

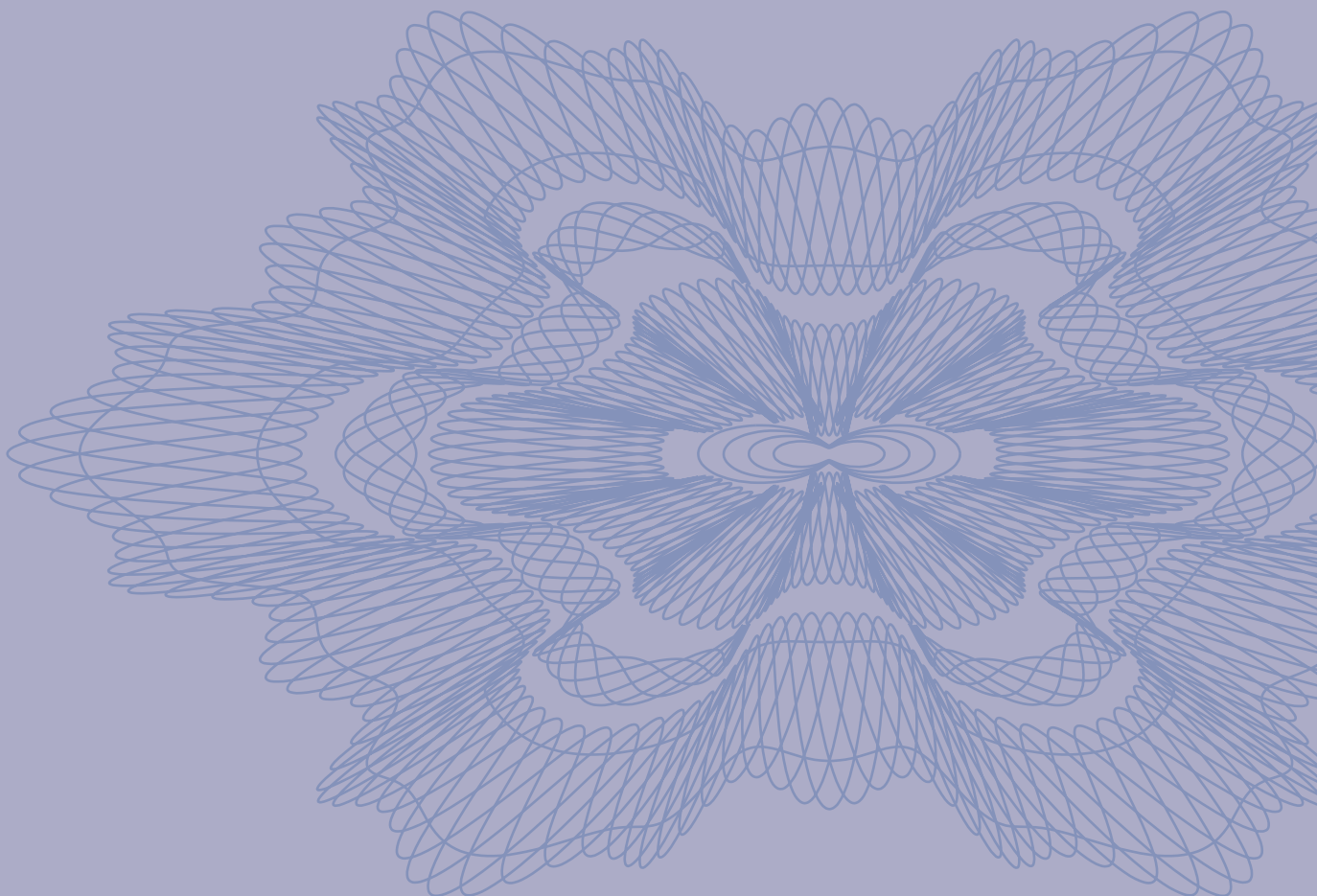
Norges Banks rapportserie
Nr. 1-2004



Inflasjonsrapport

1
04

m a r s



Inflasjonsrapporten kommer ut tre ganger i året og 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
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. Det operative målet er en vekst i konsumprisene over tid på 2½ prosent. Det tas i utgangspunktet ikke 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

Normalt fastsettes renten med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Pengepolitikken virker dessuten med et tidsetterslep. Bak valget av horisonten på to år ligger således en avveining mellom variasjonen i inflasjon og variasjonen i produksjon og sysselsetting, samt en oppfating av hvordan renten påvirker forløpet for disse størrelsene. Dersom særskilte forhold skulle tilsi at Norges Bank legger til grunn en annen tidshorisont enn to år, vil banken gjøre rede for det. Det vil den også gjøre dersom utviklingen i finansmarkedene blir tillagt særskilt vekt.

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 inflasjonsrapporter er, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om styringsrenten.

Vurdering av utsiktene for inflasjonen legges normalt fram i inflasjonsrapporten som publiseres tre ganger i året, i februar/mars, juni og oktober. Hovedstyret blir presentert for og drøfter hovedlinjene i inflasjonsrapporten før den publiseres. Sentralbanksjefen er redaktør for inflasjonsrapporten. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den pengepolitiske strategien i perioden fram til neste inflasjonsrapport. Vurderingene blir nedfelt i et eget strateginotat som vedtas av hovedstyret og som blir offentliggjort ved periodens utløp.

Kommunikasjon 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.

Inflasjonsrapportene redegjør for pengepolitikken i forrige firemånedersperiode. I tillegg rapporterer Norges Bank om gjennomføringen av pengepolitikken i sin årsberetning. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i grunnlovens §75c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen, og i sentralbanklovens §3. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding. Sentralbanksjefen redegjør for pengepolitikken i en åpen høring i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av kredittmeldingen.

Inflasjonsrapport 1/2004

Forord	7
Sammendrag	8
1. Utviklingen den siste tiden	10
2. Den internasjonale utviklingen	18
3. De økonomiske utsiktene i Norge	22
4. Inflasjonsanslag	28
Utdypinger	
Lave utenlandske prisimpulser til norsk økonomi	38
Gjennomslaget fra kronekursen til prisene på importerte konsumvarer	40
Virkninger av fallet i rentene på husholdningenes inntekter	41
Kronekurs og forventninger	43
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003	46
Vedlegg	
Regionalt nettverk	49
Strateginotat 3/03	54
Statistikk	65
Detaljerte anslag og forutsetninger	71

Redaksjonen avsluttet 4. mars 2004

Forord

Lav inflasjon og lave renter ute og hjemme

Veksten i norsk økonomi er på vei opp. Arbeidsledigheten har stabilisert seg. Kronekursen er svekket etter at den en periode var sterk. Konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning i Norge og svak aktivitet ute. Pengepolitikken har bidratt til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, men inflasjonen er lav.

Reduksjonene i renten i vinter må ses på bakgrunn av at inflasjonen er vesentlig under målet. Norges Bank har avveid hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og hensynet til å unngå at veksten i produksjonen etter hvert kan bli for sterk. Andre land har bak seg en lengre periode med svak utvikling i produksjon og sysselsetting. Prisveksten ute er lav. Rentenivået er historisk lavt i Europa, USA og Japan. Det norske rentenivået er om lag på linje med renten hos våre handelspartnere.

Selv om realøkonomien har landet mykt, er inflasjonen i Norge for lav. Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon. Skulle lav inflasjon vare ved, kan det etter hvert få mer varig feste i inflasjonsforventningene. Festner prisstigningen seg på et lavt nivå eller nær null, vil renten bli mindre slagkraftig som virkemiddel. Så langt ser det ut til at inflasjonsforventningene har holdt seg oppe, selv om den løpende prisstigningen har falt. De kraftige reduksjonene i renten det siste året har trolig bidratt til at aktørene i det økonomiske livet legger til grunn at inflasjonen gradvis vil ta seg opp igjen.

Analysene i denne inflasjonsrapporten tyder på at inflasjonen vil holde seg lav de nærmeste månedene og tilta fra sommeren. Det er utsikter til et moderat hovedoppgjør i vår, det første på åtte år. Gjennom lønnsforhandlingene avveier partene sentralt og lokalt hensynet til å styrke sysselsettingen og hensynet til en god utvikling i kjøpekraften. Vi anslår at lønnsveksten i år blir $3\frac{3}{4}$ prosent.

Når inflasjonen er lav – og så lav som nå – er det riktig å legge stor vekt på å få den opp. Konsumprisene kan svinge fra måned til måned. Utover i året vil vi få bekreftet om konsumprisene tiltar som ventet. Det vil gi et grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge. En slik utvikling i renten vil kunne motvirke at vi får for sterkt press på innenlandske ressurser på mellomlang sikt. Renteutviklingen ute kan også få vesentlig betydning for utviklingen i kronen og dermed for de norske rentene.

Svein Gjedrem
8. mars 2004

Sammendrag

Prisveksten er svært lav og vesentlig under inflasjonsmålet på 2½ prosent. Det er særlig fall i prisene på importerte konsumvarer som trekker prisveksten ned under inflasjonsmålet, men prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har også avtatt.

Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien er om lag som på midten av 1990-tallet. Lønnsveksten har kommet ned, og var i fjor på et nivå som er forenlig med inflasjonsmålet på lang sikt. Det er utsikter til et moderat hovedoppgjør i år, det første på åtte år. Kronekursen er på linje med nivået på midten av 1990-tallet. Rentenivået er på linje med nivået hos våre handelspartnere.

Verken arbeidsledigheten, lønnsveksten eller kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien avviker vesentlig fra gjennomsnittet de siste ti årene. Forklaringen på den lave prisveksten er dermed å finne i andre forhold. Styrkingen av kronekursen gjennom 2002 har gitt prisfall på de konsumvarene vi importerer. I tillegg ser det ut til at lave prisimpulser fra utlandet og økt konkurranse i en del næringer har bidratt til lavere inflasjon.

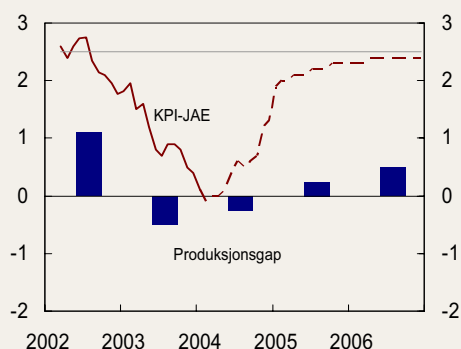
Pengepolitikken er rettet inn mot å bringe inflasjonen tilbake til inflasjonsmålet. Siden desember 2002 er Norges Banks styringsrente redusert fra 7 prosent til 2 prosent. Den importveide kronekursen har svekket seg med om lag 12 prosent i den samme perioden. Det vil bidra til å øke prisveksten.

Aktiviteten i norsk økonomi er på vei opp. Løpende statistikk tyder på god vekst i den samlede produksjonen i Fastlands-Norge i annet halvår i fjor. Det er, som ventet, god vekst i husholdningenes forbruk. Investeringsnivået i næringslivet er lavt. Forventningsundersøkelser gir tegn til økt optimisme i næringslivet. Aksjekursene i Norge har økt vesentlig. Det er sterk vekst i boligprisene, men overkapasitet av næringseiendommer. Antall personer som er sysselsatt, har steget noe siden i sommer, men vært omtrent uendret de siste månedene. Arbeidsledigheten målt ved AKU har de siste månedene vært om lag 4½ prosent.

Norges Banks regionale nettverk rapporterer at aktivitetsnivået er økende i de fleste næringer, og markedsutsiktene er gode for det neste halvåret. Til tross for bedret konjunktursituasjon, er det få innen privat sektor som har planer om økte investeringer. Sysselsettingen ser ikke ut til å øke i takt med økningen i etterspørsel og aktivitet.

Konjunkturoppgangen internasjonalt har fått sterkere feste, men veksten er fortsatt svak i euroområdet. Oppgangen er i hovedsak konsentrert til USA, Asia og Øst-Europa. Verdensøkonomien synes fortsatt sårbar for nye forstyrrelser. Inflasjonen er lav i de fleste land.

Figur 1 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 produksjon. Se utdyping i IR 1/03

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Renteutviklingen ute har vesentlig betydning for utviklingen i kronkursen. Rentenivået i USA, Europa og Japan er historisk lavt. Markedsaktørene ser ut til å forvente fortsatt lave renter en tid fremover.

I denne rapporten presenteres anslag basert på at renten følger terminrentene i markedet. Det innebærer at den kortsiktige pengemarkedsrenten vil gå noe ned fram mot sommeren. Deretter øker terminrentene gradvis, i det vesentlige parallelt med økningen i rentene hos våre handelspartnere. Vi har lagt til grunn at kronkursen følger utviklingen i terminkursen, som tyder på forventninger om en nokså stabil kurs fremover.

Aktiviteten i norsk økonomi vil trolig ta seg opp de nærmeste årene. Etter hvert anslås det å gi høyere utnyttning av kapasiteten i norsk økonomi.

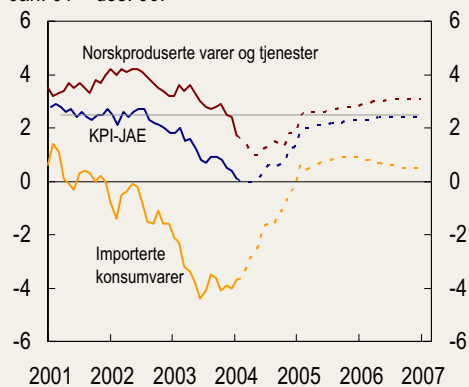
Selv om aktiviteten øker, venter vi at prisveksten vil holde seg lav en tid fremover. Flere av de forholdene som ga lav prisvekst i 2003, vil kunne fortsette å virke i år. Mange bedrifter har rasjonalisert. På kort sikt kan det gjøre det mulig å øke produksjonen uten tilsvarende vekst i sysselsettingen. Vi har lagt til grunn at slike ekstra effektivitetsgevinster hentes ut i 2004. Det tilsier at det er rom for sterkere vekst i økonomien uten at det oppstår press på realressursene. Produksjonsgapet anslås å holde seg svakt negativt i år, se figur 1. Det ventes å dempe lønns- og prisveksten det nærmeste året.

Prisimpulsene fra utlandet kan se ut til å være lavere enn vi tidligere har lagt til grunn. Endringer i handelsmønsteret og internasjonalt prisfall på enkelte varer trekker veksten i konsumprisene ned. Slike forhold ventes å dempe inflasjonen gjennom prognoseperioden.

Basert på disse forutsetningene anslås prisveksten å holde seg lav i år, men så å ta seg opp. Svekkelsen av kronkursen siden januar i fjor gir utsikter til høyere priser på de konsumvarene vi importerer, se figur 2. Samtidig legger vi til grunn at den internasjonale oppgangskonjunkturen vil bidra til at prisimpulsene fra utlandet gradvis blir mindre negative.

I takt med veksten i produksjonen anslås produksjonsgapet å bli positivt i 2005 og 2006. Sterkere vekst i sysselsettingen ventes etter hvert å føre til lavere arbeidsledighet. Sammen med høyere inflasjon tilsier det at lønnsveksten tiltar noe i årene fremover. Inflasjonen målt ved KPI-JAE anslås å bli liggende noe under inflasjonsmålet neste år. På to års sikt, i løpet av våren 2006, er det utsikter til at inflasjonen kommer opp til inflasjonsmålet på 2½ prosent.

Figur 2 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 06.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 | Utviklingen den siste tiden

1.1 Den økonomiske situasjonen

Veksten i norsk økonomi har økt. Utviklingen de siste årene med lav økonomisk vekst og fallende kapasitetsutnyttning har stoppet opp. Produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, er nå så vidt negativt, se figur 1.1. Lønnsveksten har kommet ned.

Den underliggende prisveksten er svært lav. Tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 0,1 prosent i januar. Det er særlig fall i prisene på importerte konsumvarer som trekker prisveksten ned under inflasjonsmålet, men prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har også avtatt.

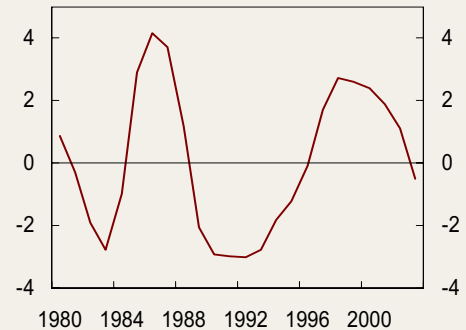
Lønnsveksten har vært høy over flere år. Bedriftenes kostnader har økt vesentlig. Likevel har prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vært nokså moderat. Økt konkurranse i mange næringer kan ha begrenset bedriftenes mulighet til å velte høyere kostnader over i prisene. For å opprettholde lønnsomheten har det vært nødvendig å produsere mer effektivt. Slike forhold kan ha dempet inflasjonsimpulsene av den sterke lønnsveksten.

I fjor meldte mange bedrifter i vårt regionale nettverk om omfattende tiltak for å redusere kostnadene og effektivisere driften. Flere bedrifter rapporterer nå at de kan øke produksjonen nokså mye uten vesentlig vekst i sysselsettingen. Høyere vekst i produktiviteten øker produksjonspotensialet i økonomien. Produksjonsgapet i 2003 og 2004 anslås noe lavere enn sist. En periode med høyere vekst i produktiviteten innebærer at økonomien kan vokse mer enn normalt uten at det oppstår prispress.

Veksten i fastlandsøkonomien blir stimulert av den ekspansive pengepolitikken. Renten er satt ned med 5 prosentpoeng siden desember 2002. Den kortsiktige realrenten har ikke falt like mye fordi inflasjonen har avtatt, se figur 1.2. Den kortsiktige nominelle renten er om lag på samme nivå som hos våre handelspartnere. Reduksjonene i renten har bidratt til svakere kronekurs. Målt ved den importveide indeksen I-44 er kronekursen tilbake på nivået den hadde rundt midten av 1990-tallet.

Budsjettforliket for 2004 fører til at utgiftene over statsbudsjettet øker noe mer enn den anslåtte trendveksten i verdien av BNP for Fastlands-Norge. For 2003 og 2004 samlet bidrar finanspolitikken til å stimulere den økonomiske aktiviteten.

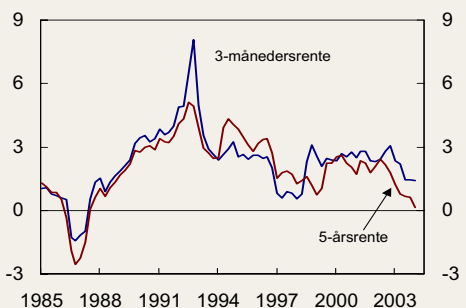
Figur 1.1 Produksjonsgap. Prosentvis avvik fra trend-BNP for fastlands-Norge. Årstall. 1980 - 2003¹⁾.



¹⁾ BNP-tall for 2003 er basert på anslag

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 Realrente etter skatt.¹⁾ Kvartalstall. 1. kv. 85 – 1. kv. 04²⁾.

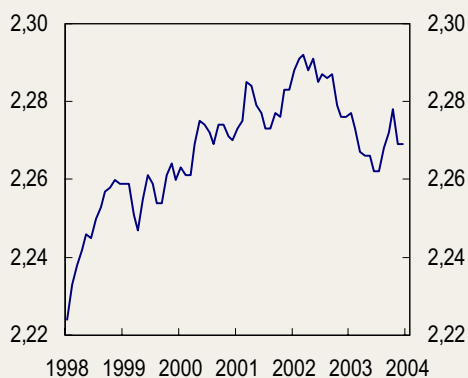


¹⁾ 3-måneders pengemarkedsrente deflatert med KPI uten energivarer fram til 1995, Norges Banks beregninger for KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer fra og med 1995 til og med juli 2000, deretter KPI-JAE. For 5 års statsobligasjonsrente brukes samme deflatering, men fra og med andre kvartal 2001 brukes inflasjonsmålet på 2,5 prosent

²⁾ 1. kvartal 2004 er foreløpig

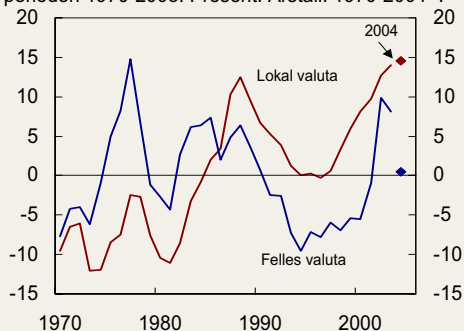
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.3 Sysselsatte personer ifølge AKU. Antall i millioner. Månedstall. Jan. 98 - des. 03. Sesongjustert.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.4 Relative lønnskostnader¹⁾ mellom Norge og handelspartnerne. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970-2003. Prosent. Årstall. 1970-2004²⁾.

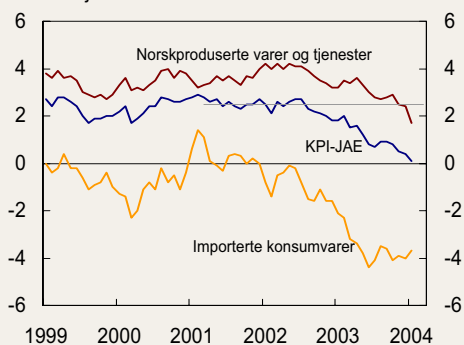


¹⁾ Timelønnskostnader i industrien

²⁾ Anslag for lønnsveksten i 2004. Anslaget for relative lønnskostnader i felles valuta i 2004 er basert på forutsetningen for kronkursen i denne rapporten (KKI).

Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.5 KPI-JAE. Totalt¹⁾ og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 99 - jan. 04.



¹⁾ Norges Banks beregninger fram til og med juli 2000, deretter publiserte tall fra SSB

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den lave prisstigningen bidrar til høy vekst i husholdningenes realinntekter. Som ventet er det god vekst i husholdningenes forbruk. Lave renter stimulerer etterspørselen etter boliger og vil bidra til økte boliginvesteringer. Investeringsnivået i næringslivet er lavt, men forventningsundersøkelser gir tegn til økt optimisme. Aksjekursene har fortsatt å øke. Økningen i arbeidsledigheten ser ut til å ha stoppet opp. Sysselsettingen har økt noe siden i sommer, se figur 1.3. Varehandelen har stått for det meste av veksten i sysselsettingen. Informasjon fra det regionale nettverket tyder imidlertid på at mange bedrifter ennå er forsiktige med nyansettelser. Det meldes om fortsatt god tilgang på kvalifisert arbeidskraft i de fleste bransjene.

Konjunkturoppgangen internasjonalt har fått sterkere feste. Oppgangen er i hovedsak konsentrert til USA, Asia og Øst-Europa. Veksten har også tatt seg noe opp i EU-landene, men oppgangen er mer moderat og ujevn enn i de øvrige regionene. Utviklingen er nokså svak i Tyskland og Frankrike. I Sverige og Danmark har arbeidsledigheten økt. I Storbritannia er veksten høy.

Det er bare forsiktig optimisme i norsk eksportrettet industri. Utsiktene til ny vekst i industri-sysselsettingen dempes av det høye kostnadsnivået som bygget seg opp i løpet av andre halvdel av 1990-tallet. Under den forrige perioden med vekst i produksjonen og sysselsettingen i industrien, midt på 1990-tallet, var konkurranseevnen målt ved relative lønnskostnader vesentlig bedre enn nå, se figur 1.4.

1.2 Konsumprisveksten

Den underliggende prisveksten er svært lav. Tolv månedersveksten i KPI-JAE har avtatt gradvis siden sommeren 2002, og var 0,1 prosent i januar, se figur 1.5. Dette var lavere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. Det var spesielt i november og januar at prisveksten falt overraskende mye. Prisveksten på både importerte og norskproduserte varer og tjenester har vært lavere enn ventet. Nedgangen i konsumprisene må ses i lys av strukturelle endringer og økt konkurranse, både i Norge og hos våre handelspartnere.

Fortsatt prisfall på importerte konsumvarer

Prisene på importerte konsumvarer i KPI har falt siden inngangen til 2002. Prisfallet tiltok gradvis fram til i fjor sommer. Gjennom høsten og vinteren har prisfallet stabilisert seg. I januar var prisene på disse varene 3,7 prosent lavere enn på samme tid i fjor. Svekkelsen av kronkursen siden januar i fjor har foreløpig ikke ført til vesentlig oppgang i prisene på importerte konsumvarer, slik vi ventet i den forrige inflasjonsrapporten.

Prisfallet på importerte konsumvarer skyldes ikke bare valutakursutviklingen. For flere varegrupper har prisene på vår import målt i utenlandsk valuta falt de siste årene, se egen utdyping på side 38. Utviklingen har sammenheng med vridning av importen mot lavkostland, rask spredning av ny teknologi, sterk internasjonal konkurranse og generelt lav prisstigning internasjonalt. I den norske konsumprisindeksen er det særlig prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr som faller, se figur 1.6. I januar var prisene på klær 12,3 prosent lavere enn i samme måned i fjor, og nær 30 prosent lavere enn i 1995. I tillegg har reduserte tollsatser på klær gitt lavere priser til forbrukerne. I lyd- og bildebransjen har teknologiforbedringer og sterkere internasjonal konkurranse bidratt til lavere priser. Siden midten av 1990-tallet har lyd- og bildeutstyr blitt vesentlig billigere. Den samme utviklingen finner vi igjen i andre land. I januar var prisene på slike varer 8 prosent lavere enn for ett år siden.

Biler utgjør om lag 1/3 av de importerte konsumvarene. Veksten i bilprisene avtok, men holdt seg positiv i hele perioden kronen styrket seg. Først i fjor vår begynte prisene å falle. I januar var bilprisene uendret sammenliknet med samme måned i fjor.

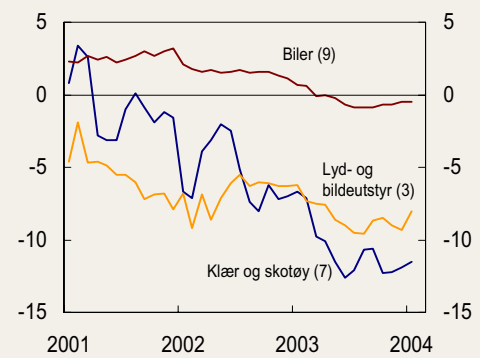
Lav innenlandsk prisvekst

Det har vært stor forskjell i prisutviklingen på skjermede og konkurranseutsatte norskproduserte varer, se figur 1.7. Varer som er påvirket av prisene på verdensmarkedet, enten som følge av sterk utenlandsk konkurranse eller høyt importinnhold, har bidratt til lavere innenlandsk prisvekst. Prisveksten på norskproduserte varer som er skjermet for utenlandsk konkurranse har vært forholdsvis høy de siste årene. Den siste tiden har imidlertid prisveksten på disse varene avtatt nokså mye.

Veksten i husleiene har avtatt, men bidrar fortsatt til å holde den innenlandske prisveksten oppe. Vi har tidligere pekt på at husleieveksten kan bli trukket ned i år og neste år som følge av rentenedgangen siden desember 2002.¹ I år økte husleiene langt mindre i januar enn de har gjort de siste årene. Tolvmånedersveksten i husleiene har avtatt med 1,7 prosentpoeng siden oktober 2002. I følge våre beregninger kan rentenedgangen isolert sett forklare noe under halvparten av denne reduksjonen. Når renten er så lav som nå, kan det imidlertid ikke utelukkes at renten har sterkere direkte virkning på husleiene enn våre beregninger isolert sett tyder på. Rentenedgangen har økt den forventede lønnsomheten ved å investere i utleieboliger relativt til banksparing. Det har økt tilbudet av utleieboliger og bidratt til å redusere husleiene. Samtidig har rentenedgangen gjort det mer attraktivt å kjøpe egen bolig. Det har redusert etterspørselen etter utleieboliger og dermed leieprisene.

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

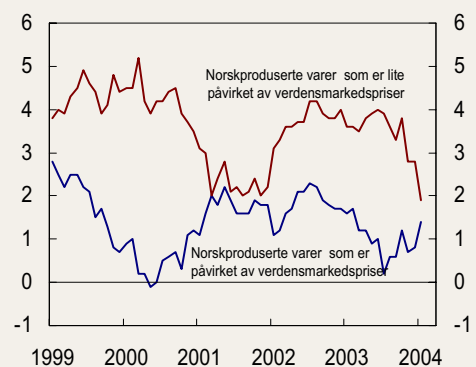
Figur 1.6 Priser på noen importerte konsumvarer.¹⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 - jan. 04.



¹⁾ Justert for avgiftsendringer. Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

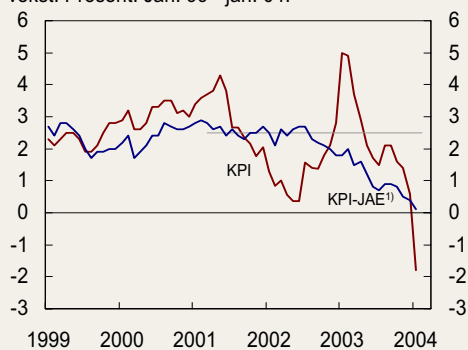
Figur 1.7 KPI-JAE. Norskproduserte varer¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 99 - jan. 04.



¹⁾ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Konsumprisene. Totalt og justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 99 - jan. 04.



¹⁾ Norges Banks beregninger fram til og med juli 2000, deretter publiserte tall fra Statistisk sentralbyrå

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten på tjenester med andre viktige kostnadsfaktorer enn lønn har avtatt siden i fjor vår. Tolvmånedersveksten i prisene på forsikringstjenester har falt med mer enn fire prosentpoeng det siste halve året, og var 5,1 prosent i januar. Flyreiser har også falt i pris. Nyetableringer og økt konkurranse har trolig virket inn.

Prisveksten på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor har vært relativt høy de siste månedene. Tolvmånedersveksten i prisene på håndverkstjenester har ligget stabilt på om lag 4 prosent, men falt til 3,3 prosent i januar. Også prisveksten på hår- og skjønnhetspleie har avtatt de siste månedene. Prisveksten på helsetjenester utenom institusjon har derimot økt til om lag 11 prosent.

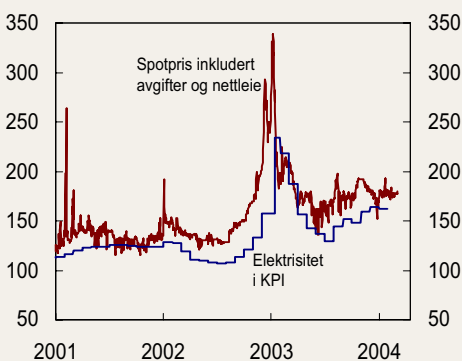
Fall i KPI som følge av lavere strømpriser

Den kraftige veksten i strømprisene på slutten av 2002 førte til en sterk økning i tolvånedersveksten i konsumprisindeksen inkludert avgifter og energivarer (KPI), se figur 1.8. Strømprisene har siden falt igjen, se figur 1.9. Elektrisitetsprisene, slik de måles i KPI, var i januar 31 prosent lavere enn i januar i fjor. Dette har bidratt til å trekke veksten i konsumprisene ned under null.

Til tross for høy og økende oljepris rundt årsskiftet har bensinprisene falt noe. I januar var prisene på bensin 1,2 prosent lavere enn i samme måned året før.

Fra januar i fjor til januar i år falt KPI med 1,8 prosent. Forløpet for energiprisene vil føre til at KPI-veksten blir liggende under veksten i KPI-JAE de nærmeste månedene.

Figur 1.9 Elektrisitetspriser. Indeks. 1. jan. 98=100. Dagstall. 1. jan. 01 – 4. mar. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Nord Pool, Norges vassdrags- og energidirektorat og Norges Bank

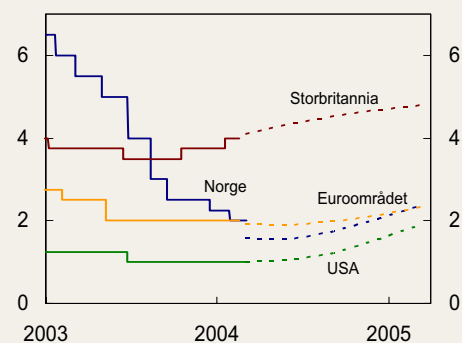
1.3 Finansmarkedene

Markedsaktørens tillit til et økonomisk oppsving internasjonalt ble styrket gjennom slutten av fjoråret og inn i 2004. Aksjekursene har fortsatt å stige. Kortsiktige og langsiktige renter har imidlertid vært stabile eller fallende de siste månedene. Det er fortsatt store svingninger i valutakursene.

