for disse rentereglene er at renten settes med sikte på at prisstigningen over tid skal holdes rundt et bestemt mål, samtidig som renten skal bidra til å stabilisere produksjonen. Et eksempel er Taylor-regelen, hvor renten bestemmes av inflasjonens avvik fra inflasjonsmålet og produksjonsgapet. Taylor-regelen vil på langt nær fange opp alle forhold som vektlegges i rentesettingen, og parametrene i regelen er ikke basert på erfaringer med norsk pengepolitikk

Fra utsiden vil analytikere og observatører over tid søke å danne seg et bredere bilde av hvordan sentralbanken reagerer på ny informasjon enn det som fremkommer av enkle regler. For å forstå reaksjonsmønsteret i pengepolitikken kan observatører tenkes å estimere sammenhengen mellom renten og utviklingen i makroøkonomiske variable. En slik relasjon kan tenkes på som "gjennomsnittsmønsteret" i rentesettingen.¹

I den faktiske rentesettingen legges det vekt på mange indikatorer som har betydning for utviklingen i inflasjon og produksjon. En estimert likning vil ikke fange opp alle relevante forhold. Spesielt fanger den ikke opp særskilte vurderinger ved de enkelte rentemøtene. En estimert likning for rentesettingen vil således være en vesentlig forenkling og bare gi en indikasjon på hvordan renten i gjennomsnitt har reagert på et utvalg variable. Estimeringsresultatene vil dessuten avhenge av dataperiode og økonometrisk metode.

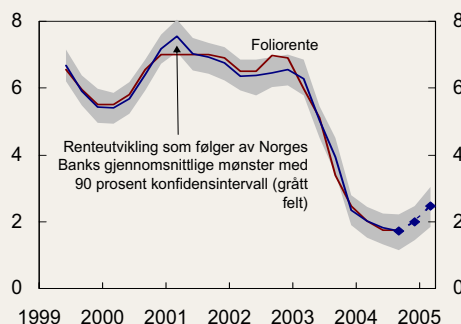
¹ Det finnes en omfattende litteratur med studier av ulike sentralbankers reaksjonsfunksjon, se for eksempel "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2001-2003" i *Inflationsrapport 1/2004*, Sveriges Riksbank, www.riksbank.se, Gerdesmeier, D. og B. Roffia (2003) "Empirical estimates of reaction functions for the euro area", ECB Working Paper no. 206, Nelson, E. (2000) "UK monetary policy 1972-97: A guide using Taylor rules", Working Paper 120, Bank of England og Kuttner, K. N. (2004) "The role of policy rules in inflation targeting", Federal Reserve Bank of St. Louis, vol. 86, nr. 4, side 89-111.

Vi har estimert en enkel likning som fanger opp Norges Banks gjennomsnittlige reaksjonsmønster fra 1999 til tredje kvartal 2004.²

Figuren under viser rentebanen som følger av gjennomsnittsmønsteret til Norges Bank, slik vi har estimert det, og utviklingen i foliorenten. I den estimerte likningen inngår utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, Norges Banks anslag på veksten i BNP for Fastlands-Norge og pengemarkedsrentene ute. Likningen tilsier også at renten i forrige periode har betydning.

Gitt anslagene i denne rapporten indikerer den estimerte likningen at foliorenten vil øke med ¾ prosentpoeng i første kvartal neste år, hovedsakelig fordi inflasjonen øker i anslagene. Dette kan tolkes som at Norges Bank normalt har endret renten når det har vært sikkerhet for at inflasjonen har vært på vei opp eller ned. Figuren illustrerer imidlertid at renten i perioder har avveket fra det estimerte gjennomsnittsmønsteret. Det kan ofte være gode grunner for slike avvik. Risikoen for at kronkursen kan bevege seg i uønsket retning og bringe inflasjonen lenger bort fra målet kan for eksempel tilsi at en ikke skal følge det gjennomsnittlige reaksjonsmønsteret. Denne risikoen kan variere over tid, for eksempel avhengig av temaene i valutamarkedet. En renteøkning i tråd med den estimerte likningen i tiden fremover kan øke sannsynligheten for en styrking av kronen og dermed for en mer vedvarende lav inflasjon.

Figur 1 Foliorente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.¹ Kvartalstall. 2. kv. 99 – 1. kv. 05.



¹ Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, anslag på BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og 3-månedersrente hos handelspartnerne

Kilde: Norges Bank

² For nærmere omtale, se Bernhardsen T. og G. Bårdsen: "Sammenhengen mellom styringsrenten og makroøkonomiske variable: Noen enkle ligninger for Norge", Norges Bank Staff Memo nr. 2/2004. Se www.norges-bank.no

Utviklingen i husholdningenes gjeld

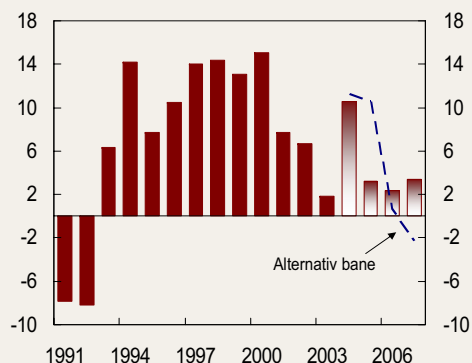
Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskt og langt raskere enn deres inntekt. I forhold til disponibel inntekt var husholdningenes gjeld ved utgangen av andre kvartal i år nær toppnivået fra slutten av 1980-tallet. Rentenedgangen siden desember 2002 har gjort det lettere for husholdningene å betjene den voksende gjelden. Men dersom husholdningene baserer sin tilpasning på forventninger om at et svært lavt rentenivå vil vare ved, kan en senere markert renteoppgang øke risikoen for finansielle problemer og påfølgende fall i etterspørselen. Det er derfor viktig at langsiktige investeringer ikke bygger på at et lavt rentenivå vil vare ved.

Gjeldsveksten er nært knyttet til utviklingen i boligprisene. De siste månedene har boligprisene økt vesentlig. Vi har fremskrevet boligprisene og husholdningenes gjelds- og rentebelastning med utgangspunkt i referansebanen og den alternative rentebanen drøftet i kapittel 5.2, se figur 1–3.¹ Med en pengepolitikk i tråd med referansebanen vil boligprisene stige moderat i 2005–2007. Husholdningenes gjeldsbelastning vil i 2007 komme godt over nivåene fra slutten av 1980-tallet, mens rentebelastningen vil være moderat. Sammenlignet med referansebanen vil den alternative rentebanen medføre kraftigere vekst i boligpriser og husholdningenes gjeld først i perioden, deretter svakere vekst. Det gjelder også for disponibel inntekt. Det bidrar til at husholdningenes gjeldsbelastning utvikler seg nokså likt i de to banene. Rentebanene gir større forskjeller i husholdningenes rentebelastning.

Fremskrivningene ovenfor er basert på historiske sammenhenger mellom renter, boligpris og husholdningenes gjeld. Ifølge den historiske analysen har husholdningenes forventninger til den økonomiske utviklingen direkte betydning for boligprisveksten og indirekte betydning for gjeldsveksten. I fremskrivningene har vi antatt at disse forventningene er konstante. En markert endring i positiv eller negativ retning i husholdningenes forventninger vil kunne gi en annen utvikling i boligprisvekst og gjeldsvekst enn det presentert her.

¹ Fremskrivningene er basert på estimerte modeller for boligpris og husholdningenes gjeld. Modellene er nærmere forklart i Finansiell Stabilitet 1/2004 (boligpriser) og artikkelen "Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?" av D.H. Jacobsen og B.E. Naug i Penger og Kreditt 2/2004 (www.norges-bank.no).

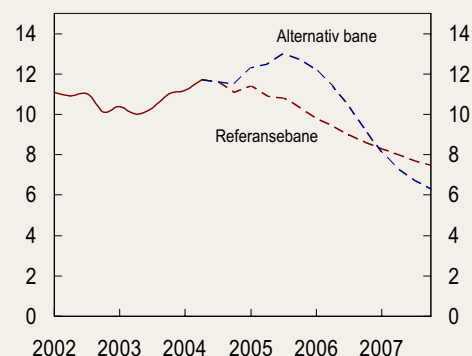
Figur 1 Vekst i boligpriser. Prosent. Årstall. 1991 – 2007.¹⁾



¹⁾ Fremskrivninger for 2004 – 2007

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

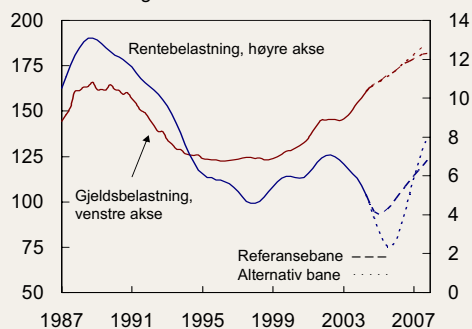
Figur 2 Husholdningenes bruttogjeld (K2). Prosentvis endring over fire kvartaler. 1. kv. 02 – 4. kv. 07.¹⁾



¹⁾ Fremskrivninger for 3. kv. 04 – 4. kv. 07

Kilde: Norges Bank

Figur 3 Husholdningenes gjelds- og rentebelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 87 – 4. kv. 07.²⁾



¹⁾ Gjeldsbelastning: Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt fratrukket avkastning på forsikringskrav. Rentebelastning: Renteutgifter etter skatt i prosent av likvid disponibel inntekt pluss renteutgifter.

