

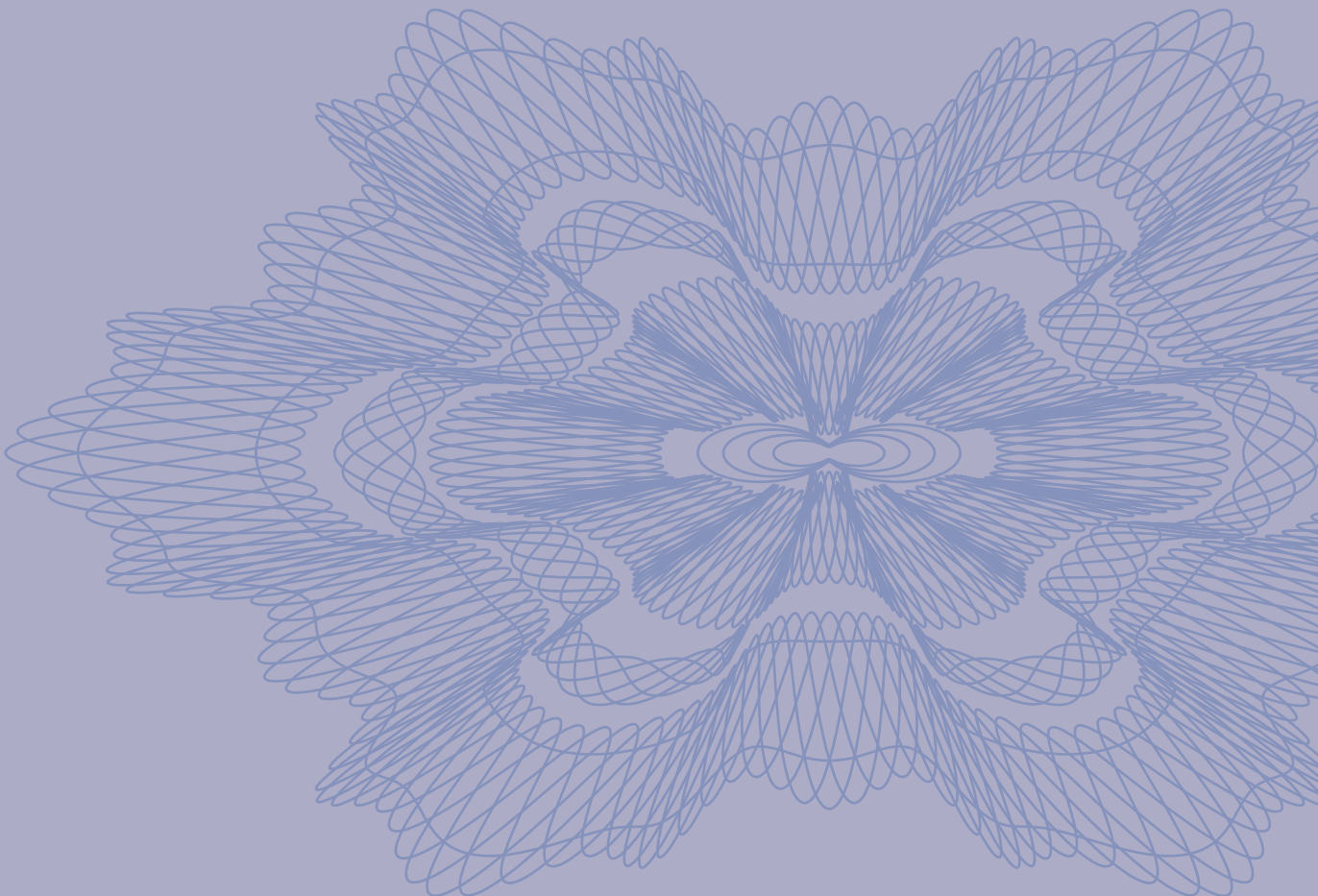
Norges Banks rapportserie
Nr. 5-2003



Inflasjonsrapport

3
03

o k t o b e r



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

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og Norges Bank ser fremover i rentesettingen. Styringsrenten (foliorenten) blir satt ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen, normalt med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Det tidsperspektivet betyr samtidig at det legges vekt på å dempe svingningene i realøkonomien. 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 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 §3¹. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding. Fra og med høsten 2003 er det lagt opp til åpen høring i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av kredittmeldingen.

¹ Nytt fjerde ledd forventes satt i kraft med det første.

Inflasjonsrapport 3/2003

Forord	7
Sammendrag	8
1. Utviklingen den siste tiden	10
2. Den internasjonale utviklingen	18
3. De økonomiske utsiktene i Norge	22
4. Inflasjonsanslag	30
Utdypinger	
Direkte virkninger av renten på husleiene	39
Ubalanser i USA	42
Om forutsetningene for valutakursen	45
Fleksibel inflasjonsstyring og indikatorer for press i realøkonomien	46
Vedlegg	
Regionalt nettverk	48
Strateginotat 2/03	53
Statistikk	65
Detaljerte anslag og forutsetninger	71

Redaksjonen avsluttet 23. oktober 2003

Forord

Inflasjonen skal opp

Inflasjonen har de siste månedene ligget vesentlig lavere enn inflasjonsmålet som Regjeringen har fastsatt for pengepolitikken. Renten er blitt satt kraftig ned, men pengepolitikken virker med et tidsetterslep. I denne rapporten analyseres den økonomiske utviklingen helt fram til 2006. Analysene i rapporten gir dermed grunnlag for å vurdere utviklingen i inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen i et lengre perspektiv.

Renten er i dag lav fordi situasjonen i norsk økonomi tilsier det. Den er også lavere enn hva en vil forvente som en normalsituasjon over tid. I rapporten har vi som en beregningsmessig forutsetning lagt til grunn en renteutvikling fremover i tråd med forventningene i finans- og valutamarkedet. Etter disse skulle renten bli liggende på dagens nivå godt inn i 2004. Deretter innebærer forutsetningen at norske renter stiger gradvis i takt med utenlandske renter. Når kronen følger terminkursen gir det samtidig en moderat svekkelse av kronen gjennom prognoseperioden. I analysen i rapporten er inflasjonen tilbake på målet høsten 2005 og stabiliserer seg på dette nivået.

De pengepolitiske lettelsene som er gjennomført tilsier at inflasjonen gradvis tar seg opp og er klart høyere enn nå allerede neste vår. Etter en periode med svært lav inflasjon som vi nå har hatt, er det riktig å være særlig aktpågivende i pengepolitikken for det tilfellet at inflasjonen ikke tiltar som ventet. Siktemålet i pengepolitikken i tiden fremover er at inflasjonen skal opp.

Jarle Bergo
27. oktober 2003

Sammendrag

Den økonomiske veksten har tatt seg opp i USA og en del asiatiske land. I landene i euroområdet er veksten lav, men det er nå tegn til at bunnen kan være nådd. Verdensøkonomien synes imidlertid sårbar for nye forstyrrelser.

I Norge har kapasitetsutnyttelsen i fastlandsøkonomien falt og er nå på nivå med årene 1995-1997, før kostnadsstigningen tiltok. Produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, er igjen lukket, se figur 1. Lønnsveksten har samtidig kommet ned på et mer opprettholdbart nivå.

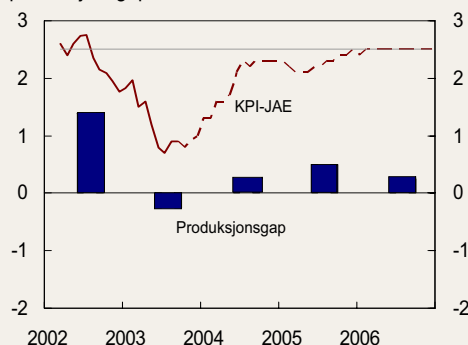
Renten er satt ned siden forrige inflasjonsrapport, og realrenten er nå lav. Kronekursen har kommet tilbake til nivået på midten av 1990-tallet. Pengepolitikken stimulerer veksten i norsk økonomi.

Foreløpige tall tyder på at den samlede produksjonen i Fastlands-Norge økte i 2. kvartal. Det er god vekst i det private forbruket, og husholdningene er mer optimistiske enn tidligere i år. Sterk vekst i inntektene, lav prisvekst på konsumvarer og redusert rente gir grunnlag for høy vekst i husholdningenes forbruk fremover. Fallet i sysselsettingen kan se ut til å ha avtatt. Forventningsundersøkelser og informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at aktiviteten i store deler av næringslivet fortsatt er lav, men at utsiktene vurderes som noe bedre.

Det kan ta tid før økt etterspørsel og produksjon gir vesentlige utslag i sysselsettingen og investeringene. Næringslivet bærer med seg virkningene av at lønnskostnadene har økt kraftig over flere år. Samtidig er det fortsatt ledig kapasitet i en del bransjer. Trolig kan bedriftene i noen grad møte økt etterspørsel med eksisterende kapasitet. Det er imidlertid grunn til å vente at høyere etterspørsel etter hvert vil føre til ny vekst i sysselsettingen og i investeringene. I offentlig sektor kan lavere lønnsvekst gi grunnlag for høyere sysselsetting, siden en mindre del av veksten i utgiftene går med til å dekke høyere lønninger.

I denne rapporten presenteres anslag basert på at renten følger terminrentene i markedet, og at kronen utvikler seg i tråd med terminkursen. Terminrentene innebærer at den kortsiktige pengemarkedsrenten vil holde seg nokså lav det nærmeste året. Etter hvert øker terminrentene gradvis, i det vesentlige parallelt med økningen i rentene hos våre handelspartnere. Forutsetningen innebærer at den kortsiktige pengemarkedsrenten, som normalt er noe høyere enn foliorenten, vil holde seg rundt 3 prosent fram til midten av neste år, og øke til 3¾ prosent mot slutten av året. På to års sikt, fram mot slutten av 2005, er terminrenten 4½ prosent.