Nedjusterte renteforventninger

Høsten 2003 ventet markedsaktørene at oppsvinget internasjonalt etter hvert ville føre til høyere styringsrenter fra sentralbanker i en rekke land utover i 2004. Storbritannia er foreløpig det eneste av de store landene som har hevet renten. Der ble renten satt opp med ¼ prosentpoeng i november og med ytterligere ¼ prosentpoeng i februar, til 4 prosent. Markedsaktørene venter at renten vil bli hevet ytterligere gjennom året, se figur 1.10. Også i Australia og New Zealand er styringsrentene satt opp siden i fjor høst.

Figur 1.10. Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾ per 4. mar. 04. Dagstall.



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

Kilde: Bloomberg, Reuters og Norges Bank

Markedsaktørene har de siste månedene justert ned sine renteforventninger i de fleste andre land, og rentene har falt noe. I USA er det ennå ikke tegn til at inflasjonen tar seg opp. Uttalelser fra den amerikanske sentralbanken er blitt tolket i retning av at styringsrenten vil kunne bli holdt på historisk lavt nivå ennå noe tid. I euroområdet har styrkingen av euro bidratt til at renteforventningene er blitt nedjustert. Markedsaktørene venter nå at rentene i USA først blir hevet godt inn i andre halvår i år, og i euroområdet først ved begynnelsen av 2005. I Sverige ble renten satt ned med ¼ prosentpoeng i februar, til 2½ prosent, som følge av at pris- og kostnadsveksten ble lavere, og utviklingen i arbeidsmarkedet svakere enn tidligere antatt. I Canada ble renten redusert med ¼ prosentpoeng i januar, og med ytterligere ¼ prosentpoeng, til 2¼ prosent, i mars.

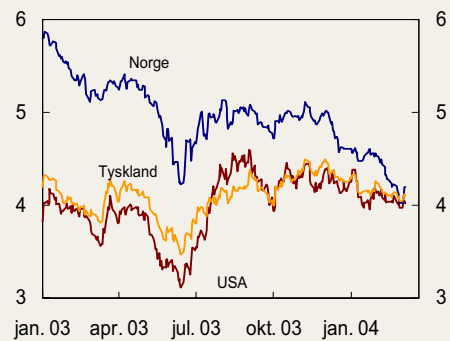
Innen utgangen av 2004 ser markedsaktørene ut til å vente en økning i styringsrentene på ½ prosentpoeng i USA og ¾ prosentpoeng i Storbritannia. Markedsaktørene vurderer det også slik at det er en viss sannsynlighet for en økning på ¼ prosentpoeng i euroområdet.

I Norge falt rentene betydelig etter at inflasjonen i november ble lavere enn de fleste aktørene hadde ventet. Norges Banks styringsrente ble redusert med ¼ prosentpoeng både i desember og i januar. Styringsrenten i Norge er nå 2 prosent, det samme som i euroområdet, og på linje med gjennomsnittet hos våre handelspartnere. Den lave inflasjonen i desember og i januar bidro til at renteforventningene i Norge falt ytterligere. Markedsaktørene ser ut til å vente en reduksjon av styringsrenten på i størrelsesorden ¼ - ½ prosentpoeng innen sommeren. Deretter ventes en gradvis økning av styringsrenten i løpet av høsten i år, om lag parallelt med at rentene heves i USA. Det ventes at styringsrenten vil øke igjen til 2 prosent innen utgangen av 2004.

De internasjonale obligasjonsrentene var på historisk lave nivåer før sommeren 2003, men steg i løpet av høsten som følge av utsikter til høyere vekst. Til tross for at usikkerheten omkring utviklingen i internasjonal økonomi er redusert, har obligasjonsrentene falt noe igjen i år, se figur 1.11. Lave inflasjonstall i USA har ført til at renteforventningene på kort og mellomlang sikt er blitt nedjustert. Kjøp av amerikanske statsobligasjoner fra sentralbankene i Kina og Japan har også bidratt til lave amerikanske obligasjonsrenter. Utviklingen i de europeiske obligasjonsrentene har i stor grad fulgt utviklingen i USA.

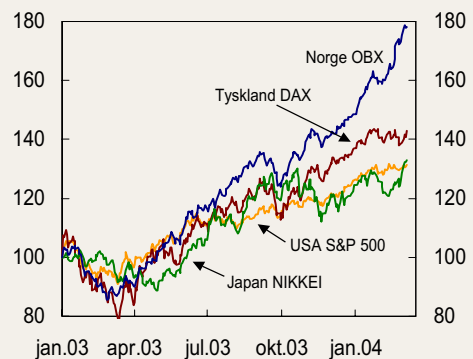
Norske obligasjonsrenter utviklet seg nokså likt med de internasjonale rentene gjennom høsten 2003, men er senere også blitt påvirket av lave inflasjonstall og reduksjonene i foliorenten. Renten på norske tiårs statsobligasjoner har falt med rundt ¾ prosentpoeng siden begynnelsen av november i fjor.

Figur 1.11. Effektiv rente på statsobligasjoner med 10 års gjenværende løpetid. Dagstall. 1. jan.03 – 4. mar. 04.



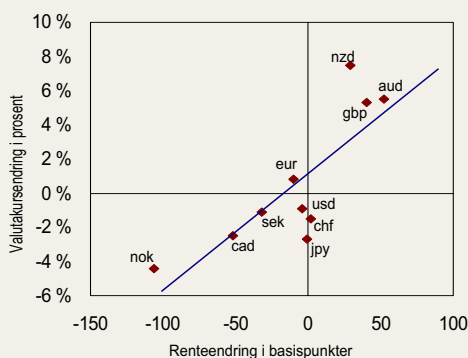
Kilde: Bloomberg

Figur 1.12. Internasjonale aksjeindekser. 1. jan 03=100. Dagstall. 1. jan. 03 – 4. mar. 04.



Kilde: Bloomberg

Figur 1.13. Endring i tremåneders pengemarkedsrenter og effektive valutakurser¹⁾. 23. okt. 03 – 4. mar. 04.



¹⁾ Positivt tall betyr sterkere kurs

Kilde: Bank of England og Bloomberg.

Høyere aksjekurser

Oppgangen i aksjemarkedene fortsatte de siste månedene i fjor og så langt i 2004. Vekst i produksjonen i USA og tegn til økt optimisme i bedriftene har underbygget oppgangen. Fortjenesten til de 500 største børsnoterte selskapene i USA økte med om lag 20 prosent fra 2002 til 2003, og analytikerne venter sterk vekst også i år. Lavere langsiktige renter har også stimulert aksjemarkedene. Samtidig bidrar trolig lav avkastning på sparing i bank til økt etterspørsel etter aksjer. I Japan har styrkingen av yen dempet økningen i aksjekursene. Oslo Børs har steget mer enn de internasjonale børsene. Siden begynnelsen av januar 2003 har aksjekursene steget med i underkant av 80 prosent, se figur 1.12. Kursoppgangen på Oslo Børs har trolig sammenheng med at selskapene drar fordel av svakere kronkurs og vedvarende høye oljepriser.

Valutakursene drevet av renter

Renteforskjeller har vært en viktig drivkraft bak valutakursutviklingen de siste månedene. Det har vært en positiv sammenheng mellom valutakurser og faktiske og forventede renter, se figur 1.13. De landene som har økt sine styringsrenter har også fått vesentlig styrking av sine valutaer. Av hovedvalutaene har new zealandske og australske dollar styrket seg med henholdsvis 7 og 5 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Britiske pund har i samme periode styrket seg med rundt 5 prosent.

Amerikanske dollar har svekket seg effektivt med om lag 22 prosent siden begynnelsen av 2002, men har vært relativt stabil så langt i år, se figur 1.14. Svekkelsen siden 2002 må trolig ses i sammenheng med lave amerikanske renter og det store underskuddet på USAs handelsbalanse.

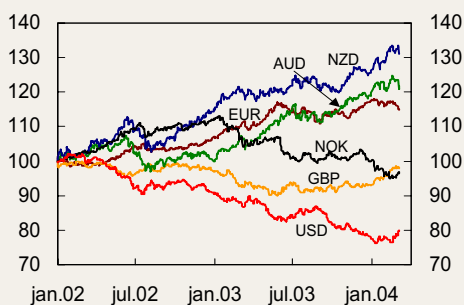
Siden forrige inflasjonsrapport har kronkursen, målt ved den importveide indeksen I-44, svekket seg med rundt 4 prosent. Kronkursen har gjennom perioden svekket seg mer mot euro enn mot amerikanske dollar, se figur 1.15.

Etter å ha vært relativt stabil i perioden fra juni til november i fjor, har kronkursen falt markert i verdi siden tidlig i desember. Utviklingen i kronkursen har vært drevet av fallende inflasjon og nedjusterte innenlandske renteforventninger. Målt ved den importveide indeksen I-44, er kronkursen nå på samme nivå som ved inngangen til 2002.

1.4 Pengepolitikken

Som følge av endrede inflasjonsutsikter og lav vekst i produksjonen og sysselsettingen ble styringsrenten satt ned med til sammen 5,0 prosentpoeng fra desember 2002 til januar i år. Veksten i produksjonen og sysselsettingen

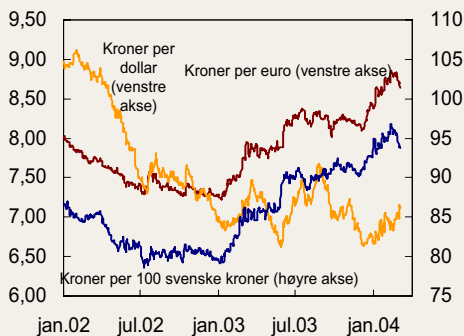
Figur 1.14. Utviklingen i enkelte valutaer.¹⁾ Effektive kurser. Indeks. 1. jan. 02=100. Dagstall. 1. jan. 02 – 4. mar. 04.



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kurs

Kilde: Bank of England

Figur 1.15. Kronkursen mot euro, amerikanske dollar og svenske kroner.¹⁾ Dagstall. 1. jan. 02 – 4. mar. 04.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Bloomberg.

har nå tatt seg opp. I en periode fremover vil den underliggende inflasjonen likevel være betydelig lavere enn inflasjonsmålet.

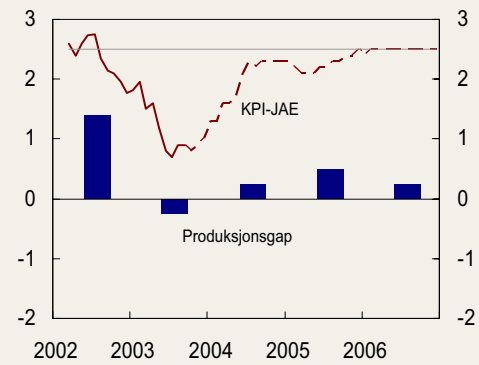
Det ble ikke fattet vedtak om renteendring ved fremleggelsen av forrige inflasjonsrapport 29. oktober. Etter møtet i hovedstyret ble det uttrykt at ”med en foliorente nå på 2,5 prosent ser Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere”.

Siden den forrige inflasjonsrapporten har Norges Bank redusert styringsrenten to ganger med til sammen 0,5 prosentpoeng. Foliorenten ble redusert til 2 prosent i januar. Beslutningene om å redusere styringsrenten var basert på analysene i Inflasjonsrapport 3/03, som ble lagt fram 29. oktober, og vurderinger av den økonomiske utviklingen etter dette. For analysene i inflasjonsrapporten var det lagt til grunn en teknisk forutsetning om at renten ville utvikle seg i tråd med terminrentene i pengemarkedet, og at valutakursen ville svekke seg noe. Det innebar at den kortsiktige pengemarkedsrenten ville holde seg rundt 3 prosent i første halvår av 2004 og øke gradvis til 4½ prosent mot slutten av 2005. Den forventede renteforskjellen mellom Norge og utlandet tilsa samtidig at kronen skulle svekke seg med nær to prosent gjennom prognoseperioden. I følge analysene i inflasjonsrapporten ville høyere aktivitetsvekst i norsk økonomi, sammen med et ytterligere fall i kronekursen, bidra til at inflasjonen ville tilta utover våren og sommeren 2004 og stabilisere seg rundt inflasjonsmålet fra høsten 2005, se figur 1.16.

Basert på analysene i Inflasjonsrapport 3/03 tok Hovedstyret sikte på at foliorenten skulle ligge i intervallet 2-3 prosent ved utgangen av mars 2004, se figur 1.18. Hovedstyret uttrykte imidlertid at det etter en periode med svært lav inflasjon ville være riktig å være særlig aktpågivende i pengepolitikken dersom inflasjonen ikke tiltok i tråd med analysene i Inflasjonsrapport 3/03 (se Strateginotat 3/03 i Vedlegg II).

Fram til rentemøtet 17. desember hadde kronen vært sterkere, og inflasjonen vesentlig lavere, enn lagt til grunn på rentemøtet i oktober. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE falt til 0,5 prosent i november. Den importveide kronekursen hadde styrket seg med om lag 1½ prosent siden forrige rentemøte. Hovedstyret besluttet å sette ned foliorenten med 0,25 prosentpoeng til 2,25 prosent og uttrykte at ”med en foliorente nå på 2,25 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere”.

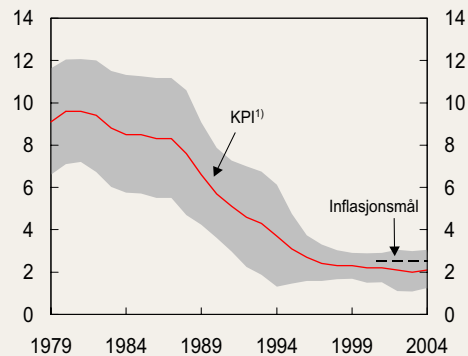
Figur 1.16 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet¹⁾ i IR 3/03. Prosent



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig produksjon. Se utdyping i IR 1/03

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

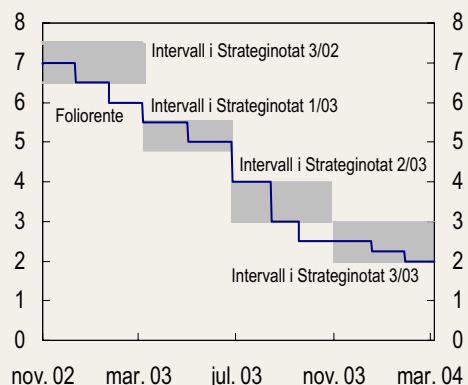
Figur 1.17 KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt (7 år tilbake, gjeldende år og 2 år fram). Prosent.



¹⁾ Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik

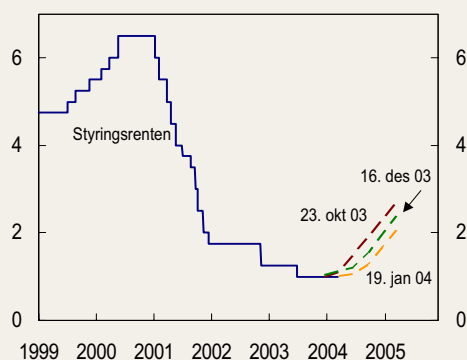
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.18 Strategiintervall for foliorenten og faktisk utvikling. Nov. 02 - mar. 04.



Kilde: Norges Bank

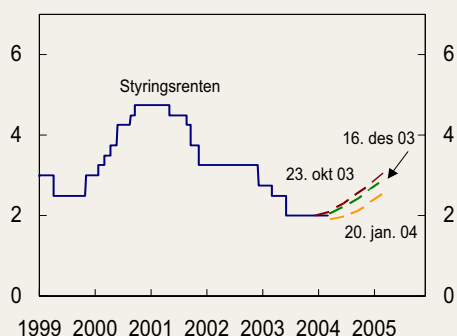
Figur 1.19 Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾. Dagstall



¹⁾ Basert på Fed Funds futures og eurodollar futures justert for anslått differanse mellom 3 mnd Libor renten og Fed Funds renten

Kilde: Bloomberg, Reuters og Norges Bank

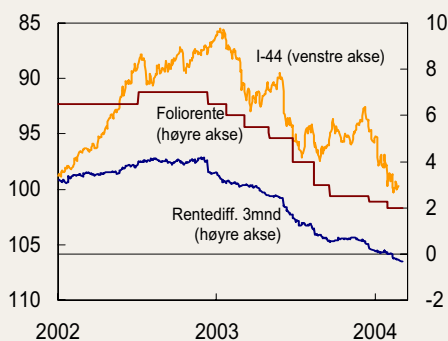
Figur 1.20 Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾. Dagstall.



¹⁾ Basert på euribor futures justert for anslått differanse mellom 3 mnd Euribor renten og Refi renten

Kilde: Bloomberg, Reuters og Norges Bank

Figur 1.21 Importveid kronekurs¹⁾, foliorenten og tremåneders rentedifferanse mot handelspartnere. Dagstall. 1. jan. 02 – 4. mar. 04



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

Kilde: Norges Bank

Internasjonalt hadde den økonomiske aktiviteten tatt seg opp fra et svært lavt nivå vinteren 2003, anført av høy vekst i USA og deler av Asia, inklusive Japan. Det var imidlertid usikkerhet knyttet til hvor robust oppgangen i internasjonal økonomi var. Det var fortsatt utsikter til at rentene ville bli lave en lang periode. Markedets forventninger til styringsrentene hadde blitt justert ned i flere land siden rentemøtet i oktober, se figur 1.19 og 1.20.

Til grunn for rentereduksjonen lå det en avveining mellom på den ene siden 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.

Produksjonen i fastlandsøkonomien hadde tatt seg opp i løpet av høsten. Foreløpige tall i nasjonalregnskapet tydet på ganske høy vekst i BNP for Fastlands-Norge i tredje kvartal. Sysselsettingen hadde samlet sett økt noe mer enn anslått. Arbeidsledigheten holdt seg om lag uendret mot slutten av året, og var lavere enn anslått. Boligprisene hadde steget siden sommeren, og veksten i husholdningenes gjeld hadde tatt seg opp. På den annen side var det betydelig overkapasitet av næringseiendommer, og bedriftenes kredittterspørsel var fortsatt svært lav.

Kronen svekket seg umiddelbart etter at renten ble satt ned i desember, se figur 1.21. Analytikere og deltakere i det norske pengemarkedet forventet ytterligere rentereduksjon. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE falt til 0,4 prosent i desember. Den importerte prisveksten var fortsatt svært lav. På rentemøtet 28. januar besluttet hovedstyret å redusere styringsrenten med ytterligere 0,25 prosentpoeng til 2 prosent. Fortsatt 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. Mot slutten av januar var kronkursen rundt 4 prosent svakere enn i midten av desember. Konsumprisveksten i januar, som ble offentliggjort 10. februar, var uventet lav og bidro til at kronen svekket seg. Samtidig falt renteforventningene markert.

Siktemålet i pengepolitikken er at prisstigningen skal opp. Med rentereduksjonen i januar kom renten til gulvet i renteintervallet trukket opp i Strateginotat 3/03. Det må ses i sammenheng med at prisstigningen ikke hadde tiltatt i tråd med analysene i Inflasjonsrapport 3/03.

2 | Den internasjonale utviklingen

Konjunkturoppgangen internasjonalt har fått sterkere feste de siste månedene, se figur 2.1. Oppgangen er i hovedsak fortsatt konsentrert til USA, Asia og Øst-Europa. Veksten har også tatt seg noe opp i EU-landene, men oppgangen er klart mer moderat og ujevn enn i de øvrige regionene. Vi venter at veksten for handelspartnerne sett under ett vil tilta ytterligere, og at oppgangen blir bredere basert, se tabell 2.1. For handelspartnerne sett under ett, ventes produksjon å øke mer enn den trendmessige veksten først mot slutten av 2005, slik at det er ledig produksjonskapasitet gjennom hele prognoseperioden. Dette vil bidra til fortsatt lav prisstigning hos våre handelspartnere de nærmeste årene. Med moderat vekst og lav prisstigning, er det utsikter til at styringsrentene kan forbli lave i en forholdsvis lang periode framover.

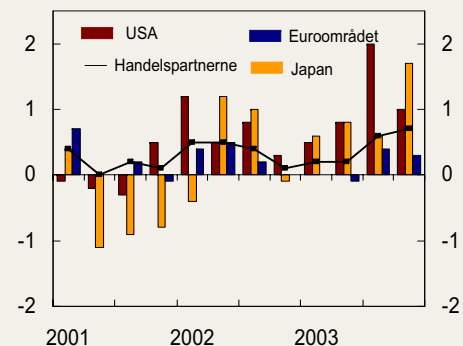
Sterk vekst i USA, men fortsatt svakt arbeidsmarked

Bruttonasjonalproduktet i USA vokste med 3,1 prosent i 2003. Privat etterspørsel er fortsatt den viktigste drivkraften, men også offentlig etterspørsel bidro til vekst. Mot slutten av året var veksten i private investeringer svært sterk, understøttet av bedret lønnsomhet i bedriftene, lave langsiktige renter og ulike skatteinsentiver. Veksttakten i privat konsum avtok noe. Industriproduksjonen har tatt seg opp fra sommeren 2003, og tillitsindikatorer for bedriftssektoren peker i retning av en fortsatt oppgang. Sterk produktivitetsvekst reduserer bedriftenes behov for arbeidskraft. Konjunkturoppgangen har foreløpig gitt vesentlig svakere sysselsettingsvekst enn det som har vært vanlig i tidligere oppganger, se figur 2.2. Arbeidsledigheten har avtatt noe, men det skyldes først og fremst at flere har trukket seg ut av arbeidsstyrken.

Forbrukernes tillit har likevel økt. Det private forbruket stimuleres fortsatt av den svært ekspansive finans- og pengepolitikken. Fra 2000 til 2003 snudde den offentlige strukturelle budsjettbalansen fra et overskudd på 0,9 prosent av BNP til et underskudd på 4,5 prosent av BNP, i hovedsak som en følge av betydelige skattelettelser og økte militærutgifter, se figur 2.3. Styringsrenten i USA er nå svært lav. Samtidig har den kraftige depresieringen av amerikanske dollar bidratt til en bedring av konkurranseevnen, og de langsiktige rentene er lave. Inflasjonen er lav og avtakende. Prisveksten målt utenom mat og energi er den laveste på over 40 år.

Veksten i BNP er anslått å øke ytterligere i år, understøttet av nye skattelettelser i første halvår og bedret konkurranseevne. Ekspansiv pengepolitikk og høyere aksjekurser vil også bidra positivt. Bedriftenes bedre finansielle stilling trekker i retning av fortsatt investeringsvekst. Vi venter imidlertid at veksttakten etter hvert vil avta noe. Lav reallønnsvekst som

Figur 2.1 BNP i USA, Japan, euroområdet og hos handelspartnerne samlet. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 01 – 4. kv. 03. Sesongjustert.



Kilde: EcoWin, US Department of Commerce, ESRI (JP), EUR-OP/Eurostat og Norges Bank

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

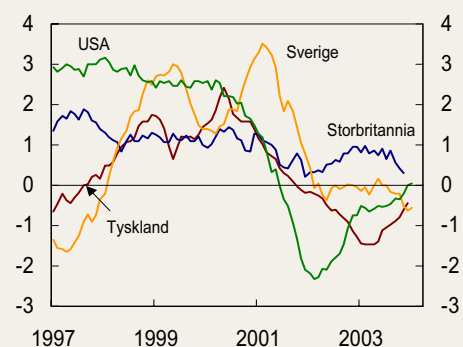
	2003	2004	2005	2006
USA	3	4	3	3¼
Japan	2¾	2¾	1½	1½
Tyskland	0	1½	2	2
Frankrike	¼	1½	2	2½
Storbritannia	2	2¾	2½	2½
Sverige	1½	2½	2½	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	1¼	2½	2½	2½
Euroområdet ²⁾	½	1½	2¼	2½

¹⁾ Eksportvekter

²⁾ Vekter fra Eurostat

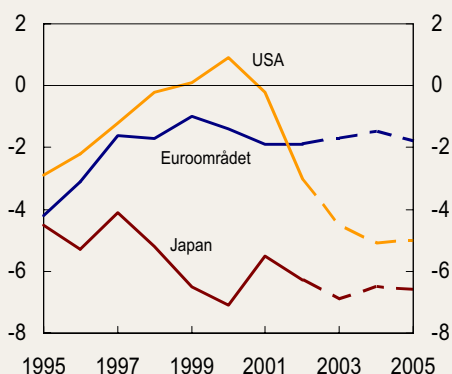
Kilde: Norges Bank

Figur 2.2 Sysselsetting. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 97 – jan. 04.



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

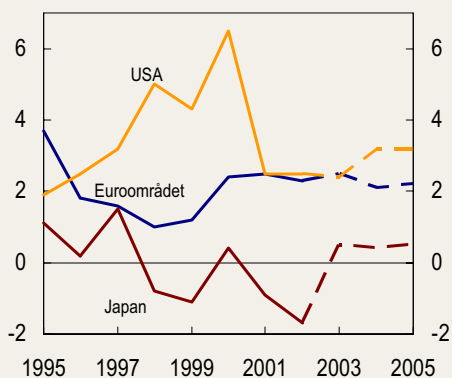
Figur 2.3 Strukturell budsjettbalanse. Prosent av BNP. Årstall. 1995 - 2005¹⁾.



1) Anslag for perioden 2003 - 2005

Kilde: OECD

Figur 2.4 Årslønnsvekst¹⁾. Prosent. 1995 - 2005²⁾.

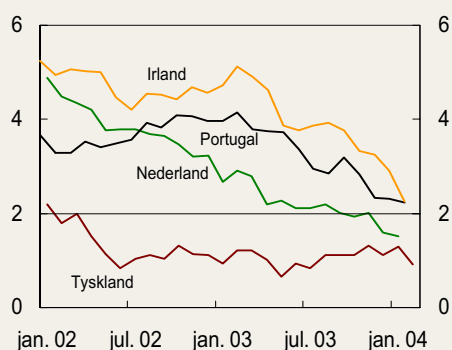


¹⁾ Lønnsvekst utenom offentlig sektor

²⁾ Anslag for perioden 2003 - 2005

Kilde: OECD

Figur 2.5 Tolv månedersvekst i KPI. Prosent. Jan. 02 - feb. 04.



Kilde: EcoWin, EUR-OP/Eurostat, Federal Statistical Office (DE), Central Statistics Office (IRL) og Central Bureau of Statistics (NL)

en følge av det svake arbeidsmarkedet, kan dempe veksten i det private forbruket. Utover i prognoseperioden er det utsikter til at stimulansene fra penge- og finanspolitikken vil avta.

Sterkere euro demper veksten i euroområdet

Veksten i bruttonasjonalproduktet for euroområdet sett under ett var 0,4 prosent i 2003. Veksten tok seg noe opp i andre halvår, drevet av sterkere etterspørsel både internasjonalt og innenlands. Investeringene tok seg svakt opp i 4. kvartal. Veksten er fortsatt moderat, og styrkingen av euro har bidratt til svakere nettoeksport.

De siste månedene har utviklingen i bedriftene og i husholdningssektoren vært ulik. Industriproduksjonen har økt. Ulike tillitsindikatorer for bedriftene peker i retning av fortsatt vekst. Lønnsomheten i bedriftene har bedret seg. Det private forbruket vokser lite. Lav tillit i husholdningssektoren peker i retning av at det kan ta tid før husholdningenes etterspørsel tar seg opp igjen. Den svake utviklingen i det private forbruket må ses i sammenheng med utviklingen i arbeidsmarkedet. I 3. kvartal 2003 falt sysselsettingen for første gang siden 1994. Arbeidsledigheten har stabilisert seg for området sett under ett, men det skyldes i noen grad lavere yrkesdeltakelse. Lønnsveksten er lav, se figur 2.4.

Konsumprisveksten i området varierte rundt 2 prosent gjennom store deler av 2003, til tross for flere år med lav kapasitetsutnyttelse og en betydelig styrking av euroen. De siste månedene har imidlertid inflasjonen avtatt. Det har særlig vært en klar avdemping av inflasjonen i de mindre landene, se figur 2.5. For området sett under ett har den underliggende inflasjonen vært noe lavere enn veksten i den harmoniserte konsumprisindeksen. Det er utsikter til lavere inflasjon fremover, som en følge av svakere lønnsvekst, ledig kapasitet, styrkingen av euroen og økt konkurranse.

Veksttakten i BNP anslås å ta seg ytterligere opp gjennom året, drevet av økt eksport til blant annet Storbritannia, Øst-Europa og Asia. I tillegg ventes sterkere vekst i det private forbruket, som følge av skattelettelser og økt vekst i realinntektene, etter hvert som inflasjonen avtar. Bedret lønnsomhet i bedriftene vil ventelig bidra til at investeringene tar seg opp mot slutten av 2004.

Den økonomiske utviklingen i EU-landene utenfor euroområdet har variert. I Storbritannia har den ekspansive penge- og finanspolitikken de siste årene bidratt til vekst. BNP-veksten i 4. kvartal 2003 var den høyeste siden 1. kvartal 2000. Privat konsum har tatt seg opp igjen etter en forbigående periode med lav vekst. Boligprisene fortsetter å øke kraftig. Opprusting av helse- og utdanningsvesenet bidrar til fortsatt vekst i offentlige utgifter. Prisveksten er lav. Privat og offentlig konsum vil ventelig være de viktigste

drivkreftene fremover. I Danmark var det ingen vekst i BNP i 2003, for første gang siden 1993. Arbeidsledigheten har steget med 1,5 prosentpoeng de siste to årene, til 6,5 prosent i januar. Prisveksten har avtatt markert det siste året. I Sverige tok veksten seg noe opp i tredje kvartal, som en følge av økt etterspørsel både internasjonalt og innenlands. Ledigheten har imidlertid fortsatt å øke gradvis. Inflasjonen har avtatt gjennom året, og tolv månedersveksten i UNDI, Riksbankens målvariabel, var 1,1 prosent i januar 2004.

Asia viktig drivkraft i verdensøkonomien

Asia har samlet sett stått for i overkant av en tredjedel av veksten globalt de siste årene. Importen, spesielt av råvarer, men også andre varer, bidrar til å holde etterspørselen oppe i andre verdensdeler. Internasjonale råvarepriser har økt, se figur 2.6. Også skipsfarten har opplevd solid vekst drevet av utviklingen i Asia. Handelen mellom asiatiske land vokser mye.

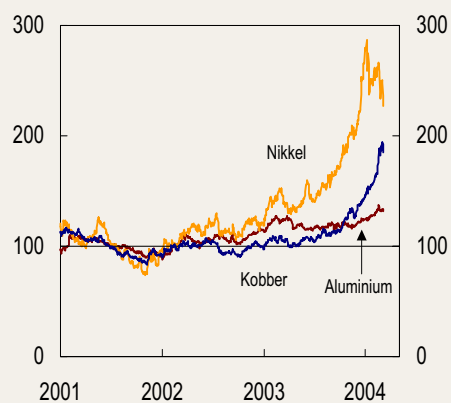
I Japan har industriproduksjonen økt kraftig, i stor grad drevet av økt etterspørsel fra andre asiatiske land og USA. Forventningsindikatorer for husholdningene har vist en positiv tendens det siste halve året, og det er tegn til at privat konsum tar seg opp. Konsumprisene fortsetter å falle, men styrken i prisfallet har avtatt. Ledigheten er redusert, delvis som en følge av fallende arbeidsstyrke, men det er også tegn til noe sterkere sysselsetting.