²⁾ Fremskrivninger for 3. kv. 04 – 4. kv. 07

Kilde: Norges Bank

En foreløpig vurdering av anslagene i Inflasjonsrapport 2/04

I inflasjonsrapport 2/04 la vi til grunn at norsk økonomi var inne i en oppgangskonjunktur. Vi anslo at BNP-veksten i Fastlands-Norge ville bli sterkere enn veksten i produksjonspotensialet i 2004, som følge av den ekspansive pengepolitikken og internasjonal oppgang. Produksjonsgapet var ventet å bli svakt positivt fra og med 2005. Vi ventet at prisveksten ville tilta fra juni og deretter holde seg nokså stabil frem mot høsten. Inflasjonen, målt ved KPI-JAE ble anslått til 1½ prosent ved inngangen til 2005, og det var ventet at prisveksten ville nå inflasjonsmålet sommeren 2007.

Siden inflasjonsrapport 2/04 ble publisert i juli, har produksjonsutviklingen i norsk økonomi vært om lag som anslått, men veksten i sysselsettingen har vært noe mindre enn vi så for oss. Prisveksten var lavere enn ventet gjennom sommeren, men tok seg opp i september. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var i september om lag som anslått i Inflasjonsrapport 2/04. Prisene på importerte konsumvarer utviklet seg nokså godt i tråd med anslagene frem til juli, men i august falt prisene langt mer enn ventet. En kraftig prisøkning på klær og sko i september bidro til at prisveksten på importerte konsumvarer kom opp mot anslaget fra forrige rapport. Prisveksten på varer og tjenester produsert innenlands har vært litt svakere enn vi ventet, se figur 1. Særlig har prisveksten på matvarer avtatt de siste månedene.

I Figur 2 sammenlignes den faktiske prisveksten med inflasjonsanslaget fra Inflasjonsrapport 2/04, og prediksjoner fra en enkel tidsseriemodell som fanger opp trendvekst og sesongsvingninger i KPI-JAE. Prediksjonene fra tidsseriemodellen var om lag på linje med våre anslag, og ga en høyere tolv månedersvekst fra juni til august enn den faktiske veksten i KPI-JAE.

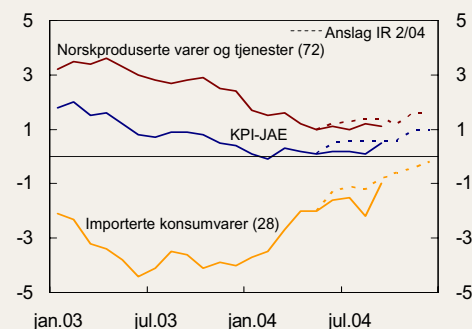
Endringer i anslagene fra Inflasjonsrapport 2/04 til 3/04

Anslagene i Inflasjonsrapport 2/04 og Inflasjonsrapport 3/04 er basert på en forutsetning om at renten følger terminrentene i markedet. Vi legger videre til grunn at kronekursen følger terminvalutakursen. Terminrentene som ligger til grunn for anslagene i denne inflasjonsrapporten, er om lag 1 prosentpoeng lavere enn terminrentene i Inflasjonsrapport 2/04. I den forrige inflasjonsrapporten innebar terminvalutakursen

tilnærmet uendret kronekurs. Kronekursen er 2 prosent sterkere enn i juni, og terminvalutakursen innebærer også nå tilnærmet uendret kronekurs gjennom prognoseperioden, se figur 3 og 4. En sterkere valutakurs bidrar isolert sett til lavere prisvekst.

Den internasjonale utviklingen har så langt i hovedtrekk vært som forutsatt i forrige inflasjonsrapport, men oljeprisen har økt kraftig. Det er også utsikter til at oljeprisen holder seg høyere enn ventet i forrige rapport. Økte råvarepriser har slått ut i økte eksportpriser

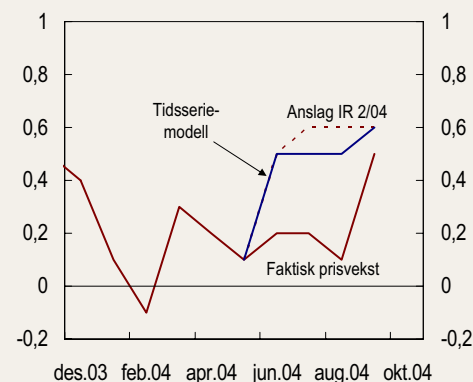
Figur 1 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Faktisk prisvekst og anslag i IR 2/04. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 03 – des. 04.



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

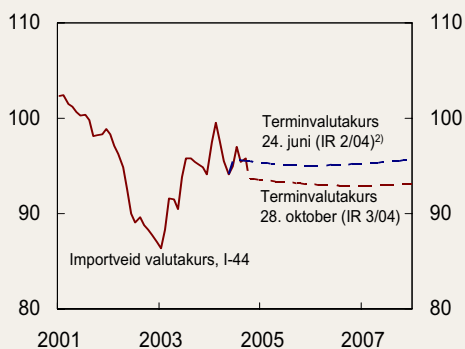
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE. Anslag i Inflasjonsrapport 2/04, anslag fra tidsseriemodell og faktisk prisutvikling. Tolvmånedersvekst. Prosent. Des. 03 – sep. 04.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Kronekursen (I-44)¹⁾. Terminvalutakurs. Månedstill.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

²⁾ På grunn av endret metode er det noe avvik fra det som ble publisert i IR 2/04

Kilde: Norges Bank

hos våre handelspartnere. Dette vil isolert sett gi noe høyere prisvekst på norske importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta.

Hovedtrekkene i den økonomiske utviklingen fremover slik den blir anslått i denne inflasjonsrapporten er ikke vesentlig annerledes enn i Inflasjonsrapport 2/04. Anslagene peker nå i retning av et noe mer markert konjunkturforløp enn sist. Nedenfor gjennomgås de viktigste endringene i anslagene.

Lavere produksjonsgap i 2003

Norges Banks anslag på produksjonsgapet i 2003 er nedjustert med ¼ prosentpoeng, se figur 5. Produksjonsgapet er en usikker størrelse. Alternative metoder for å beregne produksjonsgapet gir ulike resultater. Noe svakere utviklingen i sysselsettingen enn antatt, kan peke i retning av at den ledige kapasiteten i bedriftene har vært noe større enn vi tidligere la til grunn. Den lave innenlandske prisveksten tilsier også at det har vært noe mer ledige ressurser i norsk økonomi enn vi antok i forrige inflasjonsrapport.

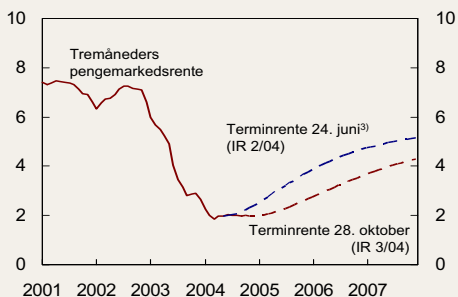
Høyere vekst i BNP Fastlands- Norge og lavere ledighet

Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås å bli noe høyere i 2004 – 2006, mens vurderingene av potensiell produksjon er om lag uendret. Produksjonsgapet, slik vi vurderer det, anslås dermed å bli høyere fremover enn tidligere. Høy igangsetting av boliger i år gir høyere boliginvesteringer enn tidligere lagt til grunn. Investeringstillingen for oljevirkosomheten peker i retning av at oljeinvesteringene i år og neste år blir høyere enn tidligere anslått. Lavere renter trekker opp den anslåtte etterspørselveksten i 2005 og 2006 sammenlignet med anslagene i Inflasjonsrapport 2/04. Veksten i sysselsettingen er noe oppjustert i forhold til anslagene i Inflasjonsrapport 2/04.

Liten nedjustering av prisveksten

Sterkere realøkonomisk vekst og et større positivt produksjonsgap fremover enn anslått i forrige inflasjonsrapport, bidrar isolert sett til sterkere prisvekst fremover. Noe høyere internasjonale prisimpulser som følge av økte olje- og råvarepriser vil også bidra til sterkere konsumprisvekst. Det er imidlertid flere forhold som bidrar til å dempe prisveksten:

Figur 4 Forutsetning for pengemarkedsrenten¹⁾. Terminrente.²⁾ Månedstill. Prosent.



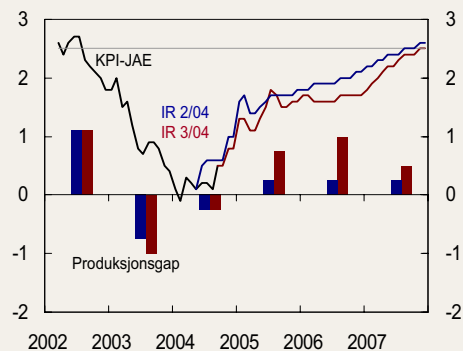
¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliornten

²⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med september 2004. Forutsetningen for pengemarkedsrenten er beregnet ut fra rentene i penge- og renteswapmarkedet på de angitte tidspunkt. Rentebanen er justert for at kredittrisikoen øker med tid til forfall.

³⁾ På grunn av endret metode er det noe avvik fra den publiserte forutsetningen i IR 2/04

Kilde: Norges Bank

Figur 5 Anslag på KPI-JAE¹⁾ og produksjonsgapet²⁾ i Inflasjonsrapport 2/04 (blå) og 3/04 (rød). Prosent.



