

Norges Banks rapportserie
Nr. 3-2004

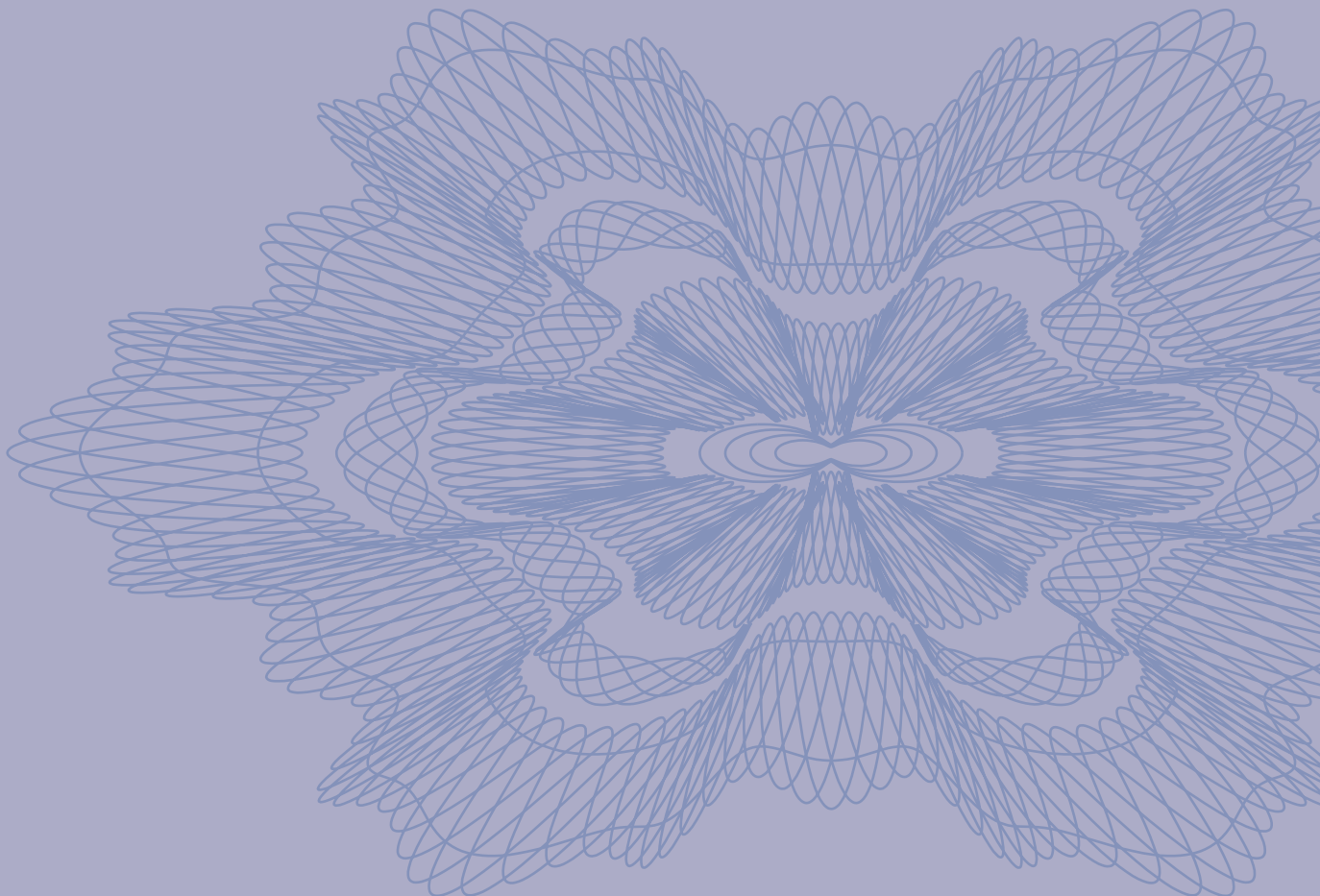


Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

2
04

juli



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. Hovedstyrets vurderinger av den pengepolitiske strategien og rentesettingen blir fra og med Inflasjonsrapport 2/04 offentliggjort samtidig med analysene i inflasjonsrapporten som kapittel 5.

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

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser. Norges Bank legger særlig vekt på utviklingen i konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) i vurderingen av underliggende inflasjon.

Horisont og 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 renteendringer eller andre viktige omlegginger i virkemiddelbruken vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter hver sjette uke. Analysene i Norges Banks inflasjonsrapport er, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om styringsrenten.

Hovedstyret blir presentert for og drøfter hovedlinjene i analysen i inflasjonsrapporten i et møte om lag to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den pengepolitiske strategien og rentesettingen i perioden fram til neste inflasjonsrapport. Vurderingene er gjengitt i kapittel 5 i inflasjonsrapporten.

Formidling av rentebeslutningen og rapportering

Utfallet av rentemøtet blir offentliggjort kl 14.00 samme dag. Banken holder pressekonferanse kl 14.45 samme dag, også når det ikke er fattet vedtak om renteendring. Pressemeldingen og pressekonferansen er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

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 2/2004

med pengepolitiske vurderinger

Forord	7
Hovedtrekk i det økonomiske bildet	8
1. Utviklingen den siste tiden	10
2. Den internasjonale utviklingen	15
3. De økonomiske utsiktene i Norge	19
4. Inflasjonsanslag	26
5. Pengepolitiske vurderinger	33
Utdypinger	
Prisutviklingen den siste tiden	13
Økt antall virkedager i 2004	20
Finansiell stabilitet	42
Norges Banks anslag på produksjonsgapet	45
Endrede inflasjonsforventninger?	48
En foreløpig vurdering av anslagene i Inflasjonsrapport 1/04	50
Hva ligger bak oppgangen i terminprisene på olje?	53
Vedlegg	
Regionalt nettverk	56
Statistikk	61
Detaljerte anslag og forutsetninger	67

Redaksjonen avsluttet 1. juli 2004.

Kapittel 1–4 er basert på informasjon fram til og med 24. juni 2004.

Forord

Fortsatt behov for lav rente

Etter sentralbankloven §3 skal Norges Bank informere offentligheten om de vurderinger som har vært grunnlaget for beslutninger som gjelder utøvelsen av pengepolitikken. Åpenheten rundt grunnlaget for de pengepolitiske beslutningene har økt betydelig over de senere årene.¹ Vi tar nå ytterligere et skritt i retning av større åpenhet ved at vi offentliggjør hovedstyrets strategi for pengepolitikken for de neste fire månedene ("strateginotatet") som en del av inflasjonsrapporten ved inngangen til perioden. Siden vi også en tid har gjort kjent en mer fyldig drøfting av de enkelte rentebeslutningene, blir det nå overflødig med en egen uttalelse om vurderingen av inflasjonsutsiktene fremover. Vi har også gjort enkelte justeringer i formuleringene rundt horisonten for pengepolitikken. Det heter nå:

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.

De nye formuleringene uttrykker bedre innretningen av pengepolitikken.

Vurderingene av pengepolitikken fremover tar utgangspunkt i at inflasjonen er meget lav. Den har vært lavere enn inflasjonsmålet siden høsten 2002. Siktemålet for pengepolitikken er at inflasjonen skal opp. Innretningen av pengepolitikken er derfor ekspansiv.

Anslagene i denne rapporten er basert på at rente og kronekurs utvikler seg i tråd med markedets forventninger. Det er betydelig usikkerhet rundt disse forutsetningene, og dermed om inflasjonsutviklingen. Sett i forhold til forrige inflasjonsrapport, hvor inflasjonen ble anslått å være tilbake på målet to år fram i tid, er kronekursen nå i beregningene forutsatt å være 3½ prosent sterkere over fremskrivningsperioden. Det er den viktigste årsaken til at anslagene i denne rapporten viser en inflasjonsbane som når målet først sommeren 2007. Hovedstyrets vurdering er at pengepolitikken bør rettes inn mot å få inflasjonen opp raskere enn dette. En mer ekspansiv pengepolitikk enn i referansebanen i rapporten vil kunne bidra til det. Det mest nærliggende nå synes å være at renten holdes uendret lenger enn det som i dag forventes i markedet. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier også at vi ikke skal ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp.

Hovedstyrets vurdering er at anslagene for den økonomiske utviklingen tilsier en foliorente i intervallet 1¼ – 2¼ prosent i begynnelsen av november 2004. Dersom kronekursen styrker seg vesentlig, kan det gi grunnlag for å vurdere en rente i nedre del av eller lavere enn intervallet. Den uvanlig lave renten og usikkerheten om effekten av tidligere lettelser kan imidlertid tilsi at vi bør være varsomme med ytterligere rentenedsettelse. På den annen side skal det, gitt utsiktene til lav inflasjon fremover, store avvik til fra den anslåtte økonomiske utviklingen før det vil være aktuelt å øke renten innenfor strategiperioden.

Jarle Berge
1. juli 2004

¹ Se egen utdyping på side 21 i årsberetningen for 2003

Hovedtrekk i det økonomiske bildet

Inflasjonen er lav. Siden forrige inflasjonsrapport har prisveksten utviklet seg om lag som anslått. Prisveksten dempes av styrkingen av kronen i 2002, prisfall på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta og sterk konkurranse i mange næringer i Norge.

Lav rente og internasjonal oppgang stimulerer aktiviteten i norsk økonomi. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall var etterspørselen i fastlandsøkonomien sterkere enn ventet mot slutten av fjoråret og tidlig i 2004. Produksjonsgapet anslås å nærme seg null, men vil fortsatt være svakt negativt i 2004.

Konjunkturoppgangen internasjonalt har fått bedre feste. Oppsvinget blir stadig bredere, særlig fordi veksten de siste månedene også har tiltatt i flere av eurolandene. Veksten for Norges viktigste handelspartnere har vært noe sterkere enn vi tidligere har lagt til grunn, og vekstanslagene for 2004 er oppjustert. Sterkere økonomisk vekst har bidratt til økte råvarepriser. Oljeprisen er høy. Renteforventningene har økt i mange land.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot å få inflasjonen tilbake til målet. Foliorenten er satt ned til 1,75 prosent. Anslagene i denne inflasjonsrapporten er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrentene i markedet. Forutsetningen innebærer at renten øker gradvis gjennom prognoseperioden. Vi har lagt til grunn at kronkursen følger utviklingen i terminkursen, noe som gir en nokså stabil kurs fremover. Terminrentene er høyere nå enn ved forrige inflasjonsrapport, og kronen er på et sterkere nivå. Samlet sett uttrykker derfor terminrentene og terminkursen en noe strammere pengepolitikk fremover enn det som lå til grunn for anslagene i forrige inflasjonsrapport. Det har ført til at anslagene for veksten i realøkonomien og inflasjonen i 2005 og 2006 er noe lavere enn i forrige inflasjonsrapport.

Veksten i norsk økonomi anslås likevel å ta seg markert opp i år og å holde seg forholdsvis høy neste år. Den viktigste impulsen kommer fra privat konsum, stimulert av lav rente og høy reallønnsvekst. Konjunkturoppgangen internasjonalt vil trolig gi positive impulser til norsk konkurranseutsatt næringsliv. Oljeinvesteringene vil fortsette å vokse sterkt de nærmeste årene. Vi venter at investeringsaktiviteten i bedriftene i Fastlands-Norge etter hvert vil ta seg opp.

De siste årene har mange bedrifter effektivisert driften. Det har ført til at de har hatt, og trolig fortsatt har, mulighet

til å øke produksjonen nokså mye uten særlig vekst i realkapitalen og sysselsettingen. Det er utsikter til god vekst i produktiviteten i 2004. Vi har lagt til grunn en sterkere vekst i produksjonspotensialet enn normalt inneværende år. Kapasitetsutnyttningen vil trolig øke, men produksjonsgapet, slik vi anslår det, vil fortsatt være svakt negativt i 2004.

Veksten i produktiviteten antas etter hvert å normaliseres. Vedvarende høy vekst i etterspørselen vil da føre til at flere ressurser tas i bruk. Bedriftenes investeringer antas å øke. Høyere etterspørsel etter arbeidskraft vil gi lavere ledighet. Det gir utsikter til noe høyere lønnsvekst. Vi venter at produksjonsgapet vil bli svakt positivt i årene 2005 til 2007.

Med de forutsetningene som er lagt til grunn, vil det ta tid før inflasjonen kommer tilbake til målet. Fram mot årsskiftet anslås likevel veksten i KPI-JAE å tilta raskt, i hovedsak på grunn av kronesvekkelsen i 2003. Vi venter at inflasjonen fortsetter å øke i årene 2005 til 2007, men i en langsommere takt. Fortsatt lav prisvekst på importerte konsumvarer i utenlandsk valuta, effekter på prisene av sterkere konkurranse i norsk økonomi og fallet i lønnsveksten i inneværende år vil trolig bidra til å dempe inflasjonen i årene fremover. I forrige inflasjonsrapport anslo vi at inflasjonen ville komme opp til inflasjonsmålet i løpet av våren 2006. Basert på forutsetningene om sterkere kronekurs og høyere renter, viser anslagene i denne rapporten at inflasjonen tar seg opp, men vil ligge under målet fram til sommeren 2007.

1 | Utviklingen den siste tiden

Prisveksten har som ventet holdt seg lav

Prisveksten er lav. Veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 0,1 prosent fra mai i fjor til mai i år, se figur 1.1. Utviklingen de siste månedene har vært om lag som anslått i forrige inflasjonsrapport. Endret handelsmønster og høy produktivitetsvekst i produksjonen av enkelte varer, bidrar fortsatt til prisfall på mange av de konsumvarene vi importerer. Økt konkurranse i flere næringer bidrar også til den lave prisveksten.

Siden februar har månedsveksten i KPI-JAE tatt seg opp. Svekkelsen av kronkursen fra januar i fjor til mars i år bidrar til høyere prisvekst på importerte konsumvarer omsatt i Norge. Samtidig har prisene på disse varene målt i utenlandsk valuta begynt å falle mindre.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester avtar imidlertid fortsatt. Økt konkurranse forklarer trolig mye av denne utviklingen. Lavere lønnsvekst bidrar også. Prisveksten på tjenester har falt særlig kraftig det siste året, se figur 1.2. Nyetableringer og økt konkurranse har bidratt til lavere priser på flyreiser og teletjenester. Se egen utdyping på side 13 for en nærmere omtale av konsumprisutviklingen de siste månedene.

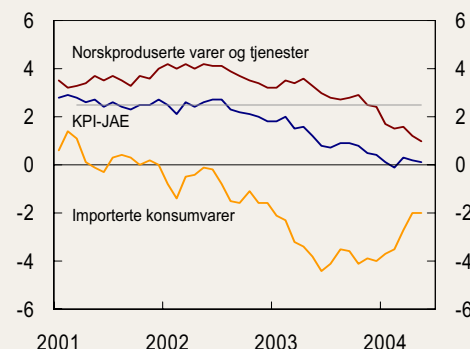
Fortsatt ledig kapasitet i norsk økonomi, men høyere vekst

Den samlede produksjonen er trolig litt under det nivået som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Veksten i norsk økonomi avtok i 2002 og var lav i første halvdel av 2003. Siden da har aktiviteten tatt seg opp. Økonomien blir stimulert av lav rente og oppgangen internasjonalt. Etterspørselen i norsk økonomi ser ut til å vokse noe raskere enn vi anslo i mars.

Lave renter stimulerer husholdningenes etterspørsel. Låneveksten holder seg oppe på et høyt nivå. Boliginvesteringene har begynt å øke igjen. Lav prisvekst har samtidig ført til høy reallønnsvekst, til tross for relativt lave nominelle tillegg i årets lønnsoppgjør. Det er sterk vekst i privat konsum.

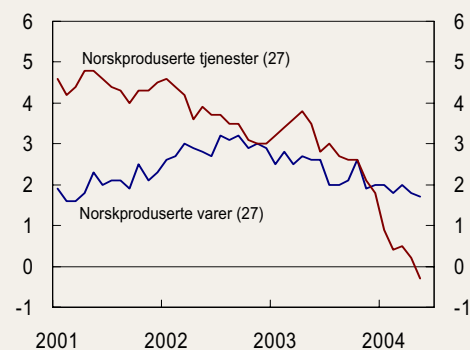
Det er tegn til at fastlandsbedriftenes investeringer tar seg opp. Oppgangskonjunkturen internasjonalt bidrar til økt optimisme i næringslivet i Norge. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk bekrefter dette bildet. Aktiviteten har økt i de fleste næringer, og utsiktene fremover beskrives som gode.

Figur 1.1 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.



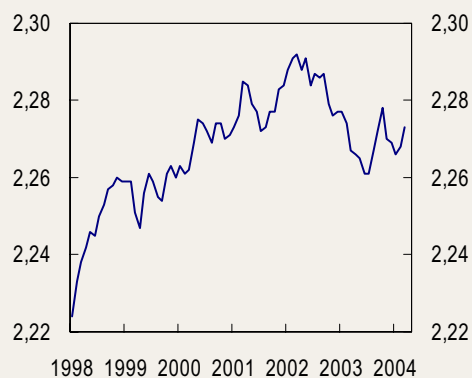
¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 Priser på norskproduserte varer og tjenester¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.



¹⁾ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes. Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.3 Sysselsatte personer ifølge AKU. Antall i millioner. Sesongjustert. Månedstall. Jan. 98 – mar. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

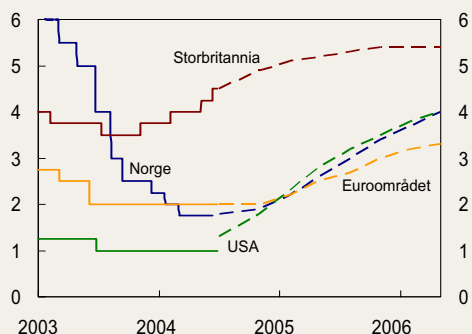
Arbeidsledigheten synes å ha flatet ut, etter å ha økt gjennom 2002 og 2003. Til tross for økt aktivitet og stigende etterspørsel er det fortsatt liten vekst i antall sysselsatte personer, se figur 1.3. I offentlig sektor har sysselsettingen falt. Mange virksomheter, både i offentlig og privat sektor, effektiviserer driften. Den lave sysselsetningsveksten, sammen med økningen i produksjonen, tyder på at bedriftene ennå høster gevinster fra slike tiltak. Mange bedrifter i vårt regionale nettverk har tidligere rapportert at de kan øke produksjonen nokså mye uten vesentlig vekst i sysselsettingen. Veksten i produksjonspotensialet synes derfor å være noe høyere enn normalt. Likevel vokser BNP for Fastlands-Norge nå trolig noe mer enn den potensielle produksjonen. Produksjonsgapet, slik vi vurderer det, er fortsatt negativt, men i ferd med å lukkes gradvis.

Positive vekst- og prisimpulser fra utlandet

Veksten internasjonalt har tatt seg opp, anført av høy vekst i USA og deler av Asia. Utover våren har renteforventningene steget i mange land. Det kan gjenspeile forventninger om høyere vekst og økt inflasjon.

I USA har positive arbeidsmarkedstall og tegn til høyere inflasjon bidratt til høyere renteforventninger. Markedsaktørene venter nå at styringsrenten i USA blir hevet i løpet av sommeren 2004, se figur 1.4. De ser ut til å vente at rentene heves med om lag 1¼ prosentpoeng i USA og ½ prosentpoeng i Storbritannia innen utgangen av 2004. I euroområdet ser markedsaktørene ut til å vente en renteøkning på ¼ prosentpoeng rundt årsskiftet 2004/2005.

Figur 1.4. Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾ per 24. jun. 04. 2. jan. 03 – 1. mai. 06.



¹⁾ Basert på rentene på FRA- og futureskontrakter justert for anslått differanse mellom 3 mnd pengemarkedsrente og styringsrenten
Kilder: Bloomberg, Reuters og Norges Bank

Sterkere vekst internasjonalt har bidratt til økte råvarepriser. Oljeprisen er høy. Prisene på olje for fremtidig levering har økt mye de siste månedene, se egen utdyping på side 53. Økt oljepris bidrar til høyere inflasjon hos mange av våre handelspartnere, men også til å bremse oppsvinget internasjonalt. For norsk økonomi kan imidlertid forventninger om at oljeprisen holder seg høy lenge, virke positivt på aktivitetsnivået og investeringene i petroleumsvirksomheten.

Prisene på en del metaller økte mye mot slutten av 2003 og i begynnelsen av 2004. Senere har prisene holdt seg oppe på et høyt nivå. Deler av norsk industri påvirkes positivt gjennom økt etterspørsel og høyere priser.

Høyere råvarepriser har ført til at produsentprisene hos våre viktigste handelspartnere har tatt seg opp. Eksportprisene viser også tegn til å øke. Likevel er de internasjonale impulsene til norske konsumpriser fortsatt lave.

Forventninger om strammere pengepolitikk fremover

Renteforventningene i Norge har økt i løpet av våren. Markedsaktørene ser nå ut til å vente en renteøkning på ¼ prosentpoeng mot slutten av 2004. Det innebærer en styringsrente på rundt 2 prosent ved utgangen av året.

Renten på norske tiårs statsobligasjoner har steget med rundt 0,5 prosentpoeng siden mars i år, se figur 1.5. Renten er nå om lag slik den var i desember 2003. Obligasjonsrentene i Norge har økt om lag som i USA, og mer enn i andre europeiske land. Det kan tyde på forventninger om et raskere økonomisk oppsving i Norge og USA. Rentedifferansen mellom Norge og handelspartnerne ventes å bli positiv i begynnelsen av 2006.

Siden Inflasjonsrapport 1/04 ble ferdigstilt i begynnelsen av mars, har kronen styrket seg med om lag 3 prosent målt ved den importveide indeksen I-44, se figur 1.6. En del av kronestykingen har trolig sammenheng med forventninger om renteøkninger i Norge. Det er imidlertid grunn til å tro at den høye oljeprisen, og forventninger om en vedvarende høy oljepris, også har virket inn.

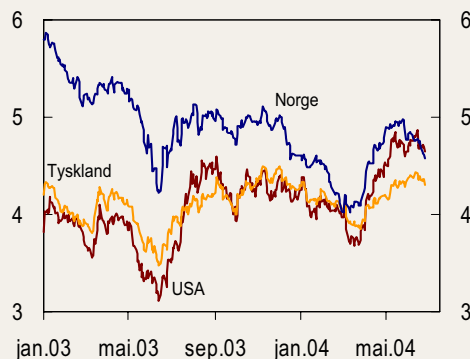
Høyere oljepris har gitt økte overskudd på driftsregnskapet med utlandet som isolert sett skulle bidra til å styrke kronen. De økte overskuddene motvirkes imidlertid av økt langsiktig kapitalutgang via Statens petroleumsfond samt plasseringer ute for oljevirkosomheten. Tall for utenrikshandelen tyder på at importen til Fastlands-Norge har økt kraftig i det siste. Det trekker i retning av økt etterspørsel etter valuta som isolert sett kan bidra til å svekke kronen. Porteføljeinvesteringer kan imidlertid lett dominere utviklingen i kronekursen på kort sikt.

Våre anslag for den økonomiske utviklingen fremover er basert på tekniske forutsetninger om utviklingen i renten og kronekursen. Vi legger markedsaktørenes forventninger om utviklingen til grunn, slik de kommer til uttrykk i terminrenten og terminkursen.

Utviklingen i finansmarkedene siden Inflasjonsrapport 1/04 ble lagt fram, tyder på at det nå er forventninger om en mindre ekspansiv pengepolitikk fremover. Terminrentene har økt for årene fremover. Økningen er størst for de siste årene i prognoseperioden.

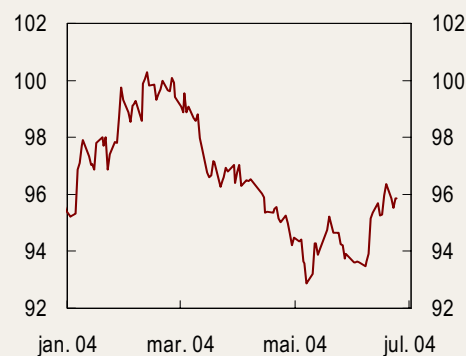
Terminkursen kan avledes fra den forventede renteforskjellen mellom Norge og handelspartnerne. Som i Inflasjonsrapport 1/04 tyder terminkursen på forventninger om en nokså stabil utvikling i kronekursen fremover. Kronen har imidlertid styrket seg siden mars. Terminkursen innebærer dermed forventninger om at kronekursen blir liggende på et sterkere nivå fremover enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Figur 1.5 Effektiv rente på statsobligasjoner med 10 års gjenværende løpetid. Dagstall. 1.jan.03 – 24. jun. 04.



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 1.6 Importveid kursindeks, I-44¹⁾. Dagstall. 1. jan. 04 – 24. jun. 04.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

Kilde: Norges Bank

Prisutviklingen den siste tiden

Tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 0,1 prosent i mai, se figur 1. Selv om tolv månedersveksten har holdt seg lav hittil i år, har månedsveksten i KPI-JAE tatt seg noe opp siden februar.

Prisveksten på importerte konsumvarer dempes av endret handelsmønster og høy produktivitetsvekst i produksjonen av enkelte konsumvarer. Økt konkurranse i Norge bidrar til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester også er lav.

Avtagende prisfall på importerte konsumvarer

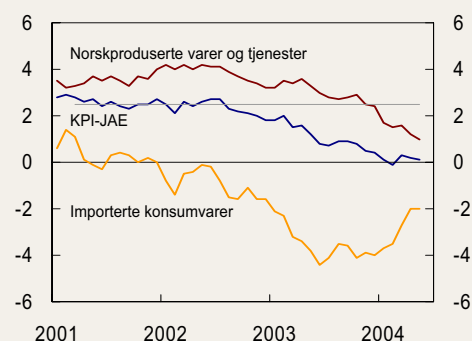
I mai var prisene på importerte konsumvarer 2,0 prosent lavere enn på samme tid i fjor. Svekkelsen av kronekursen i fjor har trolig bidratt til at prisfallet på slike varer, målt ved endring de siste tolv månedene, har avtatt siden årsskiftet. Biler, klær, sko og lyd- og bildeutstyr utgjør en stor andel av de konsumvarene som importeres. Prisfallet innen de fleste av disse varegruppene har avtatt den siste tiden, se figur 2. Prisene på biler har økt med nesten en prosent siden mai i fjor. I mai var prisene på klær og sko 7,7 prosent lavere enn i samme måned i fjor. Tolv månedersveksten i prisene på klær og sko var nede i -12,2 prosent i november i fjor. Prisfallet på lyd- og bildeutstyr har ikke avtatt like mye. Dette skyldes trolig at teknologiforbedringer og sterkere internasjonal konkurranse bidrar til lavere priser på slike produkter. I mai var prisene på lyd- og bildeutstyr 7,2 prosent lavere enn for ett år siden.

Fortsatt lav innenlandsk prisvekst

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt fra 1,7 prosent i januar til 1,0 prosent i mai, målt ved endring de siste tolv månedene, se figur 1.

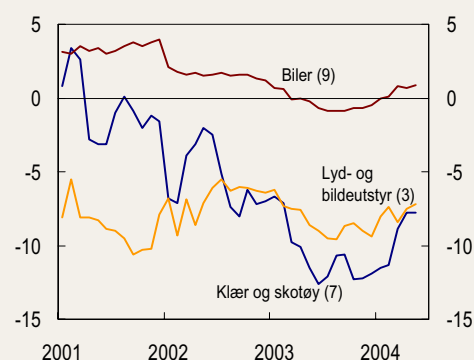
Tolv månedersveksten i prisene på norskproduserte varer som er påvirket av verdensmarkedsprisene var 1,5 prosent i mai. Ettervirkninger av den sterke kronekursen, lave prisimpulser fra utlandet og lavere lønnsvekst har trolig gitt lavere vekst i innsatskostnadene til norske produsenter. Dette danner grunnlag for lavere vekst i utsalgsprisene. For eksempel steg prisene på møbler med 0,7 prosent fra mai i fjor til mai i år.

Figur 1 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.



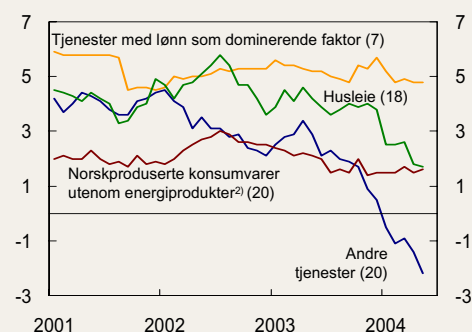
¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
²⁾ Norges Banks beregninger
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Priser på noen importerte konsumvarer¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.