I Kina var BNP-veksten i 2003 på hele 9,1 prosent, se figur 2.7. Det var kraftig vekst både i investeringene og i det private forbruket. Eksport til Kina har vært en viktig faktor bak veksten i flere av de øvrige asiatiske landene. Flere asiatiske sentralbanker intervensjoner fortsatt med betydelige beløp for å hindre at valutakursene styrker seg. Intervensjonene har bare delvis blitt sterilisert og har derfor bidratt til sterk vekst i pengemengden i flere av de asiatiske landene, særlig i Kina. Dette gir igjen opphav til en kraftig kredittvekst. Faren for tiltakende inflasjon og overinvesteringer har økt. Kinesiske myndigheter har gjennomført tiltak for å begrense kredittveksten, men situasjonen i det innenlandske bankvesenet er fortsatt usikker.

Oljeprisutviklingen

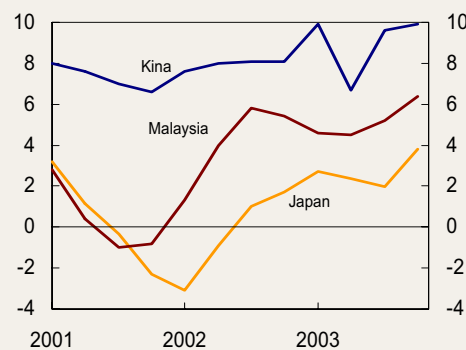
Siden forrige inflasjonsrapport har oljeprisen ligget nær eller over 28 dollar per fat, som er øvre grense i OPECs målsone for oljeprisen. Gjennomsnittlig oljepris for hele 2003 ble 28,90 dollar, den høyeste på 20 år. Usikkerhet knyttet til Irak-krigen, relativt god kvotedisiplin i OPEC og tiltakende økonomisk vekst bidro til den høye prisen gjennom året. Samtidig som etterspørselen etter olje sesongmessig faller utover våren, er flere land utenfor

Figur 2.6 Priser på aluminium, nikkel og kobber i USD. Indeks. 2001=100. Dagstall. 1. jan. 01 – 4. mar. 04



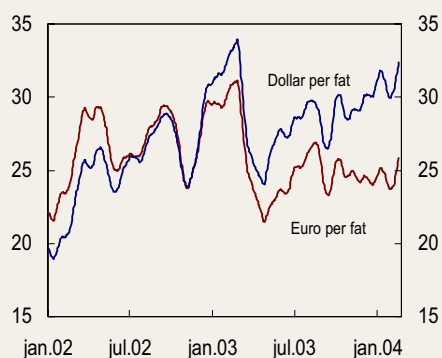
Kilde: London Metal Exchange og EcoWin

Figur 2.7 BNP i Kina, Japan og Malaysia. Endring fra samme kvartal året før. Prosent. 1. kv. 01 – 4. kv. 03.



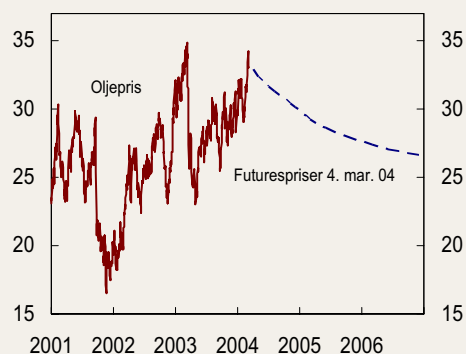
Kilde: EcoWin, Statistics Japan, National Bureau of Statistics (CH) og Central Bank of Malaysia

Figur 2.8 Oljepris målt i USD og euro per fat. 14 dagers glidende gjennomsnitt. Dagstall. 18. jan. 02 – 4. mar. 04.



Kilde: EcoWin og Norges Bank

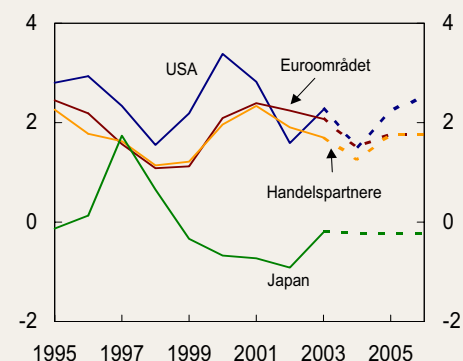
Figur 2.9 Oljepris¹⁾ i USD per fat. Dagstall. 1. jan. 01 – 4. mar. 04. Futurespriser fra 4. mar. 04.



¹⁾ Brent Blend

Kilde: International Petroleum Exchange og Norges Bank

Figur 2.10 Konsumprisvekst i USA, euroområdet, Japan og hos Norges handelspartnere. Årsvekst. 1995 – 2006¹⁾.



¹⁾ Anslag for perioden 2004 - 2006

Kilde: OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

OPEC i ferd med å øke oljeproduksjonen. Dette gjelder først og fremst Russland og landene rundt Det kaspiske hav, men også flere land i Afrika, samt Canada og Mexico. Produksjonsveksten i Irak har foreløpig stoppet opp, men kan nå nivået fra før krigen i løpet av første halvår. OPEC har vedtatt å kutte produksjonen fra 1. april for å holde oljeprisen oppe når etterspørselen etter olje sesongmessig faller.

Som en følge av de store valutakurssvingningene har oljeprisen variert betydelig målt i ulike valutaer, se figur 2.8. Empiriske undersøkelser kan tyde på at det er liten sammenheng mellom utviklingen i oljeprisen og dollarkursen. OPEC-landene har imidlertid gitt uttrykk for at dollarsvekkelsen fører til at oljeprisen må være i øverste del av målsonen for å motvirke en forverring i deres bytteforhold. På kort sikt trekker lave lagerbeholdninger, oppgang i verdensøkonomien og lite ledig produksjonskapasitet i retning av fortsatt høy oljepris, se figur 2.9.

Usikkerhetsmomenter

På kort sikt synes usikkerheten om utviklingen fremover å være noe mer balansert enn ved forrige inflasjonsrapport. De positive formueseffektene av oppgangen i aksjemarkedene og i boligmarkedene kan bli sterkere enn vi har lagt til grunn. På den annen side er det fortsatt en risiko for en markert avmatning i konsumet i USA, særlig knyttet til den svake utviklingen i arbeidsmarkedet. Etter flere år med relativt stabil inflasjon internasjonalt, se figur 2.10, er det en risiko for at prisveksten blir lavere enn lagt til grunn, selv om denne kan synes noe mindre enn i fjor høst. Særlig kan den lave kapasitetsutnyttelsen, og effektene av strukturelle forhold, virke mer dempende på prisveksten enn vi har lagt til grunn. Blant annet kan utvidelsen av EU og iverksettelse av tidligere fremforhandlede avtaler i Verdens handelsorganisasjon innen tekstiler og klær bidra til økt konkurranse i USA og euroområdet fremover. Økt konkurranse kan gi grunnlag for høyere vekst, men på kort sikt kan omstillingskostnadene ved ny internasjonal arbeidsdeling dempe den økonomiske veksten hos våre handelspartnere. Samlet kan disse forholdene føre til at prisstigningen blir lavere enn anslått.

På litt lengre sikt er det fortsatt betydelig usikkerhet om hvorvidt oppgangen vil vedvare. Anslagene for det amerikanske budsjettunderskuddet fremover er blitt oppjustert, og underskuddet på handelsbalansen er fortsatt stort. Et kraftigere fall i amerikanske dollar mot euro kan gi et nytt tilbakeslag i euroområdet.

3 | De økonomiske utsiktene i Norge

Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp. Lavere renter har bidratt til å holde veksten i det private forbruket oppe. Svekkelse av kronen sammen med moderat lønnsvekst i fjor har bedret vilkårene for næringslivet. Sysselsettingen økte noe i siste halvår i fjor. Prisveksten er imidlertid fortsatt svært lav.

Anslagene for utviklingen fram til 2006 er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrenten. Forutsetningen innebærer noe lavere rente på kort sikt, men at renten øker gradvis fra sommeren, se figur 3.1. Vi har lagt til grunn at kronekursen følger utviklingen i terminkursen, som tyder på forventninger om en nokså stabil kurs fremover, se figur 3.2.

Med disse forutsetningene vil pengepolitikken bidra til høyere vekst i etterspørselen i år, i første rekke gjennom det private forbruket. Veksten i norsk økonomi vil trolig bli noe sterkere enn vi anslo sist høst. Samtidig er det indikasjoner på nokså høy produktivitetsvekst slik at bedriftene kan produsere mer med den samme mengden arbeidskraft. Det høye kostnadsnivået i Norge og sterk konkurranse, vil trolig bidra til at innsatsen for å redusere kostnader og rasjonalisere fortsetter i mange næringer. På denne bakgrunn har vi lagt til grunn at produksjonspotensialet i norsk økonomi øker noe mer enn normalt i 2004. Etter hvert som etterspørselen øker, vil bedriftene få bedre lønnsomhet. Samtidig kan de møte kapasitetsskranker. Det er derfor utsikter til at investeringene etter hvert vil ta seg opp og bli en viktigere drivkraft i oppgangen.

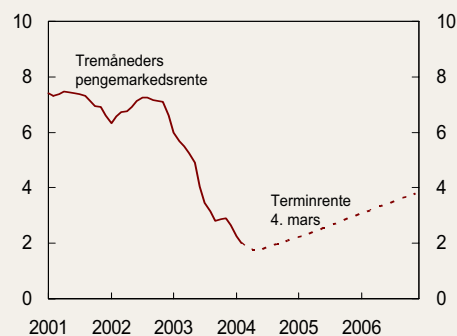
Samlet sett anslår vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil ta seg markert opp i år og holde seg forholdsvis høy i 2005 og 2006. Denne utviklingen i samlet produksjon vil føre til at produksjonsgapet, slik vi nå anslår det, blir svakt positivt i 2005 og 2006 etter å ha vært svakt negativt i år.

Høy vekst i husholdningenes forbruk

Det private forbruket ble stimulert av fallet i rentene gjennom fjoråret. Konsumveksten holdt seg oppe på tross av at sysselsettingen falt og arbeidsledigheten økte.

Virkningene av rentefallet på det private forbruket blir trolig sterkere i år enn i fjor. Det tar tid før endringer i Norges Banks styringsrente fullt ut slår igjennom i rentene husholdningene står overfor. Gjennomslaget fra Norges Banks styringsrente til husholdningens inntekter er nærmere drøftet i en egen utdyping på side 41.

Figur 3.1 Forutsetning for pengemarkedsrenten. Terminrente¹⁾ ²⁾, Prosent.



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

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

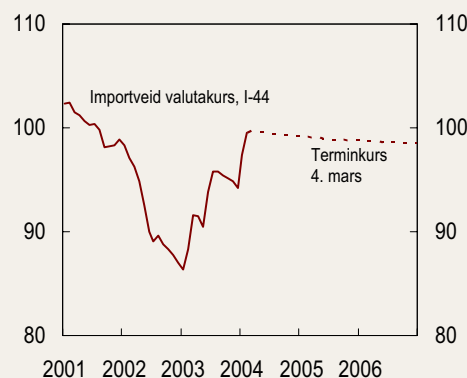
	2003	2004	2005	2006
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼	4	3½	3
Privat konsum	3¼	5¼	4	2¼
Offentlig konsum	1¼	2¼	1½	1½
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	-6¼	1¼	6	6
Oljeinvesteringer	18	8	3	-5
Tradisjonell eksport	1	3	3½	3½
Import	1½	5½	3¼	1¼
BNP, Fastlands-Norge ¹⁾	¾	3¼	3¼	2¼
Sysselsetting	-0,7	½	1¼	¾
AKU-ledighet ²⁾	4,5	4½	4¼	4

¹⁾ I anslagene har vi sett bort fra svingninger i kraftproduksjonen. I 2003 bidrar lavere kraftproduksjon til å trekke ned BNP-veksten med anslagsvis ¼ prosentpoeng.

²⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

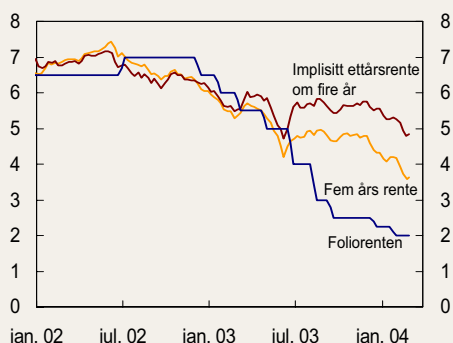
Figur 3.2 Forutsetning for kronekursen (I-44). Terminkurs. Indeks¹⁾.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

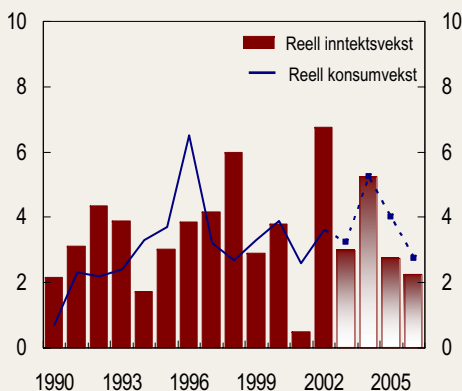
Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Foliorenten, fem års swaprente og implisitt ettårs swaprente om fire år¹⁾. Ukestall. 7. Jan. 02 - 4. mar. 04.



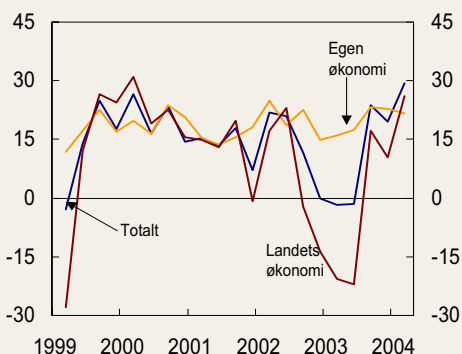
¹⁾ Implisitt ettårsrente om fire år er beregnet på bakgrunn av fire- og femårs swaprente. Fem års swaprente har siden 2002 i gjennomsnitt ligget ½ prosentpoeng over statsrenten.
Kilde: Norges Bank og EcoWin

Figur 3.4 Reell vekst i husholdningenes disponible inntekt og konsum. Årstall. Prosent. 1990 - 2006.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Husholdningenes forventningsindikator.¹⁾ 1. kv. 99 – 1. kv. 04. Ujusterte tall.



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

Kilde: TNS Gallup

Virkingen av rentefallet avhenger også av hvor lenge renten ventes å holde seg lav. Da foliorenten ble redusert i fjor høst, endret rentene med lengre løpetider seg forholdsvis lite. De to siste rentereduksjonene, i desember og januar, har sammen med nedgangen i inflasjonen slått sterkere ut i de langsiktige rentene, se figur 3.3. Det tyder på forventninger om at det lave rentenivået vil vare ved lenger.

Den reelle veksten i husholdningenes disponible inntekter ser ut til å bli høy i år, se figur 3.4. Veksten i inntektene var enda høyere i 2002, men var da påvirket av endringer i beskatningen av aksjeutbytte. I år vil lav prisvekst og reduserte renteutgifter bidra til høy vekst i husholdningenes realinntekter. Selv med et moderat lønnsoppgjør vil realinntektene kunne øke med vel 5 prosent. I tillegg vil et bedret arbeidsmarked gi grunnlag for større jobbtrygghet og forventninger om høyere inntektsvekst fremover. Husholdningenes forventningsindikator gir uttrykk for at situasjonen nå, og utsiktene fremover, vurderes som svært gode, se figur 3.5.

Høy vekst i realinntektene, redusert jobbusikkerhet og forventninger om fortsatt lav rente fremover gir grunnlag for sterk vekst i husholdningenes konsum. Vi venter at det private forbruket vil vokse med 5¼ prosent fra 2003 til 2004. Konsumet vil med dette vokse om lag på linje med realinntektene, slik at spareraten endres lite. 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 venter vi at konsumet vil vokse mer på linje med veksten i realinntektene.

Etter et prisfall i fjor vår økte boligprisene gradvis utover høsten. Ved utgangen av fjoråret var veksttaket i boligprisene høy. Det er utsikter til at boligprisene kan øke nokså mye fra 2003 til 2004. Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder på at salget av nye boliger går svært bra. Det er også økende rehabilitering av boliger. De lave rentene og veksten i boligprisene trekker i retning av høyere boliginvesteringer fremover.

Stor aktivitet i boligmarkedet og høye boligpriser bidrar til sterk vekst i kreditten til husholdningene. Gjeldsbelastningen for husholdningene har økt betydelig og anslås å øke ytterligere fremover. Høy gjeldsbelastning innebærer at en endring i renten opp mot et mer normalt nivå vil kunne slå relativt sterkt ut i husholdningenes inntekter, og dermed i forbruksveksten.

Gradvis økning i bedriftenes investeringer

Bedriftene i Fastlands-Norge har redusert kostnadene betydelig. I 2003 falt både sysselsettingen og investeringene. I industrien har flere år med høy lønnsvekst og tap av konkurranseevne ført til redusert lønnsomhet. I flere tjenesteytende næringer har nyetableringer og avreguleringer skjerpet konkurransen. Økt konkurranse har gjort det vanskeligere å velte økte kostnader over i prisene. Det har vært nødvendig å produsere mer effektivt for å bedre lønnsomheten. Vi venter at tiltak for å bedre effektiviteten fortsatt vil prege utviklingen i næringslivet i år. Det vil dempe etterspørselen etter arbeidskraft og veksten i investeringene i år. Etter hvert venter vi at økt etterspørsel fra husholdningene og fra utlandet, fører til at bedriftenes etterspørsel etter arbeidskraft og ny realkapital tiltar.

Varehandel og tjenesteyting rettet mot husholdninger opplever vekst som følge av høy vekst i det private forbruket. Disse bransjene har dratt fordel av at privat konsum har holdt seg relativt godt oppe gjennom konjunkturnedgangen. Varehandelen var en av de få sektorene der sysselsettingen økte i 2003. Produksjonen rettet mot bedriftsmarkedet falt gjennom fjoråret. Utviklingen i etterspørselen etter tjenester i denne delen av markedet vil ta seg opp i takt med økt produksjon i industrien og andre deler av næringslivet.

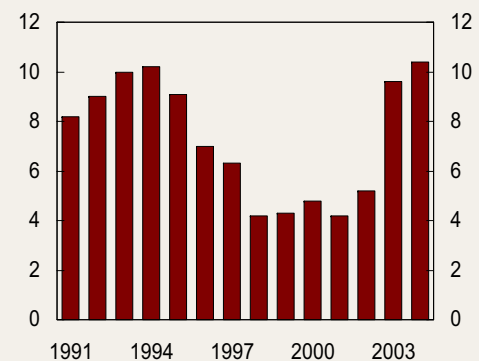
De siste årene har investeringer i næringsbygg utgjort over en tredel av de samlede investeringene i tjenesteyting og varehandel. De store investeringene i denne sektoren i siste halvdel av 1990-tallet har ført til at arealledigheten er høy, se figur 3.6. Denne situasjonen vil trolig dempe den samlede investeringsveksten de nærmeste årene.

Sterk konkurranse, særlig i bransjer som dagligvarehandel, flyreiser og teletjenester, har ført til store omstillinger. I blant annet post- og telesektoren og innen lufttransport har sysselsettingen falt og effektiviteten økt. Innen forretningsmessig tjenesteyting ser det ut til å ha vært høy vekst i produktiviteten de siste årene, selv om veksten i produksjonen har avtatt, se figur 3.7.

Samlet er investeringsnivået i varehandelen og tjenesteytende næringer fortsatt lavt. På kort sikt kan trolig økt etterspørsel møtes uten vesentlige kapasitetsutvidelser. I år kan trolig mange bedrifter ta ut gevinstene av de effektiviserings tiltakene som er blitt gjennomført. I 2005 og 2006 ventes økt investeringsaktivitet som følge av fortsatt god vekst i etterspørselen fra husholdningene.

Den kommende utvidelsen av EU med ti nye land fra 1. mai kan bidra til økt konkurranse i en del næringer, særlig innen tjenesteyting. Offentlige anskaffelser må ut på anbud i hele medlemsområdet. Det kan tilsi økt

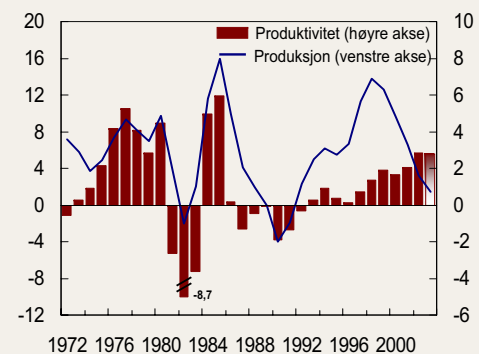
Figur 3.6 Ledige kontorlokaler i Oslo, Asker og Bærum. Prosent av total eiendomsmasse. 1991-2004.¹⁾



¹⁾ Per februar

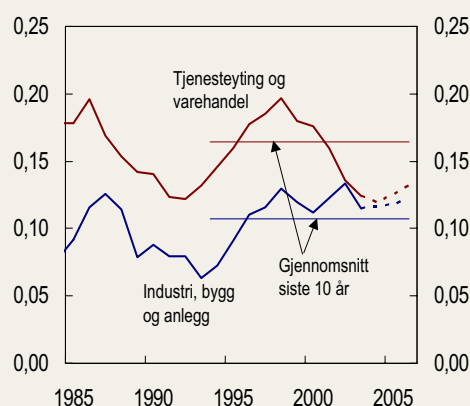
Kilde: Eiendomsspar AS

Figur 3.7 Produktivitsvekst og reell vekst i bruttoproduktet i forretningsmessig tjenesteyting. To års glidende gjennomsnitt. Årstall. Prosent. 1972-2003.



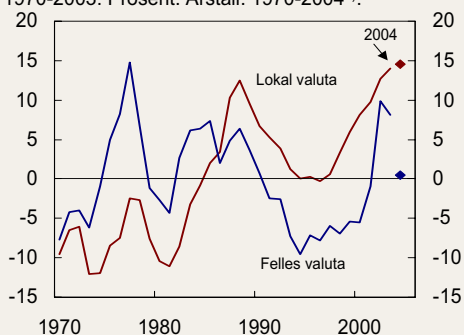
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Bruttoinvesteringer som andel av bruttoprodukt. Årstall. 1985-2006.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Relative lønnskostnader¹⁾ mellom Norge og handelspartnerne. Avvik fra gjennomsnittet fra 1970-2003. Prosent. Årstall. 1970-2004²⁾.



¹⁾ Timelønnskostnader i industrien

²⁾ Anslag for lønnsveksten i 2004. Anslaget for relative lønnskostnader i felles valuta i 2004 er basert på forutsetningen for kronkursen i denne rapporten (KKI).

Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

konkurransen for den norske tjenestesektoren og gi opphav til ytterligere effektivisering. Gjennomsnittlig lønnsnivå i de nye medlemslandene ligger på om lag 17 prosent av gjennomsnittlig lønnsnivå i EU.

Industriproduksjonen var nokså stabil gjennom 2003, etter å ha falt markert året før. Sysselsettingen falt med om lag 11 000 personer fra 2002 til 2003. Antallet åpne konkurser i industrisektoren økte med 12 prosent fra 2002 til 2003. Investeringene faller. Målt som andel av bruttoprodukt ligger investeringsnivået om lag på gjennomsnittet de siste ti årene, se figur 3.8. Den svake utviklingen vi har bak oss må ses i sammenheng med lav økonomisk vekst internasjonalt, høy vekst i lønningene over flere år og styrkingen av kronen gjennom 2002.

I industrien ventes produksjonen å øke noe mer i årene fremover enn lagt til grunn sist. Svakere kronkurs virker positivt. Lønnsveksten ser ut til å komme ned på et mer opprettholdbart nivå, men er fortsatt høyere enn hos handelspartnerne. Konkurransesevnen målt ved relative lønnskostnader i felles valuta er likevel bedret, se figur 3.9. Fra vårt regionale nettverk meldes det om økning i eksporten til Europa. Lavere rente og høyere aksjekurser har redusert kapitalkostnadene.

Ifølge vårt regionale nettverk og Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer ser norske industriledere mer optimistisk på fremtiden. Vi venter at investeringene i industrien vil øke noe i år, etter å ha falt betydelig i 2003. Det er imidlertid tegn til at konkurransen fra utlandet har blitt mer intens de siste årene. Ifølge vårt regionale nettverk krever press på marginer omstilling og effektivisering, blant annet i næringsmiddelindustrien. Både fra Norge og andre land flyttes industriproduksjon til land med lavere kostnader, særlig til Asia. For visse deler av industrien, som for eksempel verftsindustrien, er det grunn til å tro at denne utviklingen kan fortsette. Det vil i så fall dempe den samlede investeringsaktiviteten.

Investeringene i oljevirkosomheten vokste sterkt i 2003. Dette var i hovedsak drevet av investeringer i landanlegg. Leteaktiviteten var imidlertid lav. Veksten i oljeinvesteringene ser ut til å fortsette i 2004, men blir antakelig ikke like sterk som i 2003. Ormen Lange-prosjektet ble vedtatt i Stortinget i slutten av 2003, og de største delene av investeringene skal etter planen gjennomføres i 2005 og 2006. Dette er med på å trekke opp oljeinvesteringene mot slutten av prognoseperioden. Investeringene vil gi positive ringvirkninger for den norske leverandørindustrien.

Investeringene i landanlegg på Vestlandet og i Nord-Norge har gitt positive impulser til bygg- og anleggsbransjen. I landet for øvrig har aktiviteten i 2003 hovedsakelig blitt

holdt oppe av offentlige investeringsprosjekter, som for eksempel veiprosjekter og bygging av sykehus. I årene fremover venter vi at også høyere boliginvesteringer og investeringer i næringslivet vil bidra. Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder på at aktiviteten i bygg- og anleggsbransjen har tatt seg markert opp i de fleste delene av landet.

Finanspolitikken stimulerer aktiviteten

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. I Nasjonalbudsjettet for 2004 la Regjeringen opp til å bruke 16½ milliarder kroner mer i 2004 enn det en mekanisk anvendelse av handlingsregelen tilsier.

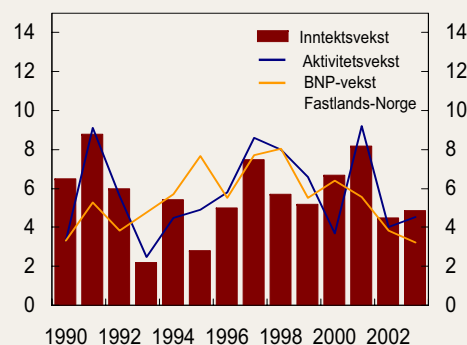
I salderingen av statsbudsjettet for 2003 er den underliggende veksten i statsbudsjettets utgifter anslått til 4,2 prosent fra 2002 til 2003. Dette er 0,3 prosentpoeng høyere enn anslått i Nasjonalbudsjettet 2004. Økningen skyldes høyere utgifter til folketrygden og innsatsstyrt finansiering av helseforetakene.

I budsjettavtalen for 2004 mellom regjeringspartiene og Arbeiderpartiet ble det omdisponert om lag fem milliarder kroner. Selv om ikke budsjettbalansen er svekket, tyder sammensetningen av inntekts- og utgiftsendringene på at endringene samlet sett vil bidra til å øke etterspørselen etter varer og tjenester i norsk økonomi.

Budsjettavtalen styrker kommuneøkonomien. Kommunene fikk pluss på 2,2 milliarder kroner i frie inntekter i forhold til Regjeringens opprinnelige forslag. Veksten i kommuneforvaltningens samlede inntekter fra 2003 til 2004 ligger dermed an til å bli høy. Det kan gi grunnlag for økt aktivitet. Inntektene til kommunesektoren svinger imidlertid gjennomgående noe mer enn aktiviteten, se figur 3.10. Kommunenes utgifter til lønn og kjøp av varer og tjenester har siden 1996 gjennomgående vokst noe sterkere enn verdien av BNP for Fastlands-Norge. Som følge av relativt høy vekst i lønningene, og dermed i prisene på kommunenes utgifter, har likevel den reelle aktivitetsveksten i gjennomsnitt vært noe lavere enn den reelle veksten i fastlandsøkonomien.

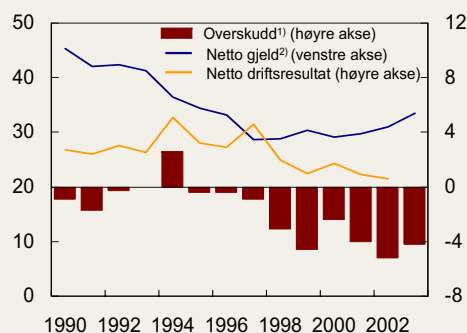
Netto driftsresultat i kommunene regnet i prosent av inntektene har gjennomgående falt siden 1997, og er nå på et lavt nivå, se figur 3.11. Underskudd på kommunale budsjetter har de siste årene økt kommunenes netto gjeld. Gjeldsnivået målt i forhold til inntektene er imidlertid lavere nå enn på begynnelsen av 1990-tallet.

Figur 3.10 Kommunesektorens inntekts- og aktivitetsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Årstall. Prosent. 1990-2003.



Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for kommunal og fylkeskommunal økonomi og Statistisk sentralbyrå

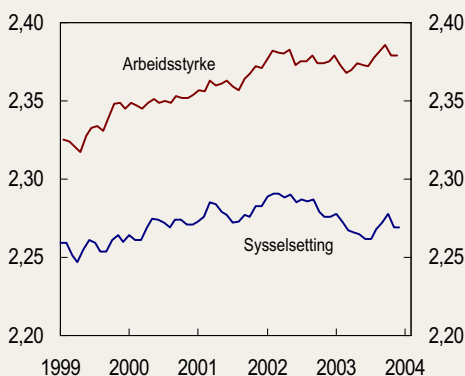
Figur 3.11 Kommunesektorens overskudd før lånetransaksjoner, netto gjeld og netto driftsresultat. I prosent av driftsinntekter. 1990-2003.



¹⁾ Overskudd før lånetransaksjoner
²⁾ Eksklusive fordringer i kommunale foretak

Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for kommunal og fylkeskommunal økonomi

Figur 3.12 Sysselsetting og arbeidsstyrke. Antall i millioner. Månedstall. Jan. 99 – des.03. Sesongjustert.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

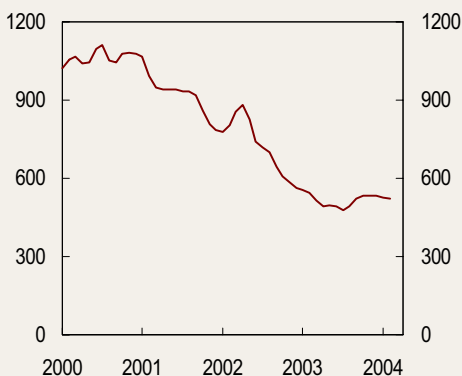
Bedring i arbeidsmarkedet

Sysselsettingen viste tegn til økning siste halvår i fjor. Det sterke fallet i sysselsettingen fram til sommeren 2003 ser dermed ut til å ha stoppet opp, se figur 3.12. Sysselsettingen i varehandelen har økt. Det er også tegn til økt sysselsetting innenfor tjenestesektorer som undervisning, offentlig administrasjon og helse- og sosialtjenester, etter svak utvikling første halvår i fjor. Industrisysselsettingen var i fjerde kvartal 2003 fortsatt godt under nivået fra året før, men faller ikke lenger like sterkt.

Siden i fjor sommer har arbeidsstyrken i stor grad utviklet seg i takt med sysselsettingen. Arbeidsledigheten har vært nokså stabil. Justert for sesongvariasjoner utgjorde de arbeidsledige 4,6 prosent av arbeidsstyrken målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) i 4. kvartal i fjor.

Tilgangen på utlyste stillinger i media er fortsatt lav. I februar var tilgangen 5 prosent lavere enn i februar i fjor. Utviklingen i siste halvdel av fjoråret kan tyde på en stabilisering, se figur 3.13. Rapporter fra vårt regionale nettverk gir et tilsvarende inntrykk. Fortsatt er det nokså få bedrifter som har planer om vesentlige økninger i sysselsettingen den nærmeste tiden.