Figur 1 Anslag på konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (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

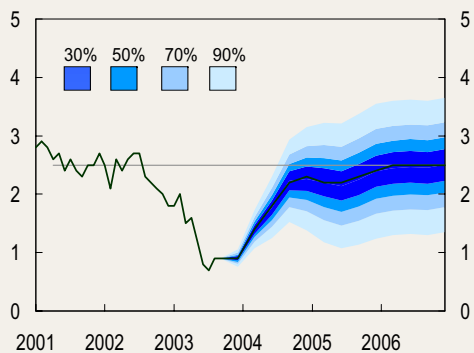
Kronekursen er forutsatt å utvikle seg i tråd med terminvalutakursen, som avspeiler utviklingen i rentedifferansen mellom Norge og utlandet. Det innebærer en moderat svekkelse av kronekursen gjennom prognoseperioden. Ved utgangen av 2005 er kronen om lag 1 prosent svakere enn gjennomsnittet for de siste tre månedene.

Den underliggende prisveksten er lav og vil være lav en tid fremover, se figur 1. Den utviklingen som er lagt til grunn for rente- og valutakursutviklingen, bidrar til at prisveksten etter hvert bringes tilbake mot inflasjonsmålet på 2½ prosent. Rentereduksjonene har redusert renteforskjellen mellom Norge og utlandet. Målt ved den importveide indeksen (I-44) har kronen svekket seg med 9 prosent siden årsskiftet. Prisveksten ventes å ta seg opp som følge av fallet i kronekursen.

Høyere aktivitetsvekst i norsk økonomi vil etter hvert også bidra til å trekke inflasjonen opp. De pengepolitiske lettelsene vil i første omgang stimulere det private forbruket. Det vil gi økt aktivitet i næringer som selger varer og tjenester til husholdningene. Når den internasjonale etterspørselen etter hvert tar seg opp, og den ledige kapasiteten i tjenesteytende næringer er bygget tilstrekkelig ned, vil etterspørselen etter arbeidskraft kunne stige i flere deler av økonomien. Arbeidsledigheten anslås etter hvert å komme noe ned igjen.

Stigningen i prisene målt i utenlandsk valuta på de varene vi importerer, ventes å ta seg opp etter hvert som oppgangen i internasjonal økonomi får feste. Også økt aktivitet i norsk økonomi og et ytterligere fall i verdien av kronen vil bidra til at prisveksten anslås å nå opp til inflasjonsmålet om to år. Det er deretter utsikter til at prisveksten vil bli liggende om lag på inflasjonsmålet, se figur 2.

Figur 2 Anslag og usikkerhet for KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 | Utviklingen den siste tiden

1.1 Den økonomiske situasjonen

Veksten i norsk økonomi stoppet opp i vinter. Den underliggende prisveksten er lav. Norges Banks styringsrente er satt ned med til sammen 4,5 prosentpoeng siden desember i fjor, og realrentene er nå historisk sett lave, se figur 1.1. Renteforskjellen mot utlandet har falt kraftig, og kronekursen har svekket seg med om lag 9 prosent i år. Det er nå visse tegn til at stimulansene fra pengepolitikken har begynt å virke og til at aktiviteten i norsk økonomi er i ferd med å ta seg opp.

Kapasitetsutnyttelsen i fastlandsøkonomien har falt og er nå på nivå med årene 1995-1997, før kostnadsstigningen tiltok. Produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, har falt fra et positivt nivå i 2002 og tegner til å bli lukket i år, se figur 1.2. Indikatorer for press i realøkonomien er drøftet i en egen utdyping på side 46.

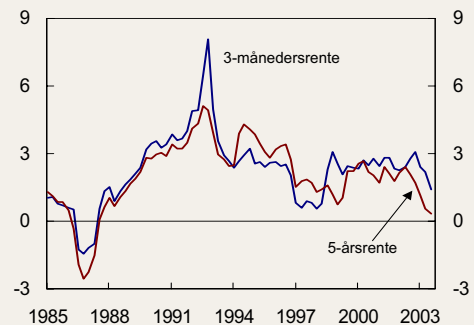
Internasjonalt er det oppgang i USA og enkelte asiatiske land. Svingninger i finansmarkedene indikerer imidlertid at aktørene er usikre på om oppgangen vil vedvare. Lav vekst i Europa gjør at utviklingen hos våre handelspartnere sett under ett fortsatt er svak. Den internasjonale konjunkturedgangen som startet i 2000, rammet norsk økonomi gjennom fall i aksjemarkedene og ga opphav til betydelige restruktureringer i en del tjenesteytende næringer. Samtidig har det vært lav vekst i våre eksportmarkeder og lave priser på mange av varene vi eksporterer. Høy lønnsvekst over flere år har svekket næringslivets konkurransevne overfor utlandet. Gjennom fjoråret ble virkningene av den høye lønnsveksten i eksportnæringene forsterket av styrkingen av norske kroner. Kronekursen er nå tilbake rundt nivået den hadde på midten av 1990-tallet, mens lønnskostnadene i industrien i den samme perioden har økt nær 15 prosent mer enn hos handelspartnerne, se figur 1.3. Tapet av konkurransevne svekker utsiktene for ny vekst i norsk industri fremover.

Kraftig vekst i lønnsutgiftene og økt konkurranse har gjort det nødvendig å redusere kostnadene i mange bedrifter og virksomheter. Bedriftene og offentlige virksomheter har tilpasset seg gjennom lavere investeringsaktivitet og redusert sysselsetting. Arbeidsledigheten har økt.

Presset mot lønnsomheten i næringslivet har sitt motstykke i sterk vekst i kjøpekraften i de husholdningene som ikke er rammet av økt arbeidsledighet. Det private forbruket har økt markert.

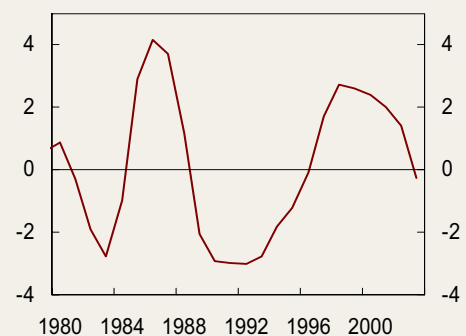
I statsbudsjettet for 2004 foreslår Regjeringen å øke utgiftene med 5,4 prosent, eller noe mer enn den anslåtte trendveksten i verdien av BNP for Fastlands-Norge. Det

Figur 1.1 Realrente etter skatt.¹⁾
1. kv. 1985 – 3. kv. 2003.



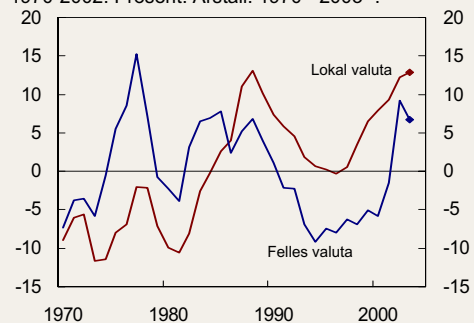
¹⁾ 3-måneders pengemarkedsrente deflatert med KPI uten energivarer fram til 1995, Norges Banks beregninger for KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer fra og med 1995 til og med juli 2000, deretter KPI-JAE. For 5 års statsobligasjonsrente brukes samme deflatering, men fra og med andre kvartal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

Figur 1.2 Produksjonsgap.
Prosentvis avvik fra trend-BNP. Årstall.
1980 - 2003¹⁾.



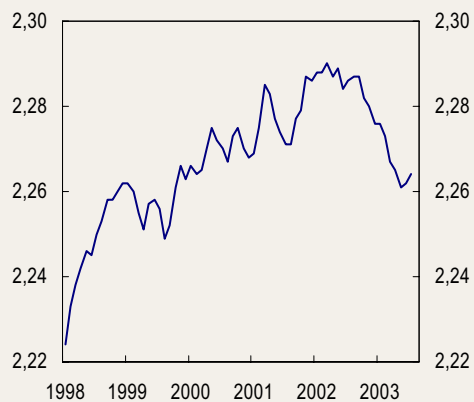
¹⁾ BNP-tall for 2003 er basert på anslag
Kilde: Norges Bank

Figur 1.3 Relative lønnskostnader¹⁾ mellom Norge og handelspartnerne²⁾. Avvik fra gjennomsnittet fra 1970-2002. Prosent. Årstall. 1970 - 2003³⁾.



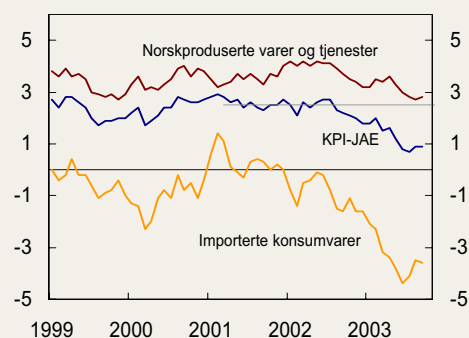
¹⁾ Timelønnskostnader i industrien
²⁾ Anslag for 2003. For relative lønnskostnader i felles valuta er 2003-anslaget basert på en videreføring av gjennomsnittlig valutakurs i oktober (pr. 23. oktober) ut året
³⁾ Lønnsveksten for 2003 er basert på anslag
Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.4 Sysselsatte personer ifølge AKU. Antall i millioner. Jan. 98 - jul. 03. Sesongjustert.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.5 KPI-JAE. Totalt¹⁾ og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 99 - sep. 03.

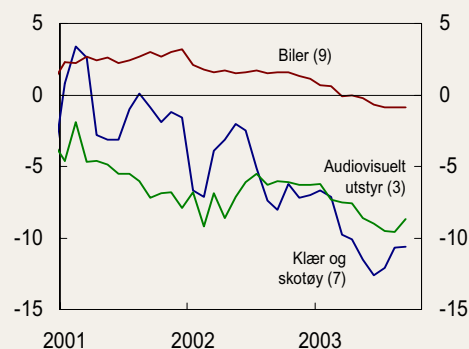


¹⁾ Norges Banks beregninger fram til og med juli 2000, deretter publiserte tall fra SSB

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6 Priser på noen importerte konsumvarer justert for avgiftsendringer. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 - sep. 03.



Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

reelle skatte- og avgiftsnivået holdes om lag uendret. Anslaget for veksten i offentlig konsum i 2003 er justert opp. For 2003 og 2004 sett under ett gir finanspolitikken trolig en viss stimulans til aktiviteten i norsk økonomi.

Utviklingen den siste tiden gir visse holdepunkter for at veksten i norsk økonomi kan være i ferd med å ta seg opp. Foreløpige tall tyder på at den samlede produksjonen i Fastlands-Norge økte i 2. kvartal etter å ha falt i vinter. Det er god vekst i det private forbruket, og husholdningene er langt mer optimistiske enn tidligere i år. Sterk vekst i inntektene, lav prisvekst på konsumvarer og redusert rente legger grunnlag for høy vekst i husholdningenes forbruk fremover. Boligprisene har økt noe de senere månedene. Fallet i sysselsettingen kan se ut til å ha avtatt, se figur 1.4. Forventningsundersøkelser og informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at aktiviteten fortsatt er lav i store deler av næringslivet, men at utsiktene vurderes som noe bedre. Kostnadsreduksjonene som er gjennomført i mange bedrifter, ser ut til å virke positivt på lønnsomheten. Sammen med utsikter til lavere lønnsvekst i år og i årene fremover kan det bedre grunnlaget for ny vekst i norsk økonomi.

1.2 Konsumprisveksten

Den underliggende prisveksten er lav. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), har avtatt gradvis siden sommeren i fjor. Tolv månedersveksten i KPI-JAE var nede i 0,7 prosent i juli, før den tok seg opp til 0,9 prosent i august og september. Prisveksten har vært noe lavere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport.

Lav prisvekst i utlandet og kronestyrkingen til januar i år har ført til at prisene på importerte konsumvarer faller. Det er særlig prisen på importerte konsumvarer som trekker den samlede prisveksten ned, se figur 1.5. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har også avtatt den siste tiden.

Avtakende prisfall på importerte konsumvarer

Prisene på importerte konsumvarer i KPI har falt siden inngangen til 2002. Prisfallet tiltok gradvis fram til juli. Da var prisene 4,5 prosent lavere enn i juli i fjor. De to siste månedene har nedgangen siste tolv måneder vært om lag 3,5 prosent. Det ventes at prisveksten på importerte konsumvarer vil ta seg opp utover høsten og vinteren etter hvert som priseffektene av kronestyrkingen fram til januar i år gradvis tømmes ut.

Prisfallet på importerte konsumvarer skyldes ikke bare valutakursutviklingen. Prisene på klær har falt sammenhengende de siste årene, se figur 1.6. I september var prisene på klær 12,3 prosent lavere enn i samme

måned i fjor, og nær 30 prosent lavere enn i 1995. I tillegg til lav prisvekst på slike varer internasjonalt, har reduserte tollsatser på klær gitt lavere priser til forbrukerne. Oppheving av kvotereguleringer har samtidig ført til at mer av klesimporten er flyttet fra høykostland til land med vesentlig lavere produksjonskostnader. Tilsvarende utvikling finner vi i lyd- og bildebransjen. De internasjonale produsentene har flyttet produksjon til lavkostland og har kunnet senke sine priser ved salg til norske importører. I tillegg har teknologiforbedringer og intensivert internasjonal konkurranse bidratt til lavere priser. Siden midten av 1990-tallet har audiovisuelt utstyr blitt vesentlig billigere, se figur 1.7. I september var prisene på slike varer 8,7 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. Utover våren og sommeren i år falt prisene noe, og i september var bilprisene 0,9 prosent lavere enn på samme tid i fjor. Tidligere i år ventet vi at bilprisene etter hvert ville falle mer som følge av styrkingen i kronkursen. Det er imidlertid mulig at eventuelt planlagte prisreduksjoner ikke har blitt gjennomført som følge av at kronen har svekket seg igjen i år. Den private bilimporten økte kraftig i fjor, men har falt noe tilbake etter svekkelsen i kronkursen i år. Lavere privat import av biler tilsier at presset på norske forhandlere i retning av lavere priser har avtatt noe.

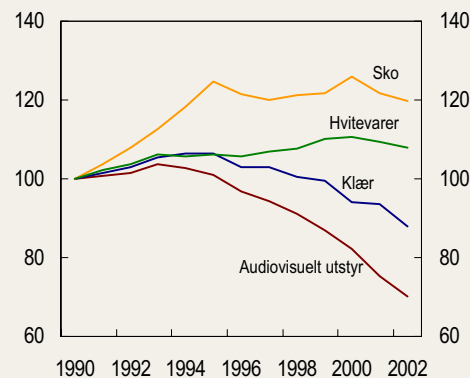
Lavere innenlandsk prisvekst

Lave prisimpulser fra utlandet har også gitt utslag i lavere prisvekst på en del norskproduserte varer, se figur 1.8. Varer som er påvirket av prisene på verdensmarkedet, enten som følge av sterk utenlandsk konkurranse eller høyt importinnhold, har bidratt til lavere innenlandsk prisvekst. Sterk kronkurs i fjor og sterkere konkurranse har trolig gitt lavere innsatskostnader for norske produsenter og dermed lavere vekst i utsalgsprisene. Prisveksten på norskproduserte varer som er skjermet for utenlandsk konkurranse, har i stor grad holdt seg oppe.

Veksten i husleiene har avtatt noe, men bidrar fortsatt til å trekke opp den innenlandske prisveksten. Rentenedgangen i år kan isolert sett bidra til å trekke veksten i husleiene ned på kort sikt, men denne direkte virkningen er trolig liten. Den direkte virkningen av renten på husleiene omtales nærmere i en egen utdyping på side 39.

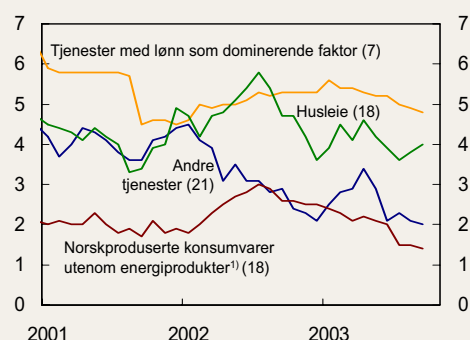
Etter å ha steget noe i første halvår i år, har prisveksten på tjenester med andre viktige kostnadsfaktorer enn lønn avtatt nokså mye de siste månedene. Også innen denne gruppen har trolig utviklingen i kronkursen virket inn. I konsumprisindeksen måles prisene på charterreiser bare i juni hvert år, og i juni i år ble det registrert et fall i prisene på

Figur 1.7 Priser på noen importerte konsumvarer justert for avgiftsendringer. Indeks. 1990=100. Årstall. 1990 - 2002.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 01 - sep. 03.

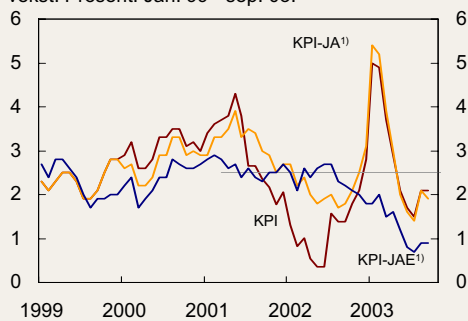


¹⁾ Unntatt jordbruks- og fiskevarer

Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 Konsumprisene. Totalt og justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 99 - sep. 03.



KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer
 KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
¹⁾ Norges Banks beregninger fram til og med juli 2000, deretter publiserte tall fra Statistisk sentralbyrå
 Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

slike reiser. Reisearrangørene har trolig i stor grad kjøpt inn og priset disse reisene i perioden da kronkursen var sterk. Reduserte foreldrebetalingar til barnehager har også bidratt til nedgangen i prisveksten for denne gruppen av tjenester. Prisene på forsikringstjenester har derimot steget med over 9 prosent det siste året.

Prisveksten på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor har avtatt noe, men er fortsatt høy. Tolvmånedersveksten i prisene på håndverkstjenester har ligget stabilt på 4,7 prosent det siste året, men falt til 3,9 prosent i september. Også prisveksten på hår- og skjønnhetspleie har avtatt de siste månedene etter å ha ligget over 5 prosent i lengre tid. Prisveksten på helsetjenester utenom institusjon har derimot holdt seg oppe på om lag 6 prosent.

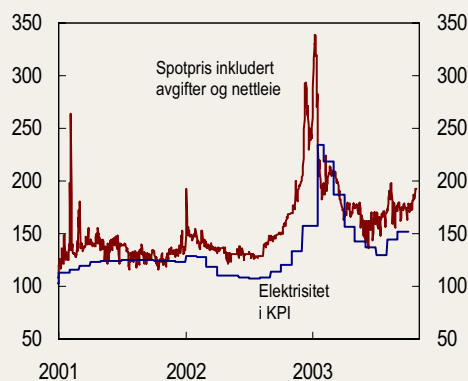
Høye strømpriser holder veksten i KPI oppe

Den kraftige veksten i strømprisene ved årsskiftet ga et markant løft i tolvånedersveksten i konsumprisindeksen inkludert avgifter og energivarer (KPI), se figur 1.9. Strømprisene har falt nokså mye siden i vinter, se figur 1.10. Målt i tolvånedersrater avtok veksten i elektrisitetsprisene gradvis til om lag 20 prosent i juli, før den økte til noe over 30 prosent igjen i august og september. Fyllingsgraden i vannmagasinene er fortsatt under normalnivået fra de siste årene.

Bensinprisene fulgte nedgangen i oljeprisen gjennom våren i år, men økte noe i sommer. I september falt imidlertid bensinprisene noe igjen, til et nivå som er litt høyere enn i september i fjor.

Tolvånedersveksten i KPI var 2,1 prosent i september. Forløpet for energiprisene vil føre til at KPI-veksten vil ligge over veksten i KPI-JAE ut året. Det ventes ikke at elektrisitetsprisene vil bli like høye i januar neste år som de var ved inngangen til dette året. Dermed vil utviklingen i elektrisitetsprisene trekke veksten i KPI ned ved inngangen til 2004.