¹⁾ Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Priser på norskproduserte varer og tjenester¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.



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

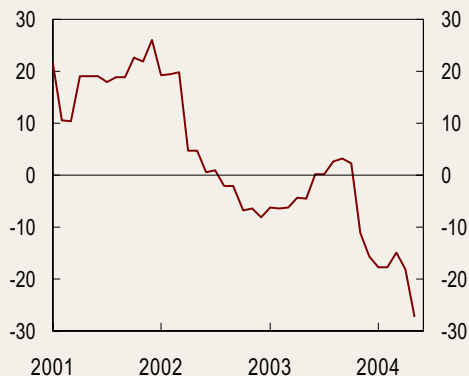
Prisveksten på norskproduserte konsumvarer som ikke direkte er påvirket av verdensmarkedsprisene er også blitt noe lavere. Blant annet er dagligvarenæringen preget av at en ny internasjonal lavprisaktør er i ferd med å etablere seg i Norge. Det har ført til press nedover på prisene på noen varer. Særlig har prisene på øl falt mye, med 9,4 prosent det siste året.

Veksten i husleiene har vært lav det siste året, men bidrar fortsatt til å holde den innenlandske prisveksten oppe. Tolvmånedersveksten i husleiene har avtatt fra 4,2 prosent i mai i fjor til 1,7 prosent i mai i år. Nedgangen i veksten i husleiene må blant annet sees i sammenheng med rentenedgangen siden desember 2002.¹

Prisveksten på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor har holdt seg oppe, og var i mai 4,8 prosent høyere enn i mai i fjor. Tolvmånedersveksten i prisene på håndverkstjenester har ligget på om lag 3 prosent siden januar. Tolvmånedersveksten på hår- og skjønnhetspleie var 4,4 prosent i mai. Prisveksten på helsetjenester utenom institusjon har falt noe, men ligger fortsatt svært høyt, på nesten 9 prosent.

Prisveksten på tjenester med andre viktige kostnadsfaktorer enn lønn har avtatt siden i fjor vår. Nyetableringer og økt konkurranse har bidratt til lavere priser på flyreiser. Siden mai i fjor har billettprisene falt med 27 prosent, se figur 4. Prisene på forsikringstjenester bidrar fortsatt til å holde de samlede tjenestepreisene oppe, men tolvånedersveksten har avtatt betydelig det siste halve året. I mai var prisveksten på forsikringstjenester 4,2 prosent.

Figur 4 Priser på flyreiser¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.



¹⁾ Justert for avgiftsendringer
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Midlertidige forstyrrelser

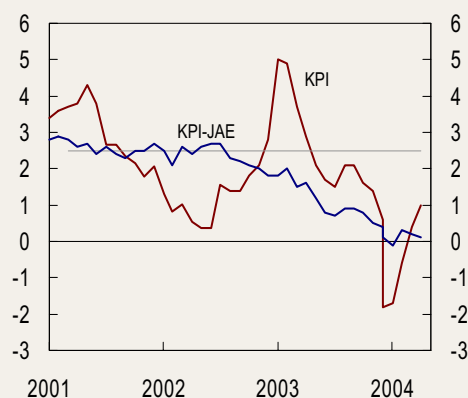
Veksten i KPI-JAE er for tiden påvirket av enkelte særskilte midlertidige forstyrrelser og direkte effekter av rentendringer som Norges Bank ser bort fra i utøvelsen av pengepolitikken.

Innføring av maksimalsatser for foreldrebetalingar i barnehagene i 2004 og 2005 har en engangsvirkning på konsumprisene, og kan ses som en særskilt, midlertidig forstyrrelse. Den direkte virkningen av renten på husleiene kan betraktes som en direkte effekt fra renten til konsumprisene. Disse to forholdene har anslagsvis trukket ned den samlede konsumprisveksten med 0,1-0,2 prosentpoeng siden januar i år. Sett over det siste året, er bidraget trolig noe større. Korrigert for disse effektene var tolvånedersveksten i KPI-JAE trolig i underkant av ½ prosent i mai.

Høyere vekst i KPI

Konsumprisene inkludert avgiftsendringer og energivarer (KPI) har vært påvirket av store svingninger i energiprisene siden begynnelsen av fjoråret. Tolvmånedersveksten i KPI har tatt seg opp etter at de høye strømprisene som ble registrert ved inngangen til fjoråret er faset ut. I mai var strømprisene 2,6 prosent høyere enn i mai i fjor. Som følge av høy og økende oljepris har bensinprisene steget noe. I mai var prisene på bensin 14,1 prosent høyere enn i samme måned året før. Fra mai i fjor til mai i år steg KPI med 1,0 prosent, se figur 5.

Figur 5 KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.

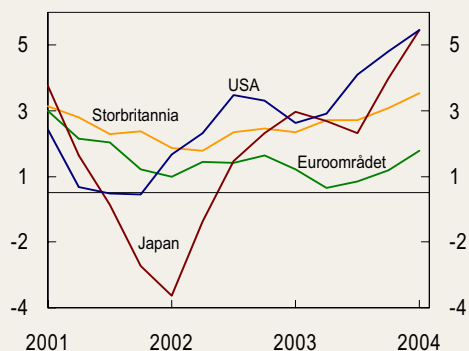


Kilder: Statistisk sentralbyrå

¹ Se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/2003: "Direkte virkninger av renten på husleiene"

2 | Den internasjonale utviklingen

Figur 2.1 BNP. Firekvarterers vekst. Prosent. 1.kv. 01 – 1.kv. 04.

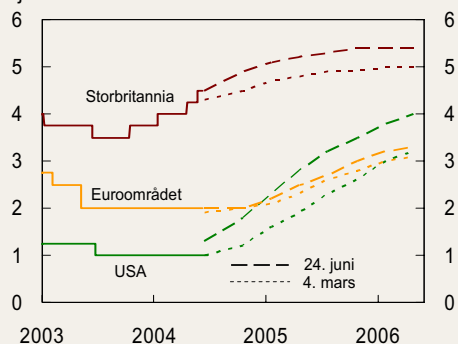


Kilder: EcoWin, Statistics Japan, National Statistics (UK), EUR-OP/Eurostat og Bureau of Economic Analysis (USA)

Den økonomiske oppgangen fortsetter, se figur 2.1. Oppsvinget har blitt bredere, først og fremst fordi veksten de siste månedene også har tiltatt i flere av landene i euroområdet. Veksten hos våre viktigste handelspartnere er noe sterkere enn tidligere ventet, og vekstanslagene for 2004 er oppjustert.

Konsumprisveksten har tiltatt de siste månedene. Dette skyldes i første rekke kraftige prisøkninger på flere råvarer, først og fremst olje. Samtidig reflekterer prisøkningene sterkere prisvekst i Kina. Det underliggende prispresset er fortsatt moderat. Som en følge av de høye råvareprisene, er likevel anslagene for prisveksten oppjustert. Det ventes nå en noe tidligere renteoppgang i USA og i euroområdet enn i forrige inflasjonsrapport, se figur 2.2. Den vedvarende høye oljeprisen utgjør trolig den største risikofaktoren for utsiktene fremover, både med hensyn til den generelle økonomiske utviklingen og prisveksten.

Figur 2.2. Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾ per 4. mars og 24. juni 04. 2. jan. 03 – 1. mai. 06.



¹⁾ Basert på rentene på FRA- og futureskontrakter justert for anslått differanse mellom 3 mnd pengemarkedsrente og styringsrenten

Kilder: Bloomberg, Reuters og Norges Bank

Fortsatt høy vekst i USA

Den økonomiske aktiviteten i USA er fortsatt høy, men veksttakten har avtatt klart fra 3. kvartal i fjor. I 1. kvartal i år var BNP om lag 5 prosent høyere enn i samme kvartal i fjor. Privat etterspørsel er fortsatt den viktigste drivkraften, understøttet av lave renter og skattelettelser. Veksten i private investeringer har avtatt noe, men er fortsatt høy. Veksttakten i privat konsum har holdt seg godt oppe.

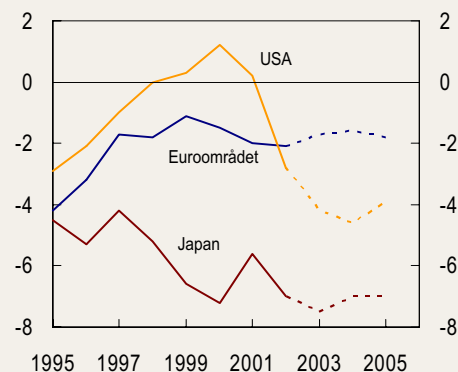
Utviklingen i arbeidsmarkedet har vist en klar bedring siden årsskiftet. Sysselsettingen har tatt seg opp, og arbeidsstyrken har økt de siste månedene. Prisveksten tiltar, i første rekke påvirket av høyere råvarepriser, men også høyere priser på helsetjenester og importpriser.

Fremover venter vi at den økonomiske veksten vil avta noe, i første rekke som følge av en avdemping av veksten i privat konsum. Amerikanske myndigheter har lagt opp til en strammere finanspolitikk neste år, målt ved det strukturelle budsjettunderskuddet, se figur 2.3. Samtidig ventes det en viss innstramning i pengepolitikken.

Tiltakende vekst i euroområdet

I euroområdet har den økonomiske aktiviteten tatt seg opp. I 1. kvartal var BNP 1,3 prosent høyere enn i samme kvartal i fjor. Det var særlig kraftig vekst i Frankrike og Spania, men et klart oppsving også i Tyskland. For området sett under ett var nettoeksporten den viktigste drivkraften, men også privat konsum bidro positivt. Investeringene falt derimot igjen i 1. kvartal, etter solid vekst mot slutten av fjoråret.

Figur 2.3 Strukturell budsjettbalanse. Prosent av nominelt BNP. Årstall. 1995 – 2005¹⁾.



¹⁾ Anslag for 2003 – 2005

Kilde: OECD

Inflasjonen har økt markert de siste månedene, se figur 2.4. Dette skyldes først og fremst den kraftige oljeprisøkningen. Samtidig bidrar høyere priser på helsetjenester til prisveksten, slik at også den underliggende prisveksten har tiltatt siden årsskiftet.

I inneværende år ventes det fortsatt moderat økning i veksttakten i BNP. God vekst internasjonalt ventes å bidra til økt nettoeksport, til tross for den betydelige styrkingen av euroen fram til januar i år. Euroområdet eksporterer i særlig grad investeringsvarer, som generelt har vist seg å være mer følsomme for endringer i etterspørselen enn for valutakursendringer. Samtidig ventes investeringene å ta seg opp, som følge av høyere overskudd i foretakene. Fra 2005 ventes privat konsum i større grad å bidra til vekst, i første rekke som følge av et bedret arbeidsmarked.

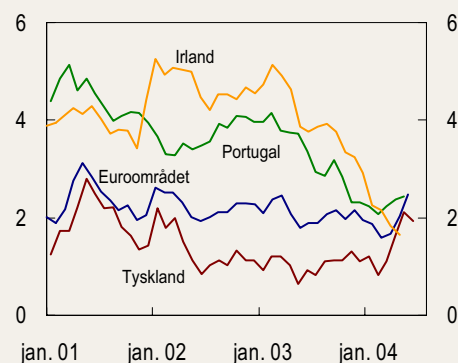
Sterkere vekst i Danmark, Sverige og Storbritannia

I Danmark har innenlandsk etterspørsel tatt seg markert opp det siste året, mens det har vært en avdemping av eksporten hittil i år. Fremover ligger det an til høyere vekst i BNP, først og fremst understøttet av ekspansiv finanspolitikk. I Storbritannia har sentralbanken satt opp renten tre ganger hittil i år på bakgrunn av fortsatt oppgang internasjonalt, sterk vekst i privat og offentlig konsum og investeringer, og høy aktivitet i boligmarkedet. De siste månedene har også industriproduksjonen tiltatt. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten er på sitt laveste nivå på flere tiår. Samtidig har lønnsveksten vært moderat. Tilstrammingene i pengepolitikken ventes etter hvert å dempe veksten i det private konsumet. I Sverige er utviklingen mer ujevn. Produksjonen har tatt seg opp, spesielt i eksportindustrien, og ordretilgangen er god. Sysselsettingen øker imidlertid ikke. Konsumprisveksten har vært lav og avtakende og var negativ i februar. De siste månedene har prisveksten, målt ved Riksbankens målvariabel UND1X, økt noe igjen, se figur 2.5. BNP-veksten ventes å tilta fremover som følge av økt internasjonal etterspørsel. Innenlandsk etterspørsel ventes også å tilta, understøttet av den ekspansive pengepolitikken.

Fortsatt vekst i Asia

Veksten i Japan har fortsatt å overraske positivt. I 1. kvartal var BNP-veksten 5,0 prosent målt fra samme kvartal i fjor, den sterkeste veksten siden 1991. De viktigste drivkreftene bak veksten har vært eksport og investeringer i eksportbedriftene. De siste kvartalene har også privat konsum bidratt positivt. Bidraget fra offentlig etterspørsel har vært svakt negativt. En viss bedring i arbeidsmarkedet ventes å bidra til videre oppgang i privat forbruk fremover. Konsumprisene fortsetter å falle, men produsentprisene

Figur 2.4 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – jun. 04.



Kilder: EcoWin, EUR-OP/Eurostat, Federal Statistical Office (DE) og Central Statistics Office (IRL)

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

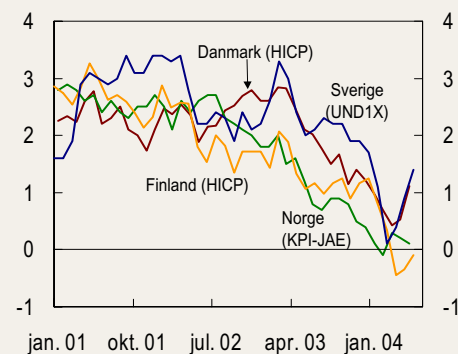
	2004	2005	2006	2007
USA	4¼	3	3	3
Japan	4	1½	1½	1½
Tyskland	1½	1¾	2	2
Frankrike	2	2¼	2½	2½
Storbritannia	3	2½	2½	2½
Sverige	2¾	2¾	2¼	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	2½	2½	2½	2½
Euroområdet ²⁾	1¾	2¼	2½	2½

¹⁾ Eksportvekter

²⁾ Vekter fra Eurostat

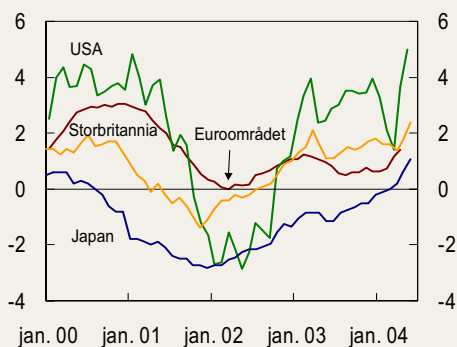
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 04.



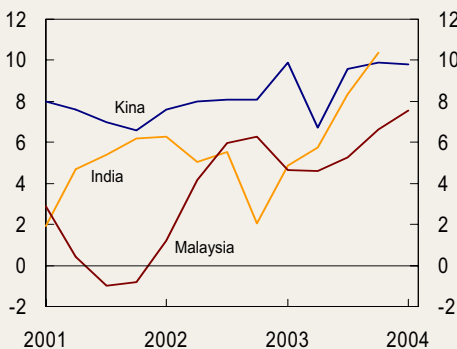
Kilder: EcoWin, Statistisk sentralbyrå, Statistiska Centralbyrån, Statistics Finland og Danmarks Statistik

Figur 2.6 Produsentpriser. Tolv månedersvekst Prosent. Jan. 00 – mai 04.



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

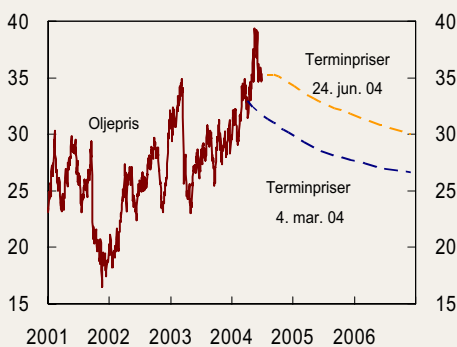
Figur 2.7 BNP. Endring fra samme kvartal året før¹⁾. Prosent. 1.kv. 01 – 1.kv. 04.



¹⁾ BNP i India er målt ved faktorpriser.

Kilder: EcoWin, National Bureau of Statistics (CH), Central Bank of Malaysia, Central Statistical Organisation (I) og Consensus Economics

Figur 2.8 Oljepris¹⁾ i USD per fat. Dagstall. 1. jan. 01 – 24. jun. 04. Terminpriser fra 4. mar. 04 og 24. jun. 04.



¹⁾ Brent Blend

Kilder: International Petroleum Exchange og Norges Bank

stiger moderat, se figur 2.6. Økt internasjonal etterspørsel og tiltakende vekst i privat konsum ventes å bidra til moderat vekst gjennom prognoseperioden. På litt lengre sikt står imidlertid Japan fortsatt overfor store utfordringer, først og fremst knyttet til omfanget av misligholdte lån i bankvesenet, de store offentlige underskuddene og den høye offentlige gjelden.

BNP-veksten i Kina var 9,8 prosent i 1. kvartal, målt fra samme periode året før, se figur 2.7. Privat konsum vokste sterkt, men investeringsveksten er fortsatt den viktigste drivkraften. Investeringene utgjør nå trolig mellom 40 og 50 prosent av BNP. De kinesiske myndighetene har iverksatt tiltak for å dempe veksttakten og unngå overoppheting av økonomien. Bankene er samtidig sårbare for en kraftig økonomisk oppbremsing, blant annet som følge av høy andel dårlige lån til statsforetak. Prisøkninger på mat og råvarer har bidratt til høyere vekst i konsumprisene de siste månedene. I mai var konsumprisene 4,4 prosent høyere enn i samme måned i fjor. Overkapasitet i industrisektoren og mye ledige arbeidskraftressurser, kan likevel gi press nedover på prisene på lengre sikt.

Også i resten av Asia har aktivitetsveksten vært høy, med en anslått vekst i 1. kvartal på mellom 4 og 7,5 prosent målt fra samme kvartal året før i store deler av Sør- og Sørøst-Asia. Veksten i Asia har vært drevet av økt nettoeksport, men også innenlandsk etterspørsel har begynt å ta seg opp. I India har særlig produksjonen av IKT-tjenester økt kraftig de siste årene.

Høy oljepris

Oljeprisen har holdt seg på et historisk høyt nivå over lengre tid og er nå klart høyere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Siden mars har også prisen på olje for fremtidig levering, terminprisen, økt markert, se figur 2.8 og utdyping side 53. Hovedårsaken til økningen i spotprisene er at etterspørselen etter olje er blitt større enn ventet, samtidig som produksjonsveksten utenfor OPEC er blitt lavere enn ventet. Lagrene er fortsatt lave, spesielt i USA. Kapasitetsskanker i raffinerier og annen infrastruktur har også bidratt til høyere oljepriser. Den pågående uroen i Midtøsten gir i tillegg en risikopremie på olje. Vi legger til grunn at oljeprisen fremover utvikler seg i tråd med prisen på olje for fremtidig levering.

Høyere råvarepriser gir økt usikkerhet

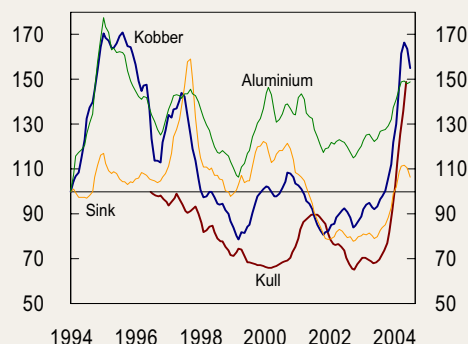
Den kraftige prisstigningen på råvarer i første kvartal i år har bidratt til økt usikkerhet om den fremtidige utviklingen i produksjon og inflasjon. En økonomisk oppgang vil ofte være preget av stigende råvarepriser etter hvert som etterspørselen tiltar. Dette er i tråd med utviklingen blant

annet i 1994, se figur 2.9. I denne konjunkturoppgangen er det også enkelte spesielle forhold, særlig knyttet til utviklingen i Kina, som trekker prisene opp. De store investeringene i produksjonskapasitet i Kina har vært en av de viktigste drivkreftene bak lavere priser på forbruksvarer de siste årene. Den sterke økningen i etterspørselen etter råvarer har imidlertid ikke blitt motsvart av økte investeringer innen utvinning og produksjon. Dette har bidratt til å presse opp prisene på ferdigvarer, sammen med andre flaskehalsar i produksjonen i Kina. Disse forholdene ventes å bidra til høyere priser på eksportvarene fra Kina også i noen tid fremover.

Størst usikkerhet knytter det seg til utviklingen i oljeprisen. En viktig forklaring på økningen i oljeprisen den siste tiden er høy vekst internasjonalt. Realprisen på olje er samtidig ikke spesielt høy. Beregninger fra OECD og det internasjonale energibyrået, IEA, trekker likevel i retning av at en prisstigning på 10 dollar, på linje med økningen det siste året, vil gi en reduksjon i globalt BNP på 0,5 prosentpoeng. Euroområdet vil rammes noe hardere enn USA, som en følge av høyere import av olje.

Høyere oljepris har allerede medført at produsentprisene har tatt seg opp, se figur 2.6. OECD og IEA beregner at effekten av oljeprisøkningen på konsumprisene i OECD-området vil være om lag 0,5 prosentpoeng det første året. Virkningene de neste årene vil imidlertid avhenge av i hvilken grad lønnsveksten påvirkes. Vi har lagt til grunn at den ledige produksjonskapasiteten og produktivetsforbedringer vil bidra til å dempe effekten av høyere oljepris på lønnsveksten, se figur 2.10, og dermed på veksten i konsumprisene. Det er imidlertid en risiko for at prisimpulsene kan bli sterkere enn lagt til grunn.

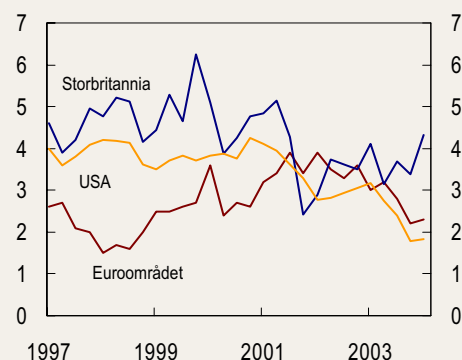
Figur 2.9 Råvarepriser i USD. Indeks. Jan. 94=100. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Månedstall. Jan. 94 – jun. 04¹⁾.



¹⁾ Gjennomsnitt fra 1. jun. – 24. jun.

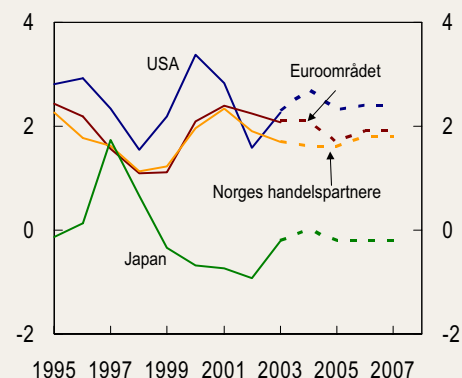
Kilder: London Metal Exchange, HWWA og EcoWin

Figur 2.10 Lønnsvekst. Endring fra samme kvartal året før. Prosent. 1.kv. 97 – 1.kv. 04.



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

Figur 2.11 Konsumprisvekst. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2007¹⁾.

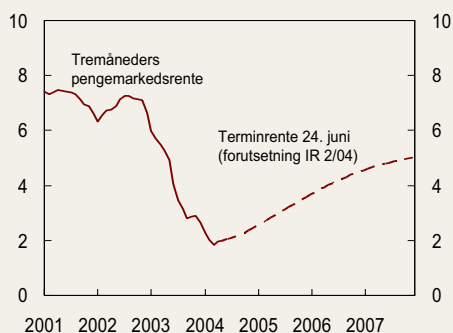


¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: OECD og Norges Bank

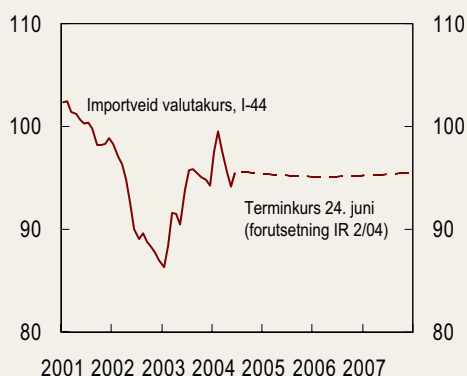
3 | De økonomiske utsiktene i Norge

Figur 3.1 Forutsetning for pengemarkedsrenten¹⁾. Terminrente²⁾. Månedstill. Prosent.



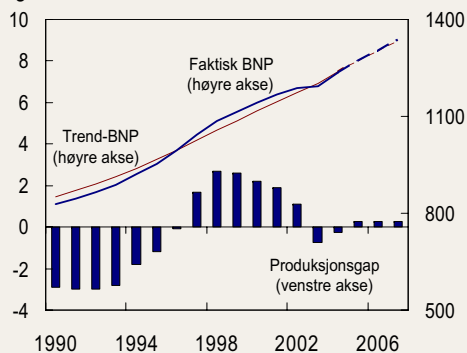
¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over follorenten
²⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med mai 2004. Tremåneders terminrente er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fire statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 24. juni
 Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 Forutsetning for kronekursen (I-44)¹⁾. Terminkurs. Månedstill.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs
 Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Anslag på produksjonsgap¹⁾, faktisk BNP²⁾ og trend-BNP²⁾. Årstall. 1990 – 2007³⁾.



¹⁾ Produksjonsgap måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Avvik i prosent
²⁾ I milliarder kroner. Faste 2001-priser.
³⁾ Anslag for 2004 – 2007.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lav rente og internasjonal oppgang stimulerer aktiviteten i norsk økonomi. Etterspørselen ser ut til å vokse noe raskere enn vi anslo i mars.

Mange bedrifter har effektivisert driften de siste årene. Det har ført til at de har hatt, og trolig fortsatt har, mulighet til å øke produksjonen nokså mye uten særlig vekst i realkapital og sysselsetting. Vi har lagt til grunn en sterkere vekst i produksjonspotensialet enn normalt i inneværende år. Det bidrar til at det ikke oppstår vesentlig press på realressursene, selv om vi venter høy vekst i produksjonen i år. Produksjonsgapet anslås å nærme seg null, men vil fortsatt være svakt negativt i 2004. Se egen utdyping om Norges Banks anslag på produksjonsgapet på side 45.

Pengepolitikken vil stimulere aktiviteten i norsk økonomi en tid fremover. Anslagene for utviklingen fram til 2007 er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrenten. Forutsetningen innebærer at renten øker gradvis gjennom prognoseperioden, se figur 3.1. Vi har lagt til grunn at kronekursen følger utviklingen i terminkursen, noe som gir en nokså stabil kurs fremover, se figur 3.2.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås å bli forholdsvis høy i år og neste år. Privat konsum bidrar mest, stimulert av lav rente og sterk reallønnsvekst. Utviklingen i forbruket vil bidra til god vekst i aktiviteten i bedrifter i varehandelen og tjenesteytende næringer rettet mot husholdningene. Konjunkturoppgangen internasjonalt vil trolig gi positive impulser til norsk konkurranseutsatt næringsliv. Oljeinvesteringene vil fortsette å vokse sterkt, og det vil gi positive impulser til den norske leverandørindustrien. Når etterspørselen i norsk økonomi øker, vil den ledige kapasiteten i mange tjenesteytende næringer etter hvert bli bygget ned. En normalisering av veksten i produksjonspotensialet tilsier at både sysselsettingen og investeringene vil ta seg opp. Vi venter noe lavere arbeidsledighet, og at produksjonsgapet vil bli svakt positivt fra 2005 til 2007, se figur 3.3.