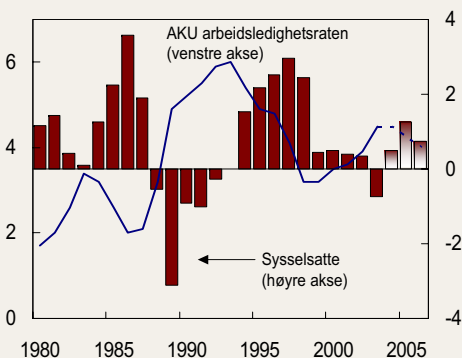
Figur 3.13 Tilgang på stillinger utlyst i media per virkedag. Månedstall. Jan. 00 – feb. 04. Sesongjustert.



Kilde: Aetat Arbeidsdirektoratet

Vekst i husholdningenes etterspørsel og produksjonsvekst i næringslivet skaper grunnlag for økt sysselsetting fremover. På den annen side vil økt konkurranse og fortsatt effektivisering i bedriftene kunne dempe etterspørselen etter arbeidskraft. I år venter vi at sysselsettingsveksten blir nokså moderat i forhold til veksten i etterspørsel og produksjon. Sysselsettingen anslås å vokse med ½ prosent i år, etter et fall på 0,7 prosent i 2003, se figur 3.14. Vi legger til grunn at også arbeidsstyrken vil ta seg ytterligere opp når arbeidsmarkedet bedres, og vi anslår bare en liten nedgang i ledigheten gjennom året. Som gjennomsnitt for 2004 anslås ledigheten til 4½ prosent av arbeidsstyrken målt ved AKU, det samme som i 2003.

Figur 3.14 Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet¹⁾ i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980-2006.



¹⁾AKU-ledighet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at høy konsumvekst og økt aktivitet i næringslivet etter hvert vil føre til økt etterspørsel etter arbeidskraft. Sysselsettingen vil trolig vokse nokså mye i 2005. Arbeidsledigheten anslås å falle noe i 2005 og 2006.

4 | Inflasjonsanslag

Den underliggende prisveksten avtok gjennom fjoråret og er nå svært lav. Pengepolitikken er rettet inn mot å bringe prisveksten opp. Den lave prisveksten skyldes først og fremst fall i prisene på de konsumvarene vi importerer. Fallet har sammenheng med styrkingen av kronkursen fram til begynnelsen av 2003, men prisfall målt i utenlandsk valuta på mange av de varene vi importerer har også bidratt.

Samtidig har prisveksten på en del norskproduserte varer og tjenester avtatt, selv om lønnsveksten har vært høy over flere år. Økt konkurranse har bidratt til lavere priser på blant annet flyreiser, teletjenester og enkelte dagligvarer. Økt konkurranse har samtidig ført til høyere produktivitet i mange virksomheter. Det har trolig dempet virkningene av den høye lønnsveksten på inflasjonen.

Flere av de forholdene som ga lav prisvekst i 2003 vil trolig fortsette å virke i år. Rasjonaliseringene som fortsatt pågår i næringslivet gjør bedriftene i stand til å øke produksjonen uten sterk vekst i sysselsettingen. Høyere produktivitetsvekst gjør at økonomien kan vokse mer uten at det oppstår press på realressursene. Det ventes å dempe lønns- og prisveksten det nærmeste året.

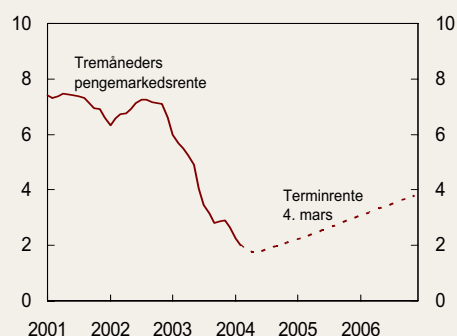
Prisimpulsene fra utlandet ser ut til å ha vært negative de siste årene, og lavere enn vi tidligere har lagt til grunn, se egen utdyping på side 38. Endringer i handelsmønsteret har gitt lavere priser på vår import av klær målt i utenlandsk valuta. Samtidig synes en del internasjonalt handlede konsumvarer å ha vedvarende fallende priser. Det gjelder særlig lyd- og bildeutstyr. Prisfallet på vår import av slike varer målt i utenlandsk valuta ventes å fortsette.

Lavere internasjonale prisimpulser enn tidligere anslått tilsier at utenlandske priser kan forklare en større del av prisfallet på importerte varer i konsumprisindeksen. Motstykket er at utviklingen i kronkursen trolig forklarer en mindre del. Foreløpige analyser kan indikere at virkningene fra kronkursen til prisene på de importerte konsumvarene er noe mindre, og kommer noe senere, enn våre tidligere beregninger har vist, se egen utdyping på side 40. Det kan derfor ta noe lenger tid enn vi tidligere har lagt til grunn før svekkelsen av kronen siden begynnelsen av 2003 slår ut i prisene. Kronkursen er imidlertid fortsatt den viktigste faktoren bak fallet i prisene på importerte konsumvarer.

For å bringe prisveksten opp til inflasjonsmålet har Norges Bank satt ned renten med i alt 5 prosentpoeng, til 2 prosent, i løpet av et drøyt år. Kronkursen målt ved den importveide indeksen I-44 har svekket seg med om lag 12 prosent siden desember 2002. Kronkursen er tilbake på det samme nivået som på midten av 1990-tallet.

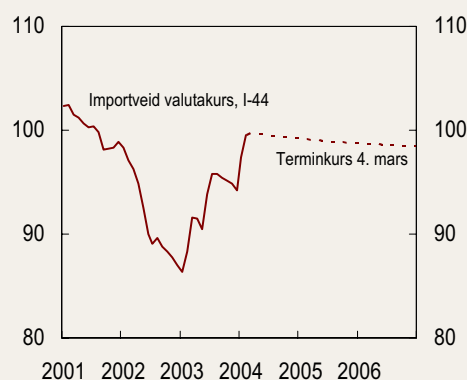
Anslagene for utviklingen fram til 2006 er basert på en teknisk forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med

Figur 4.1 Forutsetning for pengemarkedsrenten. Terminrente¹⁾ 2). Prosent.



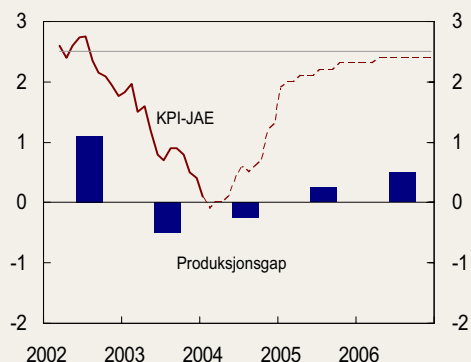
¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med februar 2004. Tremåneders terminrente er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fire statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 4. mars
²⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten
Kilde: Norges Bank

Figur 4.2 Forutsetning for kronkursen (I-44). Terminkurs. Indeks¹⁾.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs
Kilde: Norges Bank

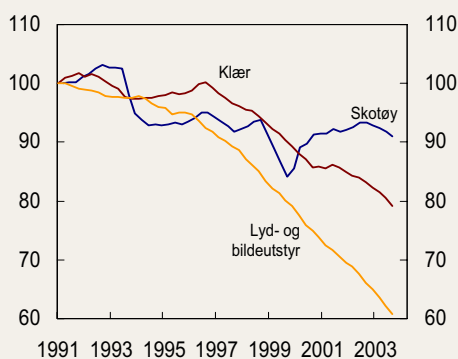
Figur 4.3 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet¹⁾. Prosent.



¹⁾ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig produksjon. Se utdyping i IR 1/03

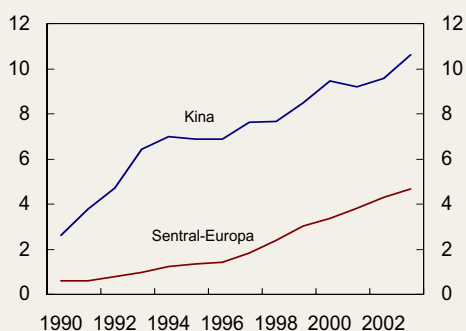
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4 Anslått prisutvikling for noen importerte konsumvarer, målt i utenlandsk valuta. Kvartalstall. Indeks. 1 kv. 91=100. 1.kv. 91 – 3. kv. 03.



Kilde: EcoWin og Norges Bank

Figur 4.5 Import av konsumvarer fra Sentral-Europa¹⁾ og Kina som andel av total konsumvareimport. Prosent. Årstall. 1990-2003²⁾.



¹⁾ Sentral-Europa: Slovenia, Bulgaria, Tsjekkia, Estland, Latvia, Litauen, Slovakia, Polen og Ungarn

²⁾ Tall for 2003 fra januar til november

Kilde: Statistisk sentralbyrå

terminrenten. Forutsetningen innebærer noe lavere rente på kort sikt, men at renten øker gradvis fra sommeren, se figur 4.1. Vi har lagt til grunn at kronkursen følger utviklingen i terminkursen, som tyder på forventninger om en nokså stabil kurs fremover, se figur 4.2.

Vi venter at prisstigningen vil ta seg opp fra sommeren 2004. Styrkingen av kronen i 2002 er nå fullt ut snudd. Isolert sett vil det bidra til at inflasjonen tar seg opp igjen. Prisveksten på importerte konsumvarer vil imidlertid dempes av fortsatt fall i prisene på disse varene målt i utenlandsk valuta. Den innenlandske prisveksten, som normalt vil ta seg opp når produksjons- og sysselsettingsveksten tiltar, dempes av økt konkurranse og høy produktivitetsvekst i flere næringer. Med de forutsetningene vi har lagt til grunn for renten og kronkursen, tilsier anslagene at inflasjonen vil komme opp til inflasjonsmålet på 2½ prosent våren 2006. Produksjonsgapet ser ut til å bli negativt også i år, men anslagene tilsier nokså høy vekst i realøkonomien gjennom året. Vi venter at produksjonsgapet vil være positivt fra neste år, se figur 4.3.

4.1 Prisimpulser

Impulser fra internasjonal økonomi

De internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi har trolig vært negative de siste årene, og lavere enn vi tidligere har lagt til grunn. Prisene på konsumvarer som importeres til Norge målt i utenlandsk valuta falt med anslagsvis 1½ prosent i fjor.

Selv om det er tegn til at veksten tar seg opp internasjonalt, vil det ta tid før den ledige kapasiteten er bygget ned. De nærmeste årene er det utsikter til lav lønnsvekst hos våre handelspartnere. Sammen med sterk internasjonal konkurranse vil det ventelig bidra til at produsentprisene avtar noe i år. Etter hvert som oppgangen i internasjonal økonomi får feste, anslår vi at veksten i produsentprisene ute tar seg gradvis opp til et mer normalt nivå på rundt ¾ prosent i 2006.

De siste årene har prisimpulsene fra utlandet til de norske konsumprisene vært lavere enn veksten i produsentprisene ute skulle tilsi. Denne utviklingen vil trolig fortsette. Prisene på en del av de varene vi importerer, ser ikke ut til å følge utviklingen i produsentprisene ute. Klær og lyd- og bildeutstyr utgjør til sammen nærmere 30 prosent av de importerte konsumvarene. Slik vi har målt det, har prisene på disse varene i utenlandsk valuta falt i flere år, se figur 4.4. I det siste har også prisene på sko falt. En viktig grunn er trolig endringer i den internasjonale arbeidsdelingen. Stadig flere konsumvarer importeres fra land med svært lave kostnadsnivåer. Blant annet har importen fra Kina til Norge økt vesentlig etter 2001, da Kina ble medlem av WTO, se figur 4.5. Andelen av Norges import som kommer fra Kina vil trolig fortsette å øke fremover. Importandelen fra land i Sentral-Europa med lave kostnadsnivåer øker

også. Disse endringene bidrar til at importørens kostnader reduseres. Det slår ut i lavere priser til forbrukerne. I tillegg dempes prisveksten i Norge ved at prisveksten på import fra andre handelspartnere enn Kina og sentraleuropeiske land også avtar.

En annen forklaring på de negative prisimpulsene fra utlandet til norsk økonomi, er at høy produktivitsvekst og sterk internasjonal konkurranse har bidratt til vedvarende prisfall på varer innen IT og telekom samt i lyd- og bildebransjen. Prisene på lyd- og bildeutstyr i den norske konsumprisindeksen har falt med 8 prosent det siste året. Siden midten av 1990-tallet har prisene på disse varene falt med 5,5 prosent per år i gjennomsnitt. Vi ser en liknende utvikling i andre land, se figur 4.6. Prisfallet ser ut til å ha skjedd nokså uavhengig av utviklingen i valutakursene.

Prisfallet på klær, sko og lyd- og bildeutstyr anslås å vedvare gjennom hele prognoseperioden, se egen utdyping på side 38. For de andre konsumvarene vi importerer, anslås prisveksten i utenlandsk valuta å ta seg gradvis opp, etter hvert som kapasitetsutnyttningen internasjonalt øker. For alle importerte konsumvarer sett under ett, anslår vi at prisene målt i utenlandsk valuta faller med 1½ prosent i år og noe mindre neste år, se figur 4.7. Vi legger til grunn at om lag halvparten av dette fallet slår gjennom i konsumprisene på importvarer i Norge.

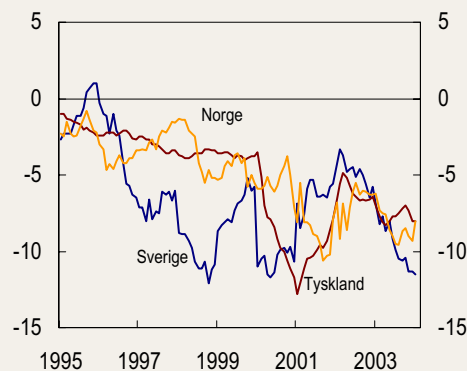
Valutakursutviklingen vil bringe prisveksten opp

Kronekursen har svekket seg markert siden januar i fjor. Målt ved den importveide indeksen I-44 er kronen tilbake på nivået den hadde på midten av 1990-tallet. Likevel dempes prisveksten fortsatt av styrkingen av kronen fra 2000 til og med 2002.

Endringer i kronekursen virker på konsumprisveksten med et tidsetterslep. Det er usikkert hvor langt dette tidsetterslepet er. Styrken i gjennomslaget fra kronekursen til konsumprisene er også usikkert. De internasjonale prisimpulsene har trolig vært lavere de siste årene enn vi tidligere har lagt til grunn. Det tilsier at utenlandske priser kan forklare en større del av prisfallet vi har sett på de importerte varene i konsumprisindeksen enn vi tidligere har antatt. Motstykket er at utviklingen i kronekursen trolig forklarer en mindre del. Ved å ta hensyn til lavere internasjonale prisimpulser enn tidligere antatt, indikerer foreløpige empiriske undersøkelser at gjennomslaget fra kronekursen til konsumprisene i Norge er noe mindre, og kommer noe senere enn vi tidligere har lagt til grunn, se egen utdyping på side 40.

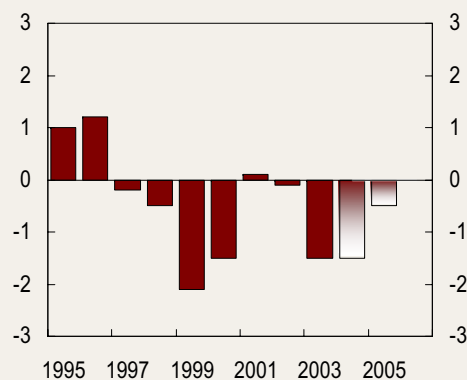
Selv om det er betydelig usikkerhet om gjennomslaget fra endringer i valutakursen til konsumprisene, venter

Figur 4.6 Konsumpriser på lyd- og bildeutstyr i Norge og andre land. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 95 - jan. 04.



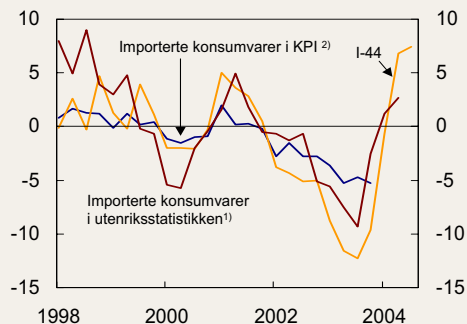
Kilde: EcoWin og Statistisk sentralbyrå

Figur 4.7 Indikator for internasjonale prisimpulser til konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Historisk utvikling og anslag. Årstall. 1995-2006.



Kilde: Norges Bank

Figur 4.8 Priser på importerte konsumvarer i KPI og i utenrikshandelsstatistikken fremskjøvet 2 kvartaler, og I-44 fremskjøvet 3 kvartaler. 4-kvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 98 – 4.kv. 04.



¹⁾ Norges Banks beregninger: Klær og tilbehør, sko, møbler, mat og drik
²⁾ Uten lyd- og bildeutstyr og biler.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

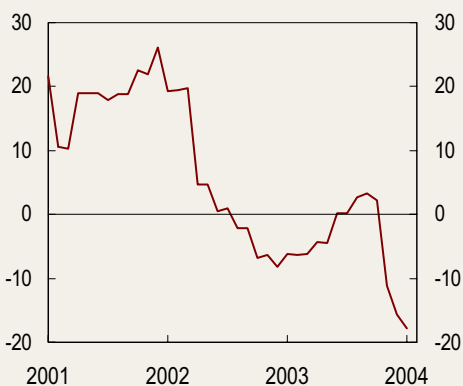
vi at prisene på de importerte konsumvarene i KPI etter hvert vil stige. Kronekursen har falt vesentlig det siste året. Svekkelsen av kronen reflekteres i importprisene slik de måles i utenrikshandelsstatistikken, se figur 4.8. Disse prisene, som registreres når importvarene kommer til landet, og før de når forbrukerne, har økt siden midten av 2003. Erfaringsmessig kan det se ut til at endringer i valutakursen slår ut i importprisene om lag et halvt år før konsumprisene blir påvirket. Vår vurdering tilsier likevel at vi først får vesentlige positive prisbidrag fra valutakursen mot slutten av 2004.

Våre beregninger av gjennomslaget fra kronekursen til prisstigningen er usikre. Skulle prisene på importerte konsumvarer ta seg raskere opp gjennom våren enn vi anslår, kan det være tegn på at gjennomslaget fra valutakursen er sterkere, eller kommer raskere, enn vi nå legger til grunn.

Økt konkurranse kan dempe prisveksten fremover

Kapasitetsutnyttningen i økonomien har falt fra de høye nivåene rundt årtusenskiftet. Det bidrar trolig til at prisveksten nå er lav. Når etterspørselen tar seg opp og den ledige kapasiteten tas i bruk, vil kostnadene normalt øke igjen. Konkurransen er imidlertid skjerpet i flere næringer som følge av nyetableringer og endringer i rammebetingelser. Disse endringene har presset prisene ned i flere næringer. Økt konkurranse gjør det vanskeligere enn før for bedriftene å velte økte kostnader over i prisene. Luftfart, dagligvarehandel og telekom er eksempler på bransjer der nye aktører har etablert seg eller er i ferd med å gjøre det. Det bidrar til å dempe prisstigningen. Prisene på flyreiser falt med nærmere 20 prosent fra januar i fjor til januar i år, se figur 4.9.

Figur 4.9 Priser på flyreiser. Avgiftskorrigert. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 – jan. 04.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tilpasningen til en ny konkurransesituasjon synes ikke å være over. Vi legger til grunn at den høye veksten i produksjonen som anslås i år vil gi relativt moderate inflasjonsimpulser. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i år anslås å bli dempet av økt konkurranse og rasjonalisering. Vi har imidlertid ikke klare holdepunkter for å vente at effektiviteten i næringslivet vil øke raskere enn før i mange år fremover. For 2005 og 2006 legger vi til grunn en normalisering, slik at veksten i etterspørselen etter hvert vil bidra til høyere inflasjon gjennom økt press i økonomien.

Lav inflasjon holder lønnsveksten nede i år

Etter flere år med høy lønnsvekst, ble det gitt mer moderate tillegg i fjorårets oppgjør. Likevel ble årslønnsveksten 4½ prosent ettersom det i hovedoppgjøret i 2002 ble avtalt vesentlige tillegg med virkning fra 2003. Økende arbeidsledighet og redusert lønnsevne i mange bedrifter

og offentlige virksomheter bidro trolig til å dempe lønnsveksten i fjor. Vi har lagt til grunn at det i hovedsak vil være stramheten i arbeidsmarkedet samlet sett som påvirker lønnsutviklingen fremover.

Produksjonen i norsk økonomi anslås å vokse mer enn normalt i årene fremover. I år ventes produktiviteten å øke mer enn normalt, slik at veksten i sysselsettingen blir moderat. Neste år venter vi nokså sterk vekst i sysselsettingen og lavere arbeidsledighet. I 2006 anslås arbeidsledigheten å falle ytterligere, til 4 prosent målt ved AKU.

I 2004 ser veksten i konsumprisene ut til å bli vesentlig lavere enn tidligere antatt. Vi legger nå til grunn at KPI ikke vil øke fra 2003 til 2004. Inflasjonen målt ved KPI-JAE vil også bli svært lav. Det legger grunnlag for høy vekst i reallønnen, selv med moderate nominelle lønnstillegg i år. Dette gjelder i særlig grad i industrien, der lønnoverhenget er nokså høyt. I 2005 og 2006 ventes inflasjonen å være vesentlig nærmere inflasjonsmålet på 2½ prosent.

Vi anslår at lønnsveksten vil reduseres til 3¾ prosent i år, se figur 4.10. Arbeidsmarkedet ser ut til å bedre seg noe raskere enn vi ventet i høst. Det kan isolert sett bidra til å trekke lønnsveksten opp i forhold til tidligere anslag. Vi anslår imidlertid at dette blir mer enn motvirket av utsiktene til svært lav inflasjon i år.

I 2005 og 2006 anslås lønnsveksten å øke i takt med et strammere arbeidsmarked og høyere inflasjon. I disse årene anslår vi at ledigheten vil være noe lavere enn den var i gjennomsnitt på 1990-tallet. Det kan tilsi at lønnsveksten blir noe høyere enn den var da.

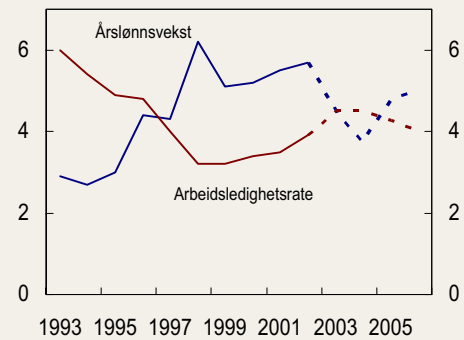
Tendensen de siste årene har vært at en større andel av lønnsveksten avtales det første året av den toårige perioden en hovedavtale gjelder. Ser vi slike toårige perioder under ett, er den anslåtte sammenhengen mellom lønnsveksten og utviklingen i arbeidsmarkedet om lag på linje med det vi har sett siden midten av 1990-tallet, se figur 4.11.

Inflasjonsforventningene på lang sikt avviker ikke vesentlig fra inflasjonsmålet

I Norge har prisstigningen den siste tiden beveget seg stadig lenger bort fra inflasjonsmålet. Fortsatte virkninger av kronestyrkingen i 2002 og lave prisimpulser både utenfra og hjemme, gir utsikter til lav prisvekst også i en periode fremover. Dersom inflasjonsforventningene får feste på et for lavt nivå, vil det bli mer krevende å bringe inflasjonen tilbake til inflasjonsmålet.

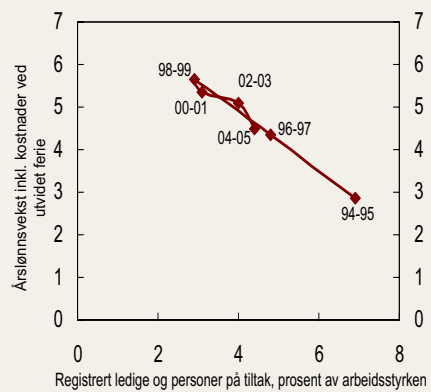
Inflasjonsforventningene kan blant annet måles gjennom forventningsundersøkelsen til TNS Gallup, der ulike aktører blir spurt om inflasjonsforventninger på 1, 2 og 5 års sikt. Den siste undersøkelsen tyder på at inflasjonsforventningene fortsatt er godt forankret rundt inflasjonsmålet på lang sikt,

Figur 4.10 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate²⁾. Prosent. Årstall. 1993-2006.



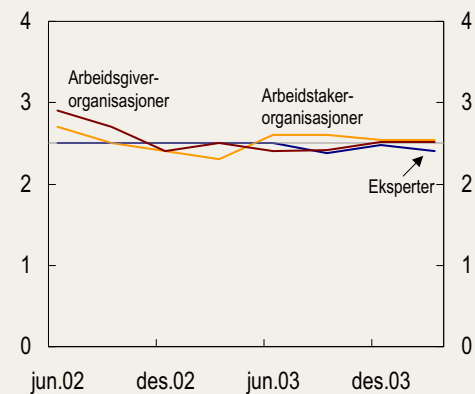
¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader knyttet til økt ferie
²⁾ AKU
 Kilde: TBU, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.11 Årslønnsvekst og arbeidsledighet. 2 års gjennomsnitt.



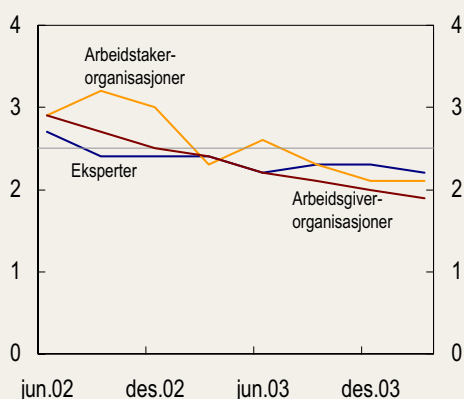
Kilde: TBU, Aetat og Norges Bank

Figur 4.12 Forventet konsumprisvekst om 5 år. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 - 1. kv. 04.



Kilde: TNS Gallup

Figur 4.13 Forventet konsumprisvekst om 2 år. Prosent. Kvar탈stall. 2. kv. 02 - 1. kv. 04.



Kilde: TNS Gallup

se figur 4.12. På kortere sikt er det imidlertid tegn til at aktørene i økonomien forventer at inflasjonen vil være noe lavere enn inflasjonsmålet på 2½ prosent. I 1. 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 ventes det at konsumprisveksten vil øke noe, men ikke komme helt opp til inflasjonsmålet, se figur 4.13.

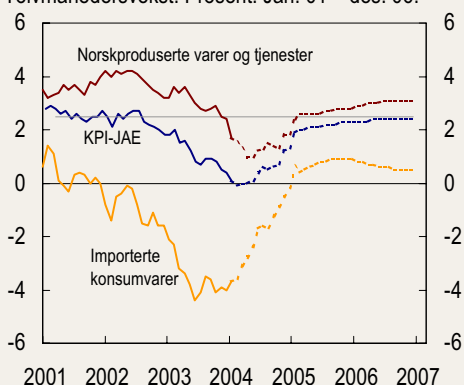
Utviklingene i langsiktige renter kan også gi informasjon om aktørenes inflasjonsforventninger. Forskjellen mellom terminrentene i Norge og Tyskland på lang sikt bør gjenspeile den forventede forskjellen i inflasjonen mellom Norge og euroområdet. Denne terminrenteforskjellen har de siste månedene vært noe lavere enn det som følger av målene for pengepolitikken i Norge og i euroområdet. Terminrentene kan imidlertid i perioder være påvirket av spesielle tilbuds- og etterspørselsforhold i obligasjonsmarkedet.

4.2 Inflasjonsutsiktene

Basert på forutsetningene om terminrente og terminkurs anslås prisveksten å ligge betydelig under inflasjonsmålet den nærmeste tiden. Avviket fra inflasjonsmålet anslås imidlertid å bli vesentlig redusert i løpet av 2004. Årsveksten i KPI-JAE ventes å være nær 2 prosent i begynnelsen av 2005. Med de forutsetningene vi har lagt til grunn anslås prisveksten om to år å bli 2½ prosent.

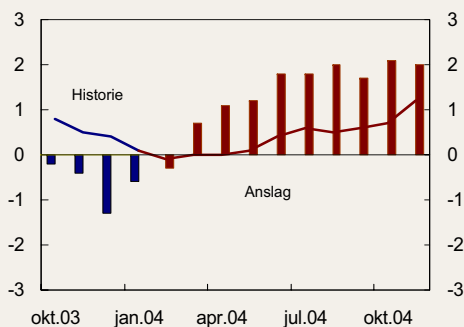
Forløpet for prisveksten i år bestemmes i stor grad av valutakursutviklingen vi har bak oss. Selv om vi legger til grunn et noe mindre gjennomslag fra valutakursen enn før, ventes svekkelsen av kronkursen å føre til at prisfallet på importerte konsumvarer etter hvert avtar nokså markert, se figur 4.14. Norskproduserte varer og tjenester blir påvirket av valutakursutviklingen med et større tidsetterslep enn importerte konsumvarer. Samlet sett vil valutakursutviklingen bidra til å holde veksten i KPI-JAE lav i år.

Figur 4.14 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Historisk utvikling og anslag. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 06.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.15 KPI-JAE. Historisk utvikling og anslag¹⁾. Sesongjustert tre-måneders glidende gjennomsnitt omregnet til årlig rate og tolv månedersvekst. Okt. 03 – nov. 04.



¹⁾ Søylen viser tre-måneders glidende gjennomsnitt. Kurven viser tolv månedersvekst

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Negative internasjonale prisimpulser, høy produktivitetsvekst i norsk økonomi og lavere lønnsvekst vil også bidra til lav prisvekst i år. Den siste tiden har KPI-JAE falt på månedsbasis. Fremover venter vi høyere månedsvekst. Dette vil etter hvert trekke tolv månedersveksten i KPI-JAE opp, se figur 4.15. Årsveksten i KPI-JAE anslås til ½ prosent i år.

I 2005 ventes høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi å bidra til at prisveksten tar seg opp. Vekst i sysselsettingen vil bidra til noe høyere lønnsvekst. Valutakursutviklingen vil trolig også trekke prisveksten opp. De importerte prisimpulsene ventes å bli lave også neste år. Som følge av oppgangen i internasjonal økonomi anslås imidlertid fallet i prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta å avta noe. Vi anslår en årsvekst i KPI-JAE på 2¼ prosent i 2005.

Det er utsikter til at prisveksten vil komme opp til 2½ prosent i løpet av våren 2006. De innenlandske prisimpulsene ventes å øke ytterligere fra 2005 til 2006. Veksten i produksjonen vil ventelig holde seg forholdsvis høy, og produksjonsgapet øker. Med et noe strammere arbeidsmarked venter vi at lønnsveksten tiltar i 2006. Den internasjonale oppgangskonjunktoren vil bidra til økte importerte prisimpulser.

Spesielle forhold som reduserte foreldrebetalingar i barnehagene og lavere vekst i husleiene som følge av rentereduksjonene vi har bak oss, kan gi lavere konsumprisvekst enn vi anslår. Reduserte foreldrebetalingar i barnehagene har en engangsvirkning på konsumprisene, og kan betraktes som en særskilt midlertidig forstyrrelse som Norges Bank skal se bort fra i utøvelsen av pengepolitikken. Norges Bank skal også se bort fra direkte effekter av renteendringer på konsumprisene. De isolerte virkningene av renten på husleiene kan betraktes som en slik direkte effekt, se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/03. Lavere foreldrebetaling i barnehager vil kunne trekke ned veksten i KPI-JAE i år med rundt 0,1 prosentpoeng. Rentereduksjonene vil kunne trekke ned veksten med 0,1 - 0,2 prosentpoeng som følge av direkte renteeffekter på husleiene. I våre anslag for prisveksten fremover har vi sett bort fra slike effekter.