Figur 1.10 Elektrisitetspriser. Indeks. 1. januar 1998=100.



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

1.3 Finansmarkedene

Siden i sommer har utviklingen i de internasjonale finansmarkedene gjennomgående vært preget av økt optimisme om vekstutsiktene. Aksjekursene og de langsiktige rentene har økt. Stigningen har imidlertid vært ujevn, og det har vært betydelige svingninger mellom hovedvalutaene. Dette kan gjenspeile usikkerhet om hvor robust oppgangen i internasjonal økonomi er.

Før sommeren førte sikkerhetspolitisk uro og usikkerhet om utviklingen i internasjonal økonomi til at de langsiktige rentene falt til historisk lave nivåer. Fallet i de langsiktige

rentene hadde også sammenheng med at sentralbanken i USA uttalte at rentene kan forbli lave temmelig lenge for å gardere mot en liten, men likevel utsagnskraftig, risiko for deflasjon. De siste månedene har sentralbankene i de store landene holdt sine styringsrenter uendret. En noe større optimisme om den internasjonale økonomiske utviklingen har ført til en viss oppgang i de langsiktige rentene.

De langsiktige rentene i Norge har i stor grad fulgt den internasjonale utviklingen, se figur 1.11. Selv om rentene har økt noe siden bunnen i juni, er nivåene også i Norge historisk sett lave.

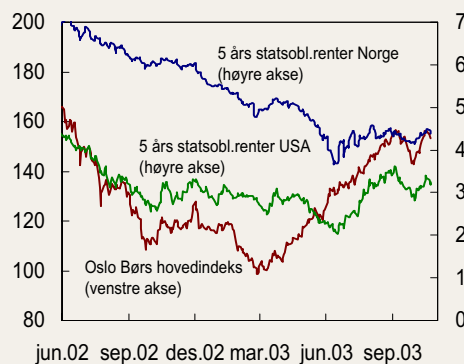
Siden begynnelsen av mars har aksjekursene steget med mellom 30 og 40 prosent i USA, euroområdet og i Storbritannia. Stigningen i aksjekursene ble midlertidig avbrutt i september. Det hadde trolig sammenheng med svak utvikling i arbeidsmarkedet i USA, samt bekymring for at aksjekursene hadde steget mer enn inntjeningen i bedriftene skulle tilsi. Vekst i sysselsettingen fra september og rapportering av gode selskapsresultater i tredje kvartal, har ført til ny oppgang i aksjemarkedene i oktober. På Oslo Børs har aksjekursene steget med 48 prosent siden begynnelsen av mars.

Markedsrentene gjenspeiler forventninger om at det vil ta tid før styringsrentene internasjonalt blir satt opp fra de uvanlig lave nivåene i dag. Både i USA og i euroområdet ventes renteøkning tidligst sommeren 2004. I Storbritannia er det imidlertid forventninger om at renten kan bli økt med ¼ prosentpoeng i desember i år. Fra dagens nivå er det priset inn en økning i styringsrentene på 1½ prosentpoeng i Storbritannia, 1¼ prosentpoeng i USA og ¾ prosentpoeng i euroområdet innen utgangen av 2004.

Forventningene til den fremtidige renteutviklingen i Norge kommer til uttrykk i terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene og i rentene for fremtidige renteavtaler (FRA). Rentene tyder på forventninger i markedet om at de kortsiktige pengemarkedsrentene vil være om lag uendret fram til midten av neste år. Deretter ventes rentene å stige gradvis, se figur 1.12. Rentene impliserer forventninger om en foliorente på om lag 3½ prosent innen utgangen av 2004. Om lag en tilsvarende økning er ventet hos Norges viktigste handelspartnere, slik at differansen mellom norske og utenlandske renter ventes å være nokså stabil i tiden fremover.

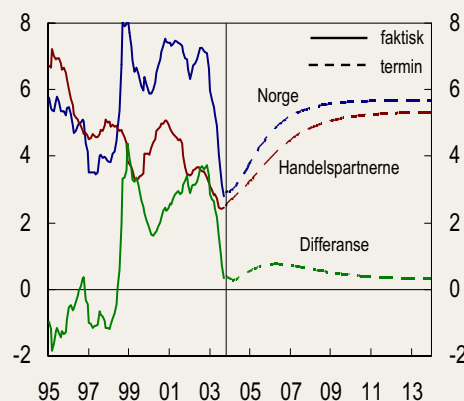
Det har vært store svingninger mellom hovedvalutaene de siste månedene. Fram til begynnelsen av september styrket den amerikanske dollaren seg som følge av tegn til økt vekst i amerikansk økonomi. Denne utviklingen snudde etter G7-møtet i Dubai i september. I et kommuniqué uttalte G7-landene blant annet at valutakursene bør reflektere landenes underliggende økonomiske forhold, og at det er ønskelig

Figur 1.11 Utviklingen i Oslo Børs hovedindeks, 5 års statsobligasjonsrenter i Norge og i USA. Dagstall. 01.jun. 02 – 23.okt. 03.



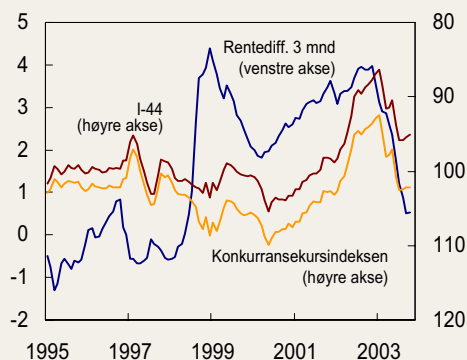
Kilde: EcoWin og Norges Bank

Figur 1.12 Tremåneders pengemarkedsrenter og terminrenter. Månedstall. 1995 - 2013.



Kilde: Norges Bank

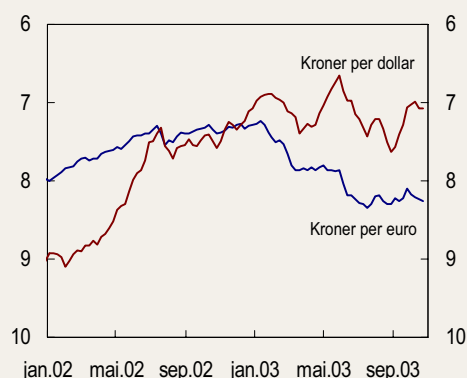
Figur 1.13 Importvektet valutakurs (I-44), konkurransekursindeksen¹⁾ og rentedifferanse mot utlandet. Jan. 95 – 23. okt. 03.



¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

Kilde: Norges Bank

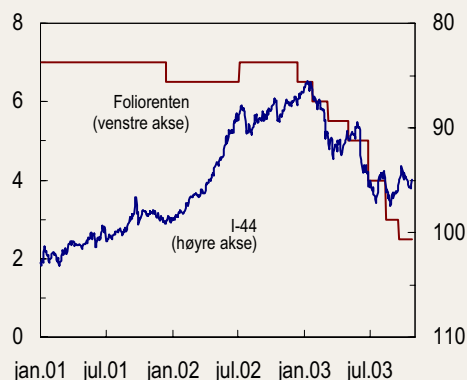
Figur 1.14 Kronkursen mot euro og amerikanske dollar¹⁾. Uketall. 12. jan. 02 - 23. okt. 03.



¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Importvektet valutakurs (I-44)¹⁾ og foliorenten. Dagstall. 2. jan 01 – 23. okt. 03



¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

Kilde: Norges Bank

med mer fleksible valutakurser. Markedsaktørenes tolkning av kommunikeet har ført til en svekkelse av amerikanske dollar og et appresieringspress mot japanske yen og andre asiatiske valutaer. Siden begynnelsen av september har også euro styrket seg målt ved den effektive kursen.

Siden årsskiftet har den importveide kronkursen (I-44) svekket seg med om lag 9 prosent. Svekkelsen må ses i sammenheng med at rentereduksjonen i Norge har ført til et markert fall i renteforskjellen overfor utlandet, se figur 1.13. Den reduserte rentedifferansen gjør det mindre attraktivt å sitte med norske kroner fremfor andre valutaer.

Det har vært betydelige svingninger i kursforholdet mellom norske kroner og amerikanske dollar siden den forrige inflasjonsrapporten ble lagt fram. Fra slutten av august til slutten av oktober falt prisen på en dollar med 8 prosent, til om lag 7 kroner, se figur 1.14. Målt mot euro har kronen vært mer stabil, og variert rundt 8,20. Også mot svenske kroner har den norske kronen vært relativt stabil den siste tiden, mens svingningene mot britiske pund har vært noe større.

Siden den forrige inflasjonsrapport ble lagt fram har den importveide kronkursen variert mellom 93,6 og 97,4. Renteendringen i slutten av juni var i stor grad ventet i markedet, og kursutslaget var derfor begrenset, se figur 1.15. Etter rentereduksjonen på 1 prosentpoeng i august svekket kronkursen seg ytterligere, men rentereduksjonen i september ble ikke etterfulgt av en kronesvekkelse. Det kan ha sammenheng med at markedsaktørene da ikke lenger ventet ytterligere nedgang i renten. De store bevegelsene i internasjonale valutakurser kan i tillegg ha redusert oppmerksomheten om norske kroner. Anslag fra makroøkonomiske analytikere tyder på forventninger om at kronkursen vil være relativt stabil fremover. Terminkursen innebærer en viss svekkelse av kronkursen.

1.4 Pengepolitikken

Siden desember i fjor er styringsrenten satt ned med 4,5 prosentpoeng. Rentenedsettelsene har sammenheng med at inflasjonsutsiktene har endret seg. Dette har skjedd dels som følge av svakere konjunkturer i verdensøkonomien og lave internasjonale renter, dels som følge av endrede utsikter for lønnsveksten i Norge. Utviklingen internasjonalt med en rekke negative hendelser, som fallet i aksjemarkedene fram til mars, krigen i Irak og SARS, smittet over på deler av norsk økonomi. Samtidig bidro fallende renter ute til styrking av kronkursen fram til januar i år. Næringslivet i Norge har merket virkningene av svakere konjunkturutvikling ute, det høye norske kostnadsnivået og den sterke kronkursen.