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

²⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

- Produksjonsgapet for 2003 er nedjustert noe. Det innebærer at presset i økonomien i utgangspunktet var mindre enn vi la til grunn sist.
- Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har utviklet seg noe svakere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. Økt konkurranse har holdt prisveksten nede på varer og tjenester som er produsert innenlands. Prisveksten på matvarer har for eksempel avtatt betydelig siden i vår. Økt konkurranse vil trolig fortsette å dempe prisveksten også en tid fremover.
- Anslagene for lønnsveksten er ikke endret fra forrige inflasjonsrapport, selv om det anslås en større nedgang i arbeidsledigheten fremover i denne inflasjonsrapporten. Dette skyldes dels utsikter til at prisveksten øker noe saktere enn tidligere anslått. Vi har lagt til grunn at generelt lav lønnskostnadsvekst internasjonalt vil bidra til å dempe lønnsveksten i Norge. Økt konkurranse fra nye EU-land kan også bidra i samme retning.
- Prisfallet på lyd- og bildeutstyr antas nå å vedvare gjennom hele prognoseperioden. Dette innebærer en liten nedjustering av de anslåtte prisimpulsene, særlig mot slutten av prognoseperioden i forhold til i Inflasjonsrapport 2/04.
- Noe sterkere kronekurs bidrar til nedjusterte anslag for prisveksten på importerte konsumvarer i 2006 og 2007, se figur 6.

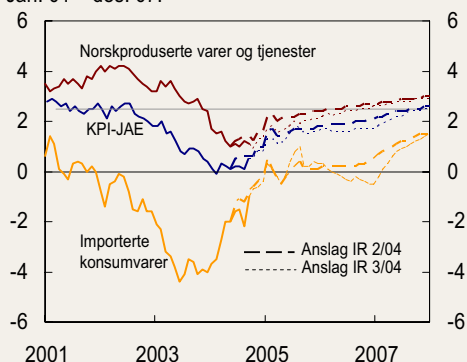
Andre institusjoners anslag

Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank anslår alle høy vekst i økonomien og tiltakende prisvekst det kommende året. Finansdepartementet har i Nasjonalbudsjettet for 2005 anslått veksten i BNP for Fastlands-Norge til 3,2 prosent i 2004, se figur 7. Dette er det samme som anslått i Revidert Nasjonalbudsjett som ble lagt fram våren 2004. Statistisk sentralbyrå og Norges Bank har begge oppjustert sine anslag på veksten i BNP for Fastlands-Norge siden i sommer, og venter noe høyere vekst i år enn Finansdepartementet.

Norges Bank anslår nå at BNP for Fastlands-Norge øker med 3½ prosent i 2005. Dette er ½ prosentpoeng høyere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Statistisk sentralbyrå har justert ned sitt anslag for veksten i BNP i Fastlands-Norge i 2005 fra 3,3 prosent til 2,9 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.

Prisveksten har vært lavere enn alle de tre institusjonene har anslått, og alle nedjusterte sine anslag for veksten i KPI-JAE i 2004, se figur 8. Finansdepartementet har i Nasjonalbudsjettet anslått veksten i KPI-JAE til 1¼ prosent i 2005. Dette er ½ prosentpoeng lavere enn anslått i Revidert Nasjonalbudsjett for 2004. Statistisk sentralbyrå har justert ned sine prisprognoser omtrent like mye, og anslaget for veksten i KPI-JAE i 2005 er nå 1,3 prosent. I denne inflasjonsrapporten anslår vi at KPI-JAE øker med 1½ prosent i 2005. Dette er det samme som i forrige inflasjonsrapport.

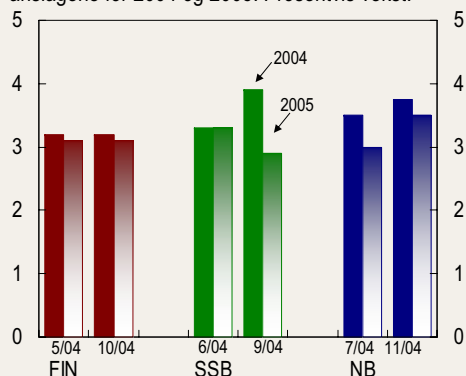
Figur 6 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer.¹⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07.



¹⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

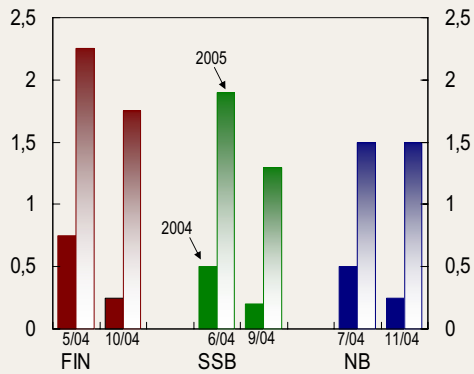
Figur 7 BNP Fastlands-Norge. De to siste publiserte anslagene for 2004 og 2005. Prosentvis vekst.



Kilder: Revidert Nasjonalbudsjett 2004, Nasjonalbudsjettet 2005, Økonomiske Analyser 3/2004 og 4/2004, Inflasjonsrapport 2/2004 og 3/2004

Finansdepartementets anslag er fra 11. mai og 6. oktober 2004. Statistisk sentralbyrå publiserte anslag 17. juni og 16. september. Inflasjonsrapport 2/04 ble lagt frem 1. juli i år. Ettersom de tre institusjonene publiserer anslag på ulike tidspunkter, kan informasjonsgrunnlaget som ligger til grunn for anslagene være ulikt.

Figur 8 KPI-JAE. De to siste publiserte anslagene for 2004 og 2005. Prosentvis vekst.



Kilder: Revidert Nasjonalbudsjett 2004, Nasjonalbudsjettet 2005, Økonomiske Analyser 3/2004 og 4/2004, Inflasjonsrapport 2/2004 og 3/2004

Norges Banks valutakjøp til oppbygging av Statens petroleumsfond

Petroleumsfondets behov for valuta dekkes fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og fra Norges Banks kjøp i markedet. Norges Bank kjøper valuta i den grad SDØEs brutto valutainntekter ikke er tilstrekkelige til å ivareta oppbyggingen av petroleumsfondet. Valutaen fra SDØE og fra Norges Banks daglige kjøp samles gjennom måneden opp i petrobufferporteføljen, som inngår i Norges Banks valutareserver. Ved utgangen av hver måned overføres midlene fra valutareservene til petroleumsfondet.

I 2003 ble tilførselen av valuta fra SDØE og Norges Banks daglige kjøp større enn petroleumsfondets valutabehov. Dette medførte en uønsket oppbygging av valutareservene. Fra og med 2004 ble derfor systemet for innbetaling av valuta fra SDØE og beregning av Norges Banks valutakjøp endret, slik at det oppnås større sikkerhet for at tilførsel av valuta til valutareservene og oppbygging av petroleumsfondet ikke avviker over tid, slik at nivået på valutareservene stabiliseres.

I den nye beregningsmåten ser vi på valutabehovet for en måned av gangen. Finansdepartementet fastsetter det månedlige avsetningsbeløpet til petroleumsfondet, og det utarbeides en prognose for SDØEs valutainntekter i måneden. SDØE kan maksimalt overføre valuta tilsvarende avsetningsbeløpet. Dersom valutainntektene fra SDØE ikke er tilstrekkelige, vil Norges Bank kjøpe valuta i markedet. Størrelsen på Norges Banks kjøp settes lik differansen mellom avsetningen til petroleumsfondet og de anslåtte valutainntektene fra SDØE.

Valutakjøpene kan variere betydelig fra måned til måned. Det har sammenheng både med endringer i månedlig overføringsbeløp til petroleumsfondet som følge av reviderte tall for petroleumsfondets valutabehov, og med svingninger i SDØEs brutto valutainntekter. Dersom endringer finner sted etter at månedens valutakjøp er kunngjort, må valutakjøpene for neste måned justeres.

Det overføres normalt ikke midler til petroleumsfondet i desember. De internasjonale aksje- og obligasjonsmarkeder er mindre likvide rundt årsskiftet, og det er derfor lite hensiktsmessig å tilføre petroleumsfondet midler som må plasseres på dette tidspunktet. For å minimere statens vekslingskostnader vil likevel hele eller deler av valutainntekter fra SDØE kunne tilføres valutareservene i desember. Det er lite sannsynlig at det vil bli foretatt valutakjøp fra Norges Banks side i desember. Oppbyggingen av valutareservene i desember vil redusere behovet for daglige valutakjøp i første kvartal året etter.

Norges Bank besluttet i februar 2004 å overføre den utilsiktede oppbyggingen av petrobufferporteføljen fra 2003 til investeringsporteføljen i valutareservene. Overføringen til investeringsporteføljen ble påbegynt i mars og vil være fullført i løpet av året. Etter den månedlige avsetning til petroleumsfondet skal petrobufferporteføljen fra 2005 utgjøre om lag 3,5 milliarder kroner. Siden det ikke foretas noen avsetning til petroleumsfondet i desember, vil petrobufferporteføljen kunne være noe større ved utgangen av desember og ved utgangen av de to påfølgende månedene.