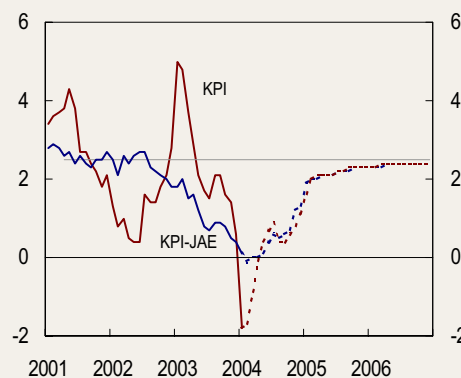
Konsumprisindeksen inkludert avgifter og energi falt med 1,8 prosent fra januar i fjor til januar i år, se figur 4.16. Dette har sammenheng med at elektrisitetsprisene steg kraftig ved inngangen av fjoråret. Hittil i år har elektrisitetsprisene falt. Etter hvert som effekten av de store svingningene i elektrisitetsprisene fases ut, vil veksten i KPI ta seg opp. Fra 2003 til 2004 ventes imidlertid KPI å være uendret.

4.3 Risikovurderinger

Anslagene for utviklingen i KPI-JAE er forbundet med usikkerhet. Figur 4.17 illustrerer usikkerheten rundt anslaget beregnet ut fra historiske avvik mellom anslag og faktisk prisutvikling.

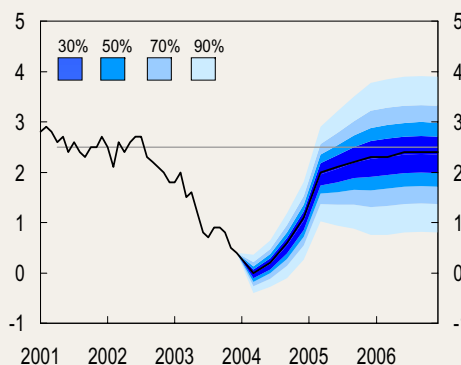
Flere forhold kan bidra til at de innenlandske prisimpulsene blir annerledes enn vi har anslått. Lettelser som er gjennomført i pengepolitikken, gir nokså kraftige stimulanser til norsk økonomi. Vi anslår en rask økning i aktiviteten i økonomien. Vi har imidlertid liten erfaring med så store og raske lettelsar i pengepolitikken. Det er mulig at vi undervurderer virkningen stimulansene har på den samlede etterspørselen. Samtidig er virkningen på prisstigningen usikker, selv om etterspørselsveksten skulle bli som vi anslår. Vi har lagt til grunn at økt konkurranse i mange næringer gjør at norsk økonomi den nærmeste tiden tåler høy vekst uten at det oppstår vesentlig prispress. Anslag for produktivitet og potensiell vekst er imidlertid særlig usikre. Det kan oppstå knapphet på arbeidskraft

Figur 4.16 KPI og KPI-JAE. Historisk utvikling og anslag. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 06



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.17 Anslag og usikkerhet for KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – des. 06.



Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i KPI-JAE

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

raskere enn vi venter. Da kan lønnsveksten tilta mer enn vi har lagt til grunn.

På den annen side har flere år med høy lønnsvekst og tap av konkurransevne ført til redusert lønnsomhet i norsk industri. Dersom utviklingen i industrien skulle bli tillagt større vekt i lønnsoppgjøret enn vi har lagt til grunn, kan lønnsveksten bli lavere enn anslått. Det samme gjelder dersom den unormalt lave prisveksten i år tillegges større vekt i lønnsforhandlingene enn vi legger til grunn.

I tjenestesektoren kan utvidelsen av EU med ti nye land fra 1. mai få konsekvenser for aktivitetsnivået og lønnsomheten. Mange bedrifter vil trolig møte økt konkurranse fra bedrifter i nye medlemsland med langt lavere kostnadsnivå. Det kan dempe det anslåtte oppsvinget i produksjonen. Det kan også presse fram ytterligere rasjonaliseringstiltak i bedriftene som vil dempe prisstigningen i større grad enn vi venter.

Dersom konkurransen fortsetter å øke og den høyere produktivitetsveksten vedvarer også i 2005 og 2006, vil produksjonsgapet kunne bli lavere enn vi anslår. Det vil i så fall dempe prisveksten.

Det beregnede gjennomslaget fra kronekursen til prisene på importerte konsumvarer er usikkert. Blant annet har vi nokså kort erfaring med hvordan inflasjons- og prissettingsmekanismene virker når pengepolitikken er innrettet mot inflasjonsstyring.

Prisimpulsene utenfra kan også bli annerledes enn vi anslår. Vridninger i handelsmønsteret fra høykostland til lavkostland har bidratt til nedgangen i importprisene de siste årene. Spesielt har økt import fra Kina gitt grunnlag for prisnedgang på klær. Vi har lagt til grunn at dette fortsetter i årene fremover, men at prisetallet vil avta noe. Det kan imidlertid hende at effektene av handelsvridninger begynner å tømmes ut. Vårt regionale nettverk har tidligere rapportert at potensialet for ytterligere prisfall på klær som følge av handelsvridning er redusert. På den annen side kan handelsvridningen øke for andre varer enn klær.

Inflasjonen hos våre handelspartnere vil kunne holde seg lavere enn vi har anslått fremover. Det er fortsatt usikkerhet knyttet til varigheten av oppgangen internasjonalt. Blant annet er det fortsatt betydelige ubalanser i amerikansk økonomi. Styrkingen av euro mot amerikanske dollar kan dempe den begynnende oppgangen i euroområdet mer enn vi venter.

På den annen side har særlig sterk vekst i en del asiatiske land gitt høy vekst i de internasjonale prisene på en del metaller og andre råvarer. Det kan bidra til at prisimpulsene utenfra til norsk økonomi blir høyere enn vi har lagt til grunn.

Utdypinger

Oversikt over utdypinger i inflasjonsrapportene 2000-2004

1 / 2004

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

3 / 2003

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

2 / 2003:

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

1 / 2003:

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

3 / 2002:

Hovedkursteorien i ny form

2 / 2002:

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

1 / 2002:

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

3 / 2001:

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

2 / 2001:

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

1 / 2001:

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

4 / 2000:

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

3 / 2000:

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

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

Lave utenlandske prisimpulser til norsk økonomi

Prisveksten i Norge er lav. Det er særlig prisveksten på importerte konsumvarer som har bidratt til den lave prisstigningen. Disse varene har en vekt på 28 prosent i konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE). Prisutviklingen på importvarer i Norge styres i stor grad av valutakursutviklingen og prisutviklingen i utlandet.

Norges Bank har tradisjonelt anslått de utenlandske prisimpulsene på bakgrunn av utviklingen i råvarepriser og aggregerte indekser for handelspartnernes konsumpriser, eksportpriser og produsentpriser for industriprodukter. Slike indekser vil ikke nødvendigvis fange opp den internasjonale prisveksten på vår import av konsumvarer. Det skyldes at Norges konsumvareimport har en annen sammensetning enn de aggregerte indeksene for utenlandske priser. I tillegg fanger ikke disse indeksene opp effekter av at importen vris fra høykostland til lavkostland. Slike handelsvridninger har bidratt til lavere priser for enkelte varegrupper, særlig de siste par årene. Indeksene for utenlandske konsum- og produsentpriser omfatter også leveranser til hjemmemarkedet. De utenlandske konsumprisindeksene er sterkt påvirket av varer og tjenester som ikke handles internasjonalt, og som har en annen prisutvikling enn de konsumvarene vi importerer.

Utenrikshandelsstatistikken viser utviklingen i norske importpriser. Importprisene måles i norske kroner og viser derfor ikke direkte de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi. En kunne i prinsippet korrigere seriene for valutakursendringer. Gjennomslaget fra valutakursen til importprisene er imidlertid usikkert, blant annet fordi utenlandske eksportører kan basere prissettingen på konjunktur- og konkurransesituasjonen i Norge.

Det er således betydelig usikkerhet om de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi. Vi har forsøkt å måle disse ved å konstruere en kvartalsindeks som mer direkte måler utviklingen i de internasjonale prisimpulsene til importvarene i KPI og KPI-JAE.¹ Denne indeksen skal blant annet fange opp viktige forhold som har påvirket

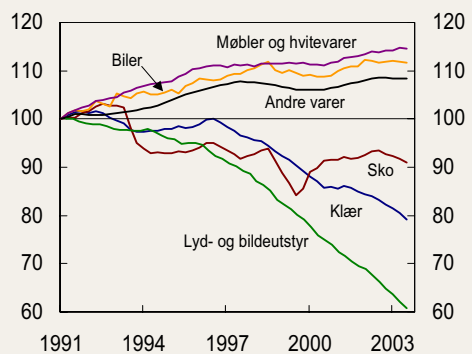
de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi det siste tiåret:

- vridning av importen i retning av Kina og andre lavkostnadsland
- høy produktivitetsvekst i produksjonen av visse typer varer

Indeksen er sammensatt av utenlandske priser på klær, sko, biler, lyd- og bildeutstyr, møbler og hvitevarer og andre varer. Vektene i indeksen avspeiler disse gruppenes andel av importerte konsumvarer i KPI-JAE. For lyd- og bildeutstyr, møbler, hvitevarer, klær og skotøy er konsumpriser for disse varene hos handelspartnerne benyttet. For klær og skotøy er det i tillegg beregnet vridningseffekter som følge av økt import fra lavkostnadsland. Disse beregningene tar hensyn til at prisnivåene hos enkelte importland er vesentlig lavere enn hos andre handelspartnere.² For biler er produsentprisene for biler hos handelspartnerne benyttet. Prisene for andre varer er gitt den samme utviklingen som de samlede eksportprisene hos handelspartnerne.

Figur 1 viser utviklingen i de ulike undergruppene i indeksen. De utenlandske prisene på lyd- og bildeutstyr har falt siden begynnelsen av 1990-tallet. Prisene på klær og skotøy har også falt markert de

Figur 1 Anslått prisutvikling ute for noen importerte konsumvarer. Målt i handelspartnernes valuta. Kvartalstall. Indeks. 1. kv. 91=100. 1. kv. 91 – 3. kv. 03.



Kilde: Norges Bank

² Se IR 3/01: "Hvorfor har prisveksten på importerte konsumvarer vært lav?" og IR 2/02: "Hvorfor har prisene på klær falt?". Se også artikkel i Penger og Kreditt 2/2002: "Effekter av handelsliberalisering på klesprisene og på samlet konsumprisvekst".

¹ Indeksen vil bli nærmere dokumentert i Penger og Kreditt 2/04

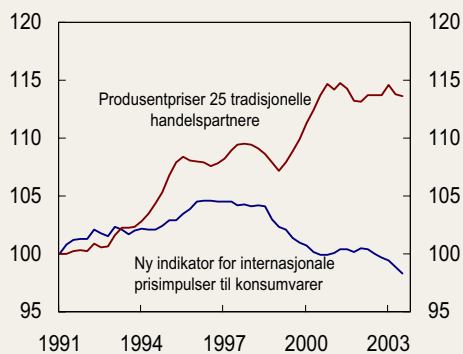
siste årene. Prisene på biler, møbler og hvitvarer og andre varer har økt noe.

Figur 2 sammenligner utviklingen i gjennomsnittet for produsentprisene hos våre 25 viktigste handelspartnere med den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser. Siden 1994 har produsentprisene økt med nær 15 prosent mer enn prisene målt ved den nye indikatoren. I gjennomsnitt i perioden 1993-2002 økte produsentprisene årlig med 1,2 prosent, mens veksten i den nye indikatoren var null.

De utenlandske prisimpulsene, målt ved den nye indikatoren, falt i perioden 1997 til 2001. Generelt var det lav prisvekst hos handelspartnerne i denne perioden, og Asia-krisen førte til prisfall på en del av varene vi importerer. Prisveksten ble også påvirket av tiltakende prisfall på lyd- og bildeutstyr. Dette gjenspeiler sterk produktivitetsvekst i produksjonen av slike varer. Videre falt prisene på klær som følge av økt import fra lavkostland. Fallet i de utenlandske prisimpulsene ble midlertidig dempet i 2001. Dette reflekterte blant annet økt oljepris og noe høyere lønnsvekst hos handelspartnerne. Vridningen av klesimporten var i tillegg lav i 2001. Den internasjonale nedgangskonjunktoren førte til forsterket fall i prisene ute fra 2002.

handelspartnerne. Konsumprisene omfatter også påslag for lønn og andre innenlandske kostnader. Disse kostnadene vil gjennomgående øke mer enn innkjøpsprisene på de handlede varene. Samlet sett er det likevel grunn til å tro at indeksen bidrar til at vi på en bedre måte enn før fanger opp impulsene fra utlandet til prisutviklingen på konsumvarer i Norge.

Figur 2 Utenlandske produsentpriser og ny indikator for internasjonale prisimpulser til konsumvarer. Målt i handelspartnerens valuta. Kvartalstall. Indeks. 1. kv. 91=100. 1. kv. 91 – 3. kv. 03.



Kilde: Norges Bank

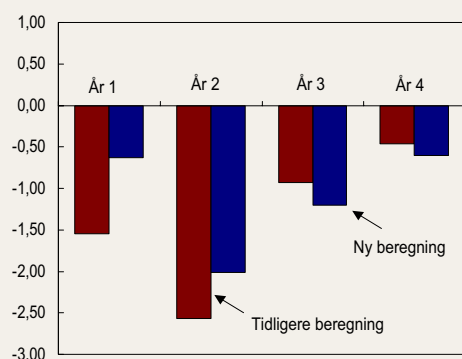
Det er betydelig usikkerhet knyttet til den nye indikatoren. Flere av beregningene er basert på skjønn. Blant annet er det vanskelig å anslå presist virkningen av at importen vris i retning av lavkostnadsland. Det er mulig at den nye indikatoren også overvurderer prisimpulsene fra utlandet. Dette har særlig sammenheng med at det for mange av varene er tatt utgangspunkt i konsumprisene hos

Gjennomslaget fra kronkursen til prisene på importerte konsumvarer

Prisveksten på importvarene i KPI-JAE har vært negativ de siste årene. Det skyldes i stor grad at kronkursen styrket seg gjennom 2001 og 2002, men endringer i handelsmønsteret og internasjonalt prisfall på enkelte produkter, særlig lyd- og bildeutstyr, har også bidratt. Nye beregninger indikerer at prisene inn til Norge, målt i utenlandsk valuta, har utviklet seg svakere enn vi tidligere har lagt til grunn, se egen utdypning på side 38 i denne rapporten. Det tilsier at utenlandske priser kan forklare en større del av prisfallet på importvarer i KPI-JAE enn tidligere antatt. Motstykket er i så fall at utviklingen i kronkursen kan forklare en mindre del, og at gjennomslaget fra kronkursen til norske konsumpriser er svakere og/eller tregere enn vi tidligere har lagt til grunn.

Vi har undersøkt dette ved å modellere prisene på importerte konsumvarer i KPI-JAE basert på de nye beregningene for internasjonale prisimpulser. Foreløpige analyser indikerer at prisveksten på de importerte konsumvarene vil avta med ½ prosentpoeng det første året og med 2 prosentpoeng det neste året dersom kronkursen styrker seg permanent med 10 prosent.¹ Tidligere har vi lagt til grunn en sterkere og raskere effekt, se figur 1. Beregningene tilsier imidlertid at prisveksten vil avta noe mer i det 3. og 4. året enn det som følger av våre tidligere undersøkelser.

Figur 1 Beregnede virkninger på prisveksten for de importerte konsumvarene i KPI-JAE av en 10 prosent varig styrking av den importveide kronkursen. Prosentpoeng.

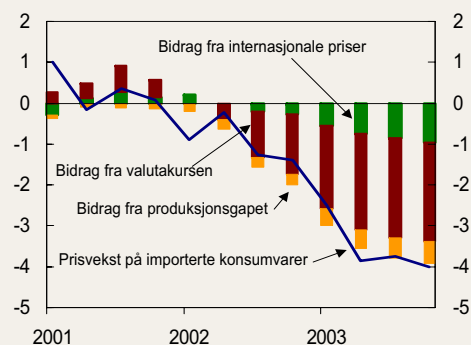


Kilde: Norges Bank

Analysene indikerer samtidig at endringer i utenlandske priser virker raskere på prisene på importerte konsumvarer enn endringer i valutakursen. Det kan ha sammenheng med at endringer i kronkursen i større grad kan oppfattes som midlertidige enn endringer i utenlandske priser og kostnader.²

Figur 2 dekomponerer prisveksten på de importerte konsumvarene i KPI-JAE i tråd med de nye analysene. Dekomponeringen viser at utviklingen i kronkursen er den viktigste faktoren bak prisfallet på importerte konsumvarer de siste årene, men at prisfallet også har klar sammenheng med negative prisimpulser utenfra og at produksjonsgapet i norsk økonomi har falt. Lavere produksjonsgap har bidratt til lavere priser på importvarene i KPI-JAE ved at forhandlerne har satt ned prisene, blant annet gjennom økt salgsaktivitet, som følge av svakere etterspørsel. Våre tidligere beregninger tilsa at utviklingen i kronkursen kunne forklare en større del av prisfallet på de importerte konsumvarene.

Figur 2 Historisk prisvekst på importerte konsumvarer og beregnede virkninger av internasjonale priser, valutakursutviklingen og produksjonsgapet. Prosentpoeng bidrag til firekvartalsveksten. 1.kv. 01 – 4. kv. 03.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Beregningene er usikre. Det skyldes blant annet at de er basert på usikre tall for hva prisimpulsene fra utlandet har vært. De er også usikre siden vi har nokså kort erfaring med hvordan inflasjons- og prissettingsmekanismene virker når pengepolitikken er innrettet mot inflasjonsstyring.

¹ Andre forklaringsfaktorer forutsettes å ligge fast.

² Det gjenspeiler også at vi for en del varegrupper har målt de internasjonale prisimpulsene med utgangspunkt i utenlandske konsumpriser.

Virkninger av fallet i rentene på husholdningenes inntekter

Endringer i rentenivået påvirker husholdningenes forbruk og investeringer gjennom flere kanaler. I denne rammen drøftes virkninger på husholdningenes disponible inntekter av fallet i rentene de har stått overfor i kredittmarkedet siden 2002. Ved utgangen av 2003 utgjorde husholdningenes netto gjeld til banker, statlige låneinstitutt, kredittforetak, finansierings- og forsikringsselskaper om lag 600 milliarder kroner. Husholdningenes netto renteutgifter i 2003 var nesten 47 milliarder kroner eller 6 prosent av den disponible inntekten.

Siden desember 2002 har Norges Bank redusert sin foliorente fra 7,0 til 2,0 prosent. Virkningen på husholdningens netto renteutgifter avhenger av flere forhold:

- gjennomslaget fra foliorenten til rentene husholdningene står overfor i kredittmarkedet
- størrelsen på husholdningenes netto rentebærende gjeld
- i hvilken grad husholdningene endrer sin tilpassing i kredittmarkedet

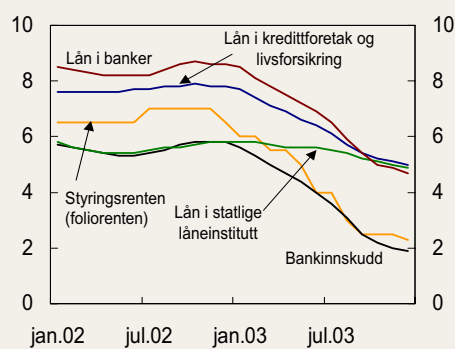
Nedgangen i lånerentene til husholdningene har så langt vært mindre enn reduksjonen i Norges Banks renter, se figur 1. Det gjennomsnittlige rentenivået for utlån fra finansiell sektor ble redusert fra 7,8 prosent i 4. kvartal 2002 til 4,6 prosent i 4. kvartal 2003. I samme periode falt innskuddsrentene fra 5,8 prosent til 1,9 prosent.

Figur 1 viser at det tar tid før endringer i Norges Banks styringsrente får fullt gjennomslag i rentene husholdningene står ovenfor. Fallet i foliorenten har slått nokså direkte gjennom i de kortsiktige rentene i pengemarkedet. Markedsrentene på lån med lengre løpetider avhenger i større grad av forventninger om fremtidige renter. Da foliorenten ble redusert i fjor høst kan mange aktører ha lagt til grunn at rentefallet var midlertidig. Siden finansinstitusjonene også finansierer seg langsiktig, falt finansieringskostnadene således mindre enn utviklingen i foliorenten isolert sett kunne tilsa. Dette kan ha bidratt til å dempe fallet i utlånsrentene.

Spesielt har lånerentene i statlige låneinstitutt falt mindre enn rentene i de øvrige finansinstitusjonene. Dette skyldes blant annet at en stor andel av lånetakerne var bundet av fastrenteavtaler i 2003.

Når innskuddsrenten i bankene er nær null vil ytterligere reduksjoner i utlånsrenten innebære en nedgang i bankens rentemarginer. Når styringsrenten er svært lav kan det således være grunn til å vente at ytterligere reduksjoner vil gi mindre utslag i rentene som husholdningene står overfor.

Figur 1 Rentesatser på innskudd og lån til husholdninger og ideelle organisasjoner i innenlandske finansinstitusjoner. Beregnede månedsserier. Prosent. Jan. 02 – des. 03.



Kilde: Norges Bank

Fallet i utlånsrenten fra desember 2002 reduserte husholdningenes renteutgifter fra 2002 til 2003 med 14,9 milliarder kroner, se tabell 1. Dette utgjør om lag 2 prosent av husholdningenes disponible inntekt. Renteinntektene falt samtidig med 8,1 milliarder kroner. Nettoeffekten av rentendringene – prisseffekten – var at husholdningenes utgifter ble redusert med 6,8 milliarder kroner. Dette utgjør knapt 1 prosent av husholdningenes disponible inntekter.

Denne prisvirkningen på netto renteutgiftene ble motvirket av vekst i husholdningenes lån – volumeffekten, se tabell 1. Dette gjenspeiler at husholdningene har disponert økte lån til forbruk og investering.

Gjennomsnittstallene for 2003 dekker i noen grad over at gjennomslaget fra foliorenten til utlåns- og innskuddsrenter i finansinstitusjonene i

hovedsak først skjedde i andre halvår. Foliorenten er også satt ytterligere ned i inneværende år slik at finansinstitusjonenes renter trolig vil fortsette å falle noe inn i 2004. Siden rentene på flere typer innskudd i bankene nå er null eller nær null kan imidlertid gjennomslaget til bankenes renter bli mindre enn vanlig. Tabell 1 viser også et anslag for 2004. Det er tatt utgangspunkt i renteforutsetningene i denne rapporten. Videre er det tatt hensyn til et visst etterslep i finansinstitusjonene tilpasning til reduksjonen i foliorenten. Vi anslår at rentefallet

isolert sett øker husholdningenes disponible inntekter med knapt 9 milliarder kroner eller vel 1 prosent av husholdningens disponible inntekter i 2004. Ser vi 2003 og 2004 under ett, kan rentevirkningen dermed se ut til å gi en samlet reduksjon i husholdningenes netto renteutgifter før skatt på om lag 15 milliarder kroner. Økningen i husholdningens nettogjeld fører imidlertid til at fallet i netto renteutgifter blir langt mindre enn dette.

Tabell 1 Husholdninger og ideelle organisasjoner. Renteinntekter og renteutgifter overfor innenlandske finansinstitusjoner. Endring i netto renteutgifter dekomponert i sats- og beholdningsendring. Års- og kvartalstall i millioner kroner.

	Renteinntekter (A)	Renteutgifter (B)	Netto renteutgifter (A-B)
2002	25 056	74 020	48 964
2003	18 583	65 265	46 681
2004 ¹⁾	8 816	52 146	43 329
Endring fra 2002 til 2003	-6 473	-8 755	-2 283
endring i rentesats (pris)	-8 095	-14 888	-6 793
beholdningsendring (volum)	1 622	6 132	4 510
Endring fra 2003 til 2004 ¹⁾	-9 767	-13 119	-3 352
endring i rentesats (pris)	-10 157	-18 733	-8 576
beholdningsendring (volum)	390	5 614	5 224

¹⁾ Anslag.

Kilde: Norges Bank

Kronekurs og forventninger

Kronekursen styrket seg markert fra mai 2000 til januar 2003 og har deretter svekket seg betydelig. En sammenligning viser at kronekursen ikke svinger mer enn valutakursene i andre land. Forventninger om fremtidig kronekurs har vært vesentlig mer stabile enn faktisk kurs de siste par årene.

Den nominelle kronekursen

Norge er en del av et globalt kapitalmarked. En må derfor regne med at kronekursen til tider vil svinge betydelig. Verdensøkonomien utsettes stadig for ulike typer forstyrrelser, og kronekursen kan være påvirket av oljeprisen og forhold i de internasjonale rente- og finansmarkedene.¹

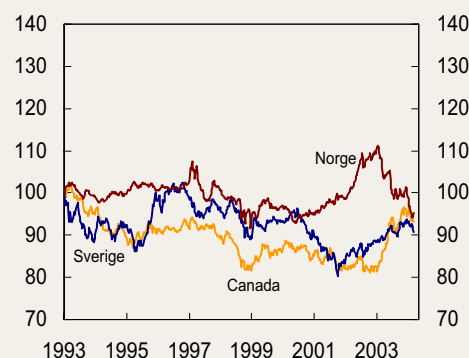
Figur 1 og 2 viser den effektive valutakursen for Norge og en rekke andre små land med inflasjonsstyring. Valutakursene svinger om lag like mye for Norge, Sverige og Canada, mens kronekursen svinger mindre enn kursene for Australia og New Zealand. Kronekursen peker seg derfor ikke ut som spesielt ustabil sammenlignet med andre lands valutaer.

Realkursen

Det er imidlertid utviklingen i den reelle kronekursen som er viktig for konkurranseevnen til norsk næringsliv. Figur 3 viser utviklingen i to mål på realkursen, henholdsvis relative konsumpriser og relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne regnet i felles valuta. Når kurvene i figuren er over null, er realkursen sterkere og konkurranseevnen svakere enn gjennomsnittsnivået siden 1970. Realkursen har svingt mye over tid og har avveket betydelig fra gjennomsnittsnivået over lengre perioder. Det har likevel vært en tendens til at realkursen har vendt tilbake til dette nivået. Punktene for 2004 viser realkursen med lønns- og prisanslagene for 2004 fra denne rapporten. Målt ved relative priser er realkursen nå om lag 5 prosent svakere enn gjennomsnittet siden 1970, mens den

¹ Analyser fra Norges Bank tyder på at kronestyrkingen fra mai 2000 til januar 2003 kan forklares med økende renteforskjell til utlandet (40 prosent), børsnedgang og fallende variabilitet mellom hovedvalutaene (55 prosent) og høyere oljepris (5 prosent). Se Naug (2003) 'Faktorer bak utviklingen i kronekursen – en empirisk analyse', Norges Banks skriftserie 31/03 og Inflasjonsrapport 1/2003 for flere detaljer.

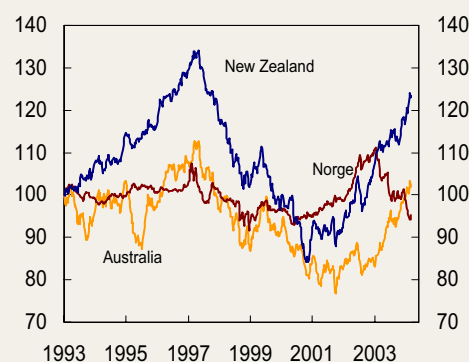
Figur 1 Effektiv valutakurs for Norge, Canada og Sverige¹. Indeks. Uke 1 1993 = 100. Uke 1 1993 – uke 10 2004.



¹ Stigende kurve betyr sterkere kurs

Kilde: Bank of England og EcoWin

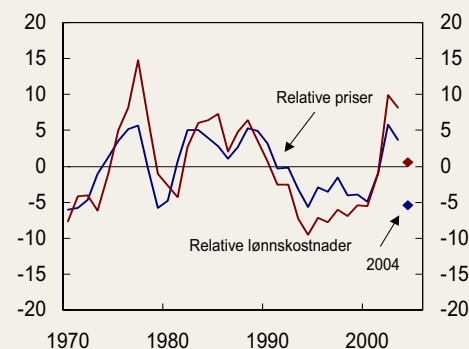
Figur 2 Effektiv valutakurs for Norge, Australia og New Zealand¹. Indeks. Uke 1 1993 = 100. Uke 1 1993 – uke 10 2004.



¹ Stigende kurve betyr sterkere kurs

Kilde: Bank of England og EcoWin

Figur 3 Realkurser. Avvik fra gjennomsnittet fra 1970-2003. Prosent. Årstall. 1970-2004¹.



¹ Basert på anslag for lønnskostnads- og prisveksten for 2004. Kronekursen for 2004 er basert på forutsetningen i IR 1/04 (KKI)

Kilde: TBU, Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

er rundt sitt historiske gjennomsnittsnivå målt ved relative lønnskostnader.²

Data fra både IMF og JPMorgan viser at realkursen for Norge ikke peker seg ut som spesielt volatil sammenlignet med realkursene for andre land.

Valutakursforventningene

Selv om økonomiske forstyrrelser og pengepolitikkenes reaksjon på disse kan føre til store svingninger i kronekursen og forventet kronekurs på kort sikt, kan pengepolitikken samtidig bidra til å stabilisere valutakursforventningene på lengre sikt. Anta for eksempel at økonomien utsettes for en forstyrrelse slik at presset i realøkonomien og inflasjonen tiltar. Under et regime med inflasjonsstyring vil dette normalt føre til forventninger om høyere rente, en styrking av kronen og forventninger om sterk krone innenfor den horisonten presset i økonomien ventes å være. På lengre sikt ventes effektene av forstyrrelsen å være uttømt slik at de langsiktige rente- og valutakursforventningene vil være mer stabile.³ Et slikt reaksjonsmønster forutsetter at det er tillit til pengepolitikken, det vil si at aktørene i det økonomiske livet har tillit til at sentralbanken når inflasjonsmålet på lang sikt. I så fall er det grunn til å vente at langsiktige valutakursforventninger er mer stabile enn spotkursen.

Valutakursforventningene kan blant annet måles ved udekket renteparitet, der en positiv rentedifferanse til utlandet motsvares av forventninger om en depresiering av kronen. Det innebærer at plasseringer i innenlandsk og utenlandsk valuta gir samme forventet avkastning. Dersom for eksempel innenlandsk rente er ett prosentpoeng høyere enn renten i utlandet, vil plasseringer i innenlandsk og utenlandsk valuta gi samme forventet avkastning dersom kronen forventes å depreciere med én prosent per år.⁴

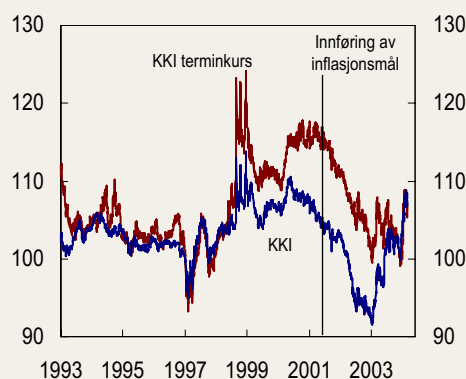
² Akram (2002) viser at kjøpekraftsparitet historisk har holdt for Norge på mellomlang sikt, se 'PPP in the medium run despite oil shocks: The case of Norway', Working Paper 2002/4, Norges Bank.

³ Et alternativt argument som er knyttet til teorien om kjøpekraftsparitet er at dersom det er tillit til pengepolitikken slik at inflasjonen over tid stabiliseres rundt et nivå om lag på linje med inflasjonen hos handelspartnerne, reduseres behovet for framtidige endringer i kronekursen.

⁴ Dette forutsetter fravær av risikopremier, noe som ikke nødvendigvis er oppfylt. Udekket renteparitet kan likevel gi en indikasjon på utviklingen i valutakursforventningene og er mye brukt i både teoretisk og empirisk litteratur.

Figur 4 viser utviklingen i kronekursen målt ved konkurransekursindeksen (KKI) og 5-års terminkurs for KKI fra slutten av 1992.⁵ Fram til slutten av 1996 var både kronekursen og kursforventningene nokså stabile. Siden 1997 har kronekursen og forventet kronekurs svingt vesentlig mer, og avviket mellom dem har vært betydelig.