Husholdningene

Veksten i husholdningenes forbruk holdt seg oppe i fjor, til tross for økt jobbusikkerhet og stigende arbeidsledighet. Det begrenset nedgangen i norsk økonomi. Forbruksveksten ble stimulert av rentereduksjonene gjennom 2003. Rentene har nå kommet ned på et lavt nivå. Utsiktene på arbeidsmarkedet er bedret. Veksten i forbruket har tiltatt ytterligere. Boliginvesteringene har begynt å øke igjen.

Økt antall virkedager i 2004

I 2004 er det 3 flere virkedager enn i 2003. Det er en økning på 1,2 prosent. Økningen i virkedagene vil isolert sett føre til at produksjon og antall utførte timeverk, slik de registreres i nasjonalregnskapet, vil øke fra 2003 til 2004.

Økningen i antall virkedager vil imidlertid ikke slå fullt ut i timeverkene eller i produksjonen. I en del sektorer som sykehus, deler av transport, deler av industri, restaurant og hoteller mv. og kraftproduksjon er det nær kontinuerlig drift. I disse sektorene vil det bare være virkningen av at 2004 er et skuddår som påvirker sysselsettingen og produksjonen. I jordbruk vil det være andre forhold enn virkedager som er viktig for produksjonen. I en del sektorer kan det også tenkes at virkningen på produksjonen blir motvirket av at produktiviteten går ned eller at arbeidstiden faller.

Andre økonomiske størrelser enn produksjon og sysselsetting kan også påvirkes av et endret antall virkedager. Mange arbeidstakere har fast månedslønn. Dette innebærer at lønn

per time vil falle når antall virkedager øker. Dersom et økt antall virkedager også fører til mindre overtidsbruk, vil lønnskostnaden falle ytterligere. Den samlede virkningen på lønnskostnadene per produsert enhet vil også avhenge av hvordan produktiviteten påvirkes.

Den underliggende veksten i økonomien påvirkes lite av at antall virkedager endres mellom år. Selv om produksjonen øker, innebærer et økt antall virkedager at ressursgrunnlaget også øker. Produksjonsgapet påvirkes dermed lite. Bedriftenes prissetting vil trolig påvirkes relativt lite av midlertidige svingninger i lønnskostnadene per produsert enhet som følge av et endret antall virkedager.

Norges Bank har således funnet det mest hensiktsmessig å ikke ta hensyn til virkedagene i prognosene. Våre anslag for BNP, sysselsetting og andre størrelser skal oppfattes som den underliggende veksten i økonomien og kan således betraktes som kalenderkorrigerede.

De siste par årene har utviklingen i husholdningenes disponible inntekter vært sterkt påvirket av store svingninger i utbetalingene av aksjeutbytte fra foretakene. Endringer i skattereglene bidro til unormalt høye utbetalinger i 2002 og trolig også i 2003. Utbyttebetalingene er svært ujevnt fordelt mellom husholdningene. Det ser også ut til at det meste av de ekstraordinære utbetalingene er ført tilbake til bedriftene. Det tilsier at endringene i inntektsveksten som følge av utbyttebetalingene i liten grad har påvirket det samlede private forbruket. Det kommer også til uttrykk i at spareraten, slik den måles i nasjonalregnskapet, økte fra om lag 4 prosent i 2001 til 9,5 prosent i 2002, og var nær 8 prosent i fjor. Hvis de ekstraordinære utbyttebetalingene holdes utenfor, kan spareraten de to siste årene anslås til 5-6 prosent. I anslagene for veksten i husholdningenes realinntekter fremover har vi sett bort fra virkningen av at utbyttebetalingene trolig vil falle nokså mye i årene fremover.

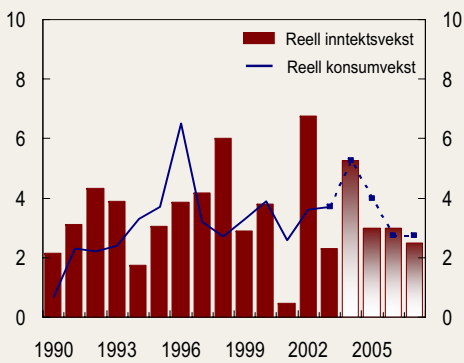
Tabell 3.1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

	2004	2005	2006	2007
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4¼	3¼	2¾	2½
Privat konsum	5¼	4	2¾	2¾
Offentlig konsum	2	1½	1½	1½
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	3¾	4	4	3½
Oljeinvesteringer	10	5	5	-5
Tradisjonell eksport	5¼	3½	3	3
Import	7½	3¾	2½	1½
BNP, Fastlands-Norge	3½	3	2½	2½
Sysselsetting	½	1¼	¾	¾
AKU-ledighet ¹⁾	4¼	4	4	4

¹⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Reell vekst i husholdningenes disponible inntekt og konsum. Prosent. Årstall. 1990 – 2007¹⁾.



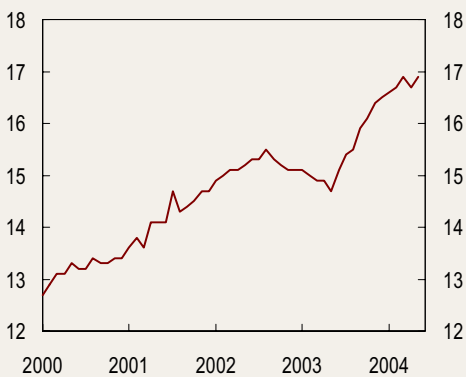
¹⁾ Anslag for 2004-2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i de disponible realinntektene vil bli nokså høy i år, selv med et moderat lønnsoppgjør, se figur 3.4. Det skyldes i hovedsak at renteutgiftene faller og at prisveksten ventes å bli lav. Utover i prognoseperioden venter vi økt sysselsetting og et noe strammere arbeidsmarked. Da vil trolig lønnsinntektene øke noe mer, men veksten i realinntektene vil dempes av høyere prisvekst og stigende netto renteutgifter. Realinntektsveksten anslås til 3 prosent både i 2005 og 2006.

Stor aktivitet i boligmarkedet og høye boligpriser har bidratt til sterk vekst i kreditten til husholdningene. Gjeldsbelastningen har økt, særlig i grupper med lave og midlere inntekter. For disse gruppene slår endringer i renten og dermed i disponibel inntekt trolig nokså mye ut i konsumet. Når rentenivået etter hvert normaliseres, ventes derfor veksten i privat konsum å avta, selv om det er utsikter til økt sysselsetting og en viss nedgang i ledigheten

Figur 3.5 Sesongjusterte boligpriser. 1000 kr per kvadratmeter. Månedstall. Jan. 00 - mai. 04.

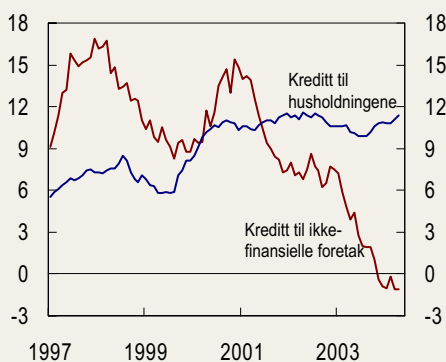


Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund og Eiendomsmeglerforetakenes Forening

Samlet sett venter vi at det private forbruket vil vokse med 5¼ prosent fra 2003 til 2004, i takt med realinntektene. Neste år blir realinntektsveksten trolig lavere. Konsumveksten anslås imidlertid å holde seg relativt høy, og vi anslår et visst fall i spareraten. Utviklingen i spareraten i år og neste år preges av at realinntektene vokser særlig sterkt i år, og at vi legger til grunn at husholdningene ønsker å jevne ut konsumet over tid. I 2006 og 2007 venter vi at konsumet vil vokse mer på linje med veksten i realinntektene.

Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at aktiviteten i boligmarkedet er høy. Boligprisene ser ut til å øke nokså mye fra 2003 til 2004, se figur 3.5. Se Norges Banks rapport *Finansiell Stabilitet 1/2004* for en nærmere drøfting av hva som påvirker utviklingen i boligprisene. Etter at boliginvesteringene falt i første del av fjoråret, tyder foreløpige nasjonalregnskapstall på at de tok seg klart opp allerede mot slutten av fjoråret. Utviklingen trekker i retning av at investeringene i boliger kan øke noe mer i år enn vi tidligere har lagt til grunn.

Figur 3.6 Kredittvekst¹⁾ til husholdninger og foretak. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 97 – apr. 04.



¹⁾ Fra innenlandske kilder (K2)

Kilde: Norges Bank

Gradvis økning i bedriftenes investeringer

Høy vekst i lønnskostnadene over flere år og økt konkurranse har ført til svekket lønnsomhet i mange bedrifter. Behov for konsolidering har ført til at både sysselsettingen og investeringene har falt. Bedriftene i Fastlands-Norge reduserte sine investeringer med over 8 prosent fra 2002 til 2003. Mens gjeldsveksten har vært høy i husholdningene, har bedriftene redusert sin gjeld, se figur 3.6. Tolv månedersveksten i kreditt til ikke-finansielle foretak har vært negativ siden november 2003.

Mange bedrifter effektiviserer driften. En del av bedriftene i vårt regionale nettverk melder nå om bedret lønnsomhet. Veksten i lønnskostnadene per produsert enhet har gått

ned. Det gjenspeiler både lavere lønnsvekst og at mange bedrifter produserer mer effektivt enn før.

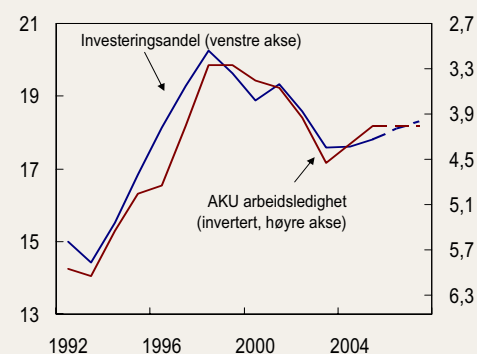
Bedret lønnsomhet og utsikter til god vekst i etterspørselen fra utlandet og fra husholdningene trekker i retning av økte investeringer i næringslivet fremover. Siden begynnelsen av 1990-tallet har investeringsandelen i Fastlands-Norge svingt i takt med konjunktorene, slik de kommer til uttrykk ved utviklingen i arbeidsledigheten, se figur 3.7. I den konjunkturoppgangen vi nå er inne i, anslås investeringene som andel av BNP å øke på linje med det vi har sett i tidligere oppgangsperioder.

I varehandelen og deler av tjenesteytende sektor er aktiviteten blitt holdt oppe av god vekst i husholdningenes etterspørsel. Det private forbruket vil trolig fortsette å vokse sterkt de nærmeste årene. Boliginvesteringene ser også ut til å ta seg opp. Det tilsier at aktivitetsveksten i varehandelen og en del tjenesteytende bedrifter vil fortsette. Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at investeringene i disse næringene har begynt å øke. Importen av investeringsvarer som kontormaskiner og datautstyr har tatt seg opp den senere tiden, samtidig som importen av kjøretøyer til næringslivet er høy.

Investeringene i tjenesteytende næringer vil trolig dempes noe av at mange kontorlokaler fortsatt står ledige. Det begrenser behovet for investeringer i nye bygg. Som følge av denne overkapasiteten, ventes investeringene i tjenesteyting og varehandel å utgjøre en noe mindre andel av verdiskapingen enn de har gjort i gjennomsnitt de siste ti årene. Likevel ventes varehandel og tjenesteyting å bidra sterkest til veksten i fastlandsbedriftenes investeringer fremover.

I industrien er det også tegn til en mer positiv utvikling, men bildet er ikke like entydig. Deler av industrien møter økt etterspørsel fra utlandet. Blant annet bidrar høy vekst i USA og i flere av landene i Asia og Øst-Europa til økt etterspørsel og høyere priser på en del råvarer. Både industriens konjunkturbarometer og vårt regionale nettverk gir signaler om økt optimisme blant produsenter av innsatsvarer. Situasjonen er ikke like positiv i andre industrinæringer. Selv om konkurranseevnen er styrket i det siste, demper høye lønnskostnader fortsatt aktiviteten. Produksjonen av investeringsvarer og konsumvarer utvikler seg fortsatt nokså svakt, se figur 3.8. Samlet sett har industriproduksjonen sluttet å falle, men viser ennå ikke vesentlig vekst. Økt optimisme og noe høyere kapasitetsutnyttning trekker likevel i retning av at investeringene i industrien kan vokse moderat i årene fremover.

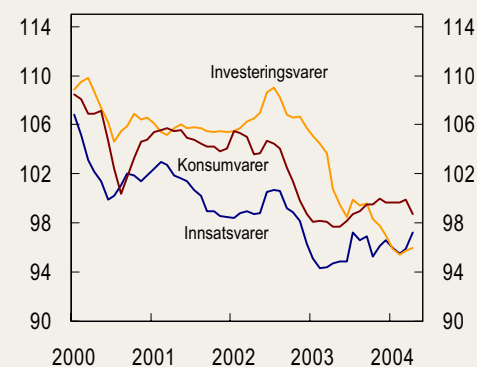
Figur 3.7 AKU-ledighet, investeringer i Fastlands-Norge som andel av Fastlands-BNP. Prosent. Årstall. 1992 – 2007¹⁾.



¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

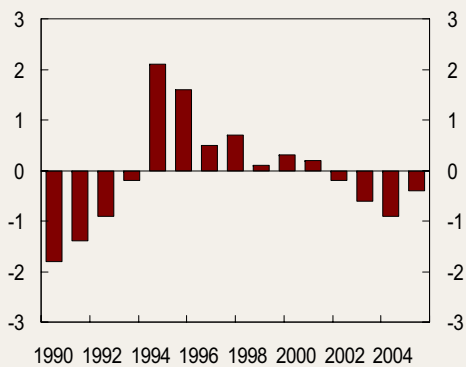
Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Figur 3.8 Produksjonsindeks for industrien. Volumindeks. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Jan. 00 – apr. 04.



Kilde: Statistisk Sentralbyrå

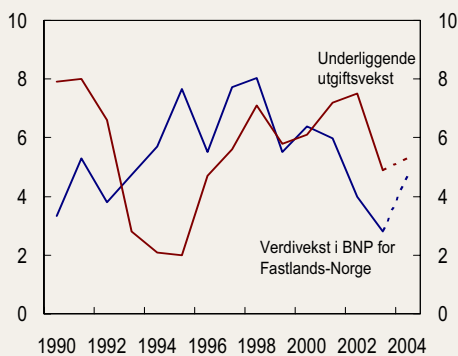
Figur 3.9 Endring i strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse¹⁾. Årstall. 1990 – 2004.



¹⁾ Budsjettbalansen i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, endring fra foregående år

Kilde: Revidert Nasjonalbudsjett 2004

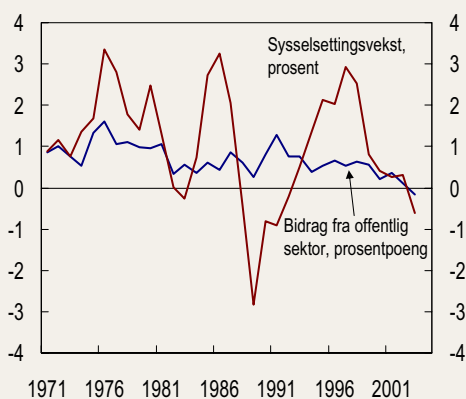
Figur 3.10 Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra året før. Prosent. 1990 – 2004¹⁾.



¹⁾ Anslag for 2004

Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.11 Vekst i antall sysselsatte og bidrag fra offentlig sektor. Årstall. 1971 – 2003.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Investeringene i petroleumsutvinning inkludert rørtransport ble svært høye i 2003. Etter en vekst på 16 prosent fra 2002, nådde de 63,3 mrd. kroner i fjor. Veksten skyldes hovedsakelig større investeringer i anlegg på land, mens investeringene i letevirksomhet ble de laveste på mange år. Både i inneværende år og neste år antar vi at investeringene i utvinning og rørtransport vil fortsette å vokse. Utbyggingene av Snøhvit og Ormen Lange er viktige bidragsyttere. Når disse to store utbyggingene er avsluttet, vil de samlede petroleumsinvesteringene trolig falle. I anslagene legger vi til grunn at oljeprisen vil holde seg nokså høy i årene fremover. En slik utvikling vil trolig dempe fallet i investeringene.

Sterkere stimulans fra finanspolitikken

Retningslinjene for budsjettpolitikken innebærer at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Samtidig skal finanspolitikken bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

Statsregnskapet for 2003 viser et vesentlig større strukturelt, oljekorrigert underskudd enn anslått i Nasjonalbudsjettet 2004, se figur 3.9. Underskuddet for i år ligger også an til å bli større enn tidligere anslått. I det vedtatte budsjettet for 2004 er bruken av oljeinntekter anslått å bli 22 milliarder kroner høyere enn det en mekanisk anvendelse av handlingsregelen tilsier. Stimulansen fra finanspolitikken i perioden fra 2002 til 2004 sett under ett blir sterkere enn lagt opp til i Nasjonalbudsjettet 2004.

Den underliggende verdiveksten i statsbudsjettets utgifter anslås til rundt 5 prosent både i 2003 og 2004. Dette er høyere enn verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge i samme periode, se figur 3.10, men på linje med trendveksten.

I anslagene for veksten i de offentlige utgiftene fra og med 2005, legger vi til grunn uendret strukturelt, oljekorrigert underskudd, og at utgiftene til offentlig forvaltning vokser i takt med trendveksten i verdien av BNP for Fastlands-Norge. Basert på denne forutsetningen, anslår vi realveksten i utgiftene til offentlig forvaltning til om lag 1½ prosent fra og med 2005.

Sysselsettingen i offentlig forvaltning falt med ½ prosent fra 2002 til 2003, og har de siste par årene ikke gitt det samme stabile bidraget til den samlede sysselsettingsveksten som tidligere, se figur 3.11. Det kan skyldes at kommuneøkonomien ble svekket som følge av sterk vekst i lønnskostnadene over flere år. Sysselsettingen er også redusert gjennom effektivisering og utsetting av offentlige oppgaver til private aktører.

Verdiveksten i kommunenes samlede inntekter anslås til nærmere 7 prosent fra 2003 til 2004, etter en vekst på 4 prosent i fjor. Den reelle veksten i kommunenes samlede inntekter fra 2003 til 2004 anslås til 3¼ prosent. Dette er den sterkeste reelle inntektsveksten siden 1997.

Høy inntektsvekst kan gi grunnlag for at aktiviteten øker i år, etter å ha vært om lag uendret i 2002 og 2003. Dette innebærer også at sysselsettingen i kommunene kan øke fremover. På den annen side er underskuddene på kommunale budsjetter store, og gjelden øker. Vi legger til grunn at om lag halvparten av veksten i inntektene i år blir brukt til å redusere underskuddene. Det kommunale konsumet anslås å øke med 1¼ prosent.

Bedring i arbeidsmarkedet

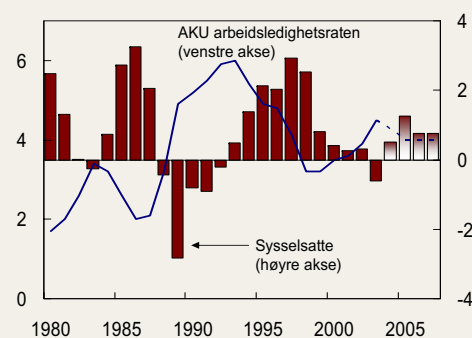
Sysselsettingen har økt lite siden i fjor sommer, selv om veksten i produksjonen har vært høy. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var sysselsettingen i første kvartal i år 0,3 prosent lavere enn første kvartal i fjor. Industrisysselsettingen har falt, mens sysselsettingen har økt innen undervisning, helse- og sosialtjenester og i varehandelen.

Rapporter fra vårt regionale nettverk tyder på moderat vekst i sysselsettingen fremover. Tilgangen på utlyste stillinger i media er fortsatt lav. Våre kontakter vurderer imidlertid utsiktene som noe bedre enn i begynnelsen av året. Dette gjelder særlig privat tjenesteyting. Vi venter at sysselsettingen øker med ½ prosent fra 2003 til 2004, se figur 3.12. Dette tilsvarer en vekst i antall sysselsatte på 13 000 personer. En slik utvikling innebærer at sysselsettingen vil vokse nokså moderat i forhold til etterspørsel og produksjon. I årene fremover venter vi at forskjellen mellom veksten i produksjonen og veksten i antall sysselsatte personer vil bli noe mindre. Sysselsettingen anslås å øke med 1¼ prosent neste år, og ¾ prosent i 2006 og 2007.

Veksten i tilbudet av arbeidskraft har vært lav det siste året etter flere år med vekst på linje med, eller sterkere enn, veksten i befolkningen, se figur 3.13. Yrkesfrekvensen falt med 0,6 prosentpoeng i fjor, til 72,9 prosent. Utviklingen må ses i lys av svakere økonomisk utvikling. Erfaringsmessig fører svekkelse av arbeidsmarkedet til at noen velger å trekke seg ut av arbeidsstyrken, for eksempel for å ta utdanning. Økt økonomisk aktivitet fremover vil trekke arbeidstilbudet opp.

Også strukturelle endringer påvirker arbeidstilbudet. Fra 1980 til 2003 økte tilbudet av arbeidskraft i gjennomsnitt noe mer enn befolkningen i alderen 16 til 74 år. Forskjellen skyldes blant annet økt yrkesdeltakelse blant kvinner. I tillegg ga endringer i befolknings sammensetningen positive bidrag

Figur 3.12 Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet¹⁾ i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980 – 2007²⁾.

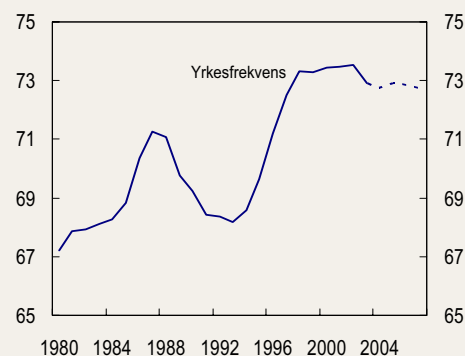


¹⁾ AKU-ledighet

²⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

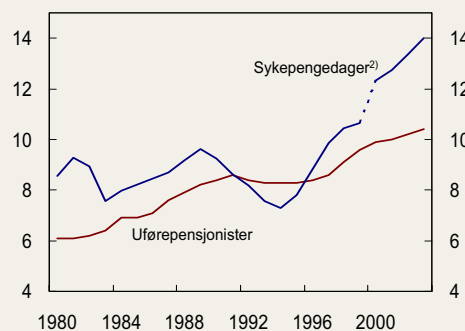
Figur 3.13 Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i alderen 16 – 74 år (yrkesfrekvens). Prosent. Årstall. 1980 – 2007¹⁾.



¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Antall uførepensjonister i prosent av befolkningen (18 – 67 år) og antall sykepengedager per sysselsatt¹⁾. 1980 – 2003.

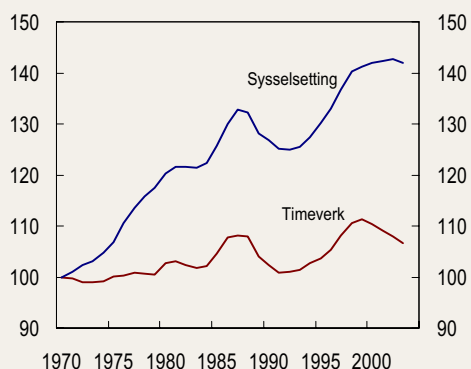


¹⁾ Betalt av folketrygden

²⁾ Fra og med 2000 omfatter sykepengeordningen også alle statsansatte. Det gir brudd i serien mellom 1999 og 2000.

Kilde: Trygdeetaten

Figur 3.15 Utviklingen i antall utførte timeverk og antall sysselsatte personer i Fastlands-Norge. Årstall. Indeks. 1970=100. 1970 – 2003.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

til arbeidstilbudet. Økningen i antall uførepensjonister har trukket i motsatt retning. I gjennomsnitt har veksten i antall uførepensjonister trukket ned veksten i arbeidstilbudet med 0,2 prosentpoeng per år fra 1980 til 2003, se figur 3.14.

Økning i antall uførepensjonister vil trolig fortsette å dempe veksten i arbeidsstyrken i årene fremover. Endringer i befolkningssammensetningen vil etter hvert også bidra til å trekke arbeidstilbudet noe ned. Dessuten er mye av potensialet for økt yrkesdeltaking blant kvinner uttømt.

Samlet sett anslår vi at arbeidsstyrken vokser med 1 prosent neste år. I 2006 og 2007 ventes arbeidsstyrken å vokse noe mindre enn befolkningen i arbeidsfør alder. Med en slik utvikling i arbeidstilbudet og i sysselsettingen, vil ledigheten gå svakt ned i år og neste år. Målt ved arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) anslås ledigheten til 4 prosent i årene fra 2005 til 2007.

Veksten i antall utførte timeverk har vært vesentlig lavere enn veksten i antall sysselsatte, se figur 3.15. Økt utbredelse av deltidsarbeid kan forklare noe av utviklingen, men en markert økning i sykefraværet har også bidratt. De siste ti årene har sykefraværet i gjennomsnitt økt med rundt ¼ prosent i året. I anslagene har vi lagt til grunn at økt sykefravær og økende omfang av deltidsarbeid fortsatt vil begrense veksten i timeverkene noe, men mindre enn de siste ti årene.

4 | Inflasjonsanslag

4.1 Inflasjonsutsiktene

Inflasjonen er fortsatt svært lav, men har økt noe de siste månedene. Norges Banks styringsrente er satt ned til 1,75 prosent. Kronkursen, målt mot et gjennomsnitt av valutaene til de 44 landene vi importerer mest fra, har svekket seg med om lag 10 prosent siden begynnelsen av 2003.

I Inflasjonsrapport 1/04, som ble publisert i mars, anslo vi at prisstigningen ville komme opp til inflasjonsmålet på 2½ prosent i løpet av våren 2006. Siden begynnelsen av mars har kronkursen styrket seg med om lag 3 prosent. Terminkursen tyder nå på forventninger om at kronkursen vil bli liggende om lag på dagens nivå i årene fremover, se figur 4.1. Samtidig har markedsaktørene justert opp sine renteforventninger, se figur 4.2. Dersom vi legger denne utviklingen til grunn for renten og valutakursen, er det utsikter til at inflasjonen vil holde seg lavere enn inflasjonsmålet fram til sommeren 2007.

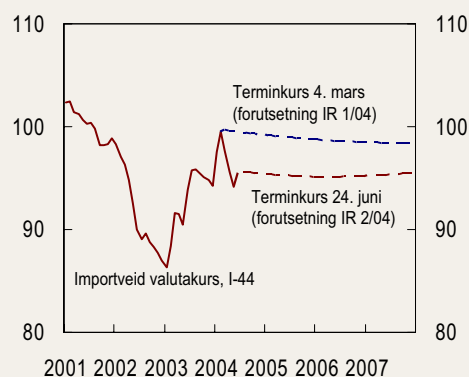
Inflasjonen i Norge holdes nede av lave, og til dels negative, prisimpulser fra utlandet. Prisveksten på internasjonalt handlede varer målt ved andre lands eksportpriser har tatt seg opp, men er fortsatt lav. I tillegg kommer en stadig større andel av vår import av konsumvarer fra lavkostland i Asia og Sentral-Europa. Det demper virkningen på inflasjonen av at kronkursen er blitt svakere det siste halvannet året.

Prisstigningen på norskproduserte varer og tjenester holdes nede av sterk konkurranse. Det har gitt press på fortjenestemarginene. Mange bedrifter har gjennomført kostnadsreducerende tiltak, slik at produktiviteten har økt. Lønnsveksten har avtatt. Det er tegn til at norsk økonomi kan tåle høy vekst den nærmeste tiden uten at pris- og lønnsveksten tiltar vesentlig.

Prisstigningen anslås likevel å ta seg opp i tiden fremover. Svekkelsen av kronen gjennom 2003 vil gi økte priser på importerte konsumvarer. Justert for sesongvariasjoner, anslås veksten i KPI-JAE fra måned til måned å bli positiv de kommende månedene, se figur 4.3. Målt fra samme måned året før vil veksten i KPI-JAE øke nokså raskt fram mot årsskiftet, se figur 4.4.