I første halvår av 2004 var valutainntektene fra SDØE mer enn tilstrekkelige til å dekke avsetningene til Petroleumsfondet. Etter at oljeprisen økte, endret dette seg. Fra juli 2004 måtte derfor Norges Bank gjenoppta valutakjøpene i markedet. Totalt vil det bli kjøpt valuta for 47 milliarder kroner i løpet av perioden juli – november. De daglige kjøpene utgjorde 300 millioner kroner i juli, 150 millioner kroner i august, 630 millioner kroner i september og 430 millioner kroner i oktober. I november kjøpes det valuta for 640 millioner kroner daglig.

Overskuddet på driftsbalansen og etterspørselen etter norske kroner

Norge har overskudd på driftsbalansen overfor utlandet. Overskuddet er et resultat av den store eksporten av olje og gass. Fastlands-Norge har et betydelig driftsunderskudd overfor utlandet. Som følge av høye oljepriser øker overskuddet på driftsbalansen i år. Normalt vil vi legge til grunn at økt driftsoverskudd gir høyere netto etterspørsel etter innenlandsk valuta. Spesielle forhold knyttet til oljesektoren fører til at denne sammenhengen ikke er like klar for Norge.

Inntektene fra petroleumsvirksomheten gir i utgangspunktet en stor, men ujevn, valutainngang til Norge. En stor del av petroleumsinntektene tilfaller staten gjennom skatter og avgifter, statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten (SDØE) og aksjeutbytte fra Statoil. Den delen av statens petroleumsinntekter som ikke brukes over offentlige budsjetter, plasseres i utlandet gjennom Statens petroleumsfond. Fondet fungerer derfor som en buffer mot de sterke svingningene i kronekursen som endringer i oljeinntektene ellers kunne ført til.

På norsk kontinentalsokkel opererer både internasjonale og norske oljeselskaper. Oljeselskapenes inntekter er hovedsakelig i utenlandsk valuta. En del av utgiftene er i norske kroner. Dette gjelder løpende driftsutgifter, oljeskatter og deler av investeringene. Norske oljeselskaper betaler dessuten aksjeutbytte i norske kroner. Av "kontantoverskuddet" som gjenstår etter at utgifter i norske kroner er betalt, er det trolig bare en liten del som veksles om til kroner.

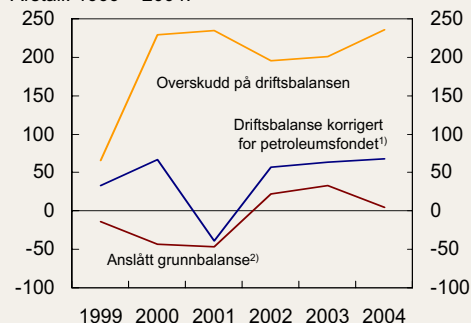
Virkingen av endringer i driftsbalansen på netto etterspørsel etter kroner kan belyses ved å ta utgangspunkt i den såkalte grunnbalansen. Grunnbalansen defineres vanligvis som overskuddet på driftsbalansen fratrukket netto langsiktig kapitalutgang. Netto langsiktig kapitalutgang inneholder også strømmer som ikke har sammenheng med petroleumssektoren. Disse kapitalstrømmene vil imidlertid ikke variere i takt

med inntektene fra petroleumssektoren, og vi har valgt å se bort fra dem her.

Vi har anslått grunnbalansen ved å ta utgangspunkt i overskuddet på driftsbalansen og trekke fra overføringene til petroleumsfondet¹ og oljeselskapenes anslåtte kontantoverskudd. Datagrunnlaget for å anslå oljeselskapenes kontantoverskudd er svært mangelfullt. Beregningene må derfor ses på som en grov tilnærming, og gir trolig et mer dekkende bilde av endringene i grunnbalansen fra et år til det neste, enn av nivået på grunnbalansen.

Figuren viser at selv om overskuddet på driftsbalansen øker fra 2003 til 2004 som følge av høye oljepriser, faller den korrigerte grunnbalansen og bidrar isolert sett til å redusere etterspørselen etter kroner.

Figur 1 Anslått grunnbalanse. Milliarder kroner. Årstall. 1999 – 2004.



¹⁾ Korrigeret for årlig avsetning til Statens petroleumsfond, samt rente- og utbytteinntekter i petroleumsfondet

²⁾ Korrigeret for overføringene til petroleumsfondet og anslag for oljeselskapenes kontantoverskudd.

Kilde: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Overføringene til petroleumsfondet inkluderer her årlig avsetning til Statens petroleumsfond, samt rente- og utbytteinntekter i petroleumsfondet, siden disse rente- og utbytteinntektene inngår i overskuddet på driftsbalansen.

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten og uttalelser om inflasjonsutsiktene

Dato	Foliorente ¹	Endring	Uttalelse ²
Kommende møter			
25. mai 2005			
20. april 2005			
16. mars 2005			
2. februar 2005			
15. desember 2004			
<hr/>			
Tidligere rentemøter			
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	Nedside
21. april 2004	1,75	0	Nedside
11. mars 2004	1,75	-¼	Nedside
28. januar 2004	2	-¼	Nedside
17. desember 2003	2,25	-¼	Nedside
29. oktober 2003	2,5	0	Nøytral
17. september 2003	2,5	-½	Nøytral
13. august 2003	3	-1	Nedside
25. juni 2003	4	-1	Nedside
30. april 2003	5	-½	Nedside
05. mars 2003	5,5	-½	Nedside
22. januar 2003	6	-½	Nedside
11. desember 2002	6,5	-½	Nedside
30. oktober 2002	7	0	Nøytral
18. september 2002	7	0	Nøytral
07. august 2002	7	0	Oppside
03. juli 2002	7	+½	Oppside
22. mai 2002	6,5	0	Oppside
10. april 2002	6,5	0	Nøytral
27. februar 2002	6,5	0	Nøytral
23. januar 2002	6,5	0	Nedside

¹ Foliorenten er Norges Banks styringsrente. Foliorenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Foliorenten danner et gulv for rentene i pengemarkedet. Ved å styre bankenes tilgang til likviditet sørger sentralbanken for at rentene i den kortsiktige delen av pengemarkedet normalt ligger like over foliorenten.

² *Nøytral* indikerte uttalelse om at med en uendret styringsrente (på nivået etter endringen vedtatt samme dag) så Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli høyere enn 2½ prosent som at den ville bli lavere. *Nedside* indikerte uttalelse om at med en uendret styringsrente (på nivået etter endringen vedtatt samme dag) så Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere. *Oppside* indikerte uttalelse om at med en uendret styringsrente (på nivået etter endringen vedtatt samme dag) så Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli høyere enn 2½ prosent enn at den ville bli lavere. Fra og med rentemøtet 1. juli 2004 gir ikke Norges Bank lenger en egen uttalelse om vurderingen av inflasjonsutsiktene.

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 1000 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 knyttet til oss regionale forskningsinstitutter/bedrifter som skal være ansvarlige for nettverket i de forskjellige regionene og gjennomføre kontaktmøter på vegne av Norges Bank. Følgende institusjoner 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)	Asplan Viak

Oppsummering kontaktrunden siden forrige inflasjonsrapport

I kontaktrunden siden forrige inflasjonsrapport er det til sammen gjennomført samtaler med om lag 290 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region blir å finne på Norges Banks internettsider fra 4. november. 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.

- Denne runden bekrefter at konjunkturoppgangen i norsk økonomi fortsetter. Etterspørselen øker i alle næringer. Utsiktene for neste halvår er positive med om lag samme eller noe lavere veksttakt enn i siste periode.
- Eksportindustrien opplever en viss nedgang i veksttaket etter sterk vekst første halvår i år, men utviklingen er fremdeles positiv. I industrien rettet mot hjemmemarkedet er veksten tiltakende og på sitt sterkeste siden oppstarten av nettverket. Høy aktivitet innen bygg og anlegg skaper sterk etterspørsel for industrinæringer med leveranser til denne sektoren.
- Industri med leveranser til oljesektoren rapporterer også om tiltakende vekst. Utbyggingen av landanlegg i tilknytning til Snøhvit og Ormen Lange skaper sterk etterspørsel etter bygg- og anleggstjenester. Den høye aktiviteten i oljesektoren gir også oppdrag for offshoreverftene og mekanisk industri samt økt etterspørsel etter tjenester tilknyttet letevirksomhet.
- I bygg og anlegg er veksten solid og tiltakende i denne runden. Det er fremdeles høy aktivitet i boligbygging som bidrar mest, men vi ser nå også tegn til oppgang i markedet for næringsbygg. Samtlige regioner med unntak av region Øst og Nord melder om tegn til bedring og begynnende økt etterspørsel etter næringsbygg.
- I tjenesteyting rettet mot næringslivet rapporteres det om fortsatt oppgang. Reklamebransjen nyter godt av gode tider i varehandelen. Markedet for emisjoner og børsnoteringer har tatt seg opp og fører til økt etterspørsel etter blant annet rådgivningstjenester. Den generelle veksten i næringslivet fører også til økt reiseaktivitet og vekst for hotell- og reiselivsbransjen.
- I varehandelen ser vi en viss nedgang i veksttaket denne runden, men etterspørselen er likevel i god vekst. Enkelte regioner registrerer lavere vekst for kapitalvarer som biler og brun- og hvitevarer. Etterspørsel etter møbler, bygg- og interiørvarer er sterk. Husholdningene øker også sin etterspørsel etter tjenester. Antall flyreiser har økt kraftig. Veksten er noe mer moderat i hotell- og reiseliv for øvrig. Telekombransjen har sterk volumvekst. I tråd med høy aktivitet i boligmarkedet, meldes det fortsatt om solid lånevekst.
- Det er tegn til moderat økning i investeringene i privat sektor. I industrien investeres det særlig i automatisering av produksjonen. I varehandelen møtes økt etterspørsel med oppgraderinger og utvidelser av eksisterende lokaler. I tjenesteytende næringer investeres det blant annet i IT-utstyr.
- Sysselsettingen øker i bygg- og anleggssektoren, men mye av dette er trolig innleie av arbeidskraft. I varehandelen øker sysselsettingen moderat, og det er særlig innen varige konsumgoder veksten kommer. I privat tjenesteyting ellers er det også en viss økning i sysselsettingen.
- Prisveksten rapporteres å være lav i alle næringer, og veksten er avtakende med unntak av tjenesteyting rettet mot husholdninger. I industrien øker prisene som følge av økte råvarepriser. Flere kontakter oppgir imidlertid at sterk konkurranse hindrer dem fra å øke egne priser tilsvarende mye. Lønnsomheten øker fortsatt i alle næringer.