Figur 4 KKI og 5-års terminkurs¹⁾. Dagstall.
1. jan. 93 – 4. mar. 04.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

Kilde: Norges Bank

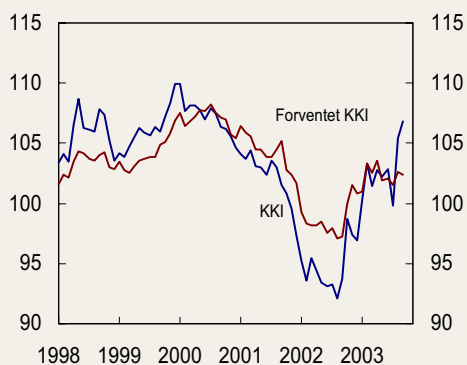
Da inflasjonsmålet ble innført i mars 2001, var forventet kurs vesentlig svakere enn faktisk kurs. Etter innføringen av inflasjonsmålet fortsatte kronekursen på en styrkende trend samtidig som forventet kurs begynte å styrke seg. Fra midten av januar 2002 styrket kronen seg kraftig fram mot slutten av året, for deretter å svekke seg betydelig gjennom 2003. I denne perioden var imidlertid forventet kurs (målt ved terminkursen) relativt stabil.⁶

⁵ Terminkursen for KKI er beregnet med utgangspunkt i renteparitet og renter på 5-års syntetiske statsobligasjoner for Norge og de fire største landene i KKI (euro-området, Sverige, Storbritannia og USA). Ved å investere i norske kroner over en femårsperiode er avkastningen gitt ved $(1+kr_5)^5$, der kr_5 er den innenlandske femårsrenten. Alternativt, ved å veksle om til utenlandsk valuta (til kursen E kroner per utenlandsk enhet), investere beløpet til den utenlandske renten ur_5 og selge beløpet til terminkursen T, er avkastningen av å plassere i utenlandsk valuta gitt ved $T/E(1+ur_5)^5$ (målt i norske kroner). Ved å kreve lik avkastning på de to plasseringsalternativene (renteparitet) er terminkursen gitt ved: $T=E(1+kr_5)^5/(1+ur_5)^5$. I henhold til udekket renteparitet er dette et mål på forventet kronekurs fem år fram i tid.

⁶ Vi har også beregnet terminkursen på 2 års og 12 måneders sikt. Terminkursen på toårs sikt viser noenlunde samme bilde som terminkursen på femårs sikt, dog er femårsterminkursen noe mer stabil enn toårsterminkursen de siste par årene. Terminkursen på tolv måneders sikt er derimot vesentlig mer korrelert med den faktiske kursen. Det skyldes at terminkursen på tolv måneders sikt er sterkere påvirket av den konjunkturelle situasjonen.

Forventet fremtidig valutakurs kan alternativt måles med Consensus Forecasts, som er en spørreundersøkelse blant makroanalytikere, se figur 5. Figuren viser faktisk og forventet KKI ett år fram i tid, fra 1998 (forventningsdataene fra Consensus Forecasts er ikke tilgjengelig tidligere). Når kronen er svak, er det en tendens til at forventet kurs ett år fram i tid er sterkere enn den faktiske kursen. Tilsvarende er det en tendens til at den forventede kursen ett år fram i tid er svakere enn den faktiske kursen når kronen er sterk. I perioden 2002-2003 varierte kronekursen betydelig. Forventet kurs var imidlertid mindre volatil. Da kronen var på det sterkeste i andre halvår 2002, var forventet kurs ett år fram i tid 4-5 prosent svakere. Dataene fra Consensus Forecasts indikerer derfor at kursforventningene har vært mer stabile enn den faktiske kursen de siste par årene.

Figur 5 KKI og forventet KKI ett år fram i tid¹⁾.
Månedstall. Jun. 98 – feb. 04.



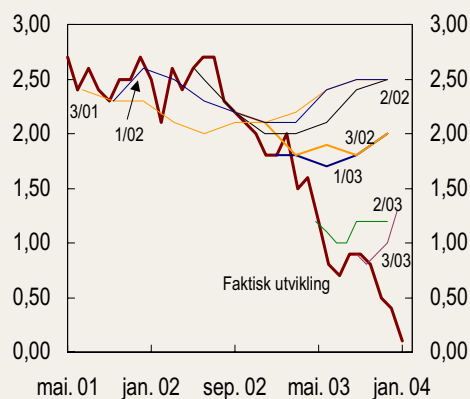
¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs. Forventet KKI er basert på Consensus Forecasts.

Kilde: Consensus Forecasts og Norges Bank

Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003¹

Konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer ble 1,1 prosent i 2003. Dette var vesentlig lavere enn vi anslo to år tidligere. Figur 1 viser hvordan Norges Banks anslag for inflasjonen i 2003 har utviklet seg over tid, sammen med den faktiske utviklingen. Inflasjonsanslagene er blitt gradvis nedjustert siden høsten 2001. Andre institusjoner nedjusterte sine anslag for inflasjonen i 2003 omtrent som Norges Bank.

Figur 1 Anslag for KPI-JAE gitt på ulike tidspunkter. 4-kvartalersvekst.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene i inflasjonsrapportene er basert på beregningstekniske forutsetninger for rente og valutakurs. Disse forutsetningene behøver ikke å

avspeile den mest sannsynlige utviklingen. Formålet med anslagene er ikke nødvendigvis å treffe best mulig, men å gi et best mulig beslutningsgrunnlag for pengepolitikken. Pengepolitikken vil normalt bli endret om anslagene ikke er i tråd med inflasjonsmålet på to års sikt.

Prognosefeil kan være et resultat av at de beregningstekniske forutsetningene, eller andre viktige forutsetninger som lå til grunn for analysen, var gale. En annen kilde til prognosefeil er at økonomien kan ha blitt utsatt for uventede hendelser som det ikke var mulig å forutse på prognosetidspunktet. En tredje kilde til prognosefeil kan være at analyseapparatet eller skjønnets som ble nyttet var dårlig. Anslagene fremover vil også avhenge av situasjonen i økonomien når anslagene lages. Dersom den løpende statistikken, eller vår tolkning av den, ikke gir et korrekt bilde av den økonomiske utviklingen kan anslagene også bli dårlige.

For å kunne vurdere avviket mellom faktisk og anslått prisvekst i 2003 må vi se på utviklingen i de økonomiske variablene som påvirker prisveksten. De ulike variablene påvirker prisveksten med ulikt tidsetterslep. Inflasjonen bestemmes i hovedsak av utviklingen i valutakursen, prisimpulser fra utlandet, lønnsveksten i Norge og konkurransesituasjonen i norsk økonomi. Utviklingen i disse variablene har

Tabell 1 Forutsetninger og anslag på noen makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi i 2002 og 2003 og faktisk utvikling. Prosentvis endring fra året før der ikke annet er angitt.

	2002			2003 ³⁾		
	Anslag IR 3/01	Faktisk utvikling	Avvik ¹⁾	Anslag IR 3/01	Faktisk utvikling	Avvik ¹⁾
Rente (prosent)	7	6,7	-¼	7	4,2	-2¾
Valutakurs (nivå, I-44)	98,9	91,6	-8 ²⁾	98,9	92,8	-6½ ²⁾
BNP, Handelspartnerne	1¼	1,3	0	2½	1¼	-1¼
Produsentpriser, Handelspartnerne	0	-0,5	-½	¾	0,3	-½
BNP Fastlands-Norge	1½	1,3	-¼	1¾	¾ ⁴⁾	-1
Årslønn	5	5,7	¾	5	4½	-½
KPI-JAE	2	2,3	¼	2½	1,1	-1½

¹⁾ Negativt tall betyr at anslaget er for høyt. Prosentpoeng.

²⁾ Avvik i prosent, negativt tall betyr sterkere kurs

³⁾ Det foreligger ikke endelige tall for 2003, med unntak konsumprisveksten. For de andre størrelsene er våre anslag fra Inflasjonsrapport 1/04 benyttet.

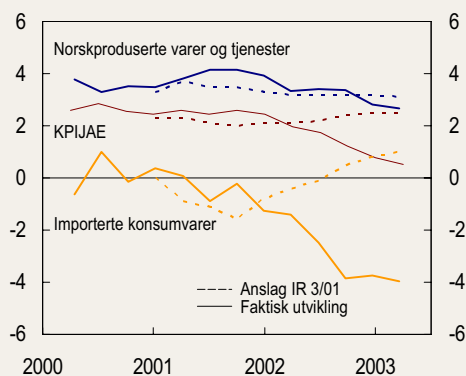
⁴⁾ Korrigert for endringer i kraftproduksjonen

Kilde: Norges Bank

¹ En nærmere omtale av etterprøving av Norges Banks anslag for 2003 er gitt i Penger og Kreditt 1/04. Norges Bank har også redegjort for konsumprisveksten i 2003 og bakgrunnen for avviket fra inflasjonsmålet i Beretning og Regnskap for 2003 (mars 2004).

nær sammenheng med den økonomiske veksten internasjonalt og i Norge. Tabell 1 viser anslått og faktisk utvikling for en del variable som påvirker prisveksten.

Figur 2 KPI-JAE. Anslag og faktisk utvikling. Totalt og fordelt etter leveringssektor. Firekvartalersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Avviket mellom faktisk og anslått prisvekst i 2003 kan i hovedsak forklares med kraftig prisfall på importerte konsumvarer, se figur 2. Dette må sees i sammenheng med kronekursstyrkingen i 2002 og lave priser – målt i utenlandsk valuta – på varene vi importerer:

- Valutakursen ble vesentlig sterkere enn anslått i 2002, se tabell 1. En viktig årsak til kronestyrkingen i 2002 var den svake utviklingen internasjonalt. I 2003 ble veksten vesentlig svakere enn IMF, OECD, andre analytikere og observatører samt Norges Bank ventet i 2001 og 2002. Den svake utviklingen har sammenheng med blant annet stor politisk usikkerhet internasjonalt knyttet til terrorangrep og krig i Irak, lungesykdommen SARS, nedgang i investeringene etter investeringsboblen på slutten av 1990-tallet og aksjekursfall etter nedjustering av vekstutsikter og finansskandaler. Tilbakeslaget førte til en serie av rentereduksjoner og nedgang i renteforventningene internasjonalt. Rentene i Norge ble holdt oppe fordi presset i norsk økonomi var høyt og lønnsoppgjøret våren 2002 kom ut overraskende høyt. Økende renteforskjell overfor utlandet bidro til at kronekursen styrket seg markert. Særskilte forhold i internasjonal økonomi førte

dessuten til en sterkere krone enn en i utgangspunktet ville vente ut fra høyere rentedifferanse alene.²

- De internasjonale prisimpulsene, målt ved produsentprisene, ble lavere enn anslått i 2002 og i 2003. Det gjenspeiler den svake veksten internasjonalt. Prisveksten på konsumvarene som vi importerer målt i utenlandsk valuta har imidlertid vært enda lavere de siste årene enn det som kommer fram av utviklingen i produsentprisene. Vridning av handel fra høykostland til lavkostland har ført til fall i prisene på klær. Prisene på audiovisuelt utstyr har falt i de fleste land, inkludert Norge, som følge av sterk produktivitsvekst i produksjonen av disse varene. Nye beregninger som tar hensyn til disse forholdene viser at de internasjonale prisimpulsene falt med 1½ prosent i 2003.³

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ble også noe lavere i 2003 enn antatt, se figur 2. Økt konkurranse og effektivisering i flere næringer sammen med svakere vekst i norsk økonomi kan ha bidratt til dette:

- Innen næringer som telekommunikasjon og luftfart har konkurransen økt de siste årene gjennom avreguleringer og nyetableringer. Mange aktører har kuttet kostnader gjennom nedbemanning og omstruktureringer. Høyere produktivitet har trolig gitt grunnlag for lavere priser. Prisene på teletjenester og flyreiser har falt. Prisene på enkelte dagligvarer har også falt. Prisene på disse varene kan ha blitt satt ned som et mottrekk til etableringen av den internasjonale lavpriskjeden Lidl i Norge.
- Veksten i norsk økonomi ble lavere enn anslått i 2003. Mange tjenesteytende næringer ble påvirket av situasjonen i internasjonal økonomi. Høy kostnadsvekst bidro til lav vekst i offentlig produksjon og sysselsetting. Utviklingen i industrien var svak som følge av lav internasjonal etterspørsel etter industrivarer og svak konkurranseevne etter flere år med høy

² Se "Faktorer bak utviklingen i kronekursen – en empirisk analyse" av Bjørn Naug i Norges Banks skriftserie nr. 31.

³ Se utdyppning: "Lave internasjonale prisimpulser" i denne rapporten.

lønnsvekst og den sterke kronen i 2002. Høye strømpriser gjennom vinteren 2002 ga en inndragning av kjøpekraft fra husholdningene. Dette kan ha dempet etterspørselen etter enkelte varer. Deler av klesbransjen og lyd- og bildebransjen opplevde svikt i etterspørselen i begynnelsen av 2003 med påfølgende salgsaktivitet.

- Svakere økonomisk vekst bidro til at lønnsveksten ble lavere enn ventet i 2003. Effekten av dette på prisene ble imidlertid små, ettersom høyere lønnsvekst enn ventet i 2002 virket positivt på prisene også i 2003.

I tabell 2 har vi forsøkt å henføre avviket mellom faktisk og anslått prisvekst til de ulike forklaringsvariablene. Vi har tatt utgangspunkt i nye beregninger av internasjonale prisimpulser og nye beregninger av gjennomslaget fra valutakursen.⁴

Tabell 2 Dekomponering av avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE i 2003. Bidrag i prosentpoeng

Avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE	-1½
Dekomponering av avvik	
Sterkere valutakurs i 2002	-(½-¾)
Lavere internasjonale prisimpulser	-(¼-½)
Høyere lønn i 2002, lavere lønn i 2003	0
Sterkere konkurranse	-¼
Uforklart/andre forhold ¹⁾	-¼

¹⁾ Andre forhold omfatter blant annet innføringen av maksimalpris på barnehager som kan forklare opp mot 0,1 prosentpoeng av avviket mellom faktisk og anslått prisvekst.

Kilde: Norges Bank

Etterprøving av anslagene har blant annet som siktemål å bedre grunnlaget for prognoser i fremtiden. Det er særlig på tre punkter hvor vi mener vi har gjort fremskritt i anslagsarbeidet det siste året:

- Vi vil nå forsøke å mer direkte fange opp prisutviklingen i utlandet på de konsumvarene vi importerer, fremfor å se på aggregerte internasjonale indekser for produsent- og eksportpriser. Dette gir trolig et bedre utgangspunkt for å lage prognoser for de internasjonale prisimpulsene i fremtiden.

- Nye beregninger kan tyde på at virkningen av kronestyrkingen på konsumprisene er noe mindre og kommer noe senere enn våre modeller har tilsagt. Beregninger av kursgjennomslag er imidlertid usikre siden vi har nokså kort erfaring med hvordan inflasjons- og prissettingsmekanismene virker når pengepolitikken er innrettet mot inflasjonsstyring.
- Effekten av endringer i konkurranseforholdene på prisene kan være betydelige, men er vanskelige å kvantifisere. Erfaringene fra 2003 fører imidlertid til at vi nå er mer oppmerksomme på denne type forhold. Vi benytter nå aktivt vårt regionale nettverk til å forsøke å fange opp endringer i konkurranstrykket og hvilke effekter det eventuelt kan få på priser i de ulike næringene.

⁴ Se utdypninger i denne rapporten: "Lave internasjonale prisimpulser" og "Gjennomslaget fra kronekursen til prisene på importerte konsumvarer"

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 540 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 17. desember. Oppsummeringene fra den siste runden blir å finne på våre internettsider fra 12. mars. Hovedpunktene nedenfor er basert på regionale rapporter fra instituttene som er ansvarlige for de forskjellige regionene, og er således ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen:

- Aktivitetsnivået er økende i de fleste næringer, og det rapporteres om gode markedsutsikter for det neste halvåret.
- For eksportrettet industri er det en positiv utvikling i produksjon og etterspørsel. Utstørsleverandører til skip og offshore samt prosess- og metallindustrien melder om god vekst. Verftsindustrien sliter imidlertid fortsatt, og konkurransekraften oppfattes som lav.
- Industri rettet mot hjemmemarkedet opplever tiltakende vekst, mye drevet av sterkere kjøpekraft i husholdningene. Det rapporteres eksempelvis om en positiv utvikling i møbel- og trevareindustrien.
- Offshoreindustrien rapporterer om moderat vekst i etterspørsel og produksjon. Markedsutsiktene er gode. Det er nå tegn til at også leteaktiviteten er på vei opp.
- I bygg- og anleggssektoren meldes det om en solid utvikling de siste månedene med vekst over nesten hele landet. Utsiktene fremover er også positive. Den økte aktiviteten er hovedsakelig drevet av økt offentlig etterspørsel og økt boligbygging, i tillegg til oljerelaterte utbygginger i enkelte regioner. Etterspørselen fra det fastlandsbaserte næringslivet er fremdeles lav.
- Etterspørselen etter tjenester rettet mot næringslivet øker, og markedsutsiktene er gode. Både innenfor finansnæringen, hotell og restaurant, transport og kommunikasjon og forretningsmessig tjenesteyting er signalene positive.
- Innenfor varehandelen og tjenesteyting rettet mot husholdninger er det solid vekst i aktivitetsnivået, og det er forventninger om fortsatt god vekst. Det lave rentenivået rapporteres å være en viktig drivkraft bak etterspørselsveksten.
- Til tross for bedret konjunktursituasjon er det få innen privat sektor som har økte investeringsplaner. Kun innenfor varehandelen og offentlig sektor er det planer om moderate økninger i investeringene i 2004.
- Sysselsettingen ser ikke ut til å øke i takt med økningen i etterspørsel og aktivitet. Nedgangen i sysselsettingen i industrien ser imidlertid ut til å ha stoppet opp, og det rapporteres om en moderat økning i sysselsettingen innenfor bygg og anlegg og i varehandelen. Det meldes om fortsatt god tilgang på arbeidskraft.
- Lønnsveksten forventes å bli lavere i 2004 enn i 2003.
- Utsalgsprisene rapporteres å være stabile til moderat økende. Sterk konkurranse og kundemakt medfører at rommet for å justere egne priser oppfattes som svært begrenset.
- Lønnsomheten er økende innen de fleste næringer. Både kostnadskutt gjennom fjoråret og økende volumer utover høsten og vinteren har bidratt til bedringen i lønnsomhet.

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

A.B Jürgensen
ABB FlexibleAutomation
ABB Offshore Systems AS
AC Nielsen Norge AS
Adresseavisen ASA
Advanced Production and Loading AS
Aetat Bergen
Aetat Kongsvinger
Aetat Molde
Aetat Sogn og Fjordane
Aetat Sør-Trøndelag
Aetat Vest-Agder
Aetat Vestfold
Air Products AS
Airlift AS
Aker Aukra AS
Aker Brattvåg AS
Aker Kværner
All Rek AS
Alphatron AS
Alta Kommune
Alvdal Og Tynset Sport As
Alvdal Skurlag AI
Amek AS
Amfi Drift AS
Amfi Namsos
Amfi Narvik
Apotekene Vest HF
Apropos Internett AS
APS Norway (Flowtite Norway AS)
Arendal Auto AS
Arendal kommune
Arkitektfirma Brandsberg-Dahl
Arne Rustand AS
Asko Agder AS
Asko Kjeldsberg AS
Atlantic Auto AS
Aust-Agder sykehus HF
Auster Frisør ANS
Autokarosseri
Autostrada AS
Avinor AS, Region Sørvest
Avisa Glåmdalen
Bakelittfabrikken AS
Baker Hughes Inteq
Bakers AS
Ballstad Slip AS
Banetele AS
Bautas AS
BB Servicesystem Sogn og Fjordane AS
Beitostølen Resort
Berg-Hansen Nor
Berg-Hansen Reisebyrå Vestfold AS
Bernhard Olsen
Bertel O. Steen
Betong Øst AS
Bilalliansen AS
Bilsenteret Namsos AS
Bjørn Bygg AS
BKK
Bloch Bygg og Material
Block Berge Bygg AS
Bodø Energi AS
Bohus
Bomøbler AS
Borg Regnskap AS
Bouvet AS
Br. Reme AS
Bravida
Brevik Construction AS
Brunvoll AS
Brødrene Dahl AS
Brødrene Pedersen AS
Brødrene Røsand AS
Buer Entreprenør AS
Busengdal Transport AS
Buskerud Kraftnett AS
Bussbygg
Bussen Trafikkselskap AS
Byggcon AS
Byggkjøp Farsund Bygg
Byggmester Fritzøe
Byggservice Nord-Østerdal AS
Byhaven kjøpesenter
Byåsen Bakeri AS
Bø kommune
Bøhmer Entreprenør AS
Børstad Hotel & Gjestiveri
Børstad Transport AS
Båtsfjordbruket AS
Cad Net Øst
Central Drift Hotel AS
Chrishop
Christensen Yngvar AS
City Syd AS
Clarion Hotel Ernst AS
Color Line AS
Connex Vest AS
Conoco Phillips Norway
Conceptor ASA
ConsultIT
Coop Nordfjord og Sunnmøre BA
Coop Vestfold og Telemark BA
Corrocean AS
CSC Solutions
Dagligvareleverandørenes Forening
Dale Bruk AS
Dale of Norway
Dark Arkitekter
De 3 Stuer Konsern AS
Den Norske Bank, Kongsvinger
Den Norske Høytalerfabrikk AS
DFDS Seaways AS
DI Systemer AS
Diplom-is
E. A. Smith Bodø AS
E. Flasnes Transport AS
Egersund Trål AS
Egroup Online AS
Eiendomsmegler 1
Eiendomsspar AS
Einar Valde AS
Elektro AS
Elkem Aluminium ANS
Elkjøp Giganten Forus
Eltek Energy AS
ELTEL Networks
Engen O L & Co AS
Engum Elkjøp AS
Entra Eiendom AS
Ernst&Young
Eurospar Sogndal
Evensen & Evensen AS
Ewos AS
Exact Eiendomsmeglere AS
Expert Norge AS
Fabelaktiv AS
Fagbokforlaget
Fatland AS
Felleskjøpet Trondheim
Fesil ASA
Finnøy Gear & Propeller AS
Finsbråten AS
Firda Avishuset
First Securities ASA
Fjeldseth AS
Fjordline
Flora Hamn
Flora kommune
Fokus Bank Florø
Follum fabrikker
Forestia AS
Fosen Trafikklag ASA
Fotosentralen AS
Franzefoss Pukk AS
Friele kaffehus
Fru Haugans Hotell AS
Fundator AS
Fundia Armeringsstål AS
Fylkesmannen i Vest-Agder
Fædrelandsvennen AS
Gilberg Engros Menypartner AS
Gilde Bøndernes Salgslag BA
Gilde Vest BA
Gitek
Gjensidige Nor Forsikring Region Oppland
Gjensidige Nor Forsikring Trondheim
Gjestal Spinneri ASA
Glåma Bygg AS
Grunnarbeid AS
Gudbrandsdalens Uldvarefabrikk
Gunnar Hippe AS
Gunnar Klo AS
H&M Hennes& Mauritz AS
H2 Frisører
Hafslund Sikkerhet Sør
Hagen og Godager
Hagen Treindustri A/S
Halden kommune
Hammerfest Kommune
Hamworthy KSE AS
Handicare Produksjon AS
Hatteland Group
Havsølv AS
Hebos Interiør AS
Helgeland Holding AS
Helkama Grepa AS
Helse Bergen HF
Helse Midt-Norge
Helse Stavanger
Helse Sunnmøre HF
Herlige Stavanger AS
Hilmers Company AS
Hobbelstad og Rønning AS
Hoff Norske Potetindustrier BA
Holmen Fjordhotell
Horns Slakteri AS
Hotel Augustin AS
HSD Buss AS
H-vinduet Vatne AS
Hydraulikk Finnmark AS
Hydro Aluminium AS
Hydro Polymers AS
Høgskolen i Bodø
Høgskolen i Nord-Trøndelag
Høie AS
Håg ASA
ICA Norge AS
Imaas Bil AS
InMedia AS
Innvik Sellgren Industrier AS
Interconsult Group ASA
Invenia AS
ISS Norge AS
Itet AS
Ivar Mjøland AS
J. M. Johansen AS
Jan Andreassen Malermester AS
Jangaard Export AS
Joar Ryttervoll Tømmermester AS
John Galten AS
Jotun AS
Jotunheimen Og Valdresruten
Bilselskap
K. Lund AS
Kaffebrenneriet AS
Kai Karstensen Kuldeteknikk AS
Kanal 24 Norge AS
Karmsund Maritime Service AS
Kid interiør AS
Kitron Microelectronics AS
Kontorleverandøren Hamar AS
KPMG AS
Kraft Foods Norge AS
Kragerø kommune
Kremmertorget Kjøpesenter
Kristiansand Jernstøperi AS
Kristiansand Kommune
Kristiset M Entreprenør AS
Kronos Titan AS
Kruse Smith AS
Kvadrat Steen & Strøm
Kvalitet & Ledelse AS
Kverneland Group
Kynningsrud AS
Laerdal medical AS
Lamit AS
Landbruksbygg AS
Langmorkje almenning
Langset AS
Leaonhard Nilssen og sønner
Leiv Eriksson Nyfotek AS
Lenvik kommune
Lerum Fabrikker
Lillesand reisebyrå
Lindesnes kommune
Linjegods AS
Litra AS
Lofotprodukter AS
Lom Møbelindustri AS
Lom og Skjåk Sparebank
Luxo Industrier AS
Lyse Energi AS
Lørenskog kommune
Løvenskiold-Fossum
M. Peterson & Søn A/S
Mackzymal AS
Mandal Industrier AS
Mandal Sykehus
Manpower AS
Marine Harvest
Maritime Hotell Flekkefjord
Maritime Hydraulics AS
Maritime Pusnes AS
Meglerhuset Nylander AS
Melby Snekkerverksted AS
Mesna Bruk
Mesta AS - Distrikt Molde
Midt-Norge Regnskap AS
Min Boutique Gruppen AS
Moelven Van Severen AS
Moelven Våler AS
Moi Rør AS
Molab AS

Molde Kommune
 sentraladministrasjon
 Mosjøen Kulde og Klimaservice AS
 Mosjøen Ressurs- og Kompetansesenter
 Moss Drift og Anlegg KF
 Moxy Engineering AS
 MTU Telecom AS
 Multimaskin AS
 Møre og Romsdal Kornsilos ANS
 Mørenot AS
 Namsos kommune
 Naper Informasjonsindustri AS
 Narom AS
 Narvesen Norge AS
 NCC Construction AS
 Nedre Eiker kommune
 Neptun Apartment Hotell AS
 Nera Networks AS
 Nesje AS
 Nestlé Norge AS
 Netcom AS
 Nexans Norway AS
 Nogva Svolvær AS
 NorCargo AS
 Norconsult AS
 Nord Norsk Dekkimport AS
 NorDan AS
 Nord-Aurdal Kommune
 Nordea Bank Norge ASA
 Nordfjord Hotell
 Nordfjord og Sunnmøre Billag AS
 Nordlaks AS
 Nordland Betongindustri
 Nordlandbuss
 Nordlandsbanken ASA
 Nordlandsforskning
 Nordlandssykehuset
 Nordlys hotell AS
 NORDOX AS
 Norfolier AS
 Norges råfisklag
 Norgesbuss ASA
 Norgesgruppen AS
 Norgesmøllene DA
 Norisol Norge AS
 Norpapp AS
 Norplasta AS
 NorSea AS
 Norsk Sjømat AS
 Norsk Stål
 Norsk Tipping AS
 Nortelco Teledialog AS
 Notar Eiendom Ålesund AS
 Notar Tromsø AS
 Nycomed Pharma AS
 Nye Møre Tre AS
 Nygårds trevarefabrikk AS
 Nymo AS
 Nysted AS
 Næringsforeningen i Trondheim
 O. Antonsen kontormaskiner AS
 Oasen
 Oddstøl Elektronikk AS
 Olympic Shipping AS
 ORAS AS
 Orkideekspressen Østredal
 Reisebyrå AS
 OSK Elektrotillbehør AS
 Oslo Kommune
 Ottadalen Mølle AL
 Otto Koch AS
 Overhalla Cementvare AS
 P4 Radio Hele Norge ASA
 Partner Mote AS
 Paulsen Eiendom AS
 Pedersen Birger AS
 Per Solem
 Per Aaland AS
 Peterson Linerboard AS
 Petroliia Drilling ASA
 PipeLife Norge AS
 Plasto
 Poseidon Simulations AS
 Powel ASA
 Prepan Norge AS
 PriceWaterhouseCoopers DA
 Primahus AS
 Proffice AS
 Prosafe
 Q-Free ASA
 Quality Fagernes Hotell AS
 Quality Hotel Røros AS
 Radio 1 AS
 Ragasco AS
 Rainbow Hotels AS
 Rapp Bomek AS
 Rauma kommune
 Remøy Shipping AS
 Reslab reservoir laboratoires AS
 Rica Hotel Norge AS
 Rica Maritim Hotel
 Rica Park Hotel
 Rieber & Søn ASA
 Rikshospitalet
 Ringen Rehabiliteringssenter AS
 Rockwool AS
 Rogaland Fylkeskommune
 Rogne Bygg AS
 Rolls-Royce Marine AS
 Rostein AS
 Rotanor Bokproduksjon AS
 Rød Tråd AS
 Røros kommune
 Røros Tweed AS
 Saga Fjordbase AS
 Saga Solreiser AS
 Saint Gobain Ceramic Materials AS
 Sanacoustic Byggmontering AS
 Sandefjords Blad AS
 Sandnes kommune
 SAS Royal Garden Hotel AS
 Scandic Hotel Arendal AS
 Scandic Hotell Tromsø
 Schlumberger
 Securitas - Regionkontor Bergen
 Sig.Halvorsen AS
 Sigdal Kjøkken AS
 Sikkerehetssenteret Aukra
 Sisoflor AS
 Sivesind Ki AS
 Skagen Brygge Hotell
 Skagen hotell AS
 Skagerak Energi AS
 Skanska Norge AS
 Skarvik mekaniske verksted AS
 Skeidar AS
 Skipsteknisk AS
 Skjalg A. Pettersen
 Skretting AS
 SND Invest AS
 Sogn og Fjordane Energi AS
 Solstrand Fjord Hotell
 Sortland Kommune
 Sortland Reisebyrå AS
 Sparebank 1 Midt-Norge
 Sparebank1 Nord-Norge
 Sparebanken Pluss
 Sparebanken Sogn og Fjordane
 Sparebanken Sør
 Sparebanken Vestfold
 Sparebanken Volda Ørsta
 Spis Norge AS
 SR Bank
 Statens Vegvesen
 Statoil ASA
 Stavanger Aftenblad
 Stavanger kommune
 Stavanger Rørhandel AS
 Stavangerske AS
 Steenstrup Stordrange
 Advokater
 Stiftelsen Barnehageforbundet
 Stiftelsen Betanien Bergen
 Stjørdal kommune
 Stoa Storkjøp AS
 Stordal Møbler AS
 Storebrand ASA
 Stor-Elvdal Kommune
 Stormyra Bilistsenter
 Strand Hotel AS
 Studentsamskipsnaden i Bodø
 Subsea7 AS
 Sulland Gruppen
 Sundvolden Hotel AS
 Sunnmørsposten AS
 Surnadal Kommune
 Surnadal Transport AS
 Surnadal Utvikling
 Sykehusene Asker og Bærum HF
 Sørcø AS
 Sørensen Maskin AS
 T Belsvik AS
 T.Stangeland Maskin AS
 Tandberg data ASA
 Technor ASA
 Teknisk Bureau AS
 Terra Skadeforsikring AS
 Tibe Reklamebyrå AS
 Tine Meierier Sør
 TNS Gallup
 Toyota Hell Bil AS
 Toyota Nordvik AS
 Trelleborg viking AS
 Trondheim Aktivum AS
 Trondheim kommune
 Trondheim Torg
 TV 2 Gruppen AS
 Tyrholm & Farstad AS
 Tysvær kommune
 Tønsberg kommune
 Umoe Mandal AS
 Umoe Ryvingen AS
 Universitet i Bergen
 Valdres Auto AS
 Valdres Last
 Varner-Gruppen
 Veidekke ASA
 Vesteråsrevisjon AS
 Vøy billag
 Vikenco AS
 Vik-Sandvik Group
 Vinmonopolet AS
 Visma Services Norge AS
 Voice ASA
 Volmax AS
 Volvat Medisinske senter AS
 Vågå Kommune
 Vågå Rekneskapslag AL
 Våler Kommune
 Wartsila Norway
 West Contractors AS
 Widerøe flyveselskap AS
 Wiersholm Mellbye & Bech Adv. AS
 Windy Boats AS
 WM Data Consulting AS
 YIT Building Systems AS
 Yngve Steiro AS
 Ø.M Fjeld AS
 Økonor Tromsø AS
 Øksfjord Slip og Mek AS
 Øksnes Entreprenør AS
 Østereng & Benestad AS
 Ålesund Storsenter AS
 Aas Mek. Verksted AS
 Aasen Bygg AS

Vedlegg II Strateginotat 3/03

Strateginotat 3/03

Gjennomføringen av pengepolitikken fram til 10 mars 2004.