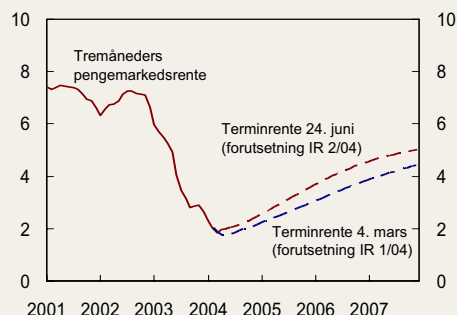
Etter anslagene vil inflasjonen fortsette å øke i årene fra 2005 til 2007, men i en langsommere takt. Andre drivkrefter enn valutakursen vil trekke prisstigningen opp. Etterspørselen i norsk økonomi anslås å holde seg høy. Det ventes etter hvert å føre til at flere ressurser tas i bruk. Økt etterspørsel etter arbeidskraft vil gi lavere ledighet. Da er det utsikter til noe høyere lønnsvekst. Produksjonsgapet vil etter hvert bli svakt positivt.

Figur 4.1 Forutsetning for kronkursen (I-44)¹⁾. Terminkurs. Månedstill.



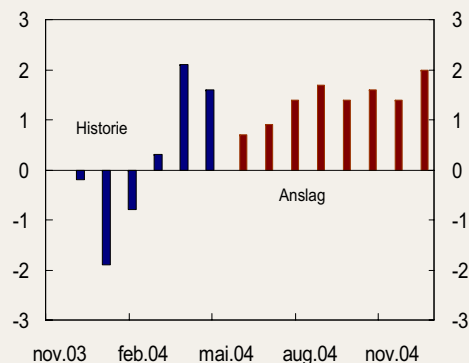
¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs
Kilde: Norges Bank

Figur 4.2 Forutsetning for pengemarkedsrenten¹⁾. Terminrente²⁾. Månedstill. Prosent.



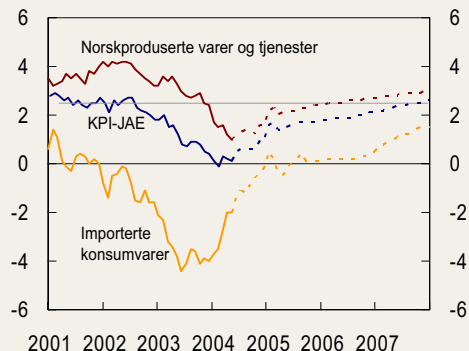
¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten
²⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med mai 2004. Tremåneders terminrente er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fire statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 4. mars og 24. juni
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 KPI-JAE. Sesongjustert månedsvekst. Tremåneders glidende gjennomsnitt omregnet til årlig rate. Okt. 03 – des. 04¹⁾.



¹⁾ Anslag fra jun. 04 – des. 04
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07²⁾.



¹⁾ Norges Banks beregninger

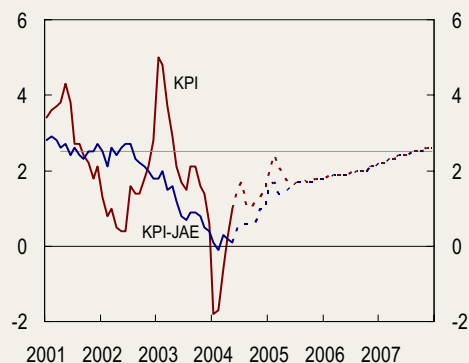
²⁾ Anslag fra jun. 04 – des. 07

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Økte råvarepriser trekker i retning av høyere importerte prisimpulser fremover. Utsiktene for lønnsveksten internasjonalt peker derimot mot en vedvarende moderat prisutvikling. Vridningen av importen mot lavkostland trekker ned prisene på de konsumvarene vi importerer. Vi venter at denne utviklingen fortsetter de nærmeste årene. Mot slutten av prognoseperioden legger vi til grunn at de internasjonale prisimpulsene normaliseres.

Styrkingen av kronkursen siden mars i år vil etter hvert dempe prisveksten på importerte konsumvarer. Med forutsetningen som er lagt til grunn for kronkursen, anslås prisene på disse varene å holde seg om lag uendret i 2005 og 2006, se figur 4.4. Etter hvert vil virkningen av kronestyrkingen siden mars avta. Da anslås høyere internasjonale prisimpulser å føre til høyere prisvekst på importerte konsumvarer.

Figur 4.5 KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07¹⁾.



¹⁾ Anslag fra jun. 04 – des. 07

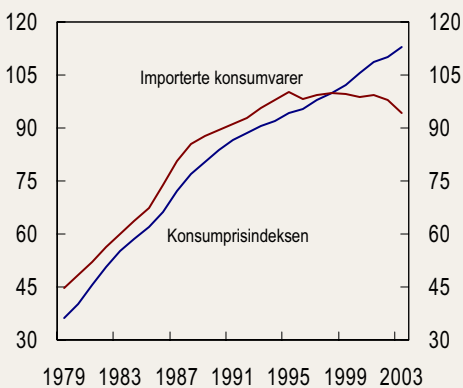
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Oljeprisen har vært høy over lengre tid. Siden årsskiftet har den steget med om lag 15 prosent. Den direkte virkningen av oljeprisen på prisveksten måles ikke i KPI-JAE som er uten energipriser. Indirekte effekter, som for eksempel økte kostnader til drivstoff i transportnæringen, vil likevel gi en viss positiv impuls til prisveksten.

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

Utviklingen i konsumprisindeksen inkludert avgifter og energi (KPI) har vært preget av de store variasjonene i elektrisitetsprisene siden inngangen av fjoråret, se figur 4.5. Denne effekten er nå i stor grad faset ut, og KPI-veksten har tatt seg opp. Den siste tiden har økte oljepriser bidratt til høyere bensinpriser. Denne utviklingen gir utsikter til at KPI vil øke noe raskere enn KPI-JAE den nærmeste tiden. Utover i prognoseperioden er det lagt til grunn at de to indeksene vokser i samme takt.

Figur 4.6 KPI og priser på importerte konsumvarer. Årstall. Indeks. 1998=100. 1979 – 2003.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

4.2 Nærmere om prisimpulsene

Lave, men økende internasjonale prisimpulser

Den lave prisveksten på importerte konsumvarer har vart ved siden midten av 1990-tallet. I denne perioden har prisveksten på disse varene vært betydelig lavere enn veksten i samlet KPI, se figur 4.6. Utviklingen kan i hovedsak forklares av lave prisimpulser fra utlandet. Lav vekst i kostnadene knyttet til distribusjon og salg av varene i Norge har trolig også bidratt. De siste to årene har kronestyrkingen i 2002 dempet prisveksten ytterligere.

De internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi, slik vi måler dem, har vært negative de siste årene. Målt i utenlandsk valuta falt prisene på konsumvarer som importeres til Norge anslagsvis med 1½ prosent i fjor.

De internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi ventes å ta seg gradvis opp i årene fremover. Anslagene er basert på at veksten i eksportprisene hos våre handelspartnere tiltar. Produsentprisene har begynt å øke internasjonalt, mye som følge av høyere priser på olje og andre råvarer. Etter hvert anslår vi at noe høyere kapasitetsutnyttning også vil bidra til økt inflasjon ute. Virkningen på importprisene til Norge blir dempet av at importvridningen mot lavkostland anslås å fortsette. Det er trolig et potensial for videre vekst i importandelene fra Kina og land i Sentral-Europa med lave kostnadsnivåer. Denne vridningen har de siste årene bidratt til fallende forbrukerpriser på klær og sko, se figur 4.7.

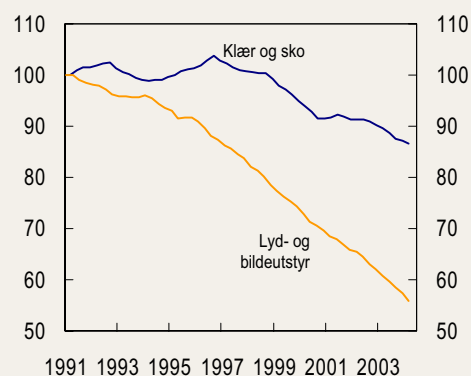
Vi antar at det internasjonale prisfallet på varer innen IT og telekommunikasjon samt i lyd- og bildebransjen vil fortsette de nærmeste par årene. I Norge har prisene på lyd- og bildeutstyr falt med 5,5 prosent per år i gjennomsnitt siden midten av 1990-tallet. Forbrukerprisene på slike varer har også falt i andre land. Utviklingen skyldes trolig høy produktivitetsvekst og sterk internasjonal konkurranse.

I anslagene har vi lagt til grunn at prisfallet på klær, sko og lyd- og bildeutstyr vil fortsette de kommende to årene. Vi har imidlertid få holdepunkter for å vente at denne utviklingen vil vare ved på lang sikt. Prisene på disse varene anslås derfor å vokse mer i takt med prisene på andre konsumvarer vi importerer mot slutten av prognoseperioden. De samlede prisimpulsene fra utlandet ventes å ta seg opp til ¾ prosent i 2007, se figur 4.8.

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 kostnader knyttet til salg og distribusjon i Norge. Disse kostnadene har trolig vokst lite de siste årene, blant annet som følge av sterk produktivitetsvekst i varehandelen. I mange bransjer har sammenslåinger og kjedesamarbeid gitt lavere innkjøpskostnader og bedre utnyttning av stordriftsfordeler i logistikk og lagerhold.

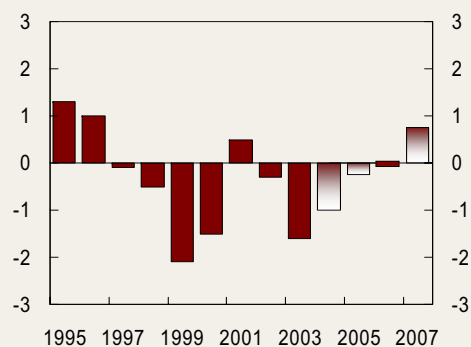
I anslagene legger vi til grunn at den innenlandske kostnadsveksten etter hvert vil normaliseres. En mer normal produktivitetsutvikling i varehandelen vil bidra til at utsalgsprisene på de konsumvarene vi importerer tar seg opp.

Figur 4.7 Anslått prisutvikling for noen importerte konsumvarer, målt i utenlandsk valuta. Kvartalstall. Indeks. 1.kv. 91=100. 1.kv. 91 – 1.kv. 04.



Kilder: EcoWin og Norges Bank

Figur 4.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Årstall. 1995 – 2007¹⁾.

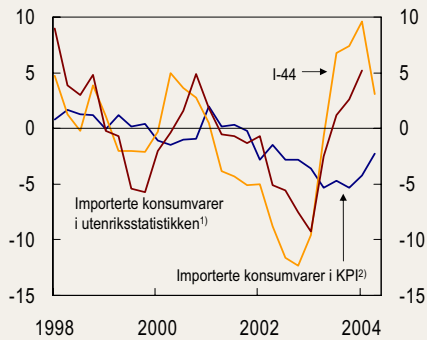


¹⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilde: Norges Bank

Valutakursutviklingen vil bringe prisveksten opp

Figur 4.9 Priser på importerte konsumvarer i KPI og i utenrikshandelsstatistikken, og I-44. 4-kvartalersvekst. Prosent. 1.kv. 98 – 2.kv. 04.



¹ Norges Banks beregninger: Klær og tilbehør, sko, møbler, mat og drikke.

² Uten lyd- og bildeutstyr og biler. Observasjoner i april og mai 04 er lagt til grunn for 2. kvartal.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fram til neste vår ventet vi at tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer vil øke raskt som følge av svekkelsen av kronkursen i fjor. Endringer i kronkursen kommer relativt fort til syne i importprisene slik de måles i utenrikshandelsstatistikken, se figur 4.9. Som følge av svekkelsen av kronen gjennom 2003, har disse prisene økt siden i fjor sommer. Erfaringsmessig slår endringer i valutakursen ut i importprisene om lag et halvt år tidligere enn i konsumprisene. Det var derfor ventet at priset på importerte konsumvarer ville bli gradvis mindre fra begynnelsen av 2004. Utviklingen i valutakursen gjennom fjoråret trekker i retning av at prisene på importerte konsumvarer fortsetter å øke gjennom 2004.

Med den valutakursutviklingen som lå til grunn for analysene i Inflasjonsrapport 1/04, anslo vi at valutakursen ville gi et vesentlig positivt bidrag til konsumprisveksten i 2005 og 2006. Målt ved den importveide indeksen I-44, er kronen om lag 3 prosent sterkere enn i begynnelsen av mars i år. Terminkursen innebærer at kronen blir liggende rundt dagens nivå i årene fremover. Endringen i kronkursen fører isolert sett til at prisene på importerte konsumvarer vil øke mindre i årene fremover enn vi så for oss i mars, se figur 4.10.

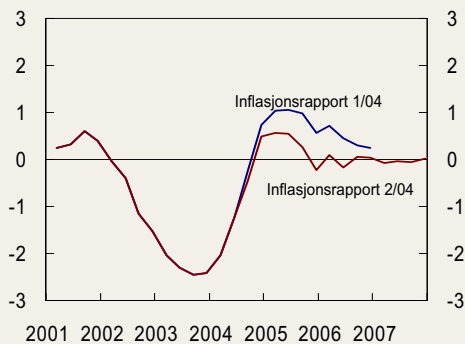
Økt konkurranse demper inflasjonen

Veksten i norsk økonomi har økt. Vi anslår at produksjonsgapet blir svakt negativt i år, men lukkes fram mot 2005. Normalt vil kostnadene øke igjen når den ledige kapasiteten bygges ned. Konkurransen er imidlertid skjerpet i flere næringer som følge av nyetableringer og endringer i rammebetingelser. Veksten i lønnskostnadene per produsert enhet har falt det siste året, se figur 4.11. Det har bidratt til å trekke prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ned. Vi har lagt til grunn at økt konkurranse og rasjonalisering gir sterkere vekst i produksjonspotensialet i år enn normalt. En slik utvikling vil bidra til fortsatt lavt prispress på norskproduserte varer og tjenester en tid fremover. Fra 2005 legger vil til grunn at produksjonspotensialet vokser mer på linje med historiske erfaringer.

Inflasjonsforventningene på lang sikt avviker ikke vesentlig fra inflasjonsmålet

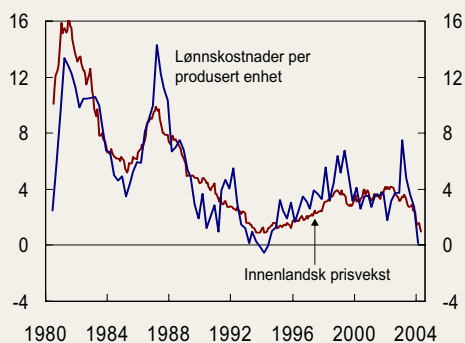
Konsumprisveksten har vært lavere enn inflasjonsmålet siden sommeren 2002. Prisstigningen er nå svært lav. Med de forutsetningene som er lagt til grunn i denne rapporten, vil det ta noe tid før prisveksten kommer opp til inflasjonsmålet. Hvis inflasjonen blir liggende under målet i lengre tid, er det fare for at inflasjonsforventningene får feste på et for lavt nivå. Det kan i seg selv gjøre det mer krevende å bringe inflasjonen tilbake til målet.

Figur 4.10 Bidrag til prisvekst på importerte konsumvarer fra valutakurs basert på historie og terminkurs i Inflasjonsrapport 1/04 og 2/04. Prosentpoeng. Kvartalstall. 1.kv. 01 – 4.kv. 07.



Kilde: Norges Bank

Figur 4.11 Lønnskostnader per produsert enhet¹⁾ og innenlandsk prisvekst²⁾. Vekst fra samme periode året før. Prosent. Jun. 80 – mai. 04.



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

² Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Månedstall

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjonsforventninger kan måles på ulike måter. I TNS Gallups forventningsundersøkelse blir ulike aktører spurt om deres inflasjonsforventninger på 1, 2 og 5 års sikt. Undersøkelsene tyder på at inflasjonsforventningene fortsatt er godt forankret rundt inflasjonsmålet på lang sikt, se figur 4.12. På kortere sikt venter aktørene i økonomien at inflasjonen vil være noe lavere enn inflasjonsmålet på 2½ prosent. I 2. kvartal i år ventet både ekspertpanelet og partene i arbeidslivet som deltar i undersøkelsen, at konsumprisveksten vil ligge under 2 prosent på 1 års sikt. På 2 års sikt venter de at konsumprisveksten vil øke noe, men fremdeles ikke komme helt opp til inflasjonsmålet, se figur 4.13. Se egen utdyping på side 48 for en nærmere drøfting av inflasjonsforventningene internasjonalt og i Norge.

Lav inflasjon demper lønnsveksten

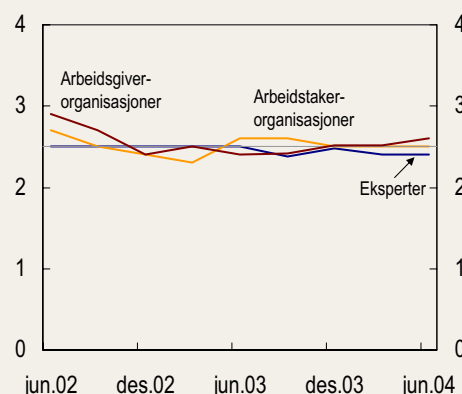
Lønnsveksten har kommet ned, etter å ha vært høy i en årrekke. Resultatene fra de områdene som er ferdigforhandlet i årets lønnsoppgjør trekker i retning av at årslønnsveksten i år blir om lag 3¾ prosent i gjennomsnitt for alle grupper.

Høyere vekst i norsk økonomi tilsier et noe strammere arbeidsmarked fremover. Det slår normalt ut i økte lønnskrav. Forventninger om fortsatt lav inflasjon kan virke motsatt. I årets lønnsoppgjør la partene trolig til grunn at konsumprisveksten fra 2003 til 2004 ville bli lavere enn inflasjonsmålet. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene anslo før lønnsoppgjøret at KPI-veksten i år ville bli 1 prosent. Disse forventningene bidro trolig til å holde de nominelle tilleggene nede. Med de forutsetningene om rente og kronkurs som er lagt til grunn i denne rapporten, er det utsikter til at prisveksten vil ligge under inflasjonsmålet både i 2005 og 2006. En slik utvikling vil trolig gi lavere lønnstillegg enn i en situasjon der inflasjonen forventes å være nær 2½ prosent.

Neste år anslås arbeidsledigheten målt ved AKU å falle til 4 prosent. Økningen i årslønnen anslås til 4½ prosent, se figur 4.14. Arbeidsledigheten ventes å holde seg stabil på 4 prosent i 2006 og 2007. Likevel anslås lønnsveksten å bli noe høyere i disse årene, som følge av forventninger om høyere inflasjon.

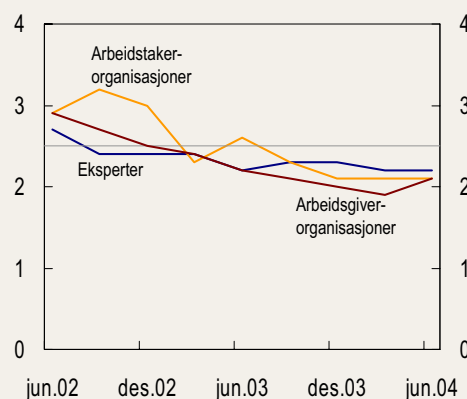
Anslagene innebærer at konsumentenes reallønn vil øke nokså mye, se figur 4.15. Den lave prisveksten på importerte konsumvarer holder KPI-veksten nede og skaper rom for at konsumentenes reallønn kan vokse mye samtidig som lønnsomheten i bedriftene holdes oppe. Prisene norske bedrifter får for sine varer og tjenester anslås å øke mer enn samlet KPI. Sett i forhold til prisveksten på norske bedrifters produkter, er lønnsveksten lavere og mer i tråd med den anslåtte utviklingen i produktiviteten.

Figur 4.12 Forventet konsumprisvekst om 5 år. Prosent. Kvartalstall. 2.kv. 02 – 2.kv. 04.



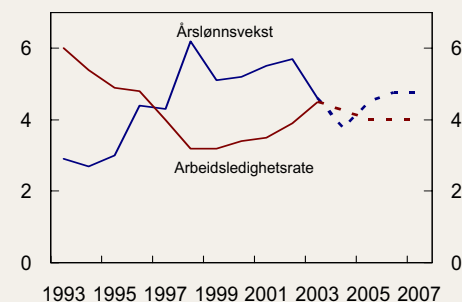
Kilde: TNS Gallup

Figur 4.13 Forventet konsumprisvekst om 2 år. Prosent. Kvartalstall. 2.kv. 02 – 2.kv. 04.



Kilde: TNS Gallup

Figur 4.14 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate²⁾. Prosent. Årstall. 1993 – 2007³⁾.



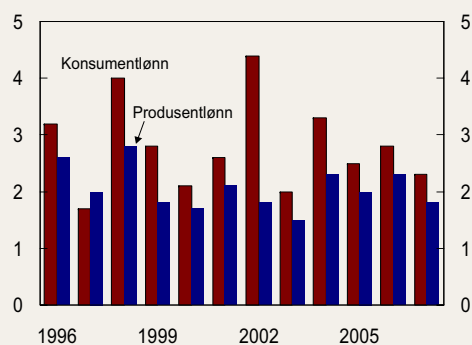
¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader knyttet til økt ferie

²⁾ AKU

³⁾ Anslag for 2004 – 2007

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

Figur 4.15 Reell vekst i konsumentlønn og produsentlønn¹⁾. Prosent. Årstall. 1996 – 2007²⁾.

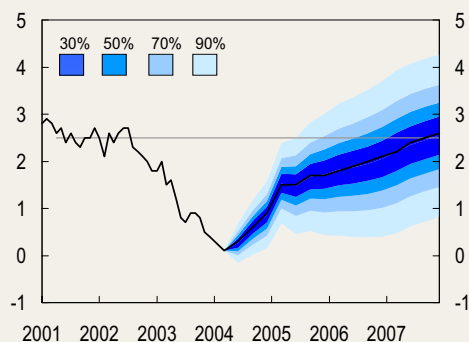


¹⁾ Konsumprisvekst på norskproduserte varer og tjenester er benyttet som deflator for produsentlønnen. KPI er deflator for konsumentlønnen.

²⁾ Anslag for 2004 – 2007

Kilde: Norges Bank

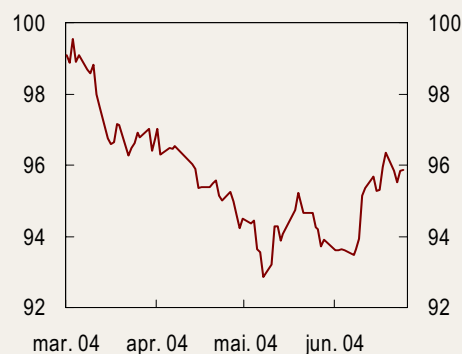
Figur 4.16. Anslag og usikkerhet for KPI-JAE¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07.



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 4.17 Utviklingen i I-44. Dagstall. 1. mar. 04 – 24. jun. 04.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

I forbindelse med lønnsoppgjøret i år har Regjeringen uttrykt at det i løpet av året vil fremmes forslag om obligatorisk tjenstepensjon med visse minimumsstandarder for alle lønsmottakere som ikke allerede har bedre ordninger. Virkningen på bedriftenes kostnader er usikker. En innføring av tjenstepensjon som ikke motsvares av lavere lønnstillegg, vil kunne gi en vekst i arbeidskostnadene som er høyere enn vi anslår.

4.3 Risikovurderinger

Våre fremskrivninger av prisveksten er basert på forutsetninger om terminrente og terminkurs, våre anslag for innenlandsk pris- og kostnadsutvikling og internasjonale prisimpulser. Det er vesentlig usikkerhet knyttet til disse forholdene. Det er også usikkerhet knyttet til våre analyser av sammenhengene i økonomien. Samlet sett vurderer vi usikkerheten rundt inflasjonsanslagene som balansert. Figur 4.16 illustrerer usikkerheten rundt anslagene for inflasjonen beregnet ut fra historiske avvik mellom anslag og faktisk utvikling i KPI-JAE.

Kronekursen har svingt vesentlig de siste årene og bidratt til svingninger i inflasjonen og i inflasjonsanslagene. Styrkingen av kronkursen siden Inflasjonsrapport 1/04 ble ferdigstilt i mars, er den viktigste årsaken til at inflasjonen fremover nå anslås lavere. I perioden siden begynnelsen av mars har det vært vesentlige endringer i kronkursen, se figur 4.17. Kursforventningene fremover, slik de kommer til uttrykk i terminkursen, har også variert mye. Disse svingningene kan ha sammenheng med endringer i den forventede renteforskjellen mellom Norge og handelspartnerne, men andre forhold, som endringer i oljeprisen, har trolig også bidratt.

Anslagene for inflasjonen er følsomme for endringer i kronkursen. Dersom kronkursen utvikler seg annerledes enn forutsatt i denne rapporten, vil det påvirke utsiktene for inflasjonen. Dersom verdien av kronen faller tilbake mot nivået den hadde i begynnelsen av mars, vil det være utsikter til at inflasjonen kommer raskere tilbake til målet enn anslått i denne rapporten. Tilsvarende vil en videre styrking av kursen trekke i retning av lavere inflasjon enn anslått gjennom prognoseperioden.

Det beregnede gjennomslaget fra kronkursen til konsumprisene er også usikkert. Blant annet har vi nokså kort erfaring med hvordan aktørene setter sine priser når pengepolitikken er innrettet mot inflasjonsstyring.

Lettelsene i pengepolitikken som er gjennomført siden desember 2002, er betydelige. Erfaringene med så store og raske lettelsener i pengepolitikken og et så lavt nominelt rentenivå er begrenset. Dersom anslagene undervurderer

virksomheten stimulansene har på den samlede etterspørselen, kan kapasitetsutnyttningen øke raskere. Det kan da oppstå knapphet på arbeidskraft tidligere enn vi har lagt til grunn, slik at lønnsveksten blir høyere enn anslått.

På den annen side kan det i lønnsforhandlingene bli lagt større vekt på industriens konkurransevne og den lave prisveksten enn vi har lagt til grunn. Da kan lønnsveksten bli lavere 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 produksjonspotensialet fortsette i flere år fremover. Det vil gi grunnlag for at produksjonen kan bli høyere uten at lønns- og prisveksten tiltar.

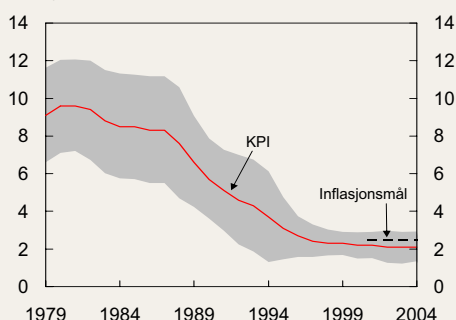
Den internasjonale konjunkturoppgangen synes å ha fått sterkere feste. Oppgangen internasjonalt kan føre til høyere inflasjon ute enn antatt. Det vil kunne gi høyere prisimpulser fra våre handelspartnere. Etterspørselen etter norske eksportvarer kan også øke mer enn anslått.

Den markerte prisøkningen på olje og en del andre råvarer skyldes dels spesielle faktorer som uro i Midtøsten, men er også en følge av økt etterspørsel. Prisimpulsene utenfra kan bli sterkere enn antatt dersom prisoppgangen på olje og andre råvarer varer ved.

Kinesiske myndigheter har i år iverksatt tiltak for å dempe den økonomiske veksten og unngå overoppheting av økonomien. Dersom veksten i Kina bremser kraftig opp, kan det bidra til lavere etterspørsel og lavere råvarepriser. Dette kan bidra til lavere inflasjon også i Norge. Det er også mulig at vridningene av vår import mot lavkostland blir mer omfattende enn lagt til grunn, slik at importprisene ikke tar seg opp i tråd med våre anslag.

5 | Pengepolitiske vurderinger

Figur 5.1 KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾. 1979 – 2004³⁾. Prosent.