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

Adecco Norge AS
Adidas Norge AS
Adresseavisen ASA
Aetat Bergen
Aetat Elverum
Aetat Molde
Aetat Sør-Trøndelag
Aetat Telemark
Aetat Vestfold
AF gruppen ASA
Ahead frisør
Ajilon Norway AS
Aker Kværner
Aker Langsten AS
Andenes havfiskeelskap AS
APS Norway
Asplan Viak Trondheim AS
Aukra-Midsund Offshore AS
Autostrada AS
Avisa Nordland AS
Avisa Nordlys
B&T låsservice AS
Bach Johansen håndverk AS
Bademiljø
Bakke El-installasjon AS
Barel AS
Bates AS
Berendsen tekstil service AS
Berg-Hansen reisebyrå Bodø AS
Berg-Hansen reisebyrå Vestfold AS
Big Horn Steak House Norge AS
Bilhuset AS
Bilia personbil AS
Bjølseth caravan AS
BKK
Block Berge Bygg AS
Bodø Bilskadesenter AS
Bohus møbelhuset
Borregaard Industrier
Br. Reme AS
Bravida
Brevik Construction AS
Bryggen Gastronomi AS
Brødrene Harsjøen
Braathens ASA
Buskerud sentralsykehus
Byggekompaniet AS
Byggmester Fritzøe
Canal Digital Norge AS
Cap Gemini Ernst & Young Norge AS
City Syd AS
Clarion Hotel Ernst AS
Constructor Norge AS
Coop Jekta handelssenter
Coop NKL BA
Coop Nordfjord og Sunnmøre BA
Coop Porsanger BA
CSC Solutions
Dale Bruk AS
Dale of Norway
Damm
DNB Eiendomsmegling AS
DNH-Den Norske Høytalerfabrikk AS
Dovre Entreprenør AS
E. A. Smith AS
Egersund trål AS
Eiendomsmegler 1
Einar Valde AS
Elixia Norway AS
Elkem ASA Salten verk
Elsafe International AS
Etek Energy AS
Engers Lefsebakeri
Erling Moen AS
Esso Norge AS
Exact Eiendomsmeglere AS
Expert ASA
Fagbokforlaget
Fame Fotografene AS
Fatland AS
Finnmark miljøtjeneste AS
Finnøy Gear & Propeller AS
Fokus Bank ASA
Fosen mekaniske verksteder AS
Furnes Hamjern Scandinavian Cast AS
Fædrelandsvennen AS
Gilde Bøndernes Salgslag BA
Glava AS
Gravdal bokhandel
Gresvig ASA
Hafslund sikkerhet Sør
Hagen treindustri AS
Hands ASA
Harengus AS
Hatteland group
Hedalm boliger AS
Hedmark fylkeskommune
Helse Stavanger HF
Helse Sunnmøre HF
Hovden møbel AS
HSD AS
Hunderfossen familiepark AS
Hunton Fiber AS
Hvalsafari AS
H-vinduet Vatne AS
Hydro Automotive Structures AS
Hydro Polymers AS
Hydrotech Gruppen AS
Høgskolen i Bodø
IBM Norge
Iglo holding AS
Ikon AS
Imas bil AS
Industriverktøy AS
Inmedia AS
Innovasjon Norge
Innoventi reklamebyrå AS
Intra AS
ISS Norge AS
Ivar Mjåland AS
Iversen Hans H.
J. M. Nilsen AS
Jangaard Export AS
Jørstad AS
Kappahl AS
Karmsund Maritime Service AS
Keno reklame AS
Kimek AS
Kitron Arendal AS
Kjell Arnesen AS
Klaastad Brudd da
Komplett ASA
Kongsberggruppen AS
Kongssenteret
Kongsvinger kommune
KPMG Trondheim
Kraft Foods
Kristiansand kommune
Kristiseter M. entreprenør AS
Krogsvæn AS
Kruse Smith AS
Kvadrat Steen & Strøm
Kverneland Group
Kvikne's hotel
Laerdal Medical AS
Landteknikk Fabrikk AS
Langset AS
Legra Industrier AS
Leonhard Nilsen sønner AS
Lindenes kommune
Lindorff AS
Linjegods AS
Loreal Norge AS
LPO arkitektur & design AS
Lycro AS
Lyse Energi AS
Macks Ølbryggeri AS
Malvik kommune
Marine Harvest
Maritime Hotell Flekkefjord
Maritime Pusnes AS
Masternes transport
Mester Grønn AS
Miljøbygg AS
Moi Rør AS
Moss kommune
MTU Telecom AS
Møre og Romsdal fylkeskommune
Mørenot AS
NCC Norge AS
Neptun Apartement Hotell AS
Nera Networks AS
Nesseplast AS
Nina
Norcem AS
Nordan AS
Nordfjord Hotell
Nordia
Nordic Semiconductor ASA
Nordlaks AS
Nordlandsbanken ASA
Nordlys Hotell AS
Nornelse AS
Norsea AS
Norsk Sjømat AS
Norsvin
Oasen
Onninen
Oracle Norge AS
Oras Trondheim AS
Orkla Media AS
Os Husdyrmerkefabrikk AS
Otta Sag og Høvlari AS
Pallin AS
Partner Mote AS
Partner Reisebyrå AS
Paulsen Eiendom AS
Per Aaland AS
Peterson Linerboard AS
Plantasjen AS
Poesi kaffe og the AS
Polimoon AS
Porsanger kommune
PricewaterhouseCoopers
Prognosesenteret AS
Qs Manager AS
Quality Hafjell Hotell AS
Quality Hotel Sogndal
Rainbow Hotels Bergen
Rambøll Norge AS
Rapp Bomek ASA
Refa Frøystad Group AS
Remøy Shipping AS
Revisorkonsult AS
Rica Arctic Hotell
Rica Hotel Norge AS
Rica Hotels Midt-Norge AS
Rica Maritim hotel
Rieber & Søn ASA
Ringerike kommune
Ringnes AS
Ringsaker kommune
Rissa kommune
Rolls-Royce Marine AS
Room
Rotanor Bokproduksjon AS
Rygge-Vaalør Sparebank
Rød Tråd AS
Sandefjords Blad AS
Sandnes kommune
Sandnessjøen Verkstedssenter AS
Sarpsborg kommune
SAS Ground Services
Savalen Fjellhotell AS
Scandic Hotel Arendal AS
Schlumberger
Servi Cylinderservice AS
Sikkerhetscenteret Aukra
Sisoflor AS
Sivesind KI AS
Skanska Bolig AS
Skedsmo kommune
Skeidar AS
Skipsteknisk AS
Skjalg A. Pettersen
Skretting AS
Sogn Billag AS
Solstrand Fjordhotell
Sparebank 1 Gruppen AS
Sparebanken Pluss
Sparebanken Vestfold
Sparebanken Volda Ørsta
St. Olavs hospital
Statens vegvesen Region Sør
Statens vegvesen Sør-Trøndelag
Statoil Stjørdal
Stavanger Aftenblad
Stavangerske AS
Stoa Storkjøp AS
Sult AS
Sunnmørsposten AS
Surnadal Transport AS
Surnadal Utvikling AS
Swix Sport AS
Systembygg Kirkenes AS
Sødra Cell Tofte AS
Sørensen Maskin AS
Sørhøy Distribusjon AS
T. Stangeland Maskin AS
Tanabygg AS
Tanum AS
TDC Norge AS
Technor ASA
Telenor Mobile AS
Thommessen Krefthing Greve Lund AS
TI Group Automotive Systems AS
Ticket.no
Tine BA
Tolga Granitt AS
Torgkvartalet kjøpesenter
Trehuseksperten AS
Trondheim kommune
Trondheim politikammer
Trondheimsfjorden interkommunale havn
Trygdeetatens innkrevingssentral
Tønsberg kommune
Umoe Mandal AS
Vetco Aibel
Windy boats AS
X-Partner Nord AS
YIT Building Systems AS
Østereng & Benestad AS
Øyer kommune
AAS mek. Verksted AS

Vedlegg II Statistikk

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig kjøp av varer og tjenester	Real-investeringer F-Norge	Olje-investeringer ¹⁾	Eksport av trad. varer	Import
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	1,4	1,7	3,6	3,1	-2,5	-3,6	1,6	2,3
2003	0,4	0,6	3,8	1,4	-4,7	15,8	2,6	2,2
2003 ²⁾ 1.kv	-1,4	-1,0	0,2	0,8	-3,5	-2,3	1,2	0,8
2.kv	0,3	0,6	1,4	0,5	-2,9	13,7	4,0	-0,9
3.kv	1,0	1,3	1,1	0,2	-1,0	2,9	0,7	0,4
4.kv	0,6	0,7	1,1	0,9	2,6	-6,8	1,8	2,1
2004 ²⁾ 1.kv	1,2	0,9	1,6	0,3	0,1	8,7	-1,3	3,2
2.kv	1,2	0,8	0,2	1,5	3,9	1,3	-1,3	1,3
Nivå 2003, mrd kroner	1564	1246	722	353	195	63	189	433

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Tabell 2 Konsumpriser

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

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.