Drøftet i hovedstyret 8. oktober 2003 og vedtatt av hovedstyret 28. oktober 2003.

1. Innledning

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og banken må se framover i rentesettingen. Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen, normalt to år fram i tid. Det tidsperspektivet betyr samtidig at det legges vekt på å dempe svingningene i realøkonomien. Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen. Men i tilfeller hvor det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye over lengre tid fra målet, eller når sterk uro i finansmarkedene eller et forhandlingsdrevet kostnadssjokk tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare, kan det være riktig å endre renten raskt og markert. Det kortsiktige rentenivået i andre land har vært svært lavt lenge. Det påvirker treffsikkerheten i inflasjonsstyringen.

I diskusjonen av den pengepolitiske strategien 25. juni tok hovedstyret sikte på et nivå på foliorenten i området 3 – 4 prosent ved utgangen av oktober 2003. Intervallet var betinget av utviklingen i kronekursen og anslagene for den økonomiske utviklingen. I tillegg ble det uttrykt at den økonomiske utviklingen etter første behandling i hovedstyret den 4. juni, med reduksjon i renten i andre land og lav vekst i konsumprisene, kunne åpne for en enda lavere rente. Foliorenten ble redusert med 1 prosentpoeng i hvert av rentemøtene 25. juni og 13. august 2003, og med ½ prosentpoeng på møtet 17. september. I pressemeldingen etter rentemøtet 17. september het det: "Med en rente på 2,5 prosent ser Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere."

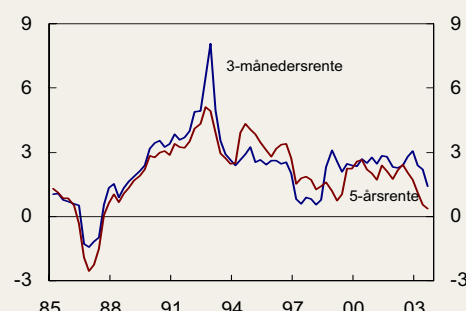
2. Den økonomiske utviklingen og utsiktene framover

2.1 Den økonomiske utviklingen

Det norske rentenivået er redusert vesentlig de siste månedene, jf figur 1. Realrentene er nå historisk sett meget lave. Rentenedsettelsene og forventninger

om lavere rentedifferanser overfor utlandet har ført til svekkelse av kronen. Mot slutten av oktober var kronekursen, målt ved I-44, om lag 10 prosent svakere enn toppnivået i januar. Realkursen målt ved relative lønnskostnader er imidlertid fortsatt høy historisk sett og om lag 15 prosent sterkere enn i årene 1994-1997.

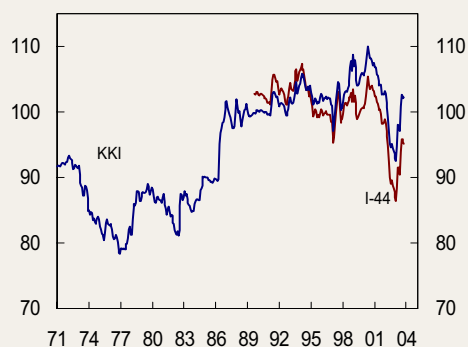
Figur 1a Realrente etter skatt ¹⁾. 1. kv. 85 – 3. kv. 03.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

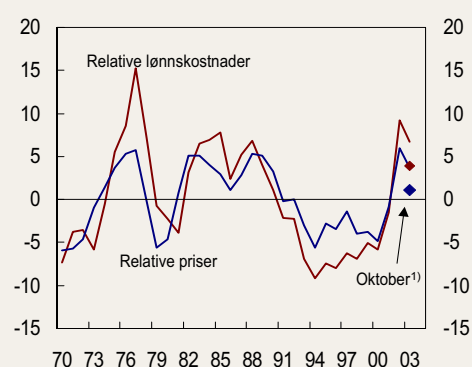
Figur 1b Importvektet valutakurs (I-44) og konkurransekursindeksen¹⁾. Månedstall. Jan. 71 – okt. 03.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs

Kilde: Norges Bank

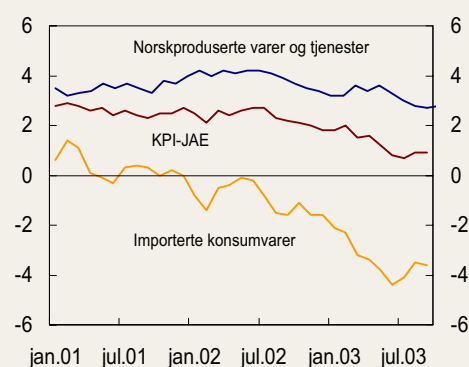
Figur 1c Realkurs. Avvik fra gjennomsnitt 1970 - 2002. Årstall. 1970 - 2003. Prosent.



¹⁾ Gjennomsnittlig kurs pr. 23. okt. 2003

Kilde: TBU, Finansdepartementet, SSB og Norges Bank

Figur 1d KPI-JAE. Totalt og fordelt etter importerte og innenlandsk produserte varer og tjenester¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent.



¹⁾ Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den underliggende prisveksten i Norge er lav. Målt ved KPI-JAE var prisveksten 0,9 prosent i september. Det er særlig prisveksten på importerte konsumvarer som trekker inflasjonen ned under inflasjonsmålet. Prisveksten på norskproduserte varer påvirket av verdensmarkedet og på tjenester påvirket av valutakursen har også avtatt.

BNP-veksten og sysselsettingen har så langt i år vært svak. Det var ingen vekst i BNP for Fastlands-Norge i første halvår i år. Sysselsettingen falt med 0,8 prosent i første halvår sammenlignet med første halvår i fjor. Utviklingen har vært noe svakere enn anslått, men det har vært tegn til en utflating den senere tiden. Utviklingen i arbeidsledigheten (AKU) er imidlertid om lag som ventet. Arbeidsledigheten er nå om lag på linje med nivået rundt 1996-1997, før kostnadsstigningen i Norge begynte å tilta. Anslag for produksjonsgapet indikerer at dette nå er nær null, se tabell 1.

Industriproduksjonen har falt det siste året. Investeringene i industrien var høye i fjor på grunn av store prosjekter i aluminiumsindustrien, og faller nå kraftig. Investeringsveksten i det øvrige næringslivet er også svak. Det er svært mange ledige kontorlokaler, særlig i det sentrale østlandsområdet. Aktiviteten i bygg- og anleggsbransjen holdes oppe ved rehabilitering av skolebygg og vekst i investeringer i anlegg.

Den svake utviklingen i industrien har forsterket problemene i tjenesteytende næringer rettet mot bedriftsmarkedet. Blant annet har antall yrkesrelaterte hotellovernattinger gått ned, og inntektene fra yrkesrelaterte flyreiser har falt de siste to årene.

Utlånsveksten til foretakene fortsetter å falle og var i august på 1,9 prosent på årsbasis. Beholdningen av gjeld i forhold til inntjeningen (gjeldsbelastningen) har falt, men er fortsatt på et historisk høyt nivå. Lån til næringseiendommer vurderes som utsatt. Rentereduksjonene siden desember har gjort situasjonen lettere for foretakene. Utsiktene for mange foretak er samtidig styrket som følge av svakere kronekurs og den sterke oppgangen i aksjekursene i Norge.

På tross av svak utvikling i første halvår gir utviklingen den siste tiden enkelte holdepunkter for at veksten i norsk økonomi kan være i ferd med å ta seg opp:

- BNP for Fastlands-Norge vokste med 0,3 prosent fra første til andre kvartal i år, etter å ha falt i de to foregående kvartalene.
- Veksten i det private forbruket tiltok i andre kvartal, og tall for varekonsumet indikerer høy vekst også i tredje kvartal. Norske husholdningers tillit til landets økonomi synes å ha kommet tilbake, og forventningene til egen økonomi neste år bærer preg av større optimisme.
- Fallet i boligprisene har stoppet opp, og prisene økte fra 2. til 3. kvartal. Informasjon fra det regionale nettverket tyder på at salget av nye boliger har tatt seg opp etter sommeren og at det er stort omfang av vedlikehold og rehabiliteringer av boliger. Veksten i husholdningenes låneopptak synes å ha stabilisert seg på et høyt nivå.
- Informasjon fra det regionale nettverket gir også inntrykk av at kostnadsreduksjoner innenfor mange tjenesteytende sektorer nå gir resultater i form av bedret lønnsomhet.

Dette mer positive bildet understøttes av den kraftige oppgangen i det norske aksjemarkedet.

- Inntrykket fra det regionale nettverket er at næringslivet nå kan være noe mer positive til å investere enn tidligere i år. Oppmerksomheten kan i noen grad være flyttet fra kostnadskutt til strategier for inntektsvekst.
- Sysselsettingen korrigert for sesongfaktorer økte med 3 000 personer fra mai til juli, etter å ha falt sammenhengende fra oktober 2002 til mai (AKU-tall). Det er usikkerhet knyttet til de sesongjusterte månedstallene fra AKU, men de indikerer at fallet i sysselsettingen kan ha stoppet opp. Informasjon fra det regionale nettverket indikerer at fallet i sysselsettingen har avtatt. Samtidig er det tegn til at arbeidsledigheten øker mindre enn før.
- Antall konkurser i næringslivet falt fra 2. til 3. kvartal.

Veksten internasjonalt har tatt seg opp, anført av høy vekst i USA og deler av Asia, inklusive Japan. For landene i euroområdet har utviklingen vært langt svakere.

Gjennom sommeren har det vært oppgang på internasjonale aksjemarkeder. Det har vært betydelige bevegelser i amerikanske og tyske obligasjonsrenter de siste månedene. De lange rentene falt markert fra april til midten av juni, til historisk lave nivåer. Fra slutten av juni til månedsskiftet august/september steg deretter rentene igjen. Optimismen fra i sommer ble i september avløst av ny usikkerhet og fall i de langsiktige rentene i USA og Tyskland. De langsiktige rentene har økt noe så langt i oktober. Det har også vært betydelige svingninger mellom hovedvalutaene. Både japanske yen og euroen har styrket seg betydelig mot amerikanske dollar siden begynnelsen av september. Svingningene mellom hovedvalutaene og bevegelsene i de langsiktige rentene internasjonalt har trolig en viss sammenheng med økt oppmerksomhet om ubalansene i USAs økonomi, både i privat og offentlig sektor.

2.2 *Utsiktene framover*

I forrige inflasjonsrapport ble det, basert på en forutsetning om rentenedgang til 3 prosent i år og en gradvis svekkelse av kronekursen målt ved I-

44 med rundt 3 prosent fram mot slutten av 2005, anslått at veksten i norsk økonomi ville ta seg opp i løpet av høsten 2003 og vinteren 2003/2004. Omslaget ville særlig bli drevet av et oppsving i privat konsum og en forventet bedring i internasjonal økonomi. I hovedsak gir utviklingen siden forrige inflasjonsrapport støtte til dette bildet.

Vi venter at veksten internasjonalt gradvis tar seg opp mot et mer normalt nivå i løpet av prognoseperioden. For handelspartnerne samlet synes veksten i prognoseperioden å bli om lag som ventet i inflasjonsrapport 2/03, men fordelingen mellom landene er noe justert.

Usikkerheten om utviklingen framover er stor, og verdensøkonomien synes svært sårbar for nye forstyrrelser. Risikoen er først og fremst knyttet til de betydelige ubalansene i USAs økonomi. Oppgangen er i hovedsak drevet av lettelse i finans- og pengepolitikken og vekst i innenlandsk etterspørsel i USA. Det er usikkert om og når veksten blir selvdrevet. Usikkerheten og utsikter til lav inflasjon kan tilsi lave styringsrenter i USA og Europa en god tid framover. Dersom euroen fortsetter å styrke seg mot amerikanske dollar, kan det bli utsikter til enda lavere inflasjon og vekst i Europa. Det vil kunne medføre ytterligere rentereduksjoner i Europa.

Oljeprisen har tatt seg noe opp siden juni. I våre anslag legger vi til grunn en beregningsteknisk forutsetning om at oljeprisen når et nivå på 20 dollar på tre års sikt.

Det er enkelte tegn til at veksten i norsk økonomi kan være på vei opp, se avsnitt 2.1. Veksten har imidlertid ikke fått solid feste. Samlet sett gir ikke etterspørselskomponentene balanserte vekstimpulser. Det er utsikter til høy vekst i det private forbruket, men det kan ta noe tid før investeringer og sysselsetting viser vekst. Det siste året har produktivitetsveksten i norsk økonomi trolig vært noe lavere enn normalt. Økt etterspørsel kan derfor i første omgang bli møtt med økt produksjon innenfor eksisterende produksjonskapasitet. Inntrykket fra det regionale nettverket er at få eller ingen sektorer ønsker å øke sysselsettingen på kort sikt. Videre vil lavere aktivitet i industrien trolig trekke veksten i norsk økonomi ned i flere år fremover. Den kostnadmessige konkurranseevnen er svak, selv om kurssvekkelsen siden årsskiftet har bedret situasjonen betraktelig.

Det ventes om lag 15 prosent vekst i oljeinvesteringene både i 2003 og i 2004. I 2005 og 2006 ventes oljeinvesteringene å falle med henholdsvis 5 prosent og 20 prosent. Selv om importandelen for mange av disse investeringene er høy, vil det bidra til å holde aktiviteten i oljerelatert industri oppe på kort sikt. Senere vil impulsene til veksten i fastlandsøkonomien bli negativ.

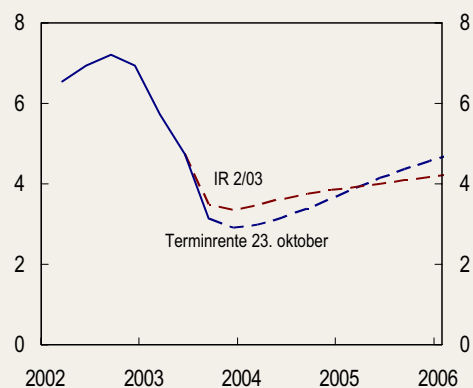
Det strukturelle underskuddet målt i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge har økt siden 2001. Dette indikerer at budsjettpolitikken har virket ekspansivt. I Nasjonalbudsjettet for 2004 legger Regjeringen opp til en ytterligere økning i underskuddet målt på denne måten. Samtidig er veksten i offentlig konsum i 2003 justert opp. For 2003 og 2004 sett under ett gir finanspolitikken en viss stimulans til norsk økonomi. For 2004 er den underliggende nominelle veksten i statsbudsjettets utgifter beregnet til 5,4 prosent. Deflatert med den forventede prisveksten på offentlig sektors utgifter blir den reelle underliggende utgiftsveksten 2,1 prosent. Deflatert med den forventede veksten i prisene for BNP Fastlands-Norge blir den reelle underliggende utgiftsveksten 3½ prosent.

Siden konjunktorene trolig vil bedres, venter vi at det strukturelle underskuddet ikke blir økt i 2005 og 2006. Det synes også å være i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken slik Finansdepartementet omtaler praktiseringen av denne i Nasjonalbudsjettet 2004. Vi har lagt til grunn at verdiveksten i offentlige utgifter vil være om lag på linje med verdiveksten i inntektene.

Veksten i lønningene i årene 1998-2003 tyder på at graden av knapphet på arbeidskraft i hele arbeidsmarkedet spiller en viktig rolle for lønnsfastsettelsen. Lønnsomheten i tradisjonelle konkurranseutsatte industrinæringene kan se ut til å bety mindre for det samlede utfallet av lønnsoppjøret, både for industrien og ellers. I anslagene har vi lagt til grunn at utviklingen i hele arbeidsmarkedet fortsatt spiller en viktig rolle for lønnsfastsettelsen. Skulle det vise seg at lønnsveksten i industrien igjen skulle få en mer fremtredende rolle, vil lønnsveksten kunne bli lavere enn det vi har lagt til grunn og gi grunnlag for en lavere rentebane.

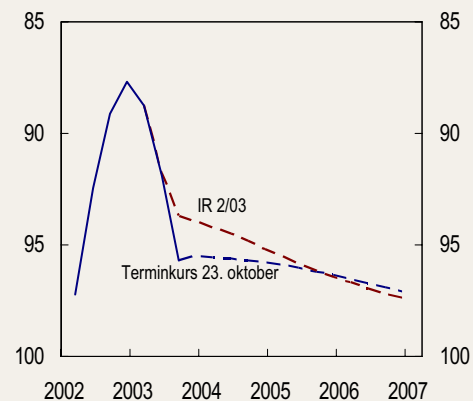
Anslagene for den økonomiske utviklingen de nærmeste årene bygger på tekniske forutsetninger om rente og valutakurs. Vi har lagt terminrente og terminkursen til grunn for anslagene.

Figur 2a Forutsetning for pengemarkedsrenten. Kvartalstall. 1. kv. 02 – 4. kv. 06.



Kilde: Norges Bank

Figur 2b Forutsetning for kronkursen (I-44). Kvartalstall. 1. kv. 02 – 4. kv. 06.



Kilde: Norges Bank

Terminrentene gir uttrykk for en forventning om at foliorenten holdes på 2½ prosent i høst. Terminrenten øker noe fra våren 2004. Om ett år forventes en foliorente på om lag 3½ prosent, jf figur 2. Rentene i Norge og ute stiger om lag parallelt. Derfor vil renteøkningen gå hånd i hånd med en viss svekkelse av kursen. Terminkursen viser en kurssvekkelse på noe under 2 prosent fra dagens nivå fram mot slutten av 2006.

Lav rente vil bidra til høy vekst i det private forbruket. Lavere rente gir lavere renteutgifter og dermed høyere realdisponibel inntekt for husholdningene. Dessuten har vi erfaring for at lavere renter gir lavere sparerate. Vi venter derfor at et midlertidig fall i spareraten vil bidra til økt forbruksvekst. Sammen med bedret lønnsomhet og økt etterspørsel fra utlandet vil forbruksveksten etter hvert gi oppgang i investeringer og sysselsetting i tjenestesektoren. Vi anslår imidlertid at det tar noe tid før den samlede sysselsettingen viser vekst. Vi

venter at arbeidsledigheten kan komme til å stige noe utover høsten og forbli nokså stabil gjennom neste år. Videre indikerer overkapasiteten på markedet for næringseiendom, særlig i de store byene, at det vil ta tid før investeringene tar seg opp. Samlet ser vi for oss at BNP-veksten tar seg opp til noe over den trendmessige veksten neste år, hovedsakelig drevet av økt privat forbruk. I 2005 venter vi at ledigheten kan falle noe. Produksjonsgapet anslås å bli positivt fra neste år, se tabell 1 og figur 3.

Tabell 1 Anslag basert på terminrente og terminkurs. Prosentvis endring fra foregående år.

	2003	2004	2005	2006
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼	3¼	3¼	2¼
Privat konsum	3¼	5	3½	2
Offentlig konsum	1	2	1½	1½
Realinvesteringer	-5	1	4½	5
Eksport	1	2	3¼	3¼
Import	2	5¼	2½	0
BNP, Fastlands-Norge	¾	3	2¾	2¼
Produksjonsgap	-¼	¼	½	¼
Sysselsetting	-1	¼	1	½
AKU-ledighet	4½	4¾	4½	4½
Årslønnsvekst	4½	4¼	4¾	4¾
Lønns-gap	0	-¼	¼	¼
KPI-JAE	1¼	2	2¼	2½
Memo:				
Oljeinvesteringer	15	15	-5	-20

Kilde: Norges Bank

En slik utvikling vil etter hvert gi høyere prisvekst. Innenfor en horisont på 4-6 kvartaler vil imidlertid forløpet for prisveksten i stor grad bli preget av virkningene fra kronekursen. Prisivirkningene av kronestyrkingen gjennom fjoråret er beregnet å være på det sterkeste rundt 2. – 3. kvartal i år. Den nominelle kronekursen, målt ved I-44, har svekket seg med om lag 9 prosent siden årsskiftet. Avmatning av effektene av den tidligere appresieringen og effektene av depresieringen siden nyttår vil etter hvert trekke prisveksten opp. Vi ser for oss mer nøytrale bidrag fra kronekursen fra og med 2004. Inflasjonen vil nå inflasjonsmålet i 4. kvartal 2005, for deretter å komme marginalt over målet (se også fig 3).

3. Pengepolitiske vurderinger og strategi

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen, normalt to år fram i tid. Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer 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 et fleksibelt inflasjonsmål tas det også hensyn til utviklingen i produksjon og sysselsetting. En vurdering av stabiliteten i produksjons- og sysselsettingsutviklingen må ta utgangspunkt i det langsiktige produksjonspotensialet i økonomien. Dette produksjonspotensialet avhenger av produktiviteten i økonomien, kapitalbeholdningen og tilbudet av arbeidskraft. Hvor stor del av arbeidskraften som kan tas i bruk uten at veksten i lønningene skyter fart, avhenger av lønnsdannelsen.

Produksjonsgapet måler i hvilken grad faktisk produksjon avviker fra det trendmessige produksjonsnivået. Selv om produksjonsgapet ikke er direkte observerbart, kan grove beregninger av utviklingen i produksjonsgapet gi et sammenfattende utgangspunkt for pengepolitiske vurderinger og avveininger.

Valg av horisont for pengepolitikken sier implisitt noe om avveiningene i pengepolitikken. En sentralbank som legger stor vekt på jevn utvikling i inflasjonen og liten vekt på stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, vil velge en kort horisont. En sentralbank som legger stor vekt på utviklingen i realøkonomien vil velge en lang horisont.

Mulighetene til å jevne ut svingningene i økonomien avhenger i stor grad av hvor godt forankret inflasjonsmålet er blant aktørene i det økonomiske livet. Jo mer tillit det er til at inflasjonsmålet blir nådd, desto større er rommet for å stabilisere realøkonomien.

Normalt settes renten med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Det hadde imidlertid generelt vært mulig å nå inflasjonsmålet på kortere sikt ved å endre renten raskere og sterkere. I utøvelsen av pengepolitikken er det lagt til grunn et fleksibelt inflasjonsmål, hvor både variasjon i produksjon og inflasjon tillegges vekt. En tidshorison for pengepolitikken på to år vil normalt gjenspeile hvordan inflasjonsmålet kan nås under rimelig hensyn til stabil utvikling i produksjon og sysselsetting.

I samsvar med dette vil rentesettingen måtte ta utgangspunkt i utsiktene for inflasjonen og for utviklingen i produksjonen av varer og tjenester. En pengepolitikk fremover som gir inflasjon lavere enn målet og negativt produksjonsgap, vil normalt være for stram. Tilsvarende vil en pengepolitikk som gir inflasjon høyere enn målet og positivt produksjonsgap i utgangspunktet være for ekspansiv.

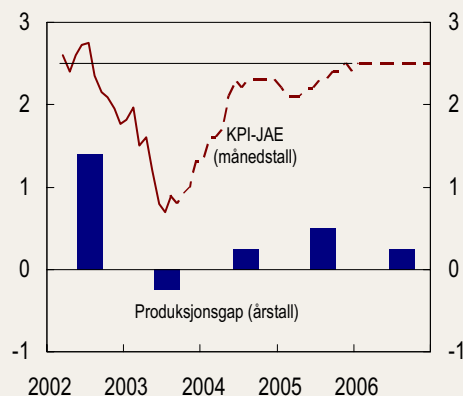
I situasjoner der våre prognoser tilsier at det vil medføre vesentlige ubalanser i realøkonomien dersom renten ble satt slik at inflasjonsprognosen to år fram i tid var lik målet, kan det være hensiktsmessig med en noe lengre horison. Dette er i samsvar med det vi tidligere har uttalt om at hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien framover vil være med i vurderingene. Dersom en slik situasjon skulle oppstå, vil banken samtidig legge stor vekt på at tilliten til inflasjonsmålet ikke svekkes.

En strategi for pengepolitikken fram til neste strategiperiode bør ses i sammenheng med vurderingen av de økonomiske utsiktene de neste årene.

3.1 Vurderinger av utviklingen i inflasjons- og produksjonsgapet de neste årene

Figur 3 viser at prisveksten blir liggende vesentlig under inflasjonsmålet det nærmeste året. Med en rente fremover i tråd med terminrentene anslås inflasjonen å være på målet på to års sikt. Lønnsveksten anslås å øke noe til 4¾ prosent i 2005 og 2006. Veksten i fastlandsproduksjonen ventes å bli noe over trendveksten neste år og i 2005, for deretter å komme noe under i 2006. Produksjonsgapet blir i følge anslagene svakt positivt fra 2004.

Figur 3 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet med terminrente og terminkurs. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

På ett års sikt tilsier anslagene at både inflasjonsgapet er negativt mens produksjonsgapet er svakt positivt. Isolert sett kunne den lave inflasjonen på ett års sikt tale for en noe lavere rente på kort sikt enn i terminrentebanen. Pengepolitikken kan imidlertid i liten grad påvirke konsumprisveksten de nærmeste månedene. Det negative utgangspunktet både for inflasjonsgapet og produksjonsgapet skyldes i særlig grad den uventet svake internasjonale utviklingen det siste året samt virkninger av lave importpriser. Skulle pengepolitikken ha som mål å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet, for eksempel i løpet av et halvt år, må renten trolig settes slik at valutakursen endres betydelig. En slik pengepolitikk vil samtidig kunne gi kraftige utslag i etterspørsel og produksjon av varer og tjenester og i sysselsettingen. Produksjonsgapet i 2005 og 2006 ville blitt større. Lønnsveksten ville trolig bli høyere enn anslått slik at inflasjonsgapet tre år fram øker.

En vesentlig lavere rente enn terminrentene på kort sikt ville dermed kunne kreve høyere rente senere for å nå inflasjonsmålet. Dette ville trolig nokså raskt avspeiles i markedsaktørens forventninger. I så fall er det mindre sannsynlig at en rentereduksjon i utgangspunktet medfører svakere kronekurs. Det kan dermed vise seg vanskelig å oppnå høyere inflasjon på kort sikt gjennom en reduksjon i renten. En slik politikk vil derimot kunne medføre høyere inflasjon på to års sikt.

3.2 Pengepolitikken fram til 10. mars 2004

I pressemeldingen etter rentemøtet 17. september, der foliorenten ble satt ned til 2,5 prosent, uttalte banken at en så det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere.

Med en renteutvikling fremover i tråd med terminrentene og en svakere kronkurs på linje med terminkursen er det nå utsikter til at inflasjonen tar seg opp og blir 2½ prosent på to års sikt. Også veksten i produksjonen av varer og tjenester ventes å tilta. Denne analysen er basert på en oppgang i verdensøkonomien med stigende rentenivå, en oljepris som avtar gradvis fra dagens nivå ned mot 20 dollar per fat og en finanspolitikk i tråd med Regjeringens opplegg i Nasjonalbudsjettet for 2004.

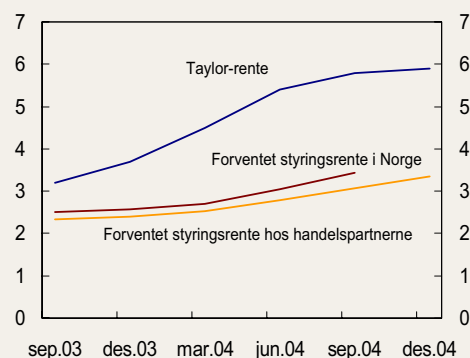
Den internasjonale renteøkningen er her en kritisk forutsetning for at det norske rentenivået etter hvert kan øke samtidig som kronen svekker seg. Terminrentene indikerer en rente om lag på dagens nivå de neste fire månedene. Under disse forutsetningene og med normal usikkerhet tilsier analysen at en sikter mot en rente i området 2 – 3 prosent ved utgangen av strategiperioden.

Taylor-regelen er en enkel renteregulering som ikke er basert på noen modell for økonomien. Renteregelen er således ikke fremoverskuende. Regelen har likevel erfaringsmessig gitt gode politikresultater i ulike typer av modeller.¹ Regelen kan derfor være en robust kryss-sjekk for bankens rentevurderinger.

Figur 4 viser anslag for Taylor-renten basert på våre anslag for utviklingen i inflasjons- og produksjonsgapet. Taylor-renten anslås å øke fra dagens nivå på om lag 3½ til 4½ prosent i februar. Økningen skyldes at både prisveksten og veksten i produksjonen ventes å ta seg noe opp de nærmeste månedene. I følge regelen skal en øke den nominelle renten slik at også realrenten gradvis øker når prisveksten tar seg opp.

¹ Se for eksempel artiklene samlet i Taylor, J. (red.), *Monetary Policy Rules*. NBER – Business Cycles Series, Volume 31, 1999.

Figur 4 Taylor-rente og forventede styringsrenter¹⁾. Kvartalstall. 3. kv. 03 – 4. kv. 04.



¹⁾ Forventet styringsrente beregnet med utgangspunkt i tremåneders FRA-renter i Norge og hos handelspartnerne pr. 23. okt. 03.

Kilde: Norges Bank

Det relativt store avviket mellom Taylor-renten og det anbefalte renteintervallet, skyldes i stor grad at Taylor-regelen ikke tar hensyn til valutakursen eller internasjonale forhold. Med en bane for renten de neste fire månedene i samsvar med Taylor-renten, ville sannsynligheten for en styrking av kronen tilta.

Implikasjoner av ny informasjon

Intervallet for renten fremover som her er foreslått bør løpende vurderes i forhold til ny informasjon som kommer i løpet av strategiperioden og som er av vesentlig betydning for utsiktene for realøkonomi og inflasjon. Dersom utviklingen avviker vesentlig fra anslagene og forutsetningene som ligger til grunn for analysen, kan det isolert sett være grunnlag for å avvike fra det vedtatte intervallet for foliorenten.

En sterkere *kronkurs* vil gjøre det mer krevende å nå inflasjonsmålet. Modellberegninger tyder på at en appresiering på opp mot 3 prosent eller mer kan bringe inflasjonsanslaget klart under målet på to års sikt. En vesentlig styrking av kronen kan derfor isolert sett tilsi at renten bør settes i nedre del av eller eventuelt under det anbefalte intervallet. Med en svekkelse av kronkursen kan prisveksten tilta raskere. Kronkursen styrket seg noe etter rentemøtet i september. Fordi inflasjonen i utgangspunktet er lav, må det en større svekkelse av kronkursen til før det er aktuelt å vurdere en rente i overkant av det anbefalte intervallet i strategiperioden.

Eventuelle rentereaksjoner må imidlertid baseres på en analyse av bakgrunnen for kursbevegelsene og på en vurdering av varigheten av kursendringen. En kursendring må ventes å være mer varig dersom den skyldes fundamentale økonomiske forhold og ikke stemninger eller porteføljebevegelser i valutamarkedet.