¹⁾ Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake, gjeldende år og 2 år fram.
²⁾ Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik.
³⁾ Tall fra 2002 – 2004 er basert på anslag

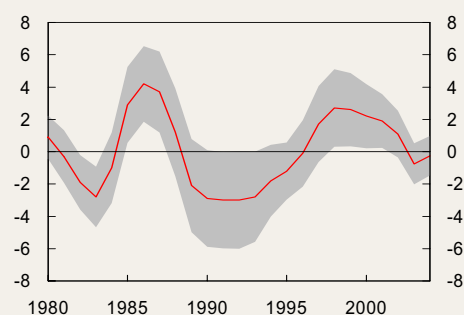
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 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.

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 at den gjennomsnittlige inflasjonen, målt ved konsumprisindeksen (KPI), har falt gjennom 1980- og 1990-tallet. Over tid vil utviklingen i KPI være sammenfallende med utviklingen i den underliggende inflasjonen (KPI-JAE). Det grå området i figuren illustrerer variasjonen i inflasjonen, hovedsakelig basert på hvor stor variasjonen har vært de foregående årene. Figuren viser at variasjonen i inflasjonen har vært mindre det siste tiåret enn før. At pengepolitikken rettes inn mot å stabilisere inflasjonen rundt målet, bidrar til at variasjonen kan være lav også fremover. Utviklingen i produksjonsgapet¹ gir et utgangspunkt for å vurdere stabiliteten i produksjonen. Figur 5.2 illustrerer at variasjonen i produksjonen det siste tiåret har vært moderat i forhold til variasjonen på slutten av 1980-tallet og tidlig på 1990-tallet. Den fleksible inflasjonsstyringen kan bidra til at variasjonen i produksjonsgapet vil være lav også fremover, men variasjonen både i inflasjonen og produksjonen avhenger også av hvor store forstyrrelser økonomien blir utsatt for.

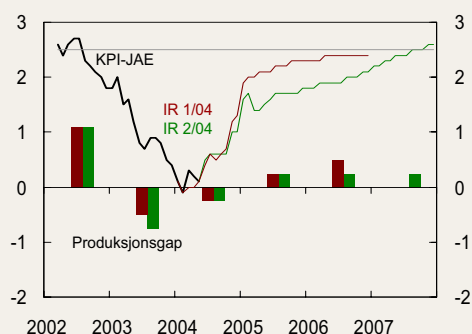
Figur 5.2 Anslag på produksjonsgap, nivå¹⁾ og variasjon²⁾. 1979 – 2004. Prosent.



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 tiårs periode, 7 år tilbake, gjeldende år og 2 år fram.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.3 Anslag på KPI-JAE¹⁾ og produksjonsgapet²⁾ i Inflasjonsrapport 1/04 (rød) og 2/04 (grønn). 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

Anslagene for utviklingen i inflasjon og produksjon er noe endret fra Inflasjonsrapport 1/04, se figur 5.3. I begge rapportene er anslagene basert på en teknisk forutsetning om en rente i tråd med terminrentene i markedet og en kronekurs i tråd med terminkursen, se figur 5.4 og 5.5. Aktørene i finansmarkedene venter en mindre ekspansiv pengepolitikk fremover enn det de gjorde for fire måneder siden. Dette avspeiles i endringene i terminrentekurven og terminkursen siden mars. Anslagene for lønnsveksten er blitt noe nedjustert. Sammen med forutsetninger om sterkere kronekurs bidrar dette til at anslagene for inflasjonen i 2005 og 2006 er noe lavere enn i forrige inflasjonsrapport. Samlet sett er ikke anslagene for produksjonsgapet fremover vesentlig endret. Se for øvrig

¹ Se utdyping på side 45 for en nærmere omtale av beregningsmetode og tolkning av begrepet.

egen utdyping på side 50 i denne rapporten for nærmere omtale av endringene i anslagene.

Med en utvikling i tråd med terminrentene og terminkursen vil inflasjonen kunne ta seg opp gjennom prognoseperioden, men den vil i følge anslagene ligge under målet i hele perioden fram til sommeren 2007. Produksjonsgapet, slik vi vurderer det, vil være svakt positivt i 2005–2007. Holdes styringsrenten uendret lenger enn terminrentene indikerer, vil inflasjonen kunne nå målet tidligere.

5.1 Pengepolitikken siden 11. mars

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. 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, men har siden steget til 0,1 prosent i mai. Siden mars har styringsrenten vært 1,75 prosent. Pengepolitikken er rettet inn mot at inflasjonen skal opp.

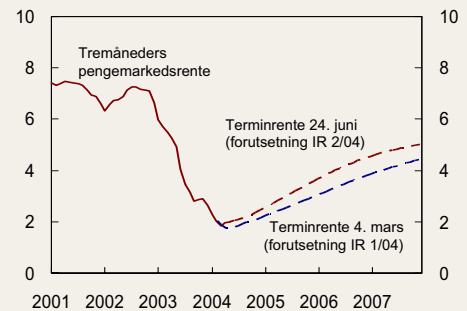
Strateginotat 1/04 og rentemøtet 11. mars

Basert på analysene i Strateginotat 1/04 tok hovedstyret i mars sikte på at foliorenten skulle ligge i intervallet 1¼–2½ prosent ved utgangen av juni 2004, se figur 5.6. Intervallet var betinget av anslagene for den økonomiske utviklingen i Inflasjonsrapport 1/04.

Anslagene i Inflasjonsrapport 1/04 var basert på en teknisk forutsetning om en rente i tråd med terminrentene i markedet slik de var i begynnelsen av mars, se figur 5.4. Det innebar en styringsrente ned mot 1½ prosent innen sommeren og deretter en gradvis økning. Kronekursen ble forutsatt å følge terminkursen, noe som tilsvarte tilnærmet uendret valutakurs i årene fram til 2006, se figur 5.5. En utvikling i tråd med terminrente og -kurs tilsa at inflasjonen ville øke fremover og komme opp i 2½ prosent våren 2006. Anslagene innebar en markert økonomisk vekst slik at produksjonsgapet ville bli svakt positivt fra 2005.

En slik utvikling ville ikke bryte med kravene til en god pengepolitikk. Den ville gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og hensynet til en stabil utvikling i realøkonomien. Det ble også lagt vekt på at renteutviklingen ute kunne få vesentlig betydning for utviklingen i kronen, og at utsiktene for inflasjonen i Norge tilsa at Norges Bank ikke vil ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp.

Figur 5.4 Forutsetning for pengemarkedsrenten¹⁾. Terminrente²⁾. Månedstall. Prosent.



2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007

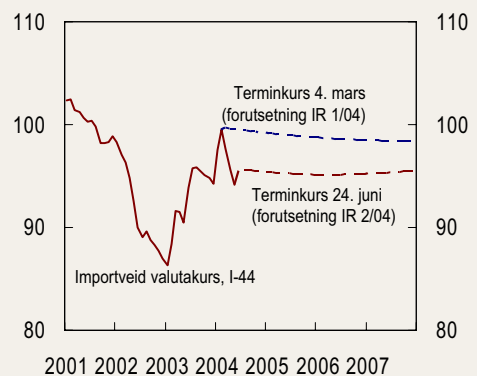
¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

²⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med mai 2004.

Tremåneders terminrente er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fire statsobligasjonsrenter med lik løpetid observert 4. mars og 24. juni

Kilde: Norges Bank

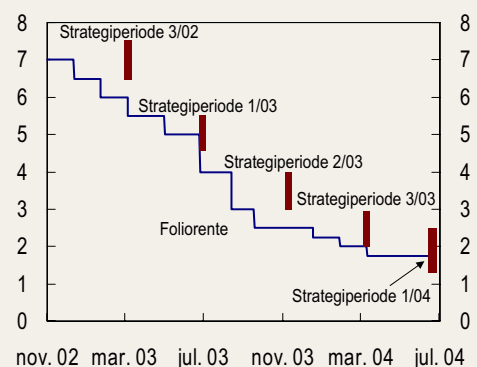
Figur 5.5 Forutsetning for kronekursen (I-44)¹⁾. Terminkurs. Månedstall.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

Kilde: Norges Bank

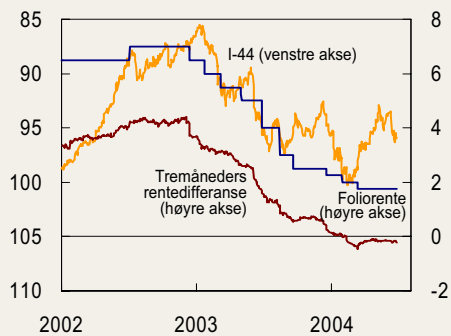
Figur 5.6 Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. 1. nov. 02 – 1. jul. 04.



nov. 02 mar. 03 jul. 03 nov. 03 mar. 04 jul. 04

Kilde: Norges Bank

Figur 5.7 Importveid kronekurs¹⁾, foliorenten og tremåneders rentedifferanse mot handelspartnerne. Dagstall. 1. jan. 02 – 24. juni 04.



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

Kilde: Norges Bank

I tråd med analysen i Strateginotat 1/04 reduserte Norges Bank styringsrenten 11. mars med 0,25 prosentpoeng til 1,75 prosent. Samtidig ble det uttrykt at «med en foliorente nå på 1,75 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.» Hovedstyret vurderte som et alternativ å ikke endre renten og eventuelt holde renten lav lenger enn ellers. Hovedstyret fant det likevel ikke riktig – etter fallet i inflasjonen de foregående månedene – å bryte markert med forventningene i penge- og valutamarkedet.

Rentemøtet 21. april

Målt ved den importveide indeksen I-44 styrket kronen seg med om lag 3½ prosent fra rentemøtet 11. mars til rentemøtet 21. april, se figur 5.7. I mars var tolv måneders veksten i KPI-JAE 0,3 prosent. I følge foreløpige tall fra Statistisk sentralbyrå var BNP-veksten for Fastlands-Norge i 4. kvartal 2003 i tråd med anslagene i Inflasjonsrapport 1/04.

I rentemøtet 21. april vurderte hovedstyret som alternativer enten å redusere renten med 0,25 prosentpoeng, eller å holde renten uendret og avvete mer informasjon før renten eventuelt ble redusert ytterligere. Lave prisimpulser både i Norge og internasjonalt, samt valutakursstyrkingen siden forrige rentemøte, var i Strateginotat 1/04 nevnt som forhold som talte for ytterligere lettelse i pengepolitikken. Men temaene i valutamarkedet skifter, og Norges Bank har ikke virkemidler til å finstyre valutakursen. En reduksjon i styringsrenten kunne likevel delvis ha motvirket den innstramningen som en sterkere valutakurs representerte.

Flere forhold talte imidlertid for å avvete mer informasjon før renten eventuelt ble justert ytterligere ned. Ny informasjon siden det forrige rentemøtet bekreftet at aktiviteten i både norsk og internasjonal økonomi var på vei opp. Inflasjonen hadde stabilisert seg og var i mars litt i overkant av anslagene i Inflasjonsrapport 1/04.

Hovedstyret kom til at det var riktig å holde renten uendret på møtet 21. april. Samtidig ble det uttalt at «med en foliorente nå på 1,75 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.» Hovedstyret avveide på den ene siden hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og stabilisere inflasjonsforventningene, og på den andre siden risikoen for at veksten i produksjonen etter hvert kunne bli for sterk.

Rentemøtet 26. mai

Valutakursen styrket seg ytterligere noe fram til rentemøtet 26. mai. Forventninger om vedvarende høy oljepris hadde betydning for kronestyrkingen utover våren. Kronestyrkingen var trolig også påvirket av forventninger i finansmarkedene om større renteøkning i Norge i 2005

og 2006 enn i andre land. Prisstigningen i april bekreftet anslagene fra Inflasjonsrapport 1/04.

I rentemøtet 26. mai kom hovedstyret til at det var riktig å holde renten uendret. Videre uttalte de at «med en foliorente nå på 1,75 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.» Hovedstyret vurderte som et alternativ å redusere styringsrenten med 0,25 prosentpoeng.

I likhet med ved rentemøtet i april talte kronekursutviklingen for ytterligere lettelse i pengepolitikken, jf Strateginotat 1/04. På den annen side ga pengepolitikken allerede sterke stimulanser til norsk økonomi. Det var tegn til at etterspørsel og produksjon tok seg noe sterkere opp enn antatt i Inflasjonsrapporten 1/04. Kapasitetsutnyttelsen kunne etter hvert bli temmelig høy. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Vi har liten erfaring med virkningene av et så lavt nominelt rentenivå ute og her hjemme.

I pressemeldingen ble det videre uttalt at når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det kunne gi et grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge. Det ville kunne motvirke at den samlede kreditten vokser for sterkt og at vi får for sterkt press på innenlandske ressurser på mellomlang sikt. I tråd med Strateginotat 1/04 ble det også uttalt at renteutviklingen ute kunne få vesentlig betydning for utviklingen i kronen, og at utsiktene for inflasjonen i Norge tilsa at Norges Bank ikke vil ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp.

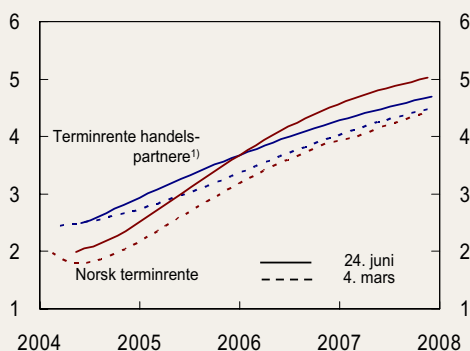
5.2 Pengepolitiske vurderinger og strategi fremover

Kapittel 1–4 gir prognoser for inflasjon og realøkonomi ut 2007 basert på markedets terminrenter. Hovedstyret i Norges Bank har i møter 8. og 9. juni og 1. juli på bakgrunn av analysene i kapittel 1–4 vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fra 1. juli til begynnelsen av november. Dette kapitlet gjengir hovedstyrets vurderinger og pengepolitiske strategi.

Terminrentene har økt siden forrige inflasjonsrapport og strateginotat i mars, jf figur 5.4. De samsvarer med forventninger i markedet om at foliorenten vil øke til to prosent mot slutten av året, og videre til 2¼ prosent i første kvartal 2005. Terminrentene indikerer videre forventninger om at styringsrenten øker til rundt fem prosent mot slutten av 2007.

Siden den forrige inflasjonsrapporten ble ferdigstilt har kronen målt ved den importveide indeksen I-44, styrket seg med om lag tre prosent. Terminkursen er 3–4 prosent

Figur 5.8 Terminrente. Månedstall. Prosent.
Jan. 04 – des. 2007.



¹⁾ Beregnet som et veid gjennomsnitt av terminrentene for euroområdet, USA, Sverige og Storbritannia

Kilde: Norges Bank

sterkere gjennom fremskrivningsperioden enn i forrige strateginotat og inflasjonsrapport, jf figur 5.5. Terminkursen er om lag uendret fram mot slutten av 2007.

Figur 5.8 viser at også terminrentene hos våre handelspartnere har økt siden mars i år, men ikke så mye som de norske. Terminrentene indikerer at markedet venter at de kortsiktige rentene i Norge vil ligge over gjennomsnittet for våre viktigste handelspartnere fra 2006.

Inflasjonen er meget lav. Den har vært lavere enn inflasjonsmålet siden høsten 2002. Siktemålet for pengepolitikken er at inflasjonen skal opp. Innretningen av pengepolitikken er derfor ekspansiv. Med den lave prisstigningen er det riktig å være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene. Men konsumprisene kan svinge tilfeldig fra måned til måned. Flere månedlige observasjoner viser at prisveksten så langt er i samsvar med anslagene i Inflasjonsrapport 1/04. I sommer og i høst vil vi ytterligere få bekreftet om konsumprisene tiltar som ventet. I pengepolitikken legges det også vekt på å unngå ubalanser i realøkonomien.

Med en utvikling i tråd med terminrentene og terminkursen kan inflasjonen ta seg opp gjennom prognoseperioden, men den vil i følge anslagene ligge under målet i hele perioden fram til sommeren 2007, se figur 5.9. Produksjonsgapet, slik vi vurderer det, vil være svakt positivt i 2005–2007.

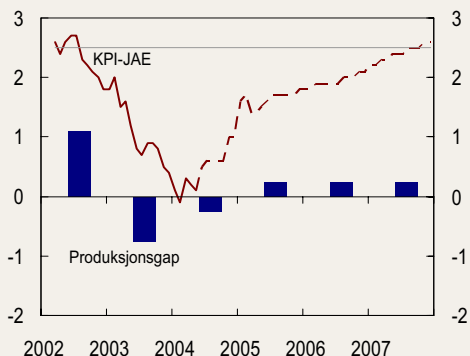
Utviklingen i kreditten gir fortsatt tvetydige signaler til rentesettingen. Husholdningenes lånevekst er sterk, mens bedriftene bygger ned sin gjeld. Samlet sett er utsiktene for finansiell stabilitet tilfredsstillende. Høy gjeldsvekst gjør imidlertid husholdningene mer sårbare overfor økonomiske forstyrrelser, se utdyping side 42.

Inflasjonen blir med de forutsetningene som er lagt til grunn for anslagene i denne rapporten, liggende en del under inflasjonsmålet fram til høsten 2006. Kapasitetsutnyttelsen i økonomien tiltar, men produksjonsgapet, slik vi vurderer det, blir bare svakt positivt i løpet av perioden.

Pengepolitikken bør rettes inn mot å få opp inflasjonen noe raskere enn anslått i denne rapporten. En mer ekspansiv pengepolitikk enn det som følger av terminrentene og terminkursen, vil kunne bidra til det. En slik pengepolitikk kan gjennomføres enten ved å redusere renten i strategiperioden eller ved å holde dagens rente uendret lenger enn terminrentene indikerer.

Lettelsene som er gjennomført i pengepolitikken i perioden desember 2002 – mars 2004, gir nokså kraftige stimulanter til norsk økonomi. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Det er stor usikkerhet om hvor sterk veksten i norsk økonomi blir og hvilke inflasjonsimpulser

Figur 5.9 Anslag på KPI-JAE¹⁾ og produksjonsgapet²⁾. 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

etterspørselsveksten medfører. Med en svært høy oljepris kan dessuten effekten av en gitt rentereduksjon på kronkursen være mindre enn normalt.

Fremfor å redusere renten ytterligere bør derfor styringsrenten heller holdes uendret lenger enn terminrentene indikerer. Det vil kunne bidra til at inflasjonen blir høyere gjennom siste del av 2005 og i 2006, og at den kommer raskere tilbake til målet, enn anslått i denne rapporten. Produksjonsgapet de neste to årene vil i så fall kunne bli noe høyere enn anslagene i denne rapporten viser.

Et slikt forløp for renten vil kunne gi en bedre avveining mellom hensynet til å nå inflasjonsmålet og hensynet til stabilitet i realøkonomien, enn et forløp basert på terminrenter og terminkurs.

Rentesettingen bør ta hensyn til at renteutviklingen internasjonalt vil få virkning på inflasjonen i Norge via valutakursen. En tidligere renteøkning i Norge enn ute vil kunne bidra til å styrke kronen og virke dempende på inflasjonen. En internasjonal renteoppgang i løpet av strategiperioden, sammen med uendrede norske renter, vil kunne bidra til svakere kronkurs. Det vil gjøre det lettere å nå inflasjonsmålet.

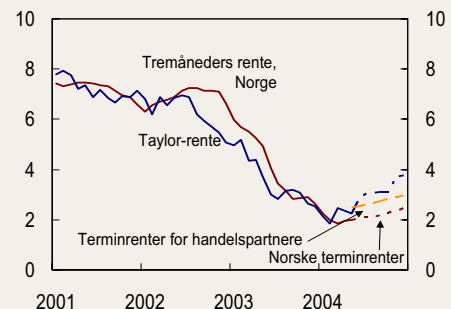
Valutaintervensjoner, enten det er kjøp eller salg av valuta, er ikke egnet som virkemiddel til å påvirke kronkursen over lengre tid. Hvis det blir interventert i stedet for å endre renten, kan aktørene i valutamarkedet få tvetydige signaler, og det kan oppstå en spillsituasjon. Men intervensjoner kan være aktuelt dersom kronkursen er vesentlig forskjellig fra det som er rimelig ut fra fundamentale forhold, og kursutviklingen samtidig svekker utsiktene til å nå inflasjonsmålet.

Den høye oljeprisen har gitt større overføringer til petroleumsfondet enn tidligere anslått. Det har dermed oppstått behov for å gjenoppta kjøp av valuta for å dekke økte overføringer til petroleumsfondet. Det vil samtidig jevne ut virkningen på valutamarkedet av økte innbetalinger av oljeskatter.

I Taylor-regelen settes renten med sikte på at prisstigningen over tid skal holdes rundt et bestemt mål, samtidig som renten skal bidra til å stabilisere produksjonsutviklingen. Regelen kan brukes som en kryssjekk for ratesettingen. Figur 5.10 viser renten som følger av Taylor-regelen gitt våre anslag for inflasjonen og produksjonsgapet. Figuren viser også norske terminrenter og terminrentene for våre viktigste handelspartnere. Taylor-renten ligger nå om lag ett prosentpoeng over dagens rente og høyere enn terminrentene gjennom hele prognoseperioden.

I følge denne regelen skal renten settes opp i sommer.

Figur 5.10 Tremåneders pengemarkedsrente¹⁾, Taylor-rente, terminrenter for handelspartnere og Norge pr 24. juni. Månedstill. Jan. 01 – des. 04.



¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Økningen skyldes at både prisveksten og veksten i produksjonen ventes å ta seg opp i løpet av året. I følge regelen skal den nominelle renten økes slik at også realrenten gradvis stiger når prisveksten tar seg opp. Taylor-regelen tar imidlertid ikke hensyn til at inflasjonen påvirkes via renteforskjellen mot utlandet og valutakursen, og har således begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. En renteutvikling i tråd med Taylor-regelen ville ha økt sannsynligheten for en vesentlig styrking av kronen og dermed vedvarende lav inflasjon.

Renten bør løpende vurderes i forhold til ny informasjon som kommer i strategiperioden og som er av vesentlig betydning for utsiktene for inflasjonen og produksjonen. Med den lave prisstigningen er det riktig å være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene. Det er grunn til å rette særlig oppmerksomhet mot forhold som kan utsette en oppgang i inflasjonen:

- En *styrking av kronen* kan bringe inflasjonen ytterligere under målet på ett til tre års sikt. Eventuelle rentereaksjoner må bygge på en analyse av bakgrunnen for kursbevegelsene og på en vurdering av varigheten av kursendringen.
- *Lavere inflasjon* enn ventet i strategiperioden vil kunne indikere at inflasjonen også på lenger sikt kan bli lavere enn anslått. Eventuelle rentereaksjoner må baseres på en analyse av bakgrunnen for den lave inflasjonen og på en vurdering av varigheten.
- Et markert *fall i langsiktige inflasjonsforventninger* vil øke risikoen for vedvarende lav inflasjon.
- *Svakere inflasjon og vekst internasjonalt*, og dermed mindre renteoppgang ute enn det som nå ventes, vil kunne bidra til sterkere kronekurs og lavere importert inflasjon.

Usikkerhet om effektene av tidligere lettelser i pengepolitikken og den uvanlig lave renten tilsier på den annen side at vi bør være varsomme med ytterligere rentenedsettelse. De mulige virkningene på forventningene om den videre renteutviklingen må også vurderes nøye.

Andre forhold kan tilsi at inflasjonsmålet vil kunne nås tidligere enn anslått:

- En *svekkelse av kronekursen* vil bidra til høyere inflasjon. Med den lave prisstigningen vi nå har, vil Norges Bank være varsom med å øke renten i en slik situasjon.
- En betydelig *høyere inflasjon* enn ventet gjennom strategiperioden kan indikere at inflasjonen også fremover blir høyere enn anslått. Pengepolitikken har virket ekspansivt over lengre tid, og det kan

være sterkere vekst i norsk økonomi enn antatt. Det kan gi høyere inflasjon enn anslått.

- *Sterkere inflasjon og vekst internasjonalt* enn ventet, og dermed raskere stigning i rentene ute, vil kunne bidra til svakere krone og høyere importert prisstigning.

Med utsikter til fortsatt lav inflasjon en stund fremover skal det imidlertid store avvik til fra den anslåtte økonomiske utviklingen før renten bør økes.

Det er likevel stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen de nærmeste månedene. Intervallet for foliorenten ved utgangen av strategiperioden bør avspeile dette. Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen tilsier en foliorente i intervallet $1\frac{1}{4}$ – $2\frac{1}{4}$ prosent i begynnelsen av november 2004.

Hovedstyrets vedtatte 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 rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.
- Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Denne muligheten vil øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen.
- Med den lave prisstigningen vi nå har, vil Norges Bank være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene.
- Det er stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen de nærmeste månedene. Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen tilsier en foliorente i intervallet $1\frac{1}{4}$ – $2\frac{1}{4}$ prosent i begynnelsen av november 2004.
- 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. Dersom kronekursen styrker seg vesentlig, kan det gi grunnlag for å vurdere en rente i nedre del av

eller lavere enn intervallet. Usikkerhet om effektene av tidligere lettelser i pengepolitikken og den uvanlig lave renten tilsier på den annen side at vi bør være varsomme med ytterligere rentenedsettelse. Tilsvarende er det grunnlag for å vurdere en rente i øvre del av eller høyere enn intervallet dersom kronen skulle svekke seg kraftig. Med utsikter til lav inflasjon fremover skal det imidlertid store avvik til fra den forutsatte utviklingen før renten bør økes.

Finansiell stabilitet

Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en tilfredsstillende måte. Finansiell ustabilitet vil ofte ha konsekvenser for den økonomiske utviklingen og prisstigningen. Analyser av utsiktene for finansiell stabilitet inngår derfor i grunnlaget for rentebeslutningene.

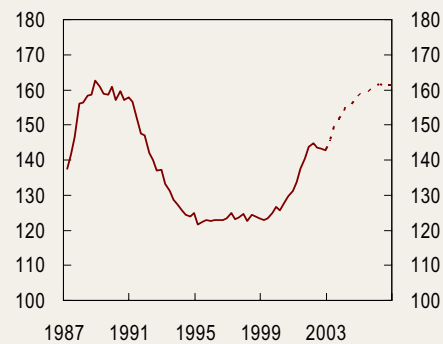
Den samlede kredittveksten til publikum har falt de siste månedene og er nå om lag på linje med trendveksten i norsk økonomi. Foretakene fortsetter å bygge ned sin gjeld, mens husholdningenes gjeld vokser raskt og langt raskere enn deres inntekt, se figur 1. Gjeldsveksten gjør husholdningene mer sårbare for økonomiske forstyrrelser. Det er et usikkerhetsmoment for den økonomiske utviklingen. Samtidig har overgangen til fleksibel inflasjonsstyring i pengepolitikken redusert faren for en samtidig markert økning i både renten og arbeidsledigheten. Den kraftige verdistigningen på boliger de siste årene er en viktig forklaring på veksten i husholdningenes gjeld. Etter et fall i fjor vår økte boligprisene kraftig i andre halvår. Veksten i boligprisene har imidlertid avtatt i år.

Rentefall og økt økonomisk vekst har styrket foretakenes gjeldsbetjeningsevne. Foretakenes lønnsomhet bedret seg fra 2002 til 2003 som følge av økt omsetning, effektivisering, lavere rentekostnader og svakere kronekurs. Foretak som leier ut kontorlokaler har de siste årene vært utsatt som følge av fallende leieinntekter og eiendomsverdier. Andre typer eiendomsforetak oppnår bedre inntjening. Antall konkurser har falt siden toppen i andre kvartal i fjor. Målt etter omsetningsverdi ble konkurstoppen nådd i andre halvår 2002, se figur 2.

Bankenes resultater bedret seg noe fra 2002 til 2003, og fremgangen fortsatte i første kvartal i år. Bankenes verdipapirinntekter har økt, og utlånstap og driftskostnader har falt. Rentefallet har på den annen side bidratt til å redusere deres netto renteinntekter.

Samlet sett er utsiktene for finansiell stabilitet på kort sikt tilfredsstillende og noe bedre enn for et halvt år siden. Det lave rentenivået har gjort det lettere å betjene gjelden for husholdninger og foretak. Det er imidlertid viktig at langsiktige investeringer ikke bygger på at det lave rentenivået vil vare ved over lånets løpetid. For en nærmere omtale av utsiktene for finansiell stabilitet, se *Finansiell stabilitet 1/2004* og *Årsrapport om betalingsformidling 2003*.