Svakere utvikling både internasjonalt og hjemme har påvirket det norske arbeidsmarkedet. Arbeidsledigheten

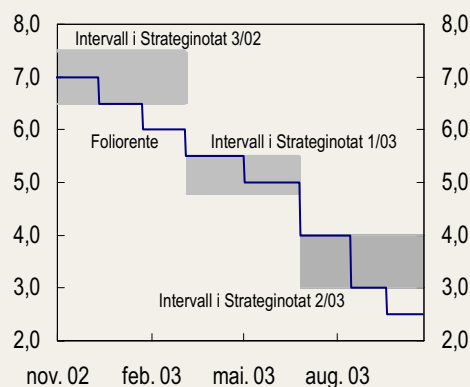
har økt noe. Utsikter til at lønnsveksten, med moderate tillegg ved lønnsoppgjørene i år, varig vil komme ned på et mer opprettholdbart nivå har vært vesentlig for de store lettelsene i pengepolitikken. Den underliggende prisveksten vil trolig være lavere enn inflasjonsmålet en tid fremover. Renten er redusert med sikte på å bringe inflasjonen opp mot målet innenfor horisonten på to år.

Siden den forrige inflasjonsrapporten ble ferdigstilt, har Norges Bank redusert styringsrenten tre ganger med til sammen 2,5 prosentpoeng. Foliorenten er nå 2,5 prosent. Beslutningene om å redusere styringsrenten var basert på analysene i Inflasjonsrapport 2/03 som ble lagt fram 25. juni. Analysene i rapporten viste at det var utsikter til lav underliggende prisvekst en tid fremover. Lønnsanslagene ble justert ned både for 2003 og 2004. Med en foliorente på 4 prosent og konstant kronekurs var det utsikter til at prisveksten ville bli lavere enn inflasjonsmålet i hele prognoseperioden. Produksjonsgapet ble anslått å holde seg negativt ut 2005. Det ble også lagt fram to beregninger med andre forutsetninger om rente, valutakurs og lønnsvekst. Markedsaktørene ventet at renten ville komme ned mot 3 prosent nokså raskt. Beregningene viste at inflasjonen med en slik utvikling kunne komme opp til målet i løpet av 2005, avhengig av forløpet for lønnsveksten. Produksjonsgapet ble anslått å holde seg rundt null i år og neste år, og bli svakt positivt i 2005. På bakgrunn av disse utviklingsbanene ble det trukket opp et opplegg for rentesettingen i perioden fra juni til oktober. Hovedstyret tok da sikte på at foliorenten skulle ligge i intervallet 3-4 prosent ved utgangen av oktober 2003, se figur 1.16. Intervallet var imidlertid betinget av utviklingen i kronekursen og anslagene for den økonomiske utviklingen. Utviklingen med reduksjon i renten i andre land og lav vekst i konsumprisene kunne åpne for en enda lavere rente. Se Strateginotat 2/03 i vedlegg II for en nærmere redegjørelse.

På Norges Banks hovedstyremøte 25. juni ble det besluttet å redusere foliorenten med ett prosentpoeng, til 4,0 prosent. Med en rente på 4,0 prosent 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. I løpet av juni falt rentene i pengemarkedet og kronen svekket seg markert. Styringsrenten var blitt satt ned i flere land, blant annet i euroområdet, se figur 1.17. Samtidig var det da få tegn til at de gjennomførte lettelsene i pengepolitikken her hjemme hadde begynt å virke på etterspørsel og produksjon.

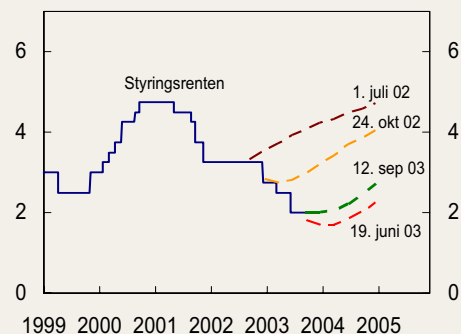
I møtet den 13. august besluttet hovedstyret i Norges Bank å redusere foliorenten med ett prosentpoeng, til 3,0 prosent. Denne beslutningen var i tråd med Strateginotat 2/03. Fortsatt så Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere. I juli og august var utviklingen i norsk og internasjonal økonomi om lag som ventet i Inflasjonsrapport 2/03. Kronen hadde svekket seg i

Figur 1.16 Strategiintervall for foliorenten og faktisk utvikling. Nov. 02 - okt. 03.



Kilde: Norges Bank

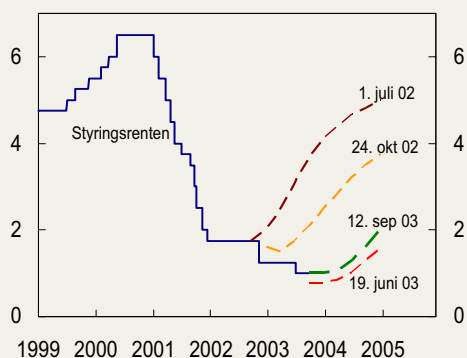
Figur 1.17 Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾. Dagstall.



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

Kilde: Norges Bank

Figur 1.18 Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾. Dagstall.



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

Kilde: Norges Bank

forhold til forutsetningene i inflasjonsrapporten fra juni. Konsumprisveksten var imidlertid lavere enn ventet. Årsveksten i KPI-JAE var 0,7 prosent i juli. Samtidig var prisstigningen i andre land lav. Siden det forrige rentemøtet var styringsrentene blitt satt ned med 0,25 prosentpoeng i USA, Canada og New Zealand, Storbritannia og Sverige.

Hovedstyret i Norges Bank besluttet på møtet den 17. september å redusere foliorenten med 0,5 prosentpoeng, til 2,5 prosent. Med en rente på 2,5 prosent så Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli høyere enn 2½ prosent som at den ville bli lavere. I tråd med vurderingen i Strateginotat 2/03 kunne utviklingen gjennom sommeren, med reduksjon i renten i andre land og lav vekst i konsumprisene, gi grunnlag for en noe lavere rente enn 3 prosent.

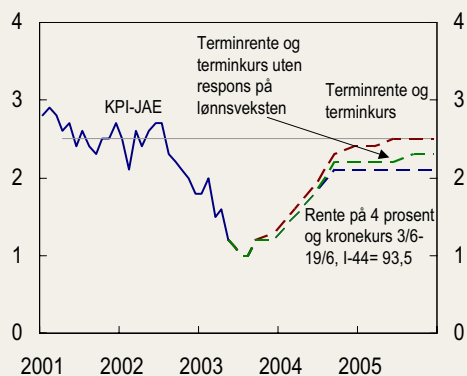
Den underliggende prisveksten hadde i tiden før rentenedsettelsen vært betydelig lavere enn inflasjonsmålet. Uten vesentlige lettelsers i pengepolitikken ville inflasjonen kunne bli for lav for lenge. Det kunne i sin tur lede til forventninger om fortsatt svært lav inflasjon. Rentereduksjonene var viktige for å hindre at inflasjonsforventningene festet seg på et for lavt nivå.

Samtidig gikk rentene internasjonalt fortsatt ned i løpet av sommermånedene. Dette dempet virkningene på kronekursen og dermed på inflasjonen av våre egne rentenedsettelsers. Utviklingen internasjonalt tilsa at prisveksten ute ville holde seg lav. Det var ikke utsikter til snarlig renteoppgang i andre land.

Utfallet av årets lønnsoppgjør ga holdepunkter for å vente mer moderate lønnsoppgjør fremover enn i årene fra 1998 til 2002, og mer i samsvar med målet som er satt for utviklingen i inflasjonen over tid. Anslagene i Inflasjonsrapport 2/03 viste at en foliorente ned mot 3 prosent sammen med en viss kurssvekkelse kunne bringe inflasjonen opp mot inflasjonsmålet på to års sikt, se figur 1.19. Utsikter til mer moderat lønnsutvikling fremover enn det som lå til grunn for disse anslagene, kunne gi grunnlag for enda lavere rente uten at anslagene for inflasjonen ville komme over 2,5 prosent i perioden.

Det kom etter hvert tegn til at lettelsene i pengepolitikken begynte å virke. Kvartalsvis nasjonalregnskap for andre kvartal viste en liten oppgang i fastlandsøkonomien. Forventningsindikatoren for tredje kvartal viste at husholdningene var mer optimistiske. Boligprisene økte litt. Ifølge Norges Banks regionale nettverk var det i august-september også visse tegn til bedring i bedriftene. Flere bedrifter rapporterte imidlertid om planlagte investeringer som ville bidra til rasjonaliseringer. Utsiktene for arbeidsmarkedet ga støtte til at lønnsveksten ville bli moderat.

Figur 1.19 Anslag på KPI-JAE i IR 2/03 basert på ulike forutsetninger for rente og valutakurs. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 | Den internasjonale utviklingen

Aktiviteten internasjonalt har tatt seg opp fra et lavt nivå i vinter, anført av høy vekst i USA og deler av Asia, inklusive Japan, se figur 2.1. Utviklingen i euroområdet har vært langt svakere, selv om det nå er tegn til at bunnen kan være nådd. Veksten for handelspartnerne sett under ett er ventet å ta seg opp de neste to årene, mot et mer normalt nivå, se tabell 2.1. Utviklingen er om lag som tidligere lagt til grunn, men fordelingen mellom landene er noe justert. Det ventes høyere vekst enn tidligere i USA og Japan og lavere vekst i euroområdet. Det vil trolig være ledig produksjonskapasitet hos våre handelspartnere gjennom hele prognoseperioden, men den anslås å avta noe i 2005 og 2006. Det ventes lav prisstigning, og at det vil ta noe tid før styringsrentene blir satt opp fra de lave nivåene i dag, se figur 2.2.