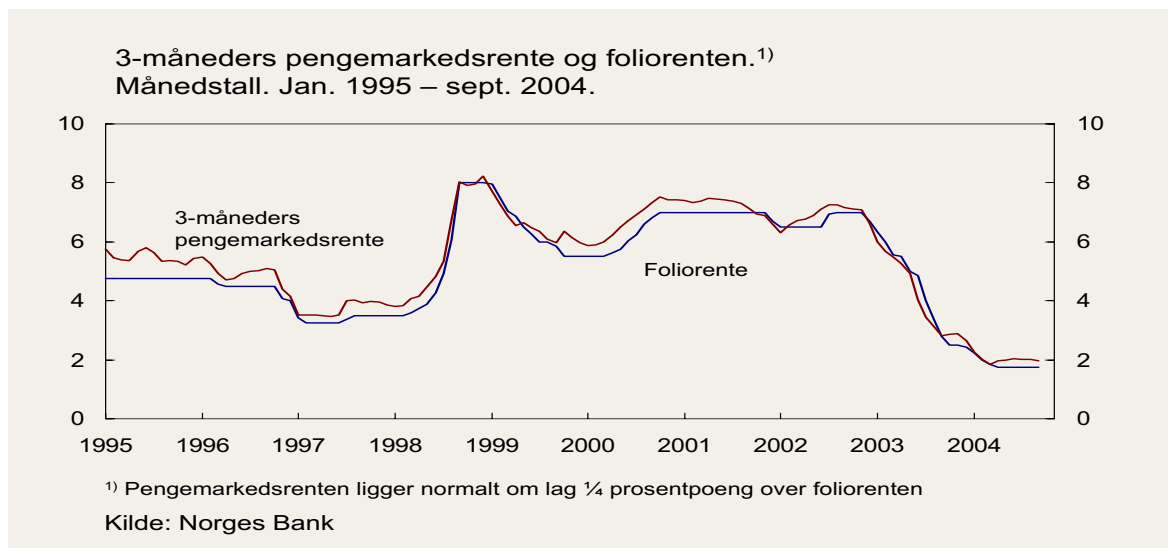
Tabell 3 Renter

Prosent		Norges Banks innskuddsrente overfor bankene (gjennomsnitt)	Pengemarkedsrenter NIBOR ¹⁾			Statsobligasjons- rente ²⁾
		Foliorenten	1 uke	3 mnd	12 mnd	10 år
1997		3,4	3,6	3,7	4,2	5,9
1998		5,5	5,9	5,8	5,7	5,4
1999		6,3	6,9	6,5	6,0	5,5
2000		6,2	6,6	6,8	7,1	6,2
2001		7,0	7,2	7,2	7,1	6,2
2002		6,7	6,9	6,9	6,9	6,4
2003		4,2	4,4	4,1	4,0	5,0
2003	jul	4,0	4,2	3,5	3,2	4,9
	aug	3,4	3,5	3,1	3,2	5,0
	sep	2,8	3,0	2,8	3,0	4,9
	okt	2,5	2,9	2,9	3,1	4,9
	nov	2,5	2,8	2,9	3,1	5,0
	des	2,4	2,7	2,6	2,8	4,8
2004	jan	2,2	2,4	2,3	2,3	4,5
	feb	2,0	2,2	2,0	2,1	4,3
	mar	1,8	2,0	1,8	1,9	4,1
	apr	1,8	2,0	2,0	2,2	4,7
	mai	1,8	2,0	2,0	2,3	4,9
	jun	1,8	2,1	2,0	2,4	4,7
	jul	1,8	2,0	2,0	2,2	4,5
	aug	1,8	2,0	2,0	2,2	4,3
	sep	1,8	2,0	2,0	2,1	4,2
2004	08. okt	1,8	2,0	2,0	2,1	4,2
	15. okt	1,8	2,0	2,0	2,2	4,2
	22. okt	1,8	2,0	2,0	2,1	4,2
	28. okt ³⁾	1,8	2,0	2,0	2,1	4,1

1) NIBOR= Norwegian interbank offered rate.

2) Effektiv rente representativ 10 års statsobligasjon. Renten er beregnet ved at en til to statsobligasjoner er vektet med gjenstående løpetid.

3) Gjennomsnitt fra 25. til 28. oktober.



Tabell 4 Internasjonale renter

		Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet					Rente-differanse NOK/handels-partnerne	Statsobligasjonsrenter ³⁾		
		USD	JPY	EUR	GBP	SEK		Handels-partn ²⁾ .	USA	Tyskland
1997		5,2	0,5		6,8	4,2	4,1	-0,5	6,4	5,7
1998		4,8	0,5		7,3	4,2	4,2	1,5	5,3	4,6
1999		5,4	0,2	2,9	5,5	3,3	3,3	3,0	5,8	4,6
2000		6,5	0,3	4,4	6,1	4,0	4,4	2,2	6,1	5,3
2001		3,7	0,1	4,2	5,0	4,0	4,0	3,2	5,2	4,9
2002		1,8	0,0	3,3	4,0	4,2	3,2	3,6	4,6	4,9
2003		1,2	0,0	2,3	3,7	3,1	2,4	1,6	4,0	4,2
2003	jul	1,1	0,0	2,1	3,4	2,8	2,1	1,2	4,0	4,1
	aug	1,1	0,0	2,1	3,5	2,8	2,2	0,9	4,4	4,2
	sep	1,1	0,0	2,1	3,6	2,8	2,2	0,5	4,3	4,3
	okt	1,1	0,0	2,1	3,8	2,8	2,2	0,5	4,2	4,3
	nov	1,1	0,0	2,1	3,9	2,8	2,2	0,5	4,3	4,5
	des	1,1	0,0	2,1	4,0	2,8	2,2	0,3	4,3	4,4
2004	jan	1,1	0,0	2,1	4,0	2,7	2,2	0	4,1	4,3
	feb	1,1	0,0	2,1	4,1	2,5	2,2	-0,3	4,1	4,2
	mar	1,1	0,0	2,0	4,3	2,3	2,1	-0,4	3,8	4,0
	apr	1,1	0,0	2,0	4,3	2,1	2,1	-0,2	4,3	4,2
	mai	1,2	0,0	2,1	4,5	2,1	2,1	-0,3	4,7	4,3
	jun	1,5	0,0	2,1	4,7	2,1	2,2	-0,3	4,8	4,4
	jul	1,6	0,0	2,1	4,8	2,1	2,2	-0,3	4,5	4,3
	aug	1,7	0,0	2,1	4,9	2,1	2,3	-0,3	4,3	4,2
	sep	1,9	0,0	2,1	4,9	2,1	2,3	-0,4	4,2	4,1
2004	08. okt	2,0	0,0	2,1	4,9	2,1	2,3	-0,4	4,2	4,0
	15. okt	2,0	0,0	2,1	4,8	2,1	2,3	-0,4	4,1	3,9
	22. okt	2,1	0,0	2,1	4,8	2,1	2,3	-0,4	4,0	3,9
	28. okt ³⁾	2,1	0,0	2,1	4,8	2,1	2,3	-0,4	4,0	3,9

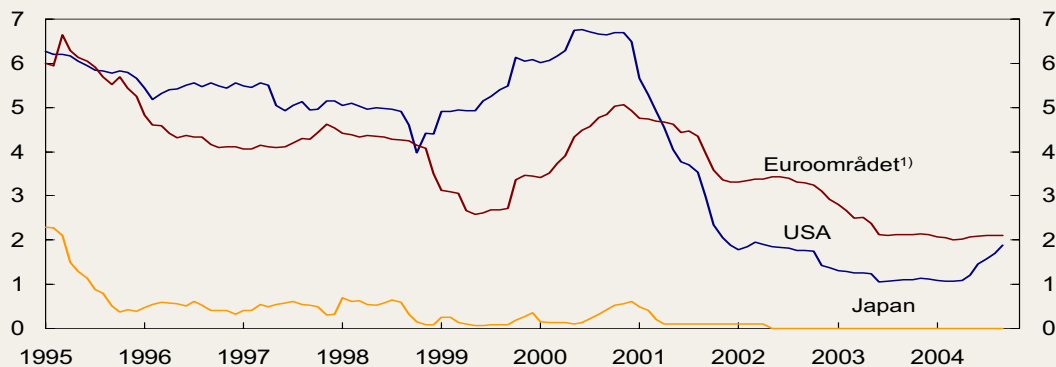
1) 3-måneders renter. Prosent

2) 3-måneders renter hos våre 25 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter). Prosent

3) Effektive statsobligasjonsrenter med gjenstående løpetid på 10 år. Prosent.