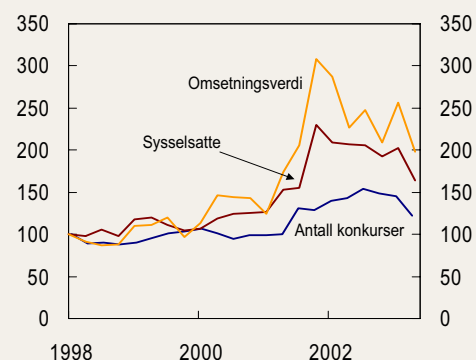
Figur 1 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾.
Kvartalstall. 1.kv. 87 – 4.kv. 06²⁾.



¹⁾ Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt fratrukket avkastning på forsikringskrav. I fremskrivningen forutsettes det at gjeldsveksten gradvis avtar og kommer på linje med veksten i disponibel inntekt i 2006.
²⁾ Anslag fra 2003 – 2006

Kilde: Norges Bank

Figur 2 Antall konkurser, antall sysselsatte i konkursenhetene og samlet omsetningsverdi.
Sesongjustert indeks. 4.kv. 98=100.
4.kv. 98 – 1.kv. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utdypinger

Oversikt over utdypinger 2000-2004

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 kronkursen til prisene på importerte konsumvarer (*)
Virkninger av fallet i rentene på husholdningenes inntekter
Kronkurs og forventninger
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003

3 / 2003:

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

2 / 2003:

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

1 / 2003:

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

3 / 2002:

Hovedkursteorien i ny form

2 / 2002:

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

1 / 2002:

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

3 / 2001:

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

2 / 2001:

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

1 / 2001:

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

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 kronkursen?
Renter og forventninger

2 / 2000:

Forventningsindikatoren for husholdningene
Underliggende konsumprisvekst
Fortsatt pris- og kostnadsvekst i euroområdet
Husholdningenes netto finansinvesteringer

1 / 2000:

Nye trekk ved den økonomiske utviklingen
Produksjonsgapet i årene fremover

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

Norges Banks anslag på produksjonsgapet

Produksjonsgapet er forskjellen mellom faktisk produksjon og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon kalles ofte potensiell produksjon.¹ Potensiell produksjon – og dermed også produksjonsgapet – kan ikke observeres og må anslås.

Den potensielle produksjonen vil over tid vokse i tråd med produktivitetsveksten, utviklingen i arbeidsstyrken og andre forhold som påvirker produksjonsmulighetene i økonomien. I prinsippet kan potensiell produksjon endres brått, for eksempel som følge av skift i arbeidstilbudet eller produktiviteten. Enkelte skift kan være enkle å identifisere, som arbeidstidsforkortelsen i 1987 og ferieutvidelsene i 2001 og 2002, men de fleste endringer i potensiell produksjon er vanskelige å anslå. Det en ofte gjør i praksis er derfor å anslå den trendmessige utviklingen i produksjonen, noe som innebærer en viss ”glatting” av potensiell produksjon.

Produksjonsgapet som omtales i inflasjonsrapportene representerer Norges Banks samlede vurdering av ressursutnyttelsen i norsk økonomi. Utgangspunktet for vurderingene er en teknisk beregning av trenden i BNP for Fastlands-Norge basert på årstall. En slik trend kan beregnes på mange måter. Norges Bank benytter et Hodrick-Prescott filter (HP-filter), se utdypning i Inflasjonsrapport 1/03. HP-metoden forutsetter at en kan dekomponere en tidsserie i en trendkomponent og en syklisk komponent. Ved bruk av metoden må en velge en parameter som måler omfanget av variasjon i den trendmessige produksjonen – det vil si hvor glatt trenden skal være. Slik Norges Bank bruker metoden tillater den gradvise endringer i den trendmessige produksjonen. Kortsiktige fluktuasjoner antas å gjenspeile sykliske variasjoner i etterspørselen og slår ikke ut i den beregnede trendveksten.

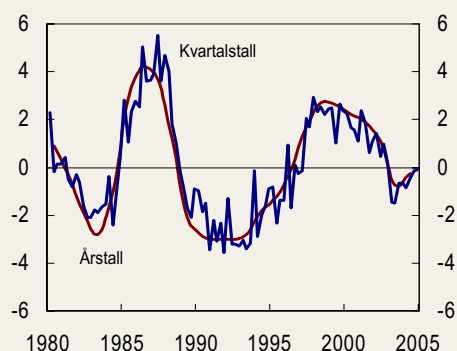
¹ Teoretiske studier definerer ofte potensiell produksjon som det produksjonsnivået en ville ha hatt dersom priser og lønninger hadde vært helt fleksible, se for eksempel Gali (2002). Siden de fleste priser og lønninger er stive på kort sikt, vil produksjonsgapet øke i verdi dersom etterspørselen øker mer enn det som er lagt til grunn ved inngåelsen av priskontrakter og lønnsavtaler. Priser og lønninger vil imidlertid øke over tid, etter hvert som nye kontrakter og avtaler tar hensyn til den nye etterspørselen. Da reduseres produksjonsgapet. På lang sikt vil priser og lønninger tilpasse seg slik at den faktiske produksjonen blir lik potensiell produksjon.

De rent tekniske beregningene danner bare et utgangspunkt for Norges Banks anslag på produksjonsgapet. Vi justerer HP-beregningene i lys av informasjon om forhold som påvirker tilbudssiden i norsk økonomi. Blant annet har vi korrigert for utvidelse av ferie og anslåtte endringer i den underliggende produktivitetsveksten. Slike forhold slår umiddelbart ut i den potensielle produksjonen, men slår bare gradvis ut i estimatet for potensiell produksjon ved mekanisk bruk av HP-filteret. For 2004 har vi oppjustert trendveksten fra 2½ prosent til 3 prosent som følge av at den underliggende produktivitetsveksten synes å være sterkere enn normalt.

Beregninger basert på kvartalstall kan i prinsippet gi bedre informasjon om konjunkturomslag enn beregninger basert på årstall. Kvartalstallene for BNP er imidlertid relativt variable, også når en korrigerer for sesongvariasjon. Figur 1 viser Norges Banks anslag på produksjonsgapet sammen med en beregning basert på HP-filteret og sesongjusterte kvartalstall.² Konjunkturbevegelsene og –utslagene er relativt like, men kvartalstallene svinger mye fra ett kvartal til det neste.

Vi vurderer utviklingen i det beregnede produksjonsgapet mot andre indikatorer for ressursutnyttelsen i økonomien, se utdypning

Figur 1 Anslag på produksjonsgap¹. Årstall og kvartalstall. 1980 – 2004. Prosent.



¹ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

² Vi setter ”glattingparameteren” til 100 for årstall. For kvartalstall setter vi ”glattingparameteren” til 20000. BNP-seriene er forlenget med anslag for å redusere problemet knyttet til usikkerhet om trenden mot slutten av beregningsperioden, jf. utdypning i Inflasjonsrapport 1/03. Begge HP-beregningene er justert i tråd med diskusjonen over.

i Inflasjonsrapport 3/03. Slike sentrale indikatorer omfatter lønnsveksten, yrkes- og sysselsettingsfrekvensene og arbeidsledigheten. Lønnsveksten kan være en indikator for hvordan partene i arbeidslivet vurderer sysselsettingen og knappheten på arbeidskraft. Figur 2 viser produksjonsgapet sammen med et lønns-gap. Lønns-gapet er beregnet som differansen mellom veksten i timelønnskostnader i industrien i Norge og blant handelspartnerne fram til og med 2000. Deretter er lønns-gapet definert som lønnsvekst i industrien som avviker fra 4,5 prosent. Lønns-gapet samsvarer godt med produksjonsgapet. Figur 3 viser et sysselsettings-gap basert på sysselsettingsfrekvensen.³ Også dette gapet er sterkt korrelert med produksjonsgapet.

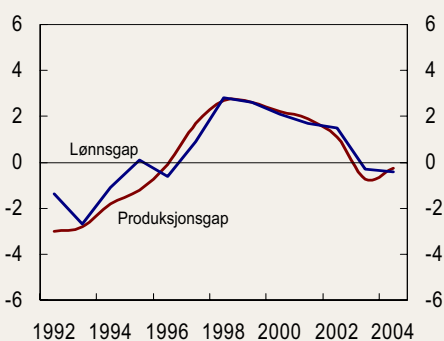
Samlet viser beregningene at ressursutnyttelsen i norsk økonomi har avtatt fra et høyt nivå. Den er nå på linje med eller litt lavere enn nivået i årene

1995-97, før kostnadsveksten tiltok. Norges Bank anslår nå produksjonsgapet til -3/4 prosent i 2003 og -1/4 prosent i 2004.

Det finnes et stort antall andre tekniske metoder enn HP-filteret for å beregne produksjonsgapet. Norges Bank arbeider med flere av disse metodene.⁴ Figur 4 og 5 viser Norges Banks anslag på produksjonsgapet og beregninger basert på følgende metoder:

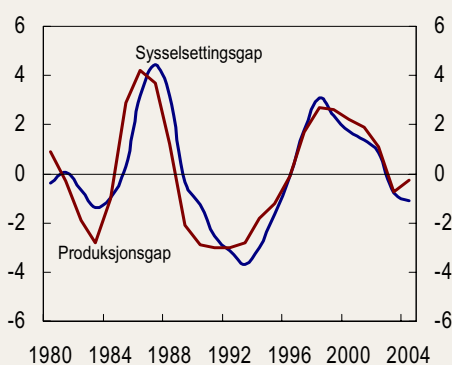
- *Band-pass filteret*⁵. Dette filteret antar at en økonomisk tidsserie kan dekomponeres i langsiktige bevegelser (trendvekst), mellomlangsiktige bevegelser (konjunktursykler) og helt kortsiktige svingninger som sesongvariasjon og tilfeldige bevegelser. Filteret fjerner de langsiktige og de helt kortsiktige bevegelsene i dataserien, slik at konjunkturbevegelsene blir rendyrket.
- *Uobserverte komponenters metode*⁶ ("unobserved components" – UC). Metoden tar utgangspunkt i en statistisk modell for trendkomponenten, den sykliske komponenten, sesongkomponenten (hvis en benytter kvartalstall) og tilfeldige bevegelser. Komponentene estimeres med Kalman-filteret. Modellen bestemmer dermed hvor glatt trenden skal være. HP-filteret kan betraktes som et spesialtilfelle av denne metoden.
- *Produktfunksjonsmetoden*⁷. Med denne metoden beregnes trendmessig produksjon som en funksjon av trendmessig utvikling i arbeidskraft, kapital og total faktorproduktivitet. Figur 4 viser OECDs anslag på produksjonsgapet basert på denne metoden.

Figur 2 Anslag på produksjonsgap¹⁾ og lønns-gap²⁾. Årstall. 1992 – 2004.



¹⁾ Fastlands-Norge. Prosent
²⁾ Differansen mellom vekst i timelønnskostnader i industrien i Norge og blant handelspartnerne til og med 2000. Deretter lønnsvekst i industrien som avviker fra 4,5 prosent
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Anslag på produksjonsgap¹⁾ og sysselsettings-gap. Årstall. 1980 – 2004. Prosent.



¹⁾ Fastlands-Norge
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De alternative beregningene viser de samme hovedbevegelsene i konjunkturforløpet som Norges Banks anslag på produksjonsgapet.⁸ Konjunkturutslagene er imidlertid noe forskjellige. Beregningene basert på UC-metoden og Band-

³ Sysselsettingsfrekvensen måler antall sysselsatte i prosent av befolkningen i alderen 16-74 år. Sysselsettings-gapet er beregnet med et HP-filter på årstall.
⁴ Se Bernhardsen, Eitrheim, Jore og Røisland (2004).
⁵ Se for eksempel Baxter og King (1999).
⁶ Se for eksempel Harvey og Jaeger (1993), Bjørnland (2002, avsnitt 2.5) og Bjørnland (2002, avsnitt 4).
⁷ Se Frøyland og Nymoene (2000) og Giorno, Richardson, Roseveara og Nord (1995).
⁸ Vi har ikke korrigert de alternative tekniske beregningene. Den faktiske BNP-serien er imidlertid forlenget med anslag ved bruk av UC-metoden og Band-pass filteret, jf. note 2.

pass filteret antyder at ressursutnyttelsen i norsk økonomi var lavere i 2003 enn på begynnelsen av 1990-tallet. Dette har ikke støtte i andre indikatorer for ressursutnyttelsen.

Norges Bank arbeider med å videreutvikle beregningene av produksjonsgapet. Vi arbeider blant annet med å utvikle mer omfattende modeller hvor informasjon om produksjonsutviklingen suppleres med informasjon om prisstigning og sysselsetting. Dette kan gi en bedre forankring av det beregnede produksjonsgapet i forhold til andre indikatorer for ressursutnyttelsen. Det kan være spesielt nyttig mot slutten av perioden, hvor usikkerheten knyttet til HP-beregningene er størst. Slike metoder vil også gjøre det lettere å skille mellom tilbudsside- og etterspørselssjokk.

Vurderingene av produksjonsgapet i økonomien vil alltid være usikre, og må bygge på betydelig innslag av skjønn selv om metodegrunnlaget forbedres. Norges Bank legger vekt på å informere om metodene som benyttes og om det skjønn som utøves.

Referanser

Baxter, M. og R. King (1999): "Measuring business cycles: approximate Band-pass filters for economic time series". *Review of Economics and Statistics* 81, s. 575-593.

Bernhardsen, T., Ø. Eitrheim, A. S. Jore og Ø. Røisland (2004): "Real time data for Norway: challenges for monetary policy". Bundesbank Discussion Paper Series, utkommer i løpet av høsten 2004. Artikkelen er også tilgjengelig på Norges Banks nettsider, www.norges-bank.no.

Bjørnland, H. (2000): "Detrending methods and stylized facts of business cycles in Norway - an international comparison". *Empirical Economics* 25, 369-392.

Bjørnland, H. (2002): "Moderne konjunkturforskning i et historisk lys. Er konjunktursvingninger like reelle som før?". Plenumsforedrag holdt på det 24. forskermøtet for økonomer, 7. januar 2002. (<http://folk.uio.no/hildecb/cycles.pdf>).

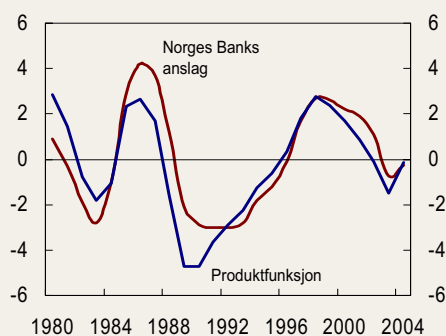
Gali, J. (2002): "New perspectives on monetary policy, inflation and the business cycle". Discussion paper no. 3210, Centre for Economic Policy Research (CEPR). (<http://www.enpc.fr/ceras/thoenig/GALI.pdf>).

Harvey, A. C. og A. Jaeger (1993): "De-trending, stylized facts and the business cycle". *Journal of Applied Econometrics* 8, 231-247.

Frøyland, E. og R. Nymoen (2000): "Produksjonsgapet i norsk økonomi – ulike metoder, samme svar?". *Penger og kreditt* 1/2000, s. 22-28.

Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveara og P. van den Noord (1995): "Estimating potential output, output gaps and structural budget balances". Working Papers no. 152, OECD

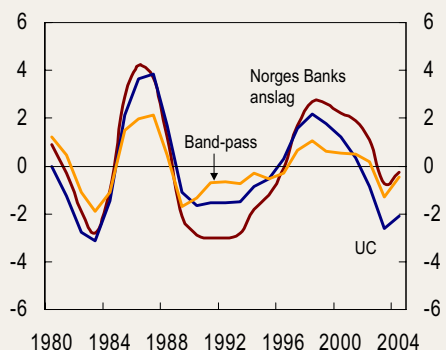
Figur 4 Produksjonsgap¹⁾. Norges Banks anslag og beregning basert på produktfunksjonsmetoden. Årstall. 1980 – 2004. Prosent.



¹⁾ Fastlands-Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå, OECD Economic Outlook nr. 75 og Norges Bank

Figur 5 Produksjonsgap¹⁾. Norges Banks anslag og beregninger basert på UC-metoden og Band-pass filteret. Årstall. 1980 – 2004. Prosent.



¹⁾ Fastlands-Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Endrede inflasjonsforventninger?

Inflasjonsforventninger påvirkes blant annet av løpende inflasjon, konjunkturbildet og gjennomføringen av pengepolitikken, hvor selve inflasjonsmålet kan danne et anker for prisforventningene. Dersom aktørene har tillit til at inflasjonsmålet nås over tid, vil kortsiktige avvik mellom den løpende inflasjonen og målet i liten grad påvirke mer langsiktige inflasjonsforventninger.

Usikkerhet knyttet til mulighetene for vedvarende lav inflasjon preget de internasjonale rentemarkedene gjennom 2002 og 2003. Risikoen for en slik utvikling er siden redusert, og de implisitte inflasjonsforventningene i de internasjonale rentemarkedene har økt. I Norge har de kortsiktige inflasjonsforventningene fortsatt å falle. Både i Norge og i utlandet ligger de langsiktige inflasjonsforventningene imidlertid fortsatt nær målene for pengepolitikken.

Inflasjonsforventninger ifølge spørreundersøkelser

Consensus Forecasts er en månedlig spørreundersøkelse der makroanalytikere blant annet blir spurt om forventninger til inflasjonen.¹ De kortsiktige inflasjonsforventningene ble redusert for de fleste land gjennom 2002 og 2003. Gjennom våren 2004 har inflasjonsforventningene for 2004 og 2005 tatt seg opp i USA og vært stabile for euroområdet og Japan. For Norge har inflasjonsforventningene for 2004 og 2005 fortsatt å falle i takt med observert lav prisvekst hittil i år. I følge Consensus Forecasts ventes det nå en vekst i KPI i Norge på 0,6 prosent i 2004 og 2,0 prosent i 2005.

De langsiktige inflasjonsforventningene, målt som gjennomsnittlig forventet årlig inflasjon 6-10 år fram, har for de fleste av landene vært stabile rundt et nivå som er i tråd med målene for pengepolitikken i de respektive land. For Norge har de langsiktige inflasjonsforventningene vært svært nær 2,5 prosent siden Norges Bank gikk over til å styre mot et inflasjonsmål våren 2001.

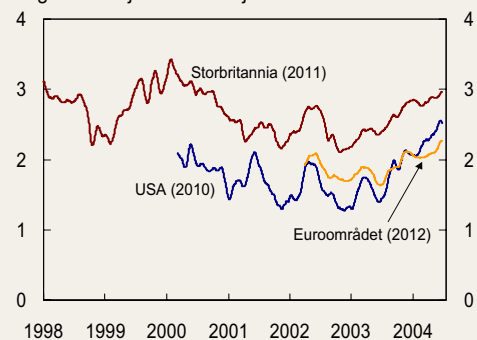
¹ For de første årene kan det være en viss forskjell mellom KPI som Consensus Forecast gir anslag for, og den underliggende inflasjonen. Inflasjonsforventninger lenger fram enn for det kommende året publiseres kun halvårlig, i april og oktober.

Markedsindikatorer for inflasjonsforventninger

I noen land har myndighetene i tillegg til nominelle obligasjoner utstedt obligasjoner der avkastningen avhenger av den generelle prisutviklingen; obligasjoner med realavkastning. Forskjellen i rentene mellom disse to obligasjonstypene inneholder informasjon om de gjennomsnittlige inflasjonsforventningene over løpetiden for obligasjonene. Ulike forhold som varierende likviditet i markedene, ulik skattebehandling av disse produktene og tidsvarierende risikopremier innebærer imidlertid at en ikke kan måle langsiktige inflasjonsforventninger nøyaktig.²

Usikkerhet om de internasjonale vekstutsiktene og deflasjonsfrykt i enkelte land bidro til reduserte inflasjonsforventninger gjennom 2002 og fram til sommeren 2003, se figur 1. Siden har bedre vekstutsikter og redusert risiko for vedvarende lav prisvekst ført til høyere implisitte inflasjonsforventninger. Mens de implisitte inflasjonsforventningene i USA har fortsatt å øke i 2004, har utviklingen i Storbritannia og euroområdet vært tilnærmet flat.³ Dette må ses i sammenheng

Figur 1 Implisitte langsiktige inflasjonsrater¹⁾. Dagstall²⁾. 1. jan. 98 – 22. jun. 04.



¹⁾ Figuren viser forventede gjennomsnittlige årlige inflasjonsrater fram til det angitte året, utledet fra rentedifferansen mellom nominelle obligasjoner og realrenteobligasjoner. Tall for euroområdet er basert på franske obligasjoner
²⁾ 20 dagers glidende gjennomsnitt
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

² En nærmere redegjørelse for grunner til dette mv finnes i *On market-based measures of inflation expectations*. Cedric Scholtes: Bank of England Quarterly Bulletin, 2002 og i *Inflation Expectations and Real Return Bonds*, Bank of Canada Review, Summer 1996.

³ I Storbritannia er realrenteobligasjoner indekset mot RPI (retail price index), mens det operasjonelle inflasjonsmålet til Bank of England på 2,0 prosent er knyttet til den harmoniserte konsumprisindeksen. Inflasjonsmålet var inntil 10. desember 2003 2,5 prosent målt ved RPIX.

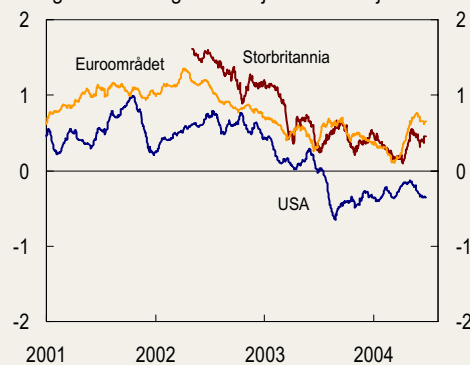
med at forventningene til inflasjonsutviklingen for de første årene har blitt mer oppjustert i USA enn for de andre landene, slik også Consensus Forecasts indikerer.

I Norge utsteder ikke staten realobligasjoner. Langsiktige terminrenter, det vil si forventet kortsiktig rente langt fram i tid, kan imidlertid også anvendes som indikator for de langsiktige inflasjonsforventningene. Langsiktige terminrenter kan tolkes som summen av forventet realrente, forventet inflasjon og risikopremier. Antas konstante risikopremier, vil endringer i terminrenten avspeile endringer i langsiktige inflasjonsforventninger og realrenter.

Det langsiktige realavkastningskravet i Norge påvirkes av realavkastningskravet i de globale kapitalmarkedene. Rentene på statsobligasjoner med realavkastning falt betydelig gjennom 2002 og 2003, særlig i USA og i euroområdet, se figur 2. Fallende realrenter var en viktig faktor bak reduksjonen i langsiktige terminrenter for mange land, også Norge, i denne perioden. Norske terminrenter falt imidlertid mer enn tilsvarende renter i de store finansmarkedene, slik at langsiktig terminrentedifferanse mot en rekke land ble redusert, se figur 3.

Informasjon fra markedsaktører tilsier at dette skyldtes tidsvarierende risikopremier i det norske markedet som følge av begrenset størrelse og likviditet i markedet. Rentereduksjonene fra desember 2002 og nedjusterte renteforventninger utover i 2003 førte til at mange aktører ønsket en høyere andel langsiktige obligasjoner i sine porteføljer. Dette gjaldt blant annet livs- og

Figur 3 Langsiktig terminrentedifferanse mot utvalgte land¹⁾. Dagstall²⁾. 1. jan. 01 – 21. jun. 04.



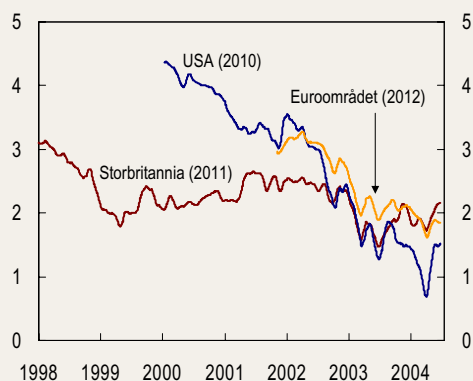
¹⁾ Figuren viser differansen mellom implisitte 1 års renter om 9 år i Norge og i utvalgte land basert på rentene i swapmarkedet.
²⁾ 20 dagers glidende gjennomsnitt
 Kilde: Ecwin

pensjonsforsikringsselskaper med minimumskrav til avkastning. Innføringen av inflasjonsmål kan også ha bidratt til å redusere risikopremien for inflasjonsusikkerhet og således bidratt til lavere norske langsiktige terminrenter i denne perioden.

Siden april i år har internasjonale realrenter og langsiktige terminrenter tatt seg noe opp igjen, men ligger fremdeles på et historisk sett lavt nivå. Norske langsiktige terminrenter ligger nå ¾ prosentpoeng høyere enn tilsvarende renter i euroområdet, og om lag ¼ prosentpoeng lavere enn i USA.

De langsiktige terminrentene i Norge er trolig blitt påvirket av endringer i internasjonale realrenter og endringer i risikopremier. Tar vi hensyn til dette, ser det ikke ut til at de langsiktige inflasjonsforventningene har endret seg vesentlig de siste årene.

Figur 2 Langsiktige realrenter. Dagstall¹⁾. 1. jan. 98 – 22. jun. 04.



¹⁾ 20 dagers glidende gjennomsnitt
 Kilde: Bloomberg

En foreløpig vurdering av anslagene i Inflasjonsrapport 1/04

Anslagene for prisveksten og den økonomiske utviklingen fremover danner grunnlag for beslutningene i pengepolitikken. Norges Bank legger vekt på at anslagene i inflasjonsrapportene skal være etterprøvbare, og at det skal være åpenhet om hva som ligger til grunn for anslagene. Årlig publiseres en artikkel i Penger og Kreditt der vi vurderer anslagene laget 1-3 år tilbake. I tillegg omtales anslagene i Årsberetningen. Norges Bank vil fra nå av også løpende vurdere anslagene i egne utdypninger i inflasjonsrapportene. Utgangspunktet vil være anslagene som ble laget i den foregående inflasjonsrapporten. Der informasjon er tilgjengelig, vil anslagene bli vurdert mot faktisk utvikling. I tillegg vil vi analysere endringen i anslagene og sammenligne Norges Banks og andre institusjoners anslag. Dette kan gi grunnlag for å lage bedre anslag i fremtiden, og bedre forståelsen av de forstyrrelsene økonomien har vært utsatt for.

Hvor godt har anslagene i Inflasjonsrapport 1/04 truffet den faktiske utviklingen?

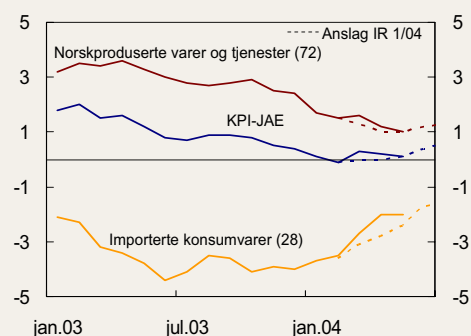
I inflasjonsrapport 1/04 la vi til grunn at norsk økonomi var på vei inn i en oppgangskonjunktur. Vi anslo at BNP-veksten i Fastlands-Norge ville bli sterkere enn veksten i produksjonspotensialet i 2004, drevet av den ekspansive pengepolitikken og internasjonal oppgang. Produksjonsgapet var ventet å bli svakt positivt fra og med 2005. Vi ventet likevel at prisveksten ville holde seg lav en periode. Inflasjonen ville ta seg opp til 2 prosent mot slutten av 2004 og nå inflasjonsmålet i løpet av våren 2006.

Siden inflasjonsrapport 1/04 ble publisert i mars, har utviklingen i realøkonomien i Norge i store trekk vært som anslått. Utviklingen i arbeidsmarkedet har vært om lag som vi så for oss i mars. Inflasjonen har også utviklet seg om lag som anslått. Prisene steg noe mer enn ventet i mars, men noe mindre enn ventet i april og mai. Prisveksten på importerte konsumvarer økte noe mer enn ventet, mens den innenlandske prisveksten har vært om lag som vi anslo, se figur 1. I anslagene tok vi ikke hensyn til særskilte midlertidige forhold som reduserte foreldrebetalingen i barnehager og direkte effekter av renten på husleiene. Disse to

forholdene har anslagsvis trukket ned den samlede konsumprisveksten med 0,1-0,2 prosentpoeng i perioden.