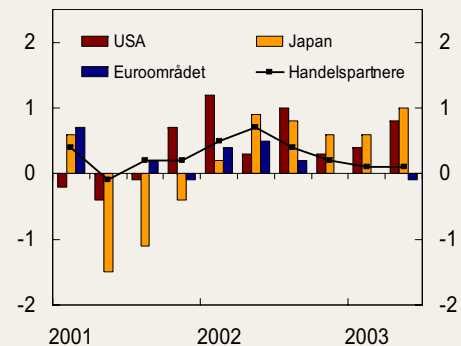
Verdensøkonomien synes å være sårbar for nye forstyrrelser. Risikoen knytter seg først og fremst til de betydelige ubalansene som har bygget seg opp i amerikansk økonomi, både i privat og offentlig sektor, se egen utdyping på side 42. Oppgangen i USA er i hovedsak drevet av betydelige lettelser i finans- og pengepolitikken. Det er usikkert om veksten vil vare ved når virkningene av stimulansene etter hvert reduseres. I tillegg påvirkes produksjon og sysselsetting i industrialiserte land av at en stadig større del av verdens industriproduksjon flyttes til lavkostland. Med lav og ustabil vekst internasjonalt utgjør også oljeprisutviklingen en særskilt risiko.

Oppgangen i amerikansk økonomi har ført til høyere langsiktige renter og økte aksjekurser. Markedsaktørenes forventninger til renteutviklingen det nærmeste året har blitt justert noe opp, både i USA og i euroområdet. Amerikanske dollar har svekket seg effektivt med om lag 6 prosent siden august. Økningen i de langsiktige rentene og i aksjekursene har imidlertid vært ujevn, og det har vært betydelige svingninger mellom hovedvalutaene de siste månedene. Det kan tyde på en viss usikkerhet i finansmarkedene om oppsvinget i internasjonal økonomi vil vare ved. På den annen side har rentene på obligasjoner utstedt av amerikanske foretak med lav kredittverdighet falt mer enn rentene på statsobligasjoner, se figur 2.3. Det kan indikere at markedsaktørene vurderer usikkerheten som redusert.

Finans- og pengepolitikken stimulerer veksten i USA

BNP-veksten i USA tok seg klart opp fra 1. til 2. kvartal 2003. De største bidragene til vekst kom fra privat konsum, investeringer og offentlig konsum, mens nettoeksporten og lager bidro negativt. Offentlig konsum var imidlertid påvirket av en sterk økning i militærutgiftene. I bedriftene synes den finansielle situasjonen å være noe bedre, etter betydelige reduksjoner i kostnadene gjennom

Figur 2.1 BNP-vekst i USA, Japan, euroområdet og hos handelspartnerne samlet. Kvartalsvekst. Prosent. 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

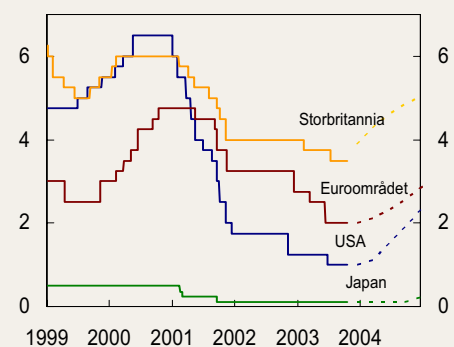
	2003	2004	2005	2006
USA	2¾	3½	3¼	3¼
Japan	2½	1¼	1¼	1¼
Tyskland	0	1¼	2¼	2¼
Frankrike	¼	1½	2½	2½
Storbritannia	2	2½	2½	2½
Sverige	1½	2½	2½	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	1¼	2¼	2¼	2½
Euroområdet ²⁾	½	1½	2½	2½

¹⁾ Eksportvekter

²⁾ Vekter fra Eurostat

Kilde: Norges Bank

Figur 2.2 Historiske og forventede styringsrenter per 23. oktober 2003¹⁾. Dagstall.



¹⁾ Se mer detaljert om beregning av renteforventninger i fig. 1.17 og 1.18

Kilde: EcoWin, Bloomberg, Bank of England, Bank of Japan og Norges Bank

konjunkturedgangen. Både produksjonen og ordretilgangen har økt. Fallet i investeringene ser ut til å ha stoppet opp. Kapasitetsutnyttelsen er imidlertid fortsatt lav.

Figur 2.3 Rentedifferanse mellom obligasjoner fra foretak med lav kredittverdighet og statsobligasjoner i USA. Prosentpoeng. Dagstall.



Kilde: Standard & Poor og EcoWin

Sysselsettingen i USA har falt siden 2001, se figur 2.4. Sysselsettingen har utviklet seg svakere i år enn etter tidligere tilbakeslag i amerikansk økonomi. Det har likevel vært høy vekst i husholdningenes etterspørsel, understøttet av skattelettelse og refinansiering av boliglån til lavere rente.

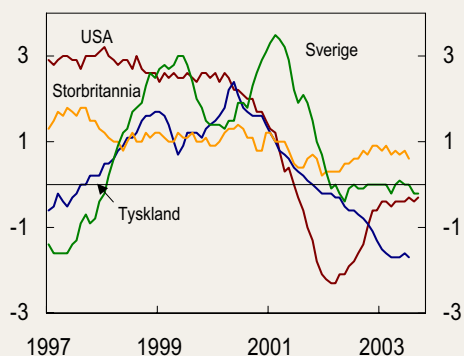
Vi venter at veksten i USA vil fortsette, drevet av lave renter, svakere dollarkurs og sterk underliggende produktivitetsvekst. Husholdningenes disponible realinntekter øker som følge av skattelettelse og lavere inflasjon, men dempes av fallet i sysselsettingen. Impulsene fra finanspolitikken vil trolig måtte avta.

Lav vekst i euroområdet, men tegn til bedring

BNP for euroområdet sett under ett falt i 2. kvartal. Det er liten vekst i innenlandsk etterspørsel. Investeringene har falt siden 2001. Forventningsundersøkelser for bedriftene viser liten optimisme og gir ikke grunnlag for å vente et oppsving i etterspørselen etter investeringsvarer på kort sikt.

De siste par årene er det særlig det private forbruket og nettoeksporten som har bidratt positivt til BNP-veksten. Nettoeksporten har falt de siste tre kvartalene. Veksten i det private forbruket har avtatt. Indikatorene for husholdningenes forventninger har bedret seg noe de siste månedene, men husholdningene er fortsatt svært pessimistiske både med hensyn til den nåværende økonomiske situasjonen og utsiktene fremover. Det må ses i sammenheng med den svake utviklingen i arbeidsmarkedet. Arbeidsledigheten er høy, og sysselsettingen har falt. Lønnsveksten har avtatt.

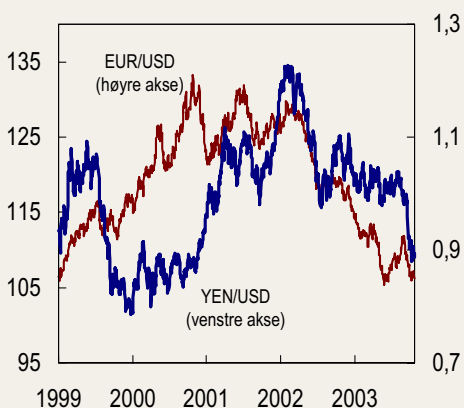
Figur 2.4 Sysselsetting. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 97 - sep. 03. Sesongjustert.



Kilde: EcoWin, Bureau of Labor Statistics (US), Federal Statistical Office (DE), ONS (UK) og SCB (S)

Ulike kortsiktige konjunkturindikatorer peker i retning av moderat vekst i andre halvår i euroområdet. Høyere vekst i USA og Asia ventes å bidra til økt eksport. Det private forbruket stimuleres av skattelettelse, lave renter og avtakende inflasjon. På den annen side virker nedgangen i sysselsettingen negativt på forbruksveksten. Euroen har styrket seg siden 2002, både effektivt og mot amerikanske dollar, se figur 2.5. Det kan dempe oppgangen i eksporten. Samtidig ventes styrkingen av euro å bidra til økt importvekst neste år, etter tre år med svært lav vekst.

Figur 2.5 Valutakurs. Euro per dollar og yen per dollar. Dagstall. 1. jan. 99 - 23. okt. 03.



Kilde: EcoWin

EU-landene utenfor eurosamarbeidet, Storbritannia, Sverige og Danmark, har også vært preget av den internasjonale vekstavmatningen. Utviklingen har imidlertid vært klart bedre enn for eurolandene. Det er tegn til at aktiviteten tar seg opp igjen, særlig i Storbritannia. I alle tre landene har privat etterspørsel vært den viktigste drivkraften bak veksten.

Oppgang i Asia

De negative økonomiske konsekvensene i Asia av SARS-viruset er i ferd med å tømmes ut. Samtidig har utenlandsk etterspørsel tatt seg opp. Flere asiatiske sentralbanker har den senere tiden intervenert i valutamarkedet for å hindre styrking av sine valutakurser og en avdemping av eksportveksten. De asiatiske sentralbankene holder nå om lag en femtedel av USAs utestående statsobligasjoner.

Veksten er høy i Kina, se figur 2.6. I Japan, Malaysia og Thailand er det tegn til oppgang. Kina er nå verdens største mottaker av direkte investeringer fra utlandet. Investeringene har vært en viktig drivkraft bak veksten, og tyder på at utflyttingen av produksjon til Kina fra andre land fortsetter. Økt aktivitet i Kina gir også positive vekstimpulser til det øvrige Asia. Det har vært en betydelig økning i handelen mellom de asiatiske landene. Det er imidlertid flere ubalanser i kinesisk økonomi. Banksektoren er underkapitalisert, med store beholdninger av misligholdte lån. Innen flere sektorer er det tegn til overinvesteringer, og strukturelle endringer i den kinesiske økonomien gjør at arbeidsledigheten holder seg høy.