4) Gjennomsnitt fra 25. til 28. oktober.

3-måneders renter i USA, eurområdet og Japan. Prosent.
Månedstall. Jan. 1995 – sept. 2004.



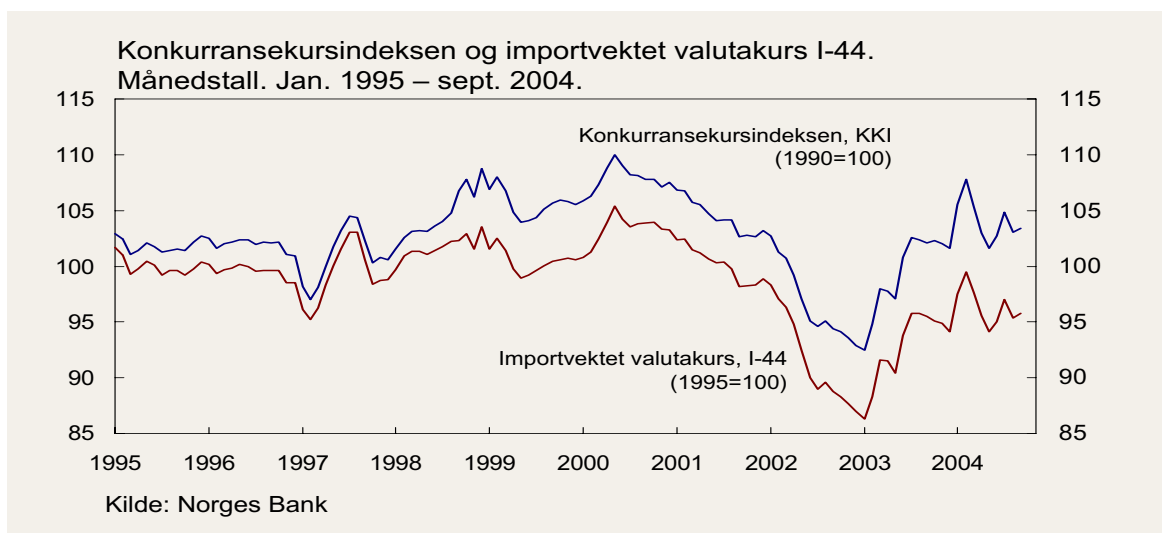
¹⁾ Teoretisk ECU-rente t.o.m. des.98

Kilde: Norges Bank

Tabell 5 Valutakurser

		Effektive kurser		Bilaterale kurser		
		Importvektet valutakurs ¹⁾	Konkurranskursindeksen ²⁾	NOK/EUR	NOK/USD	NOK/SEK
1997		99,2	101,0		7,1	92,7
1998		101,7	104,7		7,5	94,9
1999		100,4	105,6	8,3	7,8	94,4
2000		103,3	107,8	8,1	8,8	96,0
2001		100,2	104,4	8,0	9,0	87,0
2002		91,6	96,7	7,5	8,0	82,0
2003		92,8	99,5	8,0	7,1	87,7
2003	jul	95,8	102,6	8,3	7,3	90,2
	aug	95,8	102,4	8,3	7,4	89,4
	sep	95,5	102,1	8,2	7,3	90,4
	okt	95,1	102,3	8,2	7,0	91,3
	nov	94,8	101,9	8,2	7,0	91,1
	des	94,1	101,6	8,2	6,7	91,3
2004	jan	97,5	105,5	8,6	6,8	94,0
	feb	99,5	107,8	8,8	6,9	95,6
	mar	97,6	105,3	8,5	7,0	92,5
	apr	95,6	103,0	8,3	6,9	90,5
	mai	94,1	101,6	8,2	6,8	89,8
	jun	95,0	102,7	8,3	6,8	90,6
	jul	97,0	104,8	8,5	6,9	92,2
	aug	95,4	103,1	8,3	6,8	90,7
	sep	95,8	103,4	8,4	6,8	92,0
2004	08. okt	94,8	102,3	8,3	6,7	91,6
	15. okt	93,9	101,4	8,2	6,6	90,5
	22. okt	93,8	101,4	8,2	6,6	90,6
	28. okt ³⁾	93,2	100,9	8,2	6,4	90,7

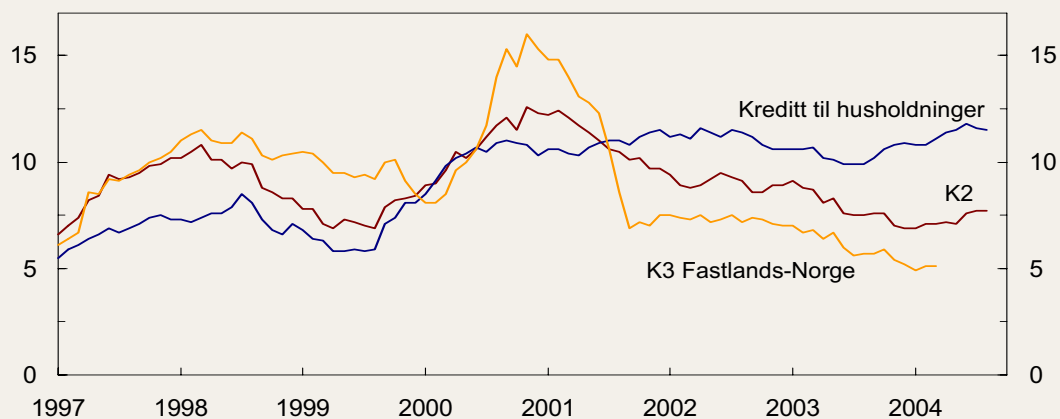
- 1) Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Vektene er løpende og basert på årlige importandeler.
- 2) Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter)
- 3) Gjennomsnitt fra 25. til 28. oktober.



Tabell 6 Monetære størrelser

Årsvekst/ tolvmånedersvekst i prosent	Penge- mengden	Innenlandsk kreditt (K2)			Samlet kreditt (K3)		
	M2	Totalt	Til hushold- ningene	Til ikke-finan- sielle foretak	Totalt	Til Fastlands- Norge	
1997	2,2	8,8	6,7	13,8	9,0	8,7	
1998	4,9	9,6	7,5	13,9	11,3	10,9	
1999	6,5	7,6	6,6	9,6	10,6	9,6	
2000	9,9	10,9	10,3	12,3	9,5	11,8	
2001	9,2	11,0	10,9	10,5	8,3	10,8	
2002	8,4	9,0	11,2	7,4	7,1	7,3	
2003	4,4	7,9	10,4	2,9	5,5	6,1	
2003	jul	3,9	7,5	9,9	2,0	5,3	5,6
	aug	4,6	7,5	9,9	1,9	5,3	5,7
	sep	4,1	7,6	10,2	1,9	5,1	5,7
	okt	2,8	7,6	10,6	1,0	5,2	5,9
	nov	3,3	7,0	10,8	-0,4	4,5	5,4
	des	1,9	6,9	10,9	-1,5	4,1	5,1
2004	jan	1,3	6,9	10,8	-1,5	3,9	4,7
	feb	2,0	7,1	10,8	-0,7	3,9	5,0
	mar	3,7	7,1	11,1	-1,1	3,9	5,1
	apr	4,6	7,2	11,4	-1,1	3,9	5,2
	mai	4,6	7,1	11,5	-1,5	3,9	5,1
	jun	5,6	7,6	11,8	-0,5		
	jul	4,8	7,7	11,6	0,6		
	aug	3,9	7,7	11,5	0,8		
Beholdningstall siste måned. Milliarder kroner	899	1947	1183	611	2356	2142	

Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 1997 – aug. 2004.



Kilde: Norges Bank

Vedlegg III

Detaljerte anslag og forutsetninger

Tabell 7 BNP-vekst i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels-partnerne ¹⁾	Euro-landene ²⁾
1995	2,5	1,9	1,7	1,8	2,8	4,1	2,9	2,3
1996	3,7	3,5	0,8	1,0	2,8	1,3	2,3	1,4
1997	4,5	1,8	1,4	1,9	3,3	2,4	3,1	2,3
1998	4,2	-1,2	2,0	3,6	3,1	3,6	2,8	2,9
1999	4,4	0,2	2,0	3,2	2,9	4,6	3,5	2,8
2000	3,7	2,8	2,9	3,8	3,9	4,3	4,0	3,5
2001	0,8	0,4	0,8	2,1	2,3	0,9	1,4	1,6
2002	1,9	-0,3	0,1	1,2	1,8	2,1	1,5	0,6
2003	3,0	2,5	-0,1	0,5	2,2	1,6	1,4	0,5
Anslag								
2004	4¼	4¼	1½	2½	3¼	3¼	2¾	2
2005	3	2	1¾	2¼	2½	2¾	2½	2
2006	3	1¾	2	2½	2½	2¼	2½	2¼
2007	3	1½	2	2½	2½	2¼	2½	2½

1) Eksportvekter, Norges 24 viktigste handelspartnere

2) Vekter fra Eurostat

Kilder: OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 8 Konsumpriser i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år