Figur 2 sammenligner inflasjonsanslaget fra Inflasjonsrapport 1/04 og prediksjoner fra en enkel tidsseriemodell som fanger opp trendvekst og sesongsvingninger i KPI-JAE. En slik sammenligning kan være et grunnlag for å evaluere anslagene. Den enkle tidsseriemodellen traff den faktiske prisveksten best i begynnelsen av perioden, mens anslagene fra Inflasjonsrapport 1/04 traff den faktiske prisveksten best i slutten av perioden.

Figur 1 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Faktisk prisvekst og anslag IR 1/04. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 03 – jul. 04.

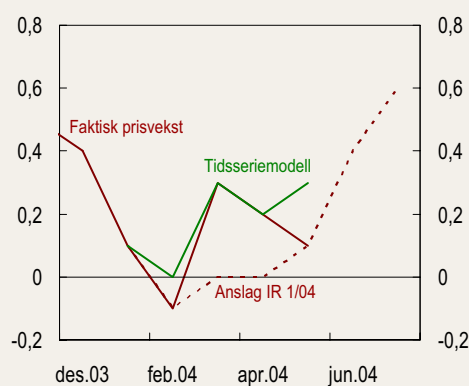


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

²⁾ Norges Banks beregninger. Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE. Anslag IR 1/04, anslag fra tidsseriemodell og faktisk prisutvikling. Tolv månedersvekst. Prosent. Des. 03 – jul. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Endringer i anslagene fra Inflasjonsrapport 1/04 til 2/04

Anslagene i Inflasjonsrapport 1/04 og Inflasjonsrapport 2/04 er basert på en forutsetning om at renten følger terminrentene i markedet, og at kronkursen følger terminkursen. Terminrentene har økt i perioden fra mars til juni og kronkursen har styrket seg sammenlignet med terminkursbanen fra Inflasjonsrapport 1/04, se figur 3 og 4. Samlet sett uttrykker terminrentene og terminkursen nå en strammere pengepolitikk fremover enn det som lå til grunn for anslagene i forrige inflasjonsrapport.

Anslagene i inflasjonsrapportene bygger også på andre viktige forutsetninger, blant annet om den internasjonale økonomiske utviklingen. Veksten internasjonalt har vært noe sterkere enn ventet siden forrige inflasjonsrapport. Sterkere vekst har bidratt til økte råvarepriser. Det kan gi noe høyere prisvekst på norske importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Oljeprisen har økt, og er ventet å holde seg høy lenger enn vi la til grunn for anslagene i forrige inflasjonsrapport.

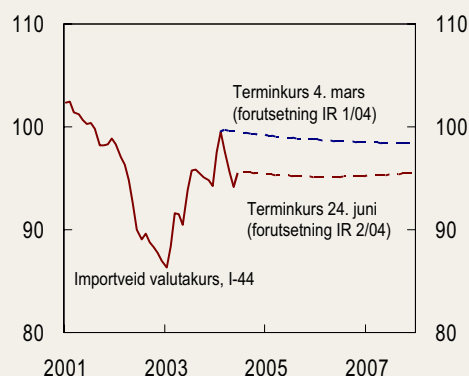
Anslagene i Inflasjonsrapport 2/04 avviker ikke vesentlig fra anslagene i Inflasjonsrapport 1/04. Endringene i anslagene kan i hovedsak føres tilbake til ny løpende statistikk og endringer i forutsetningene for rente, valutakurs og den internasjonale utviklingen. De viktigste endringene i anslagene fra Inflasjonsrapport 1/04 til Inflasjonsrapport 2/04 er:

- Produksjonsgapet i 2003 vurderes nå som noe mer negativt.
- Anslaget for BNP-veksten for Fastlands-Norge i 2004 er noe oppjustert. For 2005-2006 er anslagene nedjustert.
- Anslagene for prisveksten er nedjustert for 2005-2007.

Produksjonsgapet i 2003 noe mer negativt

Anslaget 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. Våre anslag for produksjonsgapet tar utgangspunkt i en teknisk beregning, men vi gjør også skjønnsmessige justeringer basert på annen informasjon.¹ Nedjusteringen av anslaget for produksjonsgapet i 2003 gjenspeiler at produktivitetsveksten var høy i andre halvdel av 2003. Vi har lagt til grunn at dette ikke bare reflekterte en normal konjunktorell økning i produktiviteten. Den potensielle veksten i økonomien kan dermed ha økt noe mer enn vi tidligere har anslått.

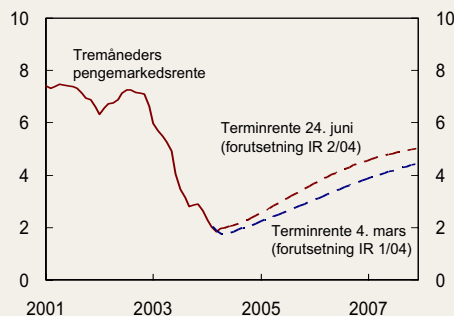
Figur 3 Forutsetning for kronkursen (I-44)¹⁾. Terminkurs. Månedstall.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Figur 4 Forutsetning for pengemarkedsrenten¹⁾. Terminrente²⁾. Månedstall. Prosent.

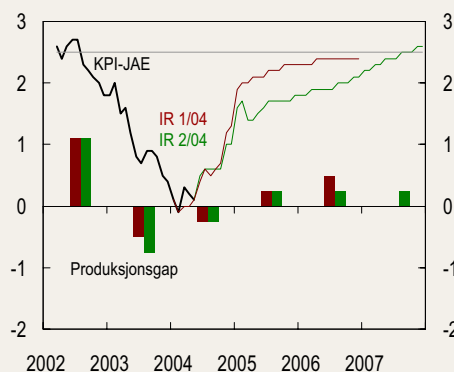


¹⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

²⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med mai 2004. Tremåneders terminrente er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fire statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 4. mars og 24. juni

Kilde: Norges Bank

Figur 5 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet¹⁾ i Inflasjonsrapport 1/04 (rød) og 2/04 (grønn). Prosent.



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se egen utdyping på side 45 i denne inflasjonsrapporten og utdyping i Inflasjonsrapport 3/03 for en nærmere omtale.

Høyere vekst i BNP Fastlands- Norge i 2004, men lavere vekst i 2005 og 2006

- Anslaget for veksten i BNP for Fastlands-Norge i 2004 er noe oppjustert. Løpende statistikk har gitt grunnlag for å øke anslaget på veksten i private investeringer i 2004. Sterkere vekst internasjonalt vil gi økt eksport.
- Sterkere krone og oppjusterte renteforventninger trekker ned den anslåtte veksten i 2005 og 2006 sammenlignet med anslagene i Inflasjonsrapport 1/04.

Lavere vekst i KPI-JAE i 2005 og 2006

- Anslagene for prisveksten på importerte konsumvarer i 2005 og 2006 er nedjustert, i hovedsak som følge av sterkere kronkurs, se figur 6. Oppjusterte anslag på prisveksten på disse varene målt i utenlandsk valuta virker i motsatt retning, men oppveier ikke effekten av kronestyrkingen.
- Anslagene for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester er også nedjustert, se figur 6. Mindre ekspansiv pengepolitikk og lavere prisvekst har ført til at anslagene for lønnsveksten er blitt justert noe ned både for 2005 og 2006. Dette trekker anslaget for innenlandsk prisvekst ned sammenlignet med forrige inflasjonsrapport. Indirekte effekter av sterkere kronkurs bidrar også til å trekke prisveksten noe ned i disse årene, mens indirekte effekter av høyere oljepris isolert sett bidrar til å trekke prisveksten noe opp i 2005.

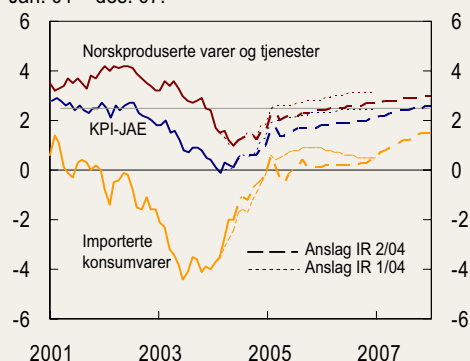
Andre institusjoners anslag

En kan også vurdere anslagene i Inflasjonsrapport 1/04 ved å sammenlikne dem med anslag fra andre institusjoner.

Figur 7 og 8 viser de to siste publiserte anslagene for veksten i KPI-JAE og BNP Fastlands-Norge fra Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank. Finansdepartementets anslag er fra 3. oktober 2003 og 11. mai 2004. Både Statistisk sentralbyrå og Norges Bank publiserte anslag 11. mars 2004.² Statistisk sentralbyrå publiserte nye prognoser 17. juni. Ettersom de tre institusjonene publiserer anslag på ulike tidspunkter kan informasjonsgrunnlaget som ligger til grunn for anslagene være ulikt. Dette innebærer at en slik

² Prognosen fra Statistisk sentralbyrå var oppdatert med kvartalsvise nasjonalregnskapstall for 4. kvartal 2003. Norges Bank hadde ikke tilgang på denne informasjonen da anslagene til Inflasjonsrapport 1/04 ble laget.

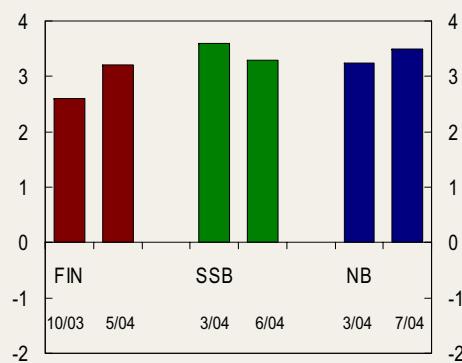
Figur 6 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 07.



¹⁾ Norges Banks beregninger

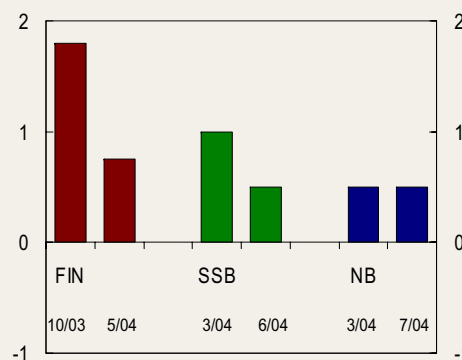
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2004, Revidert Nasjonalbudsjett 2004, Økonomiske Analyser 1/2004 og 3/2004, Inflasjonsrapport 1/2004 og 2/2004

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



Kilder: Nasjonalbudsjettet 2004, Revidert Nasjonalbudsjett 2004, Økonomiske Analyser 1/2004 og 3/2004, Inflasjonsrapport 1/2004 og 2/2004

enkel sammenligning må tolkes med varsomhet.

Det er relativt små forskjeller i anslagene for veksten i BNP for Fastlands-Norge. Alle institusjonene har etter hvert nedjustert sine anslag for veksten i KPI-JAE i 2004.

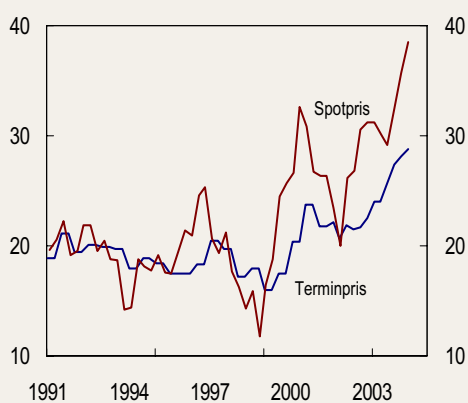
Hva ligger bak oppgangen i terminprisene på olje?

Oljeprisen er høy. Prisen på olje for øyeblikkelig levering – spotprisen – har hittil i år vært over 33 dollar fatet i gjennomsnitt. Gjennomsnittsprisen så langt i dette tiåret er 28 dollar, mens gjennomsnittsprisen på 1990-tallet var i overkant av 18 dollar.¹

Oljeprisen for fremtidig levering – terminprisen – har også økt betydelig. Figur 1 viser terminprisen for referanseoljen i USA (West Texas Intermediate) med forfall 6 til 7 år fram i tid.² Mens denne terminprisen lå under 20 dollar på 1990-tallet, ligger den nå over 28 dollar.

Normalt er det en nær og positiv sammenheng mellom spotprisen og terminprisen på olje. Terminprisen med forfall flere år fram i tid er samtidig gjennomgående mer stabil enn spotprisen og terminpriser med kortere tid til forfall. Terminprisen med mellomlangt til langt forfall har imidlertid steget markert det siste året for samme nivå på spotprisen. Figur 2 viser kurven for terminkontrakter med stigende tid til forfall på tre forskjellige tidspunkt med samme spotpris: i august 2000, i mars 2003 og i juni i år.

Figur 1 Spot- og terminpris (6 – 7 år) på olje i USA. Dollar per fat. Kvartalstall. 1.kv. 91 – 2.kv. 04.

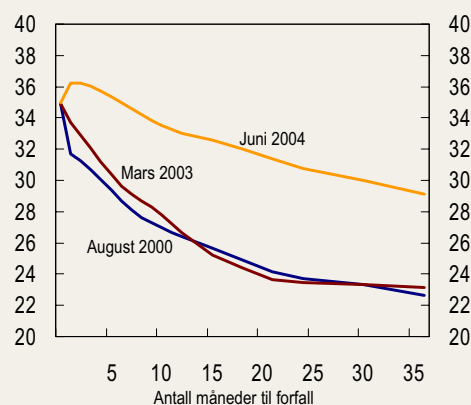


Kilde: EcoWin

¹ Selv om oljeprisen nå er høy, er realoljeprisen – det vil si oljeprisen korrigert for den generelle prisutviklingen – ikke spesielt høy i en historisk sammenheng. For eksempel var den vesentlig høyere i første halvdel av 1980-tallet, men den var også høyere i forbindelse med den første Golfkrigen på begynnelsen av 1990-tallet.

² Prisen på West Texas Intermediate (WTI) er normalt et par dollar over Brent Blend, på grunn av høyere kvalitet og lavere transportkostnader.

Figur 2 Terminkurver for Brent Blend på tre ulike tidspunkt med samme spotpris (35 dollar per fat).



Kilde: EcoWin

Terminprisene indikerer at oljeprisen kan holde seg høy fremover. Det er flere faktorer som kan bidra til å forklare dette:

- Etterspørselen etter olje ventes å øke fra store, fremvoksende økonomier, særlig i Asia. Kina alene har stått for nesten halvparten av veksten i den globale oljeetterspørselen de siste fem årene. Flere av de fremvoksende økonomiene i Asia ventes å få høy økonomisk vekst fremover. Samtidig har de en vesentlig høyere energiintensitet i produksjonen enn de fleste landene i OECD.
- Veksten i oljetilbudet utenfor OPEC ventes å avta raskere enn hva som tidligere ble antatt. En rapport fra Energy Intelligence Research³ anslår at oljetilbudet utenfor OPEC vil stabiliseres etter 2005 - veksten i oljetilbudet fra det tidligere Sovjetunionen og landene i Vest-Afrika og Latin-Amerika vil oppveies av fall i oljetilbudet fra Nordsjøen og Nord-Amerika.
- Anslagene for verdens oljereserver ble nylig oppjustert av British Petroleum⁴, men enkelte internasjonale oljeselskaper har

³ Energy Intelligence Research: The Oil Supply Dilemma: The Financial Positions and Investment Needs of Major Oil Exporters. Se <http://www.energyintel.com>

⁴ BP Statistical Review of World Energy, June 2004. Se <http://www.bp.com>.

justert ned anslagene for sine oljereserver nokså kraftig i det siste. En del analytikere hevder også at de store internasjonale oljeselskapene vil kunne få vanskeligheter med å øke sine reserver gjennom egne funn (i motsetning til gjennom oppkjøp av andre selskaper) og at deres produksjonsvekst dermed kan hemmes.

- Behovet for å øke kapasiteten i utvinning, produksjon og transport av råolje og raffinerte produkter vil kreve store nyinvesteringer i årene som kommer. Kapasitetsskanker kan gi høy oljepris i en overgangsfase, samtidig som en høyere oljepris er nødvendig for å gjøre slike investeringer lønnsomme. De økte terminprisene kan således reflektere en økt langtidsgrensekostnad for olje utenom de oljerike landene i Midt-Østen.
- OPEC har i de senere årene vist økt vilje og evne til å holde oljeprisen oppe. Avveiningen mellom en høy oljepris og tap av markedsandel for OPEC – som historisk har vært en av hovedutfordringene for kartellet – ser også ut til å bli enklere i årene som kommer. Med liten ledig produksjonskapasitet i OPEC bortsett fra i Saudi Arabia og De Forente Arabiske

Emirater, vil de fleste landene i kartellet prioritere en høy pris fremfor økt markedsandel.⁵ Det er også indikasjoner på at OPEC-landene trenger en høy oljepris ut fra statsfinansielle hensyn, selv om produksjonskostnadene i disse landene er lave. Vel så viktig er det at behovet for OPECs oljeproduksjon ventelig vil øke når den globale oljeetterspørselen fortsetter å vokse, mens oljetilbudet utenfor OPEC stagnerer.

- Den politiske usikkerheten har økt i flere OPEC-land. I det siste er det særlig økt frykt for terror og politisk uro i Saudi Arabia som har påvirket oljeprisen. Men også sabotasje, terror og politisk usikkerhet i Irak betyr at utsiktene for landets løpende og fremtidige oljeproduksjon er nedjustert sammenlignet med forventningene for ett år siden. Også andre land i OPEC – spesielt Venezuela og Nigeria i de senere årene – har hatt og vil fortsatt kunne oppleve politiske uroligheter som kan påvirke oljeproduksjonen. Markedsaktørene ser i økende grad ut til å vente at disse forholdene mer varig vil prege oljeprisen, og at en risikopremie nå også er innbakt i de langsiktige terminprisene.

⁵ OPEC må selvfølgelig være varsom med å presse oljeprisen så høyt at det blir mer lønnsomt å utvikle alternative energikilder, og dermed undergrave oljens sentrale rolle.

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten og uttalelser om inflasjonsutsiktene

Dato	Foliorente ¹	Endring	Uttalelse ²
Kommende møter			
15. desember 2004			
3. november 2004			
22. september 2004			
11. august 2004			
Tidligere rentemøter			
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
12. desember 2001	6,5	-½	Nedside
31. oktober 2001	7	0	Nedside
19. september 2001	7	0	Nøytral
07. august 2001	7	0	Nøytral
20. juni 2001	7	0	Nøytral

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 250 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 av de to kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport

I de to kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport er det til sammen gjennomført samtaler med om lag 570 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region fra den første av disse kontaktrundene ble lagt ut på Norges Banks internettsider etter rentemøtet 26. mai. Oppsummeringene fra den siste runden blir å finne på våre internettsider fra 2. juli. 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:

- Det rapporteres om fortsatt vekst og økende aktivitetsnivå i de fleste næringene. Markedsutsiktene er positive, og det forventes om lag samme veksttakt fremover som vi har sett til nå.
- Eksportindustrien er inne i en periode med solid vekst. Høye stålpriser og sterk internasjonal etterspørsel har gitt gode tider for metall- og prosessindustrien. Teknologiindustrien rapporterer om solid vekst, både ute og hjemme. Verftsindustrien på Nordvestlandet sliter imidlertid fortsatt med lav etterspørsel og hard konkurranse.
- I industri rettet mot hjemmemarked er det mulige tegn til en utflatning av veksttakten etter en periode med jevn økning siden våren 2003. Det er særlig industri med leveranser til husholdningene og til bygg- og anleggssektoren som går bra. Næringsmiddelindustrien melder om moderat vekst.
- Offshoreindustrien har hatt en markert oppgang siden i vinter og er inne i en periode med høy aktivitet. Dette har også positive virkninger for offshoreverftene, utstyrsleverandører og teknisk konsulentvirksomhet. Høy oljepris, utbyggingen av Snøhvit og Ormen Lange og tildeling av nye leteblokker skaper forventninger om solid vekst fremover.
- I bygg- og anleggssektoren rapporteres det om solid vekst over hele landet og om gode utsikter. Det er fremdeles hovedsakelig boligbygging og offentlige prosjekter som driver veksten. I tillegg kommer utbygging av landanlegg for olje- og gassutvinning i enkelte regioner. Nedgangen i markedet for næringsbygg har flatet ut, men viser fortsatt få tegn til oppgang.
- I tjenesteyting rettet mot næringslivet fortsetter den positive utviklingen vi har sett siden i fjor høst. Etterspørselen etter IT-, konsulent-, reklame-, finans- og arkitekttjenester øker jevnt. Markedet for utleie av arbeidskraft har hatt en kraftig vekst den siste tiden.
- Varehandelen melder om markert vekst i alle deler av landet. Veksten er særlig sterk for varige konsumgoder som motorkjøretøyer, byggevarer, møbler og elektriske artikler. Etterspørselen etter tjenester rettet mot husholdningene har fortsatt god vekst. Lave flypriser har økt reiselysten. Kredittveksten til husholdninger er høy, mens mislighold meldes å være lavt.
- Det er nå tegn til moderat investeringsvilje i industrien, og da særlig i eksport- og oljeindustrien. Varehandelen melder også om moderat investeringsvilje det nærmeste året. Offentlig og privat tjenesteyting har planer om å holde investeringene om lag uendret.
- Det rapporteres om moderat sysselsettingsvekst i både varehandel, annen tjenesteyting og i bygg og anlegg. I industrien oppgis det at sysselsettingen ikke faller lenger, mens det meldes om et fortsatt svakt fall i offentlig sektor.
- I eksportindustrien har prisnedgangen stoppet opp, og det rapporteres om en markert økning i prisene siden forrige inflasjonsrapport. Utsalgsprisene i hjemmemarkedsindustrien øker fortsatt moderat. I varehandelen har prisveksten tiltatt noe. Lønnsomheten utvikler seg positivt for alle næringer. Lønnsveksten forventes å bli lavere i 2004 enn i 2003.

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

Adviso AS
Advokatfirmaet Schjødt AS
Aetat Grenland
Aetat Vest-Agder
Air Products AS
AIT Otta
Aker Kværner ASA
Aker Stord
Aker Universitetssykehus
Aker Verdal
Akershus Universitetssykehus
Akershus Fylkeskommune
Aksel L. Hansson
Albert E. Olsen AS
Alexandra Hotel AS
Allianse AS
Alta kommune
Amek AS
Amersham Health AS
Amfi Drift AS
Amfi Veita
Ankerløkken AS
Ankerske Naturstein AS
Anleggsgartnerfirma Strandman AS
Apotekene Vest HF
Aquarius AS
Arbor Gruppen AS
Arendal kommune
ARKI arkitektar AS
Arkitektfirma Brandsberg-Dahl
Arntzen de Besche Advokatfirma AS
Art In Dent AS
Artic Seafood Holding AS
Asker kommune
ASKO Agder AS
Atmel Norge
Avinor AS
Avisa Nordland AS
Ballangen Camping AS
Balsfjord kommune
Bardu Hotell AS
Bennett BTI Nordic Norge AS
Berg Hansen Storby
Berg Jacobsen Gruppen
Bergen kommune
Bergene Holm AS
Bergens rørhandel
Bergens Tidende
Berg-Hansen Reisebureau
Berle Fisk AS
Bertel O. Steen
BeWi Produkter AS
Bio Mar AS
Black Design AS
Bladet Vesterålen/Norvest AS,
Block Watne AS
Bodø kommune
Bodø Transport og Caravan AS
Borgstein AS
BP Norge AS
Bravida ASA
Bravida Sørøst AS
Brekke Industrier AS
Brødrene Bakk AS
Brødrene Flaarønning AS
Brødrene Pedersen AS
Buer Entreprenør AS
Bunnpris
Bussen Trafikkselskap AS
Bygg og Maskin AS
Bygger'n Orkdal
Byggkjøp Kåre Abelsen AS
Byggmakker Norgros
Byggmester Grande AS
Bærum kommune
Børset og Bjerkset AS
Båtservice Holding ASA
Båtsfjordbruket AS
CBB Stål AS avd. Trondheim
CC Martn
CHC Norway
Christie & Opsahl AS
Clear Channel Norway AS
Comfort Hotell Lillehammer AS
Comrod AS
Conoco Phillips Norway
Concept AS
Coop Finnmark BA
Coop Finnsnes BA
Coop Hordaland BA
Coop Inn-Trøndelag BA
COOP Sambo AS
Coop Sogn og Fjordane BA
Coop Sunndalsøra BA
Coop Trondheim og omegn BA
Creato
Daldata AS
David Andersen AS
De Sandvigske Samlinger Maihaugen
Deloitte Norge
Demex AS
Den Norske Bank ASA, Region
Sørlandet
Den Norske Bank ASA, Tønsberg
Diakonhjemmet
Dinamo Norge AS
Dokka Fasteners
Domstein ASA
Drammen kommune
EFD Induction AS
Egil Kristoffersen & Sønner AS
Eidesvik Holding AS
Eidsiva Kontorservice AS
Eiendomsdrift Nord AS
Eiendomsmeidler 1 Midt-Norge AS
Ekornes ASA
Elcon Finans
Elektro AS
Elgiganten AS
Elkem Aluminium AS
Elkem ASA
ELKJØP Stormarked Skien
Elvemo og Hjerdtås Bygg AS
Elverum kommune
Ementor Norway ASA
Emma EDB AS
Engerdal kommune
Eramet Norway
ErgoRunit AS
Ernst & Young AS
Esmeralda AS
EuroNics Norge AS
Eurosko AS
Expert Norge AS
Falkanger Sko AS
Farveringen AS
Fauske Hotell AS
FAV Gruppen
Felleskjøpet Bergneset
Ferner Jacobsen
First Victoria Hotel
Fiskeridirektoratet
Fjellpulken AS
Fjord 1
Fjord Marin AS
Fjordline - Bergen
Fjällräven AS
Flatsetsund Møbel- og Trevarefabrikk AS
Flyspesialisten Trondheim AS
Flytoget AS
Friele kaffehus
Fritjof Kristiansen AS
Frost Entreprenør AS
Fundamus AS
Fylkesmannen i Vest-Agder
Gaupen Henger
Geelmuyden Kiese AS
Geoservice AS
Gilde Norsk Kjøtt AS
Gilstad Trelast AS
Gjensidige Nor Forsikring
Gjestal Spinneri ASA
Gjestegården AS
Gjøco AS
Gjøvik kommune
Glamox ASA
Glava AS
Glomma Papp AS
Godstrafikk og Bilspedisjon AS
Grieg Logistics
Grieg Seafood AS
Grimstad kommune
Gro Industrier AS
Grytnes Betong AS
Gudesen Produkter AS
Gunnar Karlsen AS
Gunnar Klo AS
Gyldendal ASA
H. O. Bernhardsen
H.Jøkelsrud
Hafjell Alpenser AS
Hakon Distribusjon AS
Hamar Elektro AS
Hamar kommune
Handels- og Servicenæringens
Hovedorganisasjon
Handelsbanken Trondheim
Hank Sport AS
Hansa Borg Bryggerier ASA
Hansen Dahl Holding AS
Haram kommune
Harila Midt-Troms AS
Havforskningsinstituttet
Havkrefter AS
Havsølv AS
Hedmark Eiendom AS
Hegra Sparebank
Heimdal Gruppen AS
Helgeland Kraft AS
Helgeland Vekst AS
Helly Hansen Spesialprodukter AS
Helse Bergen HF
Helse Nordmøre og Romsdal
Hennig-Olsen Is AS
Heprø AS
Herman Lepsø AS
Herøy kommune
Hitec Frannæs AS
Hitec O AS
Holm Grafisk AS
Hordaland Reiseliv
Hotell Refsnes Gods AS
Hunter Douglas Norge
Hustadmarmor A/S
Hydro Aluminium AS
Hydro Aluminium Profiler AS
Hydro Exploration and Production
Norway
Høgskolen i Sør-Trøndelag
Høgskolen Lillehammer
Høgskolen Molde
I. P. Huse AS
Ikea
Indre Sogn Sparebank
Intersport Lillehammer AS
IPEC Instrumentering AS
ISS Norge AS
Itet AS
Ivar Mjåland, Mandal
Iver Bil AS
J. M. Johansen AS
JC Jeans & Clothes AS
Jiffy Products International AS
Johansen TH & Sønner AS
Julius Maske AS
Jøtul ASA
Kantega AS
Karmøy Stål
Kewa Invest AS
Kiwi Norge AS
Kleiven Sogn A/S
Kleven Florø AS
Klingenberg Hotel AS
KLP Eiendom Trondheim
Knutsen OAS
Kolberg Motors AS
Kongsberg Automotive ASA
Kongsberg Spacetec AS
Kontali Analyse AS
KPMG
Kragørø kommune
Kristiansand Cementstøperi AS
Kristiansand Næringsforening
Kristiansund Havn KF
Krogsveen Raknes AS
Kroken Caravan AS
Kruse Betong
Lafopa Industrier AS
Landskapsentreprenørene AS
Lefdal Elektromarked AS Lade
Lefdal Installasjon AS
Leif Grønstads Auto AS
Leiv Sand Transport AS
Lenvik kommune
Lidl Norge
Lilleborg AS
Lillesand produkter AS
Lindex AS
Lindstrøm Hotell AS
Linjebygg Offshore AS
Link Arkitekter
Lofoten Fiskerestaurant AS
Løvenskiold Handel AS
Løvenskiold Trelast AS
Madsen Bil AS
Madshus AS
Mandal kommune
Manpower
Maritech AS
Martin M. Bakken
Martin Olsen Møbelgalleri AS
Max Mat AS
Melhus Sparebank
Meløy Bedriftsservice AS
Meløy kommune
Meløy Næringsutvikling
Mercuri Urval AS
Mesta AS
Microsoft Norge AS
Midnor Group AS
Midsund Bruk AS
Midtre Gauldal kommune
Mills DA
Minde Sjokolade
Mjosundet Båt og Hydraulikk AS
Mjøsplass AS
Modolv Sjøset Pelagic AS
Moelven Østerdalsbruket
Multi Elektro AS
Multiconsult AS
Mårlil & Pettersen Reklame AS
Nannestad kommune
Narvik kommune
Narvik Storsenter Drift AS
Navigator AS
NCC Construction AS
Nerland Granitindustri AS
Nettbus Sør AS
Nexans Norway AS
NHO Trøndelag
Nobø Electro AS
Norac AS
Nor-Dan AS
Nordbohus Vinstra AS
Nordea Bank Norge ASA
Nordek AS
Nordia AS
Nordlaks AS
NordMegler AS
Nordmøre Revisjon AS
Norges Handels- og Sjøfartstidende
Norgesbuss Østfold-Vestfold AS
Norgestaxi Trondheim AS
Norisøl Norge AS
Norli Gruppen AS
Norpower Brødr. Malo AS
Norsk Gallup Institutt AS