I referansebanen øker *tolvmånedersveksten i KPI-JAE* fra 0,9 prosent i september til 1,3 prosent i januar 2004. Det siste inflasjonstallet som publiseres i denne strategiperioden er tall for inflasjonen i januar. Vesentlige avvik fra anslagene de nærmeste månedene kan tilsi at renten settes utenfor intervallet. Etter en temmelig lang periode med lav inflasjon må det være riktig å være særlig aktpågivende i pengepolitikken dersom inflasjonen ikke tiltar som ventet. I så fall vil det bli aktuelt å redusere renten eller alternativt holde renten uendret på det lave nivået selv når rentenivået ute begynner å stige.

Med lavere *inflasjonsforventninger* på lenger sikt kan det bli mer krevende å få prisveksten opp. Vi har ikke holdepunkter for at inflasjonsforventningene nå avviker fra inflasjonsmålet på lang sikt. Tabell 2 viser at aktørene i det økonomiske livet forventer en inflasjon rundt målet på 5 års sikt. Neste undersøkelse publiseres i begynnelsen av desember.

Tabell 2 Forventet konsumprisvekst om 2 og 5 år. Årsvekst. Prosent. 3. kvartal 2003 (2. kvartal 2003)

	Om 2 år	Om 5 år
Ekspertes	2,3 (2,2)	2,4 (2,5)
Arbeidstakerorganisasjoner	2,3 (2,6)	2,6 (3,0 ¹⁾)
Arbeidsgiverorganisasjoner	2,1 (2,2)	2,4 (2,4)
Bedriftsledere	2,8 (3,0)	

¹⁾ Denne tallverdien påvirkes vesentlig av en ekstremverdi. Forventet prisvekst uten denne ekstremverdien er 2,6 prosent.

Kilde: TNS Gallup

Dersom forventingsundersøkelsen eller andre indikatorer som Consensus Forecasts eller terminrentedifferansen mot utlandet på 10 års sikt indikerer en vesentlig endring i inflasjonsforventningene, trekker det isolert sett i retning av at vi bør vurdere kraftigere pengepolitiske tiltak. Risikoen for fall i inflasjonsforventningene vurderes som større enn risikoen for en økning.

Regjeringens forslag til nasjonalbudsjett og statsbudsjett for 2004 ble lagt fram 8. oktober. Finanskomiteens innstilling foreligger senest 20. november. Sterkere vekst i *offentlig sysselsetting og forbruk* enn det som er foreslått i budsjettopplegget kan isolert sett gi grunnlag for en annen rentebane.

Anslagene i referansebanen tilsier en kraftig *vekst i forbruket* den nærmeste tiden. Veksten i privat konsum i inneværende kvartal er i referansebanen anslått til 1¾ prosent. Første kvartal neste år ventes en vekst på 1½ prosent. Varekonsumindeksen, KNR og andre indikatorer vil gi ny informasjon om utviklingen i konsumet den nærmeste tiden. Dersom vekst i privat konsum uteblir, gir det isolert sett grunnlag for å vurdere en rente under eller i nedre del av intervallet.

Kredittveksten og veksten i boligprisene gir en indikasjon på om utviklingen er holdbar på sikt. Med de kraftige lettelsene i pengepolitikken gjennom 2003 er det risiko for at kredittveksten skyter fart. I så fall kan det gi grunnlag for en rente over det anbefalte intervallet. Men utviklingen i kreditt til husholdningene og boligprisene må veies mot utviklingen i kreditt til bedriftene og utviklingen i leieprisene på næringsbygg.

Den internasjonale konjunktursituasjonen kan ha passert et vendepunkt. Det er spesielt vanskelig å anslå den videre økonomiske utviklingen rundt vendepunkter. Gjennom de neste 4 månedene vil vi løpende få informasjon om hvorvidt det vi har lagt til grunn viser seg å være i tråd med den faktiske utviklingen.

Økt fokus på ubalanser i USAs økonomi ligger trolig bak svingninger mellom hovedvalutaene de siste ukene. Euroen er styrket. Skulle dette i sin tur lede til endrede utsikter i europeiske økonomier, kan det medføre ytterligere rentereduksjoner i Europa. I en slik situasjon vil kronekursen isolert sett kunne styrke seg. Eventuelle rentereduksjoner i andre sentralbanker vil trekke i retning av å vurdere en rente i nedre del av eller under det foreslåtte intervallet.

Utviklingen i *arbeidsmarkedet* har betydning for pris- og lønnsveksten framover. AKU-ledigheten anslås til 4¾ prosent ved utgangen av strategiperioden. Vesentlige avvik fra dette gir isolert sett grunn til å sette renten utenfor det anbefalte intervallet.

3.3 Pengepolitikk under særskilt ugunstige utviklingsbaner

Ovenfor er det listet opp noen sentrale usikkerhetsfaktorer som vi får mer informasjon om gjennom strategiperioden. Situasjoner der mange av disse forholdene samtidig utvikler seg svært ugunstig er relativt lite sannsynlig. Den pengepolitiske strategi bør være robust for slike særskilt ugunstige utviklingsbaner, som er kjennetegnet ved en vesentlig konflikt på kort sikt mellom hensynet til å nå inflasjonsmålet og hensynet til realøkonomisk stabilitet.

En vesentlig konflikt vil inntreffe dersom det kommer et nytt tilbakeslag internasjonalt uten at oljeprisen faller, samtidig som konsumveksten innenlands blir enda høyere enn anslått. Det kan gi forventninger om høy renteforskjell mot utlandet og en vesentlig styrking av kronen. Dersom en slik kombinasjon av forstyrrelser skulle oppstå, kan det vise seg svært krevende å både bringe prisveksten opp til målet og samtidig sørge for balanse i realøkonomien de neste to til tre årene.

En slik utviklingsbane innebærer en vanskelig avveining. Én mulig strategi kan være å holde renten svært lav for å motvirke en vesentlig sterkere kronekurs, selv om det fører til at ubalansene i realøkonomien tiltar. Utviklingen internasjonalt kan imidlertid etter hvert ta seg opp igjen, slik at kronekursen kommer tilbake på et mer normalt nivå. Hvis det samtidig er et stort press på realressursene innenlands, kan prisveksten skyte fart.

En alternativ strategi kan være sette opp renten for å dempe presset i realøkonomien, selv om dette bidrar til ytterligere styrking av kronen. Det kan imidlertid ikke utelukkes at det kan ta lang tid før den internasjonale økonomiske utviklingen tar seg opp, slik at inflasjonen festner seg på et svært lavt nivå.

Dersom en situasjon som beskrevet over skulle oppstå, vil vi i avveiningene legge stor vekt på at inflasjonsmålet skal være et troverdig anker for inflasjonsforventningene. Dersom inflasjonen i lengre tid ligger vesentlig under målet, kan inflasjonsforventningene festne seg på et for lavt nivå. Dersom troverdigheten til inflasjonsmålet svekkes, vil det medføre større realøkonomiske kostnader å bringe inflasjonen opp mot målet.

En noe mer sannsynlig utviklingsbane enn den som er beskrevet ovenfor, er at den internasjonale økonomiske utviklingen fremover blir verre enn

anslått, samtidig som norsk økonomi også blir rammet, med lav oljepris, svak vekst i produksjon og sysselsetting og lav inflasjon. En slik utvikling innebærer imidlertid ikke de samme vanskelige avveiningene i rentesettingen som skissert ovenfor.

Konklusjon

- Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent.
- Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen, normalt to år fram i tid. 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.
- En økonomisk utvikling om lag som anslått og det risikobildet vi nå ser for oss, tilsier en foliorente i intervallet 2 – 3 prosent ved begynnelsen av mars 2004.
- Utviklingen i kronekursen og effektene av en sterkere krone på prisvekst og produksjon er usikre. Dersom kronekursen holder seg sterk, kan det gi grunnlag for å vurdere en rente i nedre del av eller lavere enn intervallet. Tilsvarende er det grunnlag for å vurdere en rente i øvre del av eller høyere enn intervallet dersom kronen skulle svekke seg kraftig. Eventuelle rentereaksjoner må baseres på en analyse av bakgrunnen for kursbevegelsene og på en vurdering av varigheten av kursendringen.
- Etter en temmelig lang periode med lav inflasjon må det være riktig å være særlig aktpågivende i pengepolitikken dersom inflasjonen ikke tiltar som ventet. I så fall vil det bli aktuelt å redusere renten eller alternativt holde renten uendret på det lave nivået selv når rentenivået ute begynner å stige.
- Intervallet for renten bør løpende vurderes i forhold til ny informasjon som kommer i løpet av strategiperioden og som er av vesentlig betydning for utsiktene for realøkonomien og inflasjonen.

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten og uttalelser om inflasjonsutsiktene

Dato	Foliorente ¹	Endring	Uttalelse ²
Kommende møter			
22. september 2004			
11. august 2004			
1. juli 2004			
26. mai 2004			
21. april 2004			
11. mars 2004			
Tidligere rentemøter			
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* indikerer uttalelse om at med en uendret styringsrente (på nivået etter endringen vedtatt samme dag) ser Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere. *Nedside* indikerer uttalelse om at med en uendret styringsrente (på nivået etter endringen vedtatt samme dag) ser Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere. *Oppside* indikerer uttalelse om at med en uendret styringsrente (på nivået etter endringen vedtatt samme dag) ser Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent enn at den blir lavere.

Vedlegg III 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	8,6	12,4
1998	2,6	4,1	2,7	3,3	8,6	22,2	3,5	8,5
1999	2,1	2,7	3,3	3,2	-0,1	-13,1	4,0	-1,8
2000	2,8	2,5	3,9	1,3	-1,2	-23,0	2,5	2,7
2001	1,9	1,7	2,6	2,7	0,7	-1,0	3,7	0,9
2002	1,0	1,3	3,6	3,2	-4,6	-4,6	1,3	1,7
2002 ²⁾ 1.kv	-0,6	0,9	1,4	3,1	-3,8	-13,0	-0,4	-1,4
2.kv	1,8	-0,4	0,7	-3,3	1,2	-4,2	-2,1	5,3
3.kv	-1,2	0,3	0,7	2,6	-3,0	2,2	2,4	-3,0
4.kv	-0,4	-0,6	1,3	-0,3	2,5	6,0	-4,3	2,1
2003 1.kv	-0,1	-0,1	-0,0	0,6	-3,9	6,5	-0,0	1,6
2.kv	-0,2	0,5	1,2	1,1	-0,3	6,0	4,3	-1,2
3.kv	0,8	0,8	1,0	0,1	-1,0	4,3	0,6	-1,5
Nivå 2002, mrd kroner	1521	1207	685	332	194	53	200	415

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Tabell 2 Konsumpriser

Tolv måneders-vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPI-JA ²⁾	KPI-JE ³⁾	HKPI ⁴⁾
1997	2,6			2,3	2,6
1998	2,3			2,9	2,0
1999	2,3			2,3	2,1
2000	3,1			2,3	3,0
2001	3,0	2,6	3,2	2,4	2,7
2002	1,3	2,3	2,2	1,6	0,8
2003	2,5	1,1	2,5	1,0	2,0
2003 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

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.

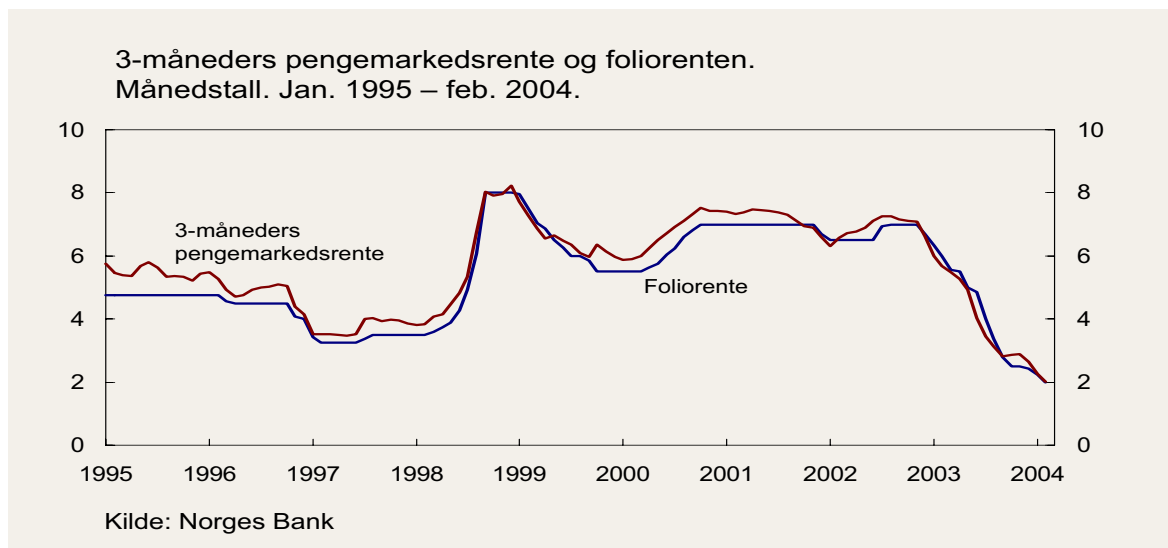
Tabell 3 Renter

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
2002	jul	6,9	7,1	7,3	7,4	6,6
	aug	7,0	7,1	7,3	7,3	6,3
	sep	7,0	7,1	7,1	7,0	6,1
	okt	7,0	7,1	7,1	6,8	6,2
	nov	7,0	7,1	7,1	6,7	6,1
	des	6,7	6,9	6,6	6,1	5,9
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
2004	13. feb	2,0	2,3	2,0	2,1	4,3
	20. feb	2,0	2,2	1,9	1,9	4,2
	27. feb	2,0	2,2	1,9	1,9	4,1
	4. mar ³⁾	2,0	2,1	1,8	1,9	4,1

1) NIBOR= Norwegian interbank offered rate.

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

3) Gjennomsnitt fra 1. til 4. mars.



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
2002	jul	1,8	0,0	3,4	4,0	4,4	3,3	3,9	4,6	4,9
	aug	1,8	0,0	3,3	3,9	4,3	3,2	4,0	4,2	4,7
	sep	1,8	0,0	3,3	3,9	4,3	3,2	3,9	3,9	4,5
	okt	1,7	0,0	3,2	3,9	4,3	3,1	3,9	3,9	4,6
	nov	1,4	0,0	3,1	3,9	4,1	3,0	4,0	4,1	4,6
	des	1,4	0,0	2,9	4,0	3,8	2,9	3,6	4,1	4,4
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	0,0	4,1	4,3
	feb	1,1	0,0	2,1	4,1	2,5	2,2	-0,3	4,1	4,2
2004	13. feb	1,1	0,0	2,1	4,1	2,5	2,1	-0,2	4,0	4,1
	20. feb	1,1	0,0	2,0	4,1	2,5	2,1	-0,3	4,0	4,1
	27. feb	1,1	0,0	2,0	4,1	2,5	2,1	-0,4	4,0	4,1
	4. mar ⁴⁾	1,1	0,0	2,0	4,2	2,5	2,1	-0,4	4,0	4,1

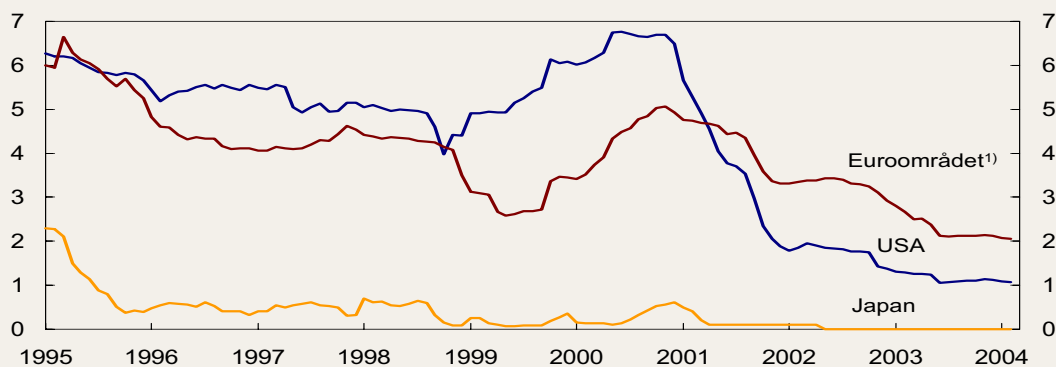
1) 3-måneders renter. Prosent

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 1. til 4. mars.

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



¹⁾ Teoretisk ECU-rente t.o.m. des.98

Kilde: Norges Bank

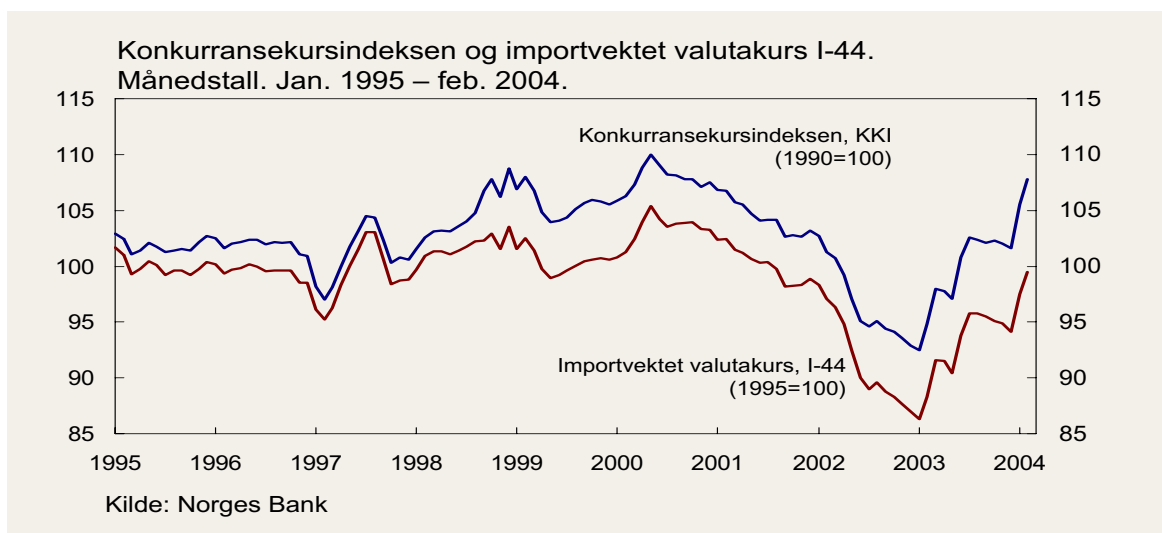
Tabell 5 Valutakurser

		Effektive kurser		Bilaterale kurser		
		Importvektet valutakurs ¹⁾	Konkurranskursindeksen ²⁾	NOK/EUR	NOK/USD	NOK/SEK
1997		99,2	101,0		7,1	92,7
1998		101,7	104,7		7,5	94,9
1999		100,4	105,6	8,3	7,8	94,4
2000		103,3	107,8	8,1	8,8	96,0
2001		100,2	104,4	8,0	9,0	87,0
2002		91,6	96,7	7,5	8,0	82,0
2003		92,8	99,5	8,0	7,1	87,7
2002	juli	89,0	94,6	7,4	7,5	79,9
	aug	89,6	95,1	7,4	7,6	80,3
	sep	88,8	94,4	7,4	7,5	80,3
	okt	88,3	94,1	7,3	7,5	80,6
	nov	87,7	93,6	7,3	7,3	80,6
	des	87,0	92,9	7,3	7,2	80,2
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
2004	13. feb	99,7	108,1	8,8	6,9	96,4
	20. feb	99,7	108,1	8,8	6,9	95,8
	27. feb	99,7	107,9	8,8	7,0	95,3
	4. mar ³⁾	99,1	107,0	8,7	7,1	94,0

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)

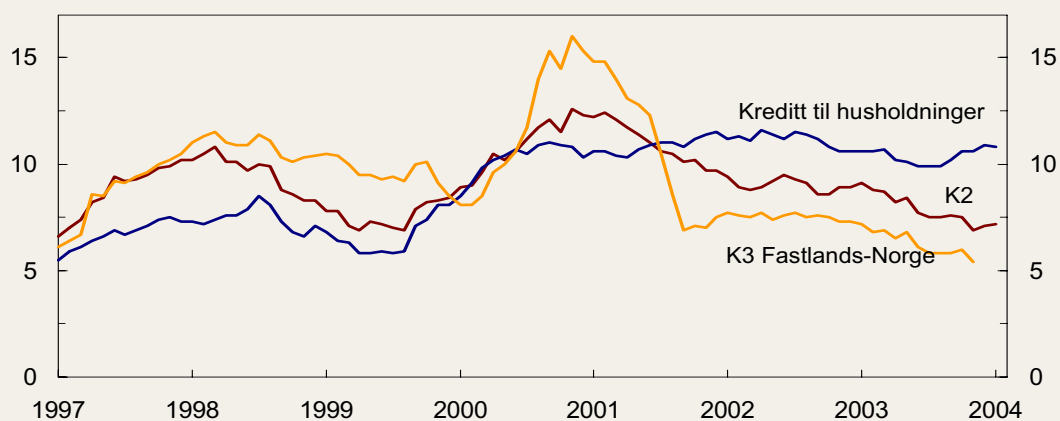
3) Gjennomsnitt fra 1. til 4. mars.



Tabell 6 Monetære størrelser

Årsvekst/ tolvmånedersvekst i prosent	Penge- mengden M2	Innenlandsk kreditt (K2)			Samlet kreditt (K3)		
		Totalt	Til hushold- ningene	Til ikke-finan- sielle foretak	Totalt	Til Fastlands- Norge	
1997	2,2	8,8	6,7	13,8	8,9	8,7	
1998	4,9	9,6	7,5	13,9	11,3	10,9	
1999	6,5	7,6	6,6	9,6	10,5	9,6	
2000	9,9	10,9	10,3	12,3	9,4	11,8	
2001	9,2	11,0	10,9	10,5	8,3	10,8	
2002	8,4	9,0	11,2	7,4	7,3	7,5	
2003	4,4	7,9	10,4	2,9			
2002	jul	9,0	9,3	11,5	7,7	7,4	7,7
	aug	7,6	9,1	11,4	7,4	7,8	7,5
	sep	6,3	8,6	11,2	6,2	7,6	7,6
	okt	8,6	8,6	10,9	6,5	7,1	7,5
	nov	7,7	8,9	10,6	7,7	7,0	7,3
	des	8,3	8,9	10,6	7,5	6,9	7,3
2003	jan	6,3	9,1	10,6	7,2	6,9	7,2
	feb	6,2	8,8	10,6	5,9	6,8	6,8
	mar	5,5	8,7	10,7	4,8	6,5	6,9
	apr	5,9	8,1	10,2	3,9	6,0	6,5
	mai	5,8	8,3	10,1	4,4	6,3	6,8
	jun	2,9	7,6	9,9	2,8	5,7	6,1
	jul	3,9	7,5	9,9	2,0	5,5	5,8
	aug	4,6	7,5	9,9	1,9	5,5	5,8
	sep	4,1	7,6	10,2	1,9	5,3	5,8
	okt	2,8	7,5	10,6	1,0	5,4	6,0
	nov	3,3	6,9	10,6	-0,4	5,1	5,4
	des	1,9	7,1	10,9	-0,9		
2004	jan	1,3	7,2	10,8	-0,7		
Beholdningstall siste måned. Milliarder kroner	880	1868	1112	606	2277	2062	

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



Kilde: Norges Bank

Vedlegg IV

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	2,7	1,9	1,8	1,8	2,8	4,0	2,9	2,3
1996	3,6	3,4	0,8	1,0	2,7	1,3	2,3	1,4
1997	4,4	1,8	1,5	1,9	3,3	2,4	3,1	2,4
1998	4,3	-1,1	1,7	3,6	3,1	3,6	2,8	2,8
1999	4,1	0,1	1,9	3,2	2,8	4,6	3,4	2,8
2000	3,8	2,8	3,1	4,2	3,8	4,4	4,0	3,7
2001	0,3	0,4	1,0	2,1	2,1	1,1	1,4	1,7
2002	2,4	0,2	0,2	1,3	1,7	1,9	1,4	0,9
Anslag								
2003	3	2¾	0	¼	2	1½	1¼	½
2004	4	2¾	1½	1½	2¾	2½	2½	1½
2005	3	1½	2	2	2½	2½	2½	2¼
2006	3¼	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	2,6	2,9	2,3	2,4
1996	2,9	0,1	1,2	2,1	2,5	0,8	1,8	2,2
1997	2,3	1,7	1,5	1,3	1,8	0,9	1,6	1,6
1998	1,5	0,7	0,6	0,7	1,6	0,4	1,1	1,1
1999	2,2	-0,3	0,6	0,6	1,3	0,3	1,2	1,1
2000	3,4	-0,7	1,4	1,8	0,8	1,3	2,0	2,1
2001	2,8	-0,7	1,9	1,8	1,2	2,6	2,3	2,4
2002	1,6	-0,9	1,3	1,9	1,3	2,4	1,9	2,3
2003	2,3	-0,2	1,0	2,2	1,4	1,9	1,7	2,1
Anslag								
2004	1½	-¼	¾	1½	2	¾	1¼	1½
2005	2¼	-¼	1½	1½	2	2	1¾	1¾
2006	2½	-¼	1¾	1¾	2	2	1¾	1¾

1) HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices

2) Importvekter, Norges 25 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

I mars 2001 (St.meld. nr. 29 (2000-2001)) ble det innført nye retningslinjer (handlingsregelen) for budsjettpolitikken. I følge handlingsregelen skal det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet over tid svare til forventet realavkastning av Petroleumsfondet. Forventet realavkastning av Petroleumsfondet er anslått til 4 prosent.

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

I Nasjonalbudsjettet og det vedtatte budsjettet for 2004 ble det lagt til grunn et strukturelt, oljekorrigeret budsjettunderskudd i 2004 på 50,7 milliarder kroner. Dette er 16,4 milliarder kroner over forventet realavkastning av kapitalen i Statens petroleumsfond ved inngangen til 2004. I salderingen av statsbudsjettet for 2003 anslås det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet til 44,4 milliarder kroner. Det er vel 4 milliarder kroner høyere enn anslått i Nasjonalbudsjettet 2004.

Forutsetningene i inflasjonsrapporten

Våre anslag tar utgangspunkt i det vedtatte statsbudsjettet for i år og anslagene i Nasjonalbudsjettet 2004. I det vedtatte budsjettet for i år fikk kommunene pluss på 2,2 milliarder kroner i frie inntekter i forhold til Regjeringenes opprinnelige forslag. Den reelle veksten i kommunenes samlede inntekter fra 2003 til 2004 kan anslås til rundt 3 prosent. Vi antar at om lag halve inntektsveksten i år blir brukt til konsum. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn en årlig vekst i det offentlige kjøp av varer og tjenester på 2¼ prosent i år og 1½ prosent i 2005 og 2006. Forutsetningen innebærer at verdiveksten i offentlige utgifter for 2005 og 2006 vil være om lag på linje med verdiveksten i inntektene.

Tabell: Utviklingen i det strukturelle, oljekorrigerede 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 oljekorrigeret underskudd	Strukturelt oljekorrigeret underskudd, prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge
2001	386,6	-	30,2	2,4
2002	619,3	26,6	38,1	3,0
2003	604,6	25,0	41,7	3,3
2004	856,6	34,3	50,7	3,9
2005	995,7	38,4	50,7	3,9
2006	1133,1	42,1	50,7	3,8
2007	1267,7	45,3	50,7	3,8
2008	1396,3	48,1	50,7	3,7
2009	1526,9	50,7	50,7	3,7
2010	1664,8	53,2	53,2	3,9

¹⁾ Løpende priser.

Kilde: Nasjonalbudsjettet 2004

Tabell 9 Beregningstekniske forutsetninger

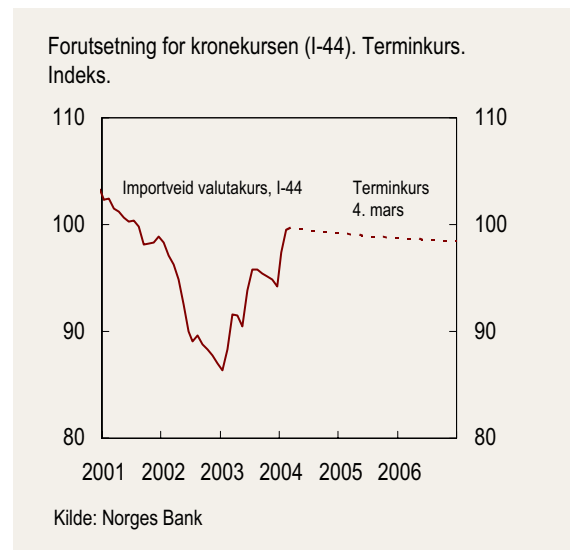
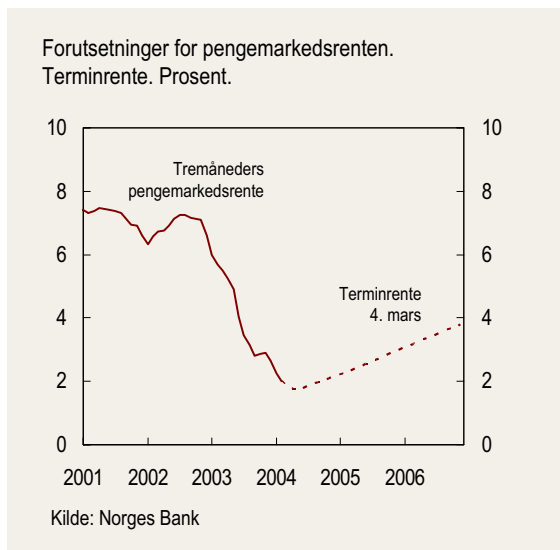
Historisk utvikling		I-44 ¹⁾	Foliorente
1996		99,6	4,5
1997		99,2	3,4
1998		101,7	5,5
1999		100,4	6,3
2000		103,3	6,2
2001		100,2	7,0
2002		91,6	6,7
2002	1.kv	97,3	6,5
	2.kv	92,5	6,5
	3.kv	89,1	7,0
	4.kv	87,7	6,9
2003	1.kv	88,7	6,0
	2.kv	91,9	5,1
	3.kv	95,7	3,4
	4.kv	94,7	2,5

Beregningstekniske forutsetninger		Terminkurs	Basert på terminrenter ²⁾
2004	1.kv	98,9	1,9
	2.kv	99,6	1,5
	3.kv	99,4	1,7
	4.kv	99,3	1,9
2005	1.kv	99,1	2,0
	2.kv	99,0	2,2
	3.kv	98,9	2,4
	4.kv	98,8	2,7
2006	1.kv	98,7	2,9
	2.kv	98,6	3,1
	3.kv	98,6	3,3
	4.kv	98,5	3,5

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 4. mars. 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)			
	2002	2002	Anslag			
			2003	2004	2005	2006
Realøkonomi						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	1211	2,1	1¼	4	3½	3
- Privat konsum	685	3,6	¾	5¼	4	2¾
- Offentlig konsum	332	3,2	1¼	2¼	1½	1½
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	194	-4,6	-6¼	1¼	6	6
Oljeinvesteringer ²⁾	53	-4,6	18	8	3	-5
Tradisjonell eksport	200	1,3	1	3	3½	3½
Import	415	1,7	1½	5½	3¼	1¾
BNP Fastlands-Norge ³⁾	1207	1,3	¾	3¼	3¼	2¾
BNP	1521	1,0	-	-	-	-
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting		0,2	-0,7	½	1¼	¾
Arbeidsstyrke, AKU		0,7	-0,1	½	1	½
Registrert ledighet (rate)		3,2	3,9	4	3¾	3½
AKU-ledighet (rate)		3,9	4,5	4½	4¼	4
Priser og lønninger						
KPI ⁴⁾		1,3	2,5	0	2¼	2½
KPI-JAE ⁵⁾		2,3	1,1	½	2¼	2½
Årslønn ⁶⁾		5,7	4½	3¾	4¾	5

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

2) Utvinning og rørtransport

3) I anslagene har vi sett bort fra svingninger i kraftproduksjonen. I 2003 bidrar lavere kraftproduksjon til å trekke ned BNP-veksten med anslagsvis ¼ prosentpoeng.

4) Ikke korrigerert for innføring av maksimalpris på barnehageplasser.

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

6) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger.

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