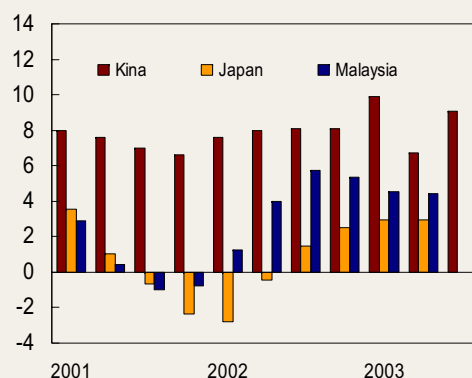
Oljeprisutviklingen

Oljeprisen har holdt seg høyere enn 25 dollar siden forrige inflasjonsrapport, se figur 2.7. Det har sammenheng med god kvotedisiplin i OPEC, fremdeles lave oljelagre i OECD, spesielt i USA, og mindre oljeeksport fra Irak enn tidligere forventet. Oljeprisen tok seg ytterligere opp utover høsten etter at OPEC overraskende reduserte produksjonskvotene på sitt møte i slutten av september, se figur 2.8. Bakgrunnen for kuttet var å motvirke faktiske og forventede lagerøkninger, og å være føre var i forhold til forventet produksjonsøkning fra Irak og land utenfor OPEC, særlig Russland. OPEC vil avholde et nytt møte i begynnelsen av desember for å vurdere om ytterligere kvotereduksjoner er nødvendige for å holde oljeprisen oppe.

OPECs produksjonskutt vil bidra til at oljelagrene forblir lave ved inngangen til vinteren når etterspørselen etter olje sesongmessig tar seg opp. Det kan føre til en høy og variabel oljepris på kort sikt. Spesielle forhold på etterspørselssiden, som for eksempel en kald vinter, kan gi markerte utslag i oljeprisen. Eventuell ny uro i Midt-Østen eller nye produksjonskutt i land som Nigeria og Venezuela kan også påvirke oljeprisen.

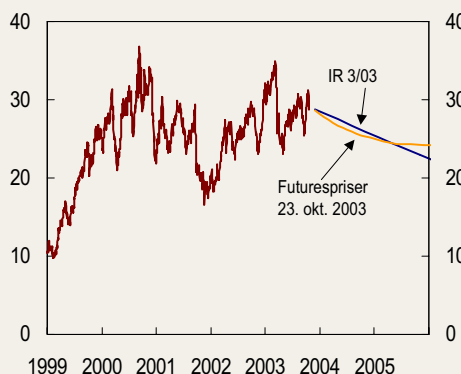
Flere land i OPEC har i de senere årene økt kapasiteten og uttrykt ønske om økte kvoter. Irak vil trolig tildeles en formell kvote når produksjonen igjen kommer opp til nivået fra før krigen. Samtidig vil trolig produksjonen utenfor OPEC øke. Selv med fortsatt oppgang i verdensøkonomien

Figur 2.6 BNP-vekst i Kina, Malaysia og Japan. Vekst fra samme kvartal året før. Prosent.



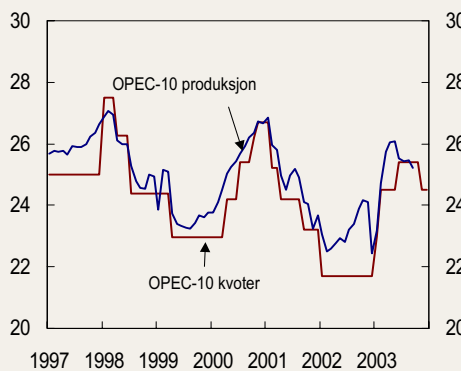
Kilde: EcoWin, National Bureau of Statistics (Kina), ESRI (JP), Bank Negara (MAL) og Consensus Economics

Figur 2.7 Oljepris Brent Blend. USD per fat. Dagstall. 1999 - 2006.



Kilde: Telerate, International Petroleum Exchange og Norges Bank

Figur 2.8 OPEC-10¹⁾ produksjon og kvoter. Millioner fat per dag. Månedstall. Jan. 97 - des. 03



¹⁾ OPEC unntatt Irak

Kilde: International Energy Agency

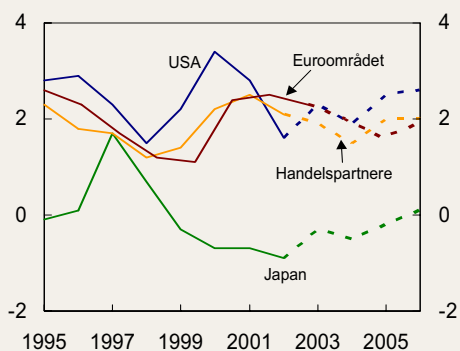
ligger det an til at økt produksjon utenfor OPEC alene kan dekke den samlede veksten i etterspørselen etter olje. Det tilsier at ytterligere kvote- og produksjonsrestriksjoner fra OPEC kan bli nødvendige for å stabilisere oljeprisen på et høyt nivå. OPECs markedsandel har imidlertid falt de siste fire årene. Nye kvoterestriksjoner kan dermed føre til krav om produksjonsbegrensinger også for land utenfor OPEC.

I våre anslag legger vi til grunn en beregningsteknisk forutsetning om at oljeprisen når et nivå på 20 dollar på tre års sikt.

Utsikter til fortsatt svake prisimpulser til norsk økonomi fremover

Veksten anslås å ta seg opp internasjonalt i årene fremover. En del av de ubrukte produksjonsressursene vil etter hvert bli tatt i bruk. Likevel ventes alle de viktigste økonomiske regionene å ha noe ledig kapasitet mot slutten av prognoseperioden. Forskjellen mellom faktisk og trendmessig produksjon vil være størst i euroområdet, men heller ikke i USA, Storbritannia eller Japan anslås kapasiteten å bli fullt utnyttet. Med lav kapasitetsutnyttelse over lang tid er det grunn til å vente at prisveksten vil være dempet i en lengre periode fremover, se figur 2.9. På den annen side har oljeprisen holdt seg høy lenger enn tidligere lagt til grunn, og det har vært en klar oppgang i andre råvarepriser den siste tiden. Oljeprisen og den videre utviklingen mellom hovedvalutaene er trolig de viktigste risikofaktorene for prisutviklingen internasjonalt fremover.

Figur 2.9 Historisk konsumprisvekst og anslag fra Norges Bank. Årlig prosentvis vekst. 1995 - 2006.



Kilde: EcoWin, Bureau of Labor Statistics (US), Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications (JP), EUR-OP/Eurostat og Norges Bank

3 | De økonomiske utsiktene i Norge

Etter en langvarig høykonjunktur stoppet veksten i norsk økonomi opp sist vinter. Kapasitetsutnyttningen har falt, se figur 3.1. Lønnsveksten i år ser ut til å bli vesentlig lavere enn i fjor. Prisstigningen er lav.

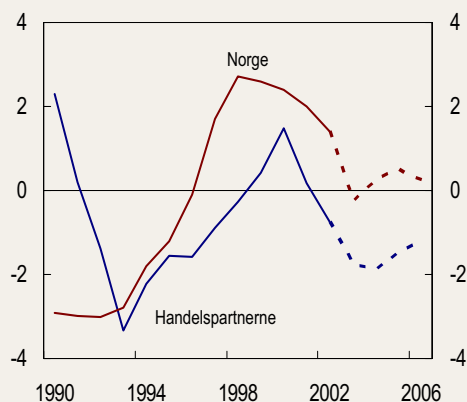
Siden desember i fjor er renten satt ned med i alt 4,5 prosentpoeng. Kronekursen har svekket seg med om lag 9 prosent siden årsskiftet. Sammen med et oppsving i internasjonal økonomi vil disse stimulansene bidra til høyere vekst i etterspørsel og produksjon fremover. Lettelser i pengepolitikken har vært større og har kommet raskere enn det vi har erfaring med. Det er usikkert hvordan aktørene i økonomien tilpasser seg en så lav realrente som vi har nå.

Anslagene for utviklingen i årene fremover er betinget av hva vi legger til grunn om renten og valutakursen. I denne rapporten presenteres anslag basert på at renten følger terminrentene i markedet og at kronen utvikler seg i tråd med terminkursen. Terminrentene innebærer at den kortsiktige pengemarkedsrenten vil holde seg nokså lav det nærmeste året. Etter hvert øker terminrentene gradvis, i det vesentlige parallelt med økningen i rentene hos våre handelspartnere. Forutsetningen innebærer at den kortsiktige pengemarkedsrenten, som normalt er noe høyere enn foliorenten, vil holde seg rundt 3 prosent fram til midten av neste år, og øke til 3¾ prosent mot slutten av året. På to års sikt, fram mot slutten av 2005, er terminrenten 4½ prosent, se figur 3.2. Kronekursen er forutsatt å utvikle seg i tråd med terminvalutakursen, som avspeiler utviklingen i rentedifferansen mellom Norge og utlandet. Det innebærer en moderat svekkelse av kronekursen gjennom prognoseperioden, se figur 3.3. Ved utgangen av 2005 er kronen om lag 1 prosent svakere enn gjennomsnittet for de siste tre månedene. Se egen utdyping på side 45 om valg av forutsetning for valutakursen.

Den markerte rentenedgangen vi har bak oss, ventes å stimulere det private forbruket. I næringer som leverer varer og tjenester til private husholdninger er det utsikter til relativt høy vekst. I andre deler av næringslivet er aktiviteten lav. I den konkurranseutsatte industrien dempes utsiktene til ny vekst av den sterke kostnadsøkningen de siste årene og lav etterspørselsvekst i viktige eksportmarkeder.

Mange tjenesteytende næringer har ledig kapasitet og merker sviktende etterspørsel fra industrien. Investeringene har falt. Økt konkurranse har i mange bransjer begrenset muligheten for å velte kostnadsveksten over i økte priser. I stedet har oppmerksomheten vært rettet mot å redusere kostnadene. Denne utviklingen antas å fortsette

Figur 3.1 Produksjonsgap i Norge og hos handelspartnere. Årstall. 1990 - 2006.