	USA	Japan	Tyskland ¹⁾	Frankrike ¹⁾	UK ¹⁾	Sverige	Handels-partnerne ²⁾	Euro-landene ³⁾
1995	2,8	-0,1	1,7	1,8	2,7	2,5	2,3	2,9
1996	2,9	0,1	1,2	2,1	2,5	0,5	1,8	2,4
1997	2,3	1,7	1,5	1,3	1,8	0,7	1,6	1,7
1998	1,5	0,7	0,6	0,7	1,6	0,3	1,1	1,2
1999	2,2	-0,3	0,6	0,6	1,3	0,5	1,3	1,2
2000	3,4	-0,7	1,4	1,8	0,8	0,9	2,0	2,1
2001	2,8	-0,6	1,9	1,8	1,2	2,4	2,4	2,4
2002	1,6	-0,9	1,3	1,9	1,3	2,2	1,9	2,3
2003	2,3	-0,3	1,0	2,2	1,4	1,9	1,8	2,1
Anslag								
2004	2¾	-¼	2	2¼	1¼	¾	1½	2
2005	2¼	0	1½	1¾	1¾	1½	1¾	1¾
2006	2½	¼	1½	1¾	2	2	1¾	1¾
2007	2½	½	1¾	1¾	2	2	2	2

1) HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices

2) Importvekter, Norges 23 viktigste handelspartnere

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

Kilder: OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

Handlingsregelen for budsjettpolitikken og våre forutsetninger

Handlingsregelen

Retningslinjene for budsjettpolitikken (handlingsregelen), som ble innført våren 2001 (St.meld. nr. 29 (2000-2001)), innebærer at det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet over tid skal svare til forventet realavkastning av Petroleumsfondet. Forventet realavkastning av Petroleumsfondet er anslått til 4 prosent.

Retningslinjen om å bruke forventet realavkastning av fondskapitalen tar utgangspunkt i en normal konjunktursituasjon. Det er presisert at i en situasjon med høy aktivitet i økonomien, bør en holde tilbake i budsjettpolitikken i forhold til dette, mens det ved et konjunkturtilbakeslag kan være behov for noe større bruk av oljeinntekter. Videre er det presisert at ved særskilt store endringer i fondskapitalen eller i faktorer som påvirker det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet fra ett år til det neste, må en endret innfasing av petroleumsinntekter fordeles over flere år, basert på et anslag på størrelsen på realavkastningen i Petroleumsfondet noen år fram i tid.

Regjeringens forslag til Statsbudsjett for 2005 innebærer et strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd i 2005 på 66,4 milliarder kroner. Dette er vel 24 milliarder kroner over forventet realavkastning av kapitalen i Statens petroleumsfond ved inngangen til 2004. Bruken av oljeinntekter i 2004 ble høyere enn lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2004. Anslaget for det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet er økt med 7,5 milliarder kroner i forhold til Nasjonalbudsjettet for 2004, og med 3 milliarder kroner i forhold til Revidert nasjonalbudsjett.

Forutsetningene i inflasjonsrapporten

Vi har lagt anslagene i Nasjonalbudsjettet 2005 til grunn for våre anslag. I følge Nasjonalbudsjettet 2005 vil impulsen fra finanspolitikken til norsk økonomi neste år være lavere enn de tre foregående årene. For årene 2004 og 2005 anslås den underliggende nominelle utgiftsveksten over statsbudsjettet å øke med nesten 11 prosent, mens den nominelle inntektsveksten til kommunene anslås å vokse med litt over 11 prosent. Dette er noe høyere enn verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge i samme periode. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn en årlig reell vekst i det offentliges kjøp av varer og tjenester på 2 prosent i år, 1¾ prosent i 2005 og 1½ prosent i 2006 og 2007.

Tabell: Utviklingen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og i Statens Petroleumsfond på mellomlang sikt. Milliarder kroner (der ikke annet fremgår). Faste 2005-priser.

	Statens petroleumsfond, inngang til året ¹⁾	Forventet avkastning, 4 prosent regel	Strukturelt oljekorrigert underskudd	Strukturelt oljekorrigert underskudd, prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge
2001	386,6	-	30,5	2,4
2002	619,3	27,3	38,5	3,0
2003	604,6	25,7	50,1	3,8
2004	847,1	35,0	60,1	4,5
2005	1053,1	42,1	66,4	4,9
2006	1244,1	48,1	66,4	4,8
2007	1456,4	54,6	66,4	4,7
2008	1668,9	60,5	66,4	4,7
2009	1881,8	66,0	66,4	4,6
2010	2102,9	71,4	71,4	4,9

¹⁾ Løpende priser.

Kilde: Nasjonalbudsjettet 2005

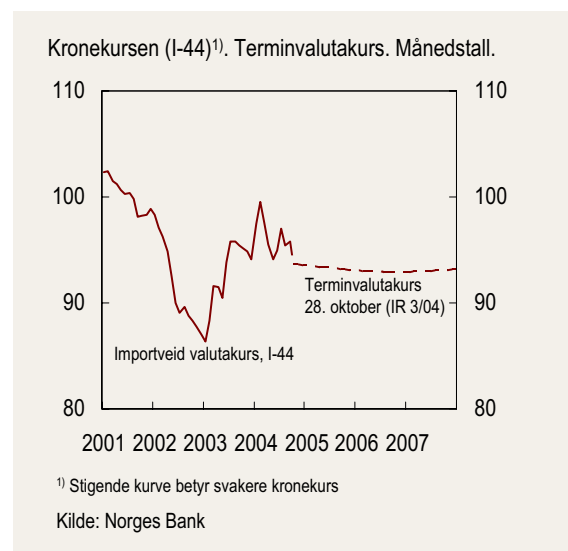
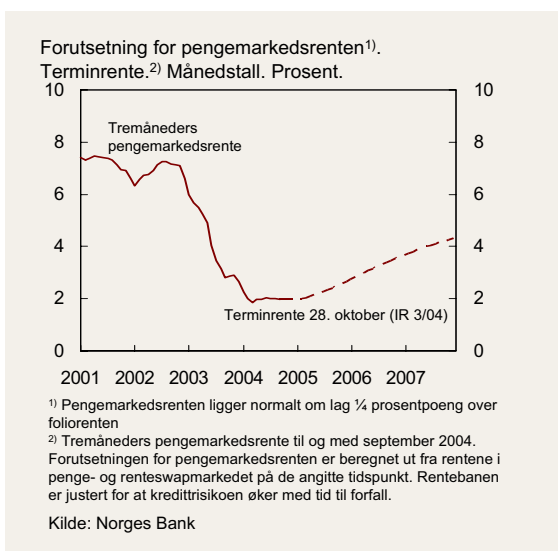
Tabell 9 Rente og valutakurs

Historisk utvikling		I-44 ¹⁾	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	1.kv	88,7	6,0
	2.kv	91,9	5,1
	3.kv	95,7	3,4
	4.kv	94,7	2,5
2004	1.kv	98,1	2,0
	2.kv	94,9	1,8
	3.kv	96,1	1,8

		Terminvalutakurs	Basert på terminrenter ²⁾
2004	4.kv	93,6	1,7
2005	1.kv	93,5	1,8
	2.kv	93,4	1,9
	3.kv	93,2	2,1
	4.kv	93,1	2,3
2006	1.kv	93,0	2,6
	2.kv	93,0	2,8
	3.kv	92,9	3,1
	4.kv	92,9	3,3
2007	1.kv	93,0	3,5
	2.kv	93,0	3,7
	3.kv	93,1	3,9
	4.kv	93,1	4,0

- 1) 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.
- 2) Tremåneders terminrenter er beregnet ut fra rentene i penge- og swaprentemarkedet observert 28. oktober. Vi har trukket 0,25 prosentpoeng fra terminrentene for å få et uttrykk for forventet foliorente. Dessuten er rentebanen justert for at kredittrisikoen øker med tid til forfall.

Kilde: Norges Bank



Tabell 10 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser med terminrente og terminvalutakurs

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
			Anslag			
	2003	2003	2004	2005	2006	2007
Realøkonomi						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	1270	1,7	4¼	4	3½	2¼
- Privat konsum	722	3,8	5	4½	3¾	2½
- Offentlig konsum	353	1,4	2	1¾	1½	1½
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	195	-4,7	5¾	5	5	2¾
Oljeinvesteringer ²⁾	63	15,8	12½	15	5	-7½
Tradisjonell eksport	189	2,6	4	4½	3	3
Import	433	2,2	8½	6	4	1¾
BNP	1564	0,4	2¾	3¼	2¾	2
BNP Fastlands-Norge	1246	0,6	3¾	3½	2¾	2
Potensielt BNP Fastlands-Norge	1258	2½	3	2½	2½	2½
Produksjonsgap Fastlands-Norge	-12	-1	-¼	¾	1	½
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting		-0,6	¼	1¼	1¼	½
Arbeidsstyrke, AKU		-0,1	¼	1	1	½
Registrert ledighet (rate)		3,9	4	3½	3¼	3¼
AKU-ledighet (rate)		4,5	4½	4	3¾	3¾
Priser og lønninger						
KPI ³⁾		2,5	½	2¼	1¾	2¼
KPI-JAE ⁴⁾		1,1	¼	1½	1¾	2¼
Årslønn ⁵⁾		4,5	3¾	4½	4¾	4¾

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

2) Utvinning og rørtransport

3) Ikke korrigert for innføring av maksimalpris på barnehageplasser. Regjeringens forslag om å øke merverdiavgiften med 1 prosentpoeng trekker opp veksten i KPI med om lag ½ prosentpoeng fra begynnelsen av 2005.

4) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Ikke korrigert for innføring av maksimalpris på barnehageplasser.

5) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger.

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