Norsk Stein AS
Norske Skogindustri AS
Nortrans Touring AS
Nortroll AS
Nortronic AS
Notodden Mur- og
Entreprenørforretning AS
NTNU
Nycomed Pharma
Nye Møre Tre AS
NYMO AS
Nøstet Kjetting AS
O. Kavli AS
Obos Eiendomsforvaltning AS
Oceanor AS
Odfjell ASA
Ole K. Karlsen Entreprenør AS
Ole Moe Engros
Oljedirektoratet
Olsen Johs AS
Opera Software ASA
Oppland Entreprenør AS
Opus AS
Orkdal Installasjon AS
Orkdal kommune
Os kommune
Oslo Entreprenør AS
Osram AS
Owens Corning Fiberglas Norway AS
PA Consulting Group AS
Pareto Securities AS
Parfymelle AS
Pay & Brinck Motor AS
PDC Tangen AS
Peab AS
Pedersens Lastebiltransport AS
Per Solem Arkitektkontor AS
Personalservice AS
PGS Production Group
PipeLife Norge AS
Plast Sveis AS
Polargruppen AS
Polimoon AS
Porsgrunds Porselænsfabrik AS
PricewaterhouseCoopers DA
Prior Norge BA
Proffice Vestfold
Profil Lakkering AS
Protech AS
Protek TELsoft AS
På Håret AS
Radisson SAS Caledonien Hotel

Radisson SAS Hotel Tromsø
Radisson SAS Lillehammer Hotel
Rambøll Norge AS Lillehammer
Rapp Bomek ASA
Rasmuss Tallaksen
Rasmussen K. A. AS
Rauma kommune
Reber Schindler Heis AS
Reinertsen Anlegg AS
Reinertsen Engineering AS
Rema 1000
Restech Norway AS
Rica Hotel Hamar
Rica Hotels ASA
Rica Park Hotel
Rieber & Søn Elverum
Riibe Mynthandel
Ring Mekanikk AS
Ringnes AS
Robinson Scandinavia AS
Rogaland Kunnskapspark
Rolls Royce Marine
Romsdals Budstikke AS
Rygge kommune
Rørteknikk AS
SalMar AS
Saltenposten AS
Samarbeidende Revisorer AS
Sandefjord kommune
Scan Wafer ASA
ScanPartner AS
ScanRope AS
Schibsted ASA
SEB Kort AB
Selje Hotel AS
Selmer Skanska AS
Sentrum Regnskap Hitra
Siemens AS
Silvinova
Simon Møkster Shipping AS
SINTEF konsernstab
SIVA Selskapet for industrivekst SF
Sjøsidan Senter AS
Sjøvik AS
Sjåtil og Fornæss
Skagen Brygge Hotell
Skagen Fondene
Skanska, Rogaland
Skifer & Naturstein AS
Skipplast AS
Skodje Byggvare AS
Slatlem & Co AS

SMV Hydraulic AS
SND Sogn og Fjordane
Snillfjord kommune
Solhaug Entreprenør AS
Sortland Entreprenør AS
Sortland kommune
SPAR Hamresanden
Sparebank 1 Nord-Norge
Sparebanken Hedmark
Sparebanken Møre
Sparebanken Sør
Sparebanken Vest
Sparebanken Øst
Sperre Støperi
Spice AS
Sport 1 Gruppen AS
Sportshuset AS
Stabburet AS
Stange kommune
Stansfabrikken Lillesand AS
Stantek Kongsvinger AS
Star Carboline Gruppen
Star Tour
Steertec Raufoss AS
Stillasservice AS
Stokke Gruppen AS
Stormoa Butikkcenter
Storvik AS
Studentsamskipnaden i Agder
Støren Trelast AS
Subsea7 AS
Svaneapoteket i Hamar
Sveins Auto AS
Sykehuset Innlandet HF
Sykehuset Telemark HF
Syljuåsen AS
Sylteosen Betongvarefabrikk AS
Sønnico AS
Sørco AS
Sørlandet sykehus HF
Sør-Trøndelag fylkeskommune
Taubåtkompaniet AS
Taxi Molde
Team Ged AS
Team Trafikk AS
Teeness ASA
Teknisk Bureau AS
Timpex AS
Tine Meierier Vest
Tine Midt-Norge AS
Tine Østlandsmeieriet
Tommen Gram Folie AS

Topp Auto AS
Toten Bygg og Anlegg AS
Toten Transport A/L
Totens Sparebank
Trafikk & Anlegg AS
Trebetong AS
Trioving AS
Triplex AS
Trondheim kino
TV Nordvest AS
Tysvær kommune
Uldal Vinduer og Dører AS
Ullevål Universitetssykehus
Ulstein Verft AS
Umoe Catering AS
Union Hotel
United Pan-Europe Communications
Universal Spedisjon AS
Valle sparebank
Vann og Varme AS
Veidekke ASA
Verdal kommune
Vest Inkasso AS
Vest Sandblåsing AS
Vestbase AS
Vest-Busscar Stryn AS
VIBO Entreprenør AS
Vigor AS
Vinn
Vital Forsikring ASA
Vital Næringsseiendom AS
Volmax AS
Volvo Trucks Norway AS
Våler Bygg AS
Webrift AS
Wennberg Trykkeri AS
Wenaas AS
Westnafa AS
Westres Bakeri AS
Widerøes Flyveselskap ASA
Xerox AS
Yara International ASA
YIT Building Systems AS
Østbyen Bil AS
Øveraasen AS
Åmot kommune
Årdal Stålindustri AS
Åsen & Øvreliid AS
3T Produkter 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	0,1	1,3	-3,6	-2,3	1,6	0,5
2.kv	0,3	0,6	1,2	1,6	-1,8	13,7	3,2	-0,3
3.kv	1,2	1,4	1,2	-1,1	-1,7	2,9	1,2	0,0
4.kv	0,5	0,6	1,2	0,3	2,1	-6,8	1,5	2,1
2004 ²⁾ 1.kv	1,0	0,5	1,8	0,2	-1,7	8,3	-0,4	2,9
Nivå 2003, mrd kroner	1564	1246	722	353	195	63	189	433

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Tabell 2 Konsumpriser

Tolvmåneders-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 jan	5,0	1,8	5,4	1,6	4,2
feb	4,8	2,0	5,2	1,7	4,1
mar	3,7	1,5	3,9	1,3	3,2
apr	2,9	1,6	3,0	1,7	2,5
mai	2,1	1,2	2,0	1,2	1,8
jun	1,7	0,8	1,6	0,9	1,5
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

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.

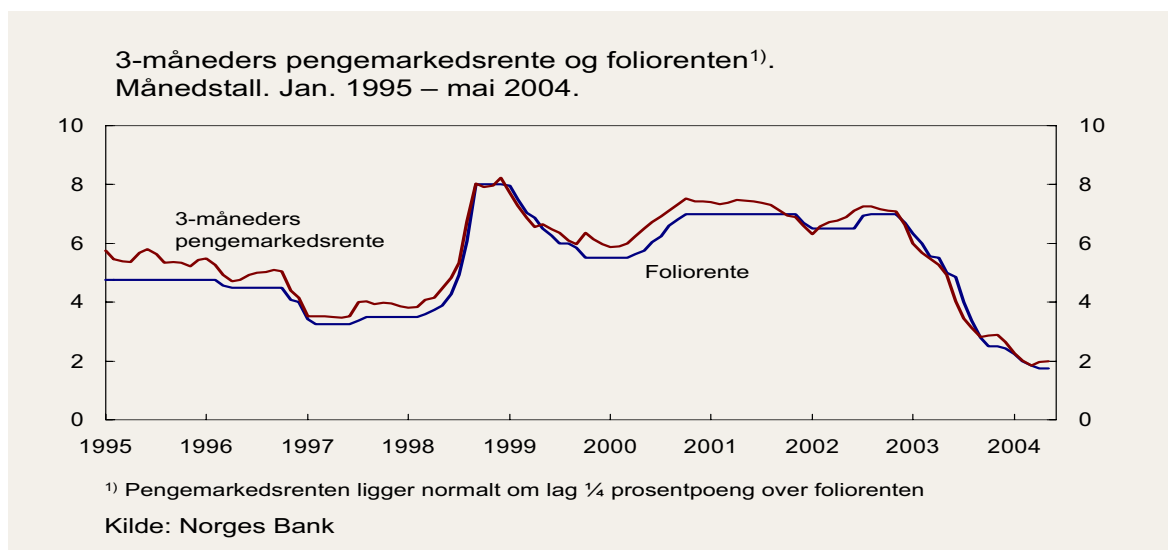
Tabell 3 Renter

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	jan	6,3	6,4	6,0	5,6	5,7
	feb	6,0	6,1	5,7	5,3	5,3
	mar	5,6	5,6	5,5	5,2	5,2
	apr	5,5	5,6	5,3	5,0	5,3
	mai	5,0	5,2	4,9	4,5	5,0
	jun	4,8	4,8	4,0	3,6	4,5
	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
2004	4. jun	1,8	2,1	2,0	2,4	4,8
	11. jun	1,8	2,1	2,0	2,4	4,8
	18. jun	1,8	2,0	2,1	2,4	4,7
	24. jun ³⁾	1,8	2,1	2,0	2,4	4,6

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 21. til 24. juni.



Tabell 4 Internasjonale renter

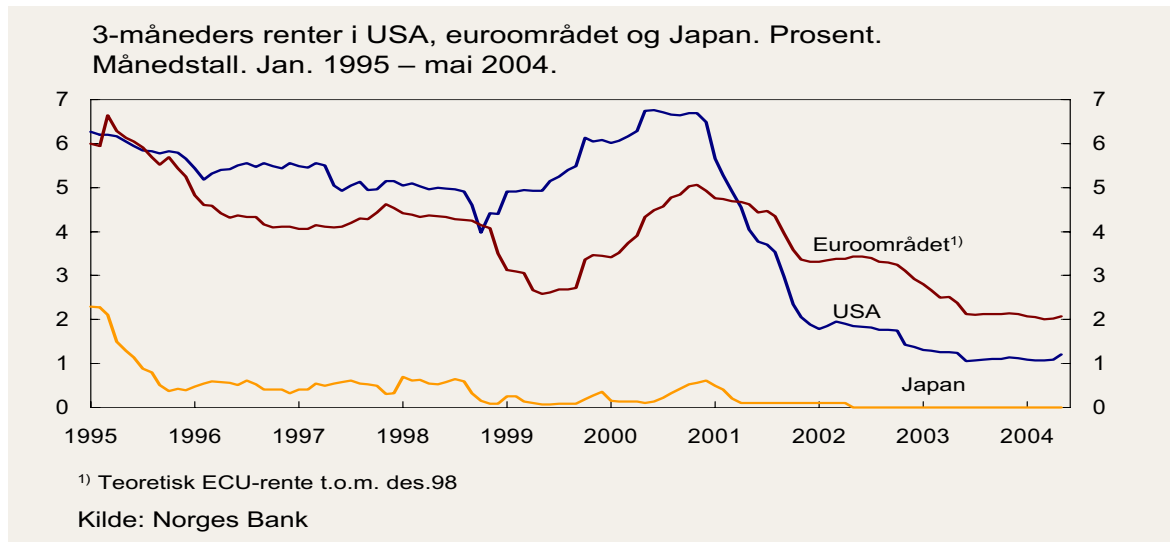
		Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet					Handels-partn ²⁾ .	Rente-differanse NOK/handels-partnerne	Statsobligasjons-renter ³⁾	
		USD	JPY	EUR	GBP	SEK			USA	Tyskland
1997		5,2	0,5		6,8	4,2	4,1	-0,5	6,4	5,7
1998		4,8	0,5		7,3	4,2	4,2	1,5	5,3	4,6
1999		5,4	0,2	2,9	5,5	3,3	3,3	3,0	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	jan	1,3	0,0	2,8	3,9	3,8	2,8	3,1	4,0	4,2
	feb	1,3	0,0	2,7	3,7	3,7	2,7	2,9	3,9	4,0
	mar	1,3	0,0	2,5	3,6	3,5	2,5	2,9	3,8	4,1
	apr	1,3	0,0	2,5	3,6	3,5	2,5	2,6	4,0	4,2
	mai	1,2	0,0	2,4	3,6	3,3	2,4	2,4	3,5	3,9
	jun	1,1	0,0	2,1	3,6	2,9	2,2	1,7	3,3	3,7
	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
2004	4. jun	1,3	0,0	2,1	4,6	2,1	2,2	-0,3	4,7	4,4
	11. jun	1,4	0,0	2,1	4,7	2,1	2,2	-0,3	4,8	4,4
	18. jun	1,5	0,0	2,1	4,8	2,1	2,2	-0,3	4,7	4,4
	24. jun ⁴⁾	1,5	0,0	2,1	4,8	2,1	2,2	-0,3	4,7	4,3

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.

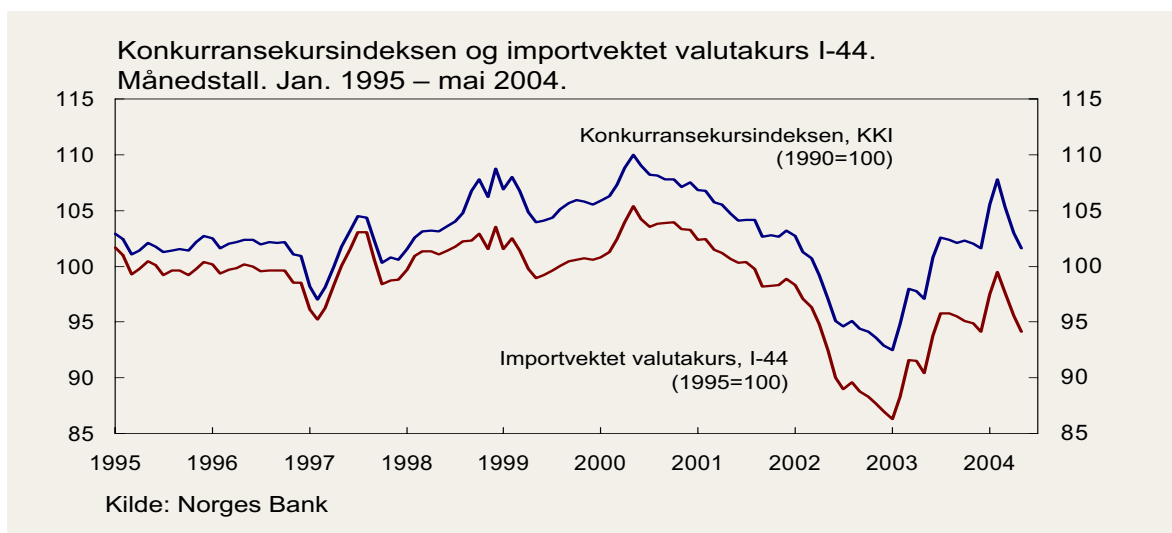
4) Gjennomsnitt fra 21. til 24. juni.



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	jan	86,3	92,5	7,3	6,9	79,9
	feb	88,3	94,8	7,5	7,0	82,5
	mar	91,6	98,0	7,8	7,3	85,0
	apr	91,5	97,8	7,8	7,2	85,6
	mai	90,4	97,1	7,9	6,8	86,0
	jun	93,8	100,8	8,2	7,0	89,5
	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
2004	4. jun	93,6	101,3	8,2	6,7	89,6
	11. jun	94,3	102,0	8,2	6,8	90,1
	18. jun	95,7	103,5	8,3	6,9	91,0
	24. jun ³⁾	95,8	103,6	8,4	6,9	91,1

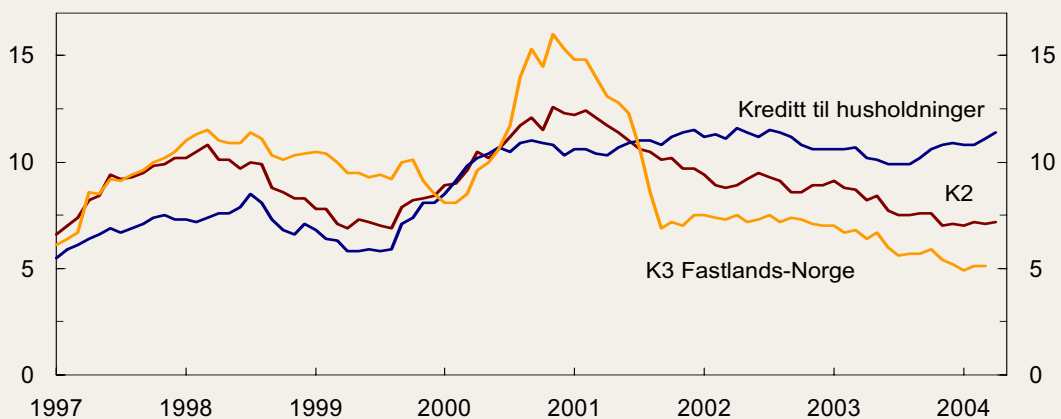
- 1) Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Vektene er løpende og basert på årlige importandeler.
- 2) Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter)
- 3) Gjennomsnitt fra 21. til 24. juni.



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	jan	6,3	9,1	10,6	7,2	6,6	7,0
	feb	6,2	8,8	10,6	5,9	6,6	6,7
	mar	5,5	8,7	10,7	4,8	6,2	6,8
	apr	5,9	8,1	10,2	3,9	5,8	6,4
	mai	5,8	8,3	10,1	4,4	6,0	6,7
	jun	2,9	7,6	9,9	2,8	5,5	6,0
	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	7,1	10,9	-0,9	4,3	5,2
2004	jan	1,3	7,0	10,8	-1,0	4,1	4,9
	feb	2,0	7,2	10,8	-0,2	4,0	5,1
	mar	3,7	7,1	11,1	-1,1	3,9	5,1
	apr	4,6	7,2	11,4	-1,1		
Beholdningstall siste måned. Milliarder kroner	884	1895	1143	602	2328	2118	

Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 1997 – apr. 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	3,4	0,8	1,0	2,7	1,3	2,3	1,4
1997	4,5	1,9	1,4	1,9	3,3	2,4	3,1	2,4
1998	4,2	-1,1	2,0	3,6	3,1	3,6	2,8	2,8
1999	4,4	0,1	2,0	3,2	2,8	4,6	3,5	2,8
2000	3,7	2,8	2,9	4,2	3,8	4,3	4,0	3,7
2001	0,5	0,4	0,8	2,1	2,1	0,9	1,4	1,7
2002	2,2	-0,3	0,2	1,1	1,6	2,1	1,5	0,9
2003	3,1	2,7	-0,1	0,5	2,2	1,6	1,2	0,5
Anslag								
2004	4¼	4	1½	2	3	2¾	2½	1¾
2005	3	1½	1¾	2¼	2½	2¾	2½	2¼
2006	3	1½	2	2½	2½	2¼	2½	2½
2007	3	1½	2	2½	2½	2¼	2½	2½

1) Eksportvekter, Norges 24 viktigste handelspartnere

2) Vekter fra Eurostat

Kilde: OECD 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	-0,7	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	0	1¾	2¼	1½	¾	1½	2
2005	2¼	-¼	1¼	1½	2	1½	1½	1¾
2006	2½	-¼	1¾	1¾	2	2	1¾	2
2007	2½	-¼	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)

Kilde: 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, oljekorrigerte 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, oljekorrigerte 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.

I det vedtatte budsjettet for 2004 ble det lagt til grunn et strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd i 2004 på 55,9 milliarder kroner. Dette er 22 milliarder kroner over forventet realavkastning av kapitalen i Statens petroleumsfond ved inngangen til 2004. I salderingen av statsbudsjettet for 2003 anslås det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet til 48,1 milliarder kroner. Det er vel 8 milliarder kroner høyere enn anslått i Nasjonalbudsjettet 2004.

Forutsetningene i inflasjonsrapporten

Vi har tatt utgangspunkt i det vedtatte budsjettet for i år og anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2004 for våre anslag. Det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet økte markert fra 2002 til 2003. I Revidert nasjonalbudsjett 2004 anslås underskuddet å øke ytterligere, fra 3,9 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2003, til 4,2 prosent i år. I det vedtatte budsjettet for i år ble budsjettet svekket med 700 millioner kroner i forhold til Regjeringenes opprinnelige forslag. Den underliggende utgiftsveksten over statsbudsjettet kan anslås til i underkant av 5½ prosent i 2004. Veksten i kommunenes samlede inntekter fra 2003 til 2004 kan anslås til nærmere 7 prosent. Vi antar at om lag halve inntektsveksten i år blir brukt til å redusere underskuddene. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn en årlig reell vekst i det offentlige kjøp av varer og tjenester på 2 prosent i år og 1½ prosent i 2005, 2006 og 2007. Forutsetningen innebærer at verdiveksten i offentlige utgifter fra og med 2005 vil være om lag på linje med verdiveksten i inntektene.

Tabell: Utviklingen i det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet og i Statens Petroleumsfond på mellomlang sikt. Milliarder kroner (der ikke annet fremgår). Faste 2004-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	-	29,4	2,4
2002	619,3	26,4	37,3	3,0
2003	604,6	24,9	49,5	3,9
2004	847,1	33,9	55,2	4,2
2005	1016,2	39,4	55,2	4,2
2006	1151,5	43,1	55,2	4,1
2007	1299,5	46,9	55,2	4,1
2008	1459,1	50,9	55,2	4,0
2009	1639,5	55,2	55,2	4,0
2010	1832,6	59,5	59,5	4,2

¹⁾ Løpende priser.

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2004

Tabell 9 Beregningstekniske forutsetninger

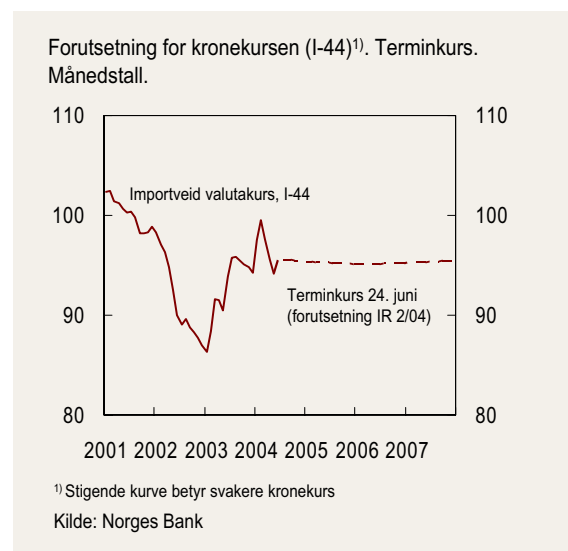
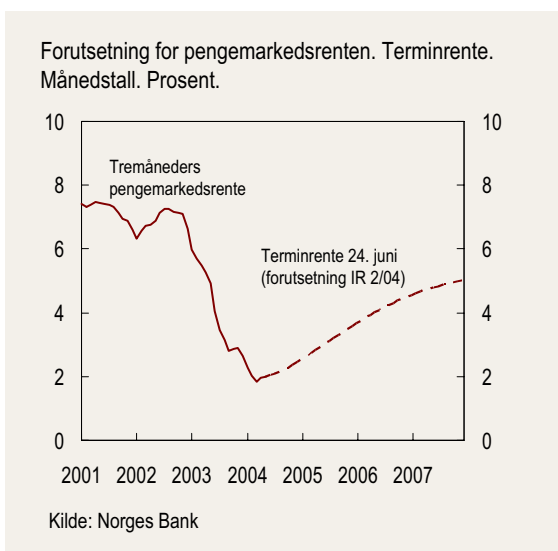
Historisk utvikling		I-44 ¹⁾	Foliorente
1997		99,2	3,4
1998		101,7	5,5
1999		100,4	6,3
2000		103,3	6,2
2001		100,2	7,0
2002		91,6	6,7
2003	1.kv	88,7	6,0
	2.kv	91,9	5,1
	3.kv	95,7	3,4
	4.kv	97,7	2,5
2004	1.kv	98,2	2,0

Beregningstekniske forutsetninger		Terminkurs	Basert på terminrenter ²⁾
2004	2.kv	95,1	1,8
	3.kv	95,6	1,9
	4.kv	95,5	2,1
2005	1.kv	95,4	2,4
	2.kv	95,3	2,7
	3.kv	95,2	3,0
	4.kv	95,2	3,2
2006	1.kv	95,1	3,5
	2.kv	95,1	3,8
	3.kv	95,2	4,0
	4.kv	95,2	4,2
2007	1.kv	95,3	4,4
	2.kv	95,3	4,5
	3.kv	95,4	4,6
	4.kv	95,5	4,7

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 fire pengemarkedsrenter og fire statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 24. juni. Vi har trukket 0,25 prosentpoeng fra terminrentene for å få et uttrykk for forventet foliorente.

Kilde: Norges Bank



Tabell 10 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser med terminrente og terminkurs

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2003	2003	Anslag			
			2004	2005	2006	2007
Realøkonomi						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	1270	1,7	4¼	3¼	2¾	2½
- Privat konsum	722	3,8	5¼	4	2¾	2¾
- Offentlig konsum	353	1,4	2	1½	1½	1½
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	195	-4,7	3¾	4	4	3½
Oljeinvesteringer ²⁾	63	15,8	10	5	5	-5
Tradisjonell eksport	189	2,6	5¼	3½	3	3
Import	433	2,2	7½	3¾	2½	1½
BNP Fastlands-Norge	1246	0,6	3½	3	2½	2½
BNP	1563	0,4	2¾	3	2¾	2
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting		-0,6	½	1¼	¾	¾
Arbeidsstyrke, AKU		-0,1	½	1	¾	¾
Registrert ledighet (rate)		3,9	3¾	3½	3½	3½
AKU-ledighet (rate)		4,5	4¼	4	4	4
Priser og lønninger						
KPI ³⁾		2,5	½	1¾	2	2½
KPI-JAE ⁴⁾		1,1	½	1½	2	2½
Årslønn ⁵⁾		4½	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.

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