Kilde: OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

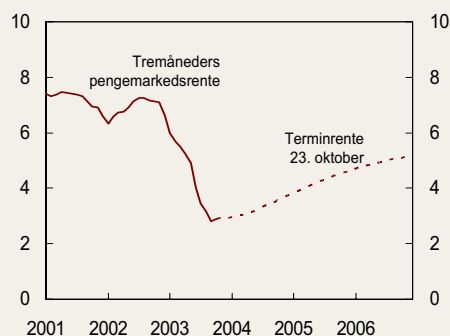
Tabell 3.1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

	2003	2004	2005	2006
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼	3¼	3¼	2¼
Privat konsum	3¼	5	3½	2
Offentlig konsum	1	2	1½	1½
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	-5	1	4½	5
Oljeinvesteringer	15	15	-5	-20
Tradisjonell eksport	1	2	3¼	3¼
Import	2	5¼	2½	0
BNP, Fastlands-Norge	¾	3	2¾	2¼
Sysselsetting	-1	¼	1	½
AKU-ledighet ¹⁾	4½	4¾	4½	4½

¹⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 Forutsetning for pengemarkedsrenten. Terminrente¹⁾ ²⁾. Prosent.

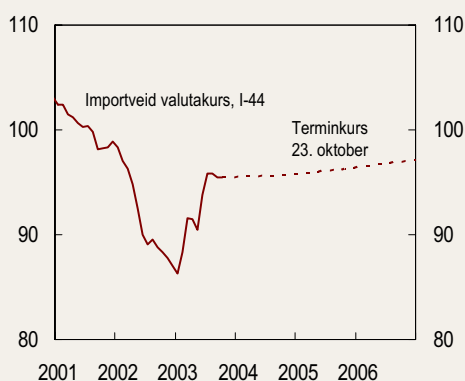


¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med september 2003. Tremåneders terminrente er beregnet ut fra fire penge-markedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 23. oktober

²⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Forutsetning for kronkursen (I-44). Terminkurs. Indeks¹⁾.



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

i tiden fremover og vil dempe veksten i sysselsettingen og investeringene. Mot slutten av prognoseperioden anslås imidlertid investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge å ta seg opp og utgjøre en større del av den samlede etterspørselen.

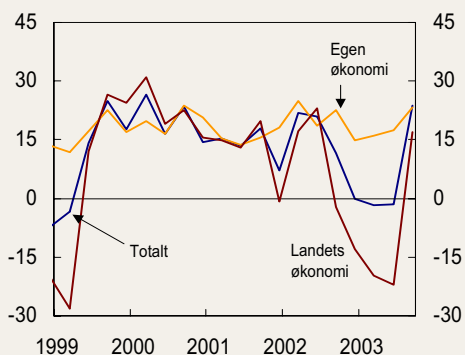
I statsbudsjettet for 2004 foreslår Regjeringen å øke utgiftene med 5,4 prosent, eller noe mer enn den anslåtte trendveksten i verdien av BNP for Fastlands-Norge. Det reelle skatte- og avgiftsnivået holdes om lag uendret. Anslaget for veksten i offentlig konsum i 2003 er justert opp. For 2003 og 2004 sett under ett gir finanspolitikken trolig en viss stimulans til aktiviteten i norsk økonomi.

Samlet sett anslår vi veksten i BNP for Fastlands-Norge til $\frac{3}{4}$ prosent inneværende år¹. Veksten var om lag null i første halvår, men anslås å ta seg opp i annet halvår og forbli høy i 2004. Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 3 prosent neste år og til $2\frac{3}{4}$ prosent i 2005, se tabell 3.1. I 2006 ventes BNP for Fastlands-Norge å vokse i underkant av trendveksten som vi anslår til $2\frac{1}{2}$ prosent. Denne utviklingen i samlet produksjon vil føre til at produksjonsgapet, slik vi beregner det, blir svakt positivt neste år og i 2005 og 2006.

Husholdningenes forbruk holder veksten oppe

Etterspørselen fra husholdningene blir trolig den viktigste drivkraften i norsk økonomi fremover. Det er utsikter til sterk vekst i det private forbruket. Realinntektsveksten er fortsatt høy, selv om den ventes å bli noe lavere enn i de seneste årene. Husholdningenes rentebærende gjeld er vesentlig større enn deres rentebærende fordringer. Rentereduksjonene siden desember i fjor bidrar til å redusere husholdningenes utgifter. I tillegg vil lavere realrente erfaringsmessig føre til redusert sparing i husholdningene. De langsiktige rentene er også historisk sett lave og gjør det mulig for husholdningene å binde fast lånerenten på et relativt lavt nivå for flere år fremover.

Figur 3.4 Husholdningenes forventningsindikator¹⁾. Ujusterte tall. 1. kv. 1999 – 3. kv. 2003.



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

Utsiktene til sterk vekst i konsumet fremover understøttes av økt optimisme i husholdningene. I følge TNS Gallups forventningsundersøkelse for 3. kvartal i år har tiltroen til utviklingen i landets økonomi tatt seg kraftig opp fra et lavt nivå tidligere i år, se figur 3.4. Samtidig ser et stort flertall av husholdningene positivt på utviklingen i egen økonomi. Dette vurderes også som et godt tidspunkt å gjøre større innkjøp på.

Veksten i kreditt til husholdningene er fortsatt høy, og vesentlig høyere enn inntektsveksten, se figur 3.5. Den sterke veksten i husholdningenes bruttogjeld avspeiler trolig

¹ Vi har da sett bort fra fallende kraftproduksjon i år, som anslagsvis bidrar til å trekke ned veksten i BNP for Fastlands-Norge med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng i 2003.

utviklingen i boligmarkedet de senere årene, se utdyping i Inflasjonsrapport 2/03. Veksten i boligprisene avtok gradvis fra høsten i fjor, og målt ved tolv månedersrater falt prisene noe i vår. Renteendringer vil normalt påvirke boligmarkedet nokså raskt, og etter rentereduksjonene i vår og i sommer er det tegn til at både boligprisene og antallet omsatte boliger igjen øker noe. I tillegg tyder informasjon fra vårt regionale nettverk på at markedet for rehabilitering av boliger har tatt seg opp. Rentereduksjonene og økt aktivitet i boligmarkedet vil trolig føre til en oppgang i boliginvesteringene i årene fremover.

Spareraten i husholdningene anslås å falle neste år og holde seg lav i 2005. Lav konsumprisvekst neste år bidrar til å holde veksten i realinntektene oppe til tross for moderat vekst i sysselsettingen og i lønningene. I sum venter vi sterk vekst i det private forbruket de to kommende årene. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at sparingen stabiliserer seg, og at veksten i det private forbruket avtar.

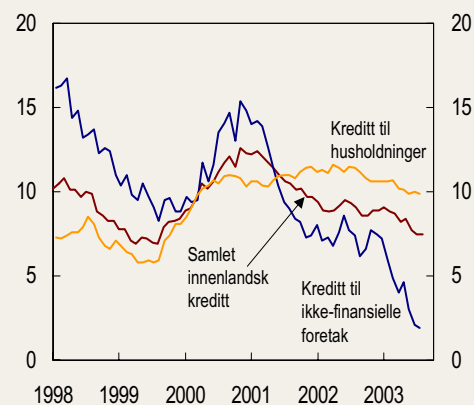
Moderat oppgang i bedriftenes investeringer

Utviklingen i bedriftene i Fastlands-Norge har vært preget av lav vekst i produksjonen, fall i investeringene og svekket lønnsomhet i mange næringer. Høye kostnader, ettervirkninger av overinvesteringer i en del næringer og lav vekst i flere av de viktigste eksportmarkedene har bidratt til denne utviklingen. For å øke avkastningen på den investerte kapitalen har bedriftene gjennomført tiltak for å redusere kostnadene, i første rekke gjennom å redusere bemanningen. Sysselsettingen har falt. Noen bedrifter har flyttet hele eller deler av produksjonen ut av landet. Lav investeringsetterspørsel kommer til uttrykk i at veksten i kreditt til ikke-finansielle foretak har falt til et svært lavt nivå, se figur 3.5.

Det er imidlertid noen positive impulser. Renten er lav, og aksjekursene har økt kraftig siden bunnen i februar i år. Kronkursen har svekket seg og er tilbake rundt nivået den hadde på midten av 1990-tallet. Det er tegn til oppgang internasjonalt, og råvareprisene har økt, se figur 3.6. Lønnsveksten ser ut til å avta. Med utgangspunkt i det høye kostnadsnivået og ledig kapasitet i flere sektorer venter vi likevel at det vil ta tid før sysselsettingen og investeringene tar seg opp i næringslivet. Samlet sett anslår vi at investeringsetterspørselen vil bidra lite til veksten i norsk økonomi neste år. Først i 2005 og 2006 er det utsikter til ny vekst.

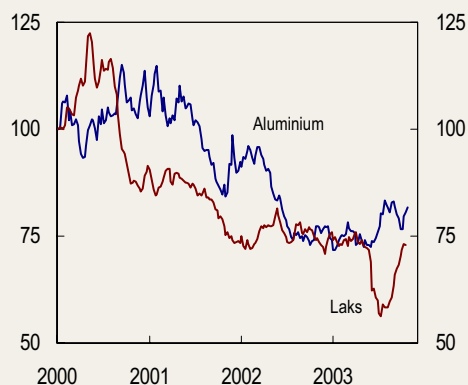
Forventningsindikatoren for industrien i 2. kvartal indikerte fortsatt pessimisme, men det var visse tegn til bedring. Utsiktene for de ulike næringene varierer, avhengig av hvilket marked de er rettet mot. Høy vekst i det private forbruket gir utsikter til økt inntjening i bedrifter som selger til norske husholdninger. Dette vil bidra til vekst i varehandelen og tjenesteytende næringer rettet mot husholdninger. Industrinæringer som har en stor del av sin

Figur 3.5 Innenlandsk kreditt (K2).
Tolv månedersvekst. Jan. 98 - aug. 03.



Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Priser på aluminium og laks. Indeks.
Uke 1 i 2000=100. Uketall. Jan. 00 - okt.03.



Kilde: Statistisk sentralbyrå, EcoWin og Norges Bank

omsetning i det innenlandske markedet vil også bli påvirket av den økte etterspørselen fra husholdningene, selv om en stor del av den økte etterspørselen dekkes av import. I næringsmiddelindustrien ga industrilederne uttrykk for større optimisme enn i andre deler av industrien.

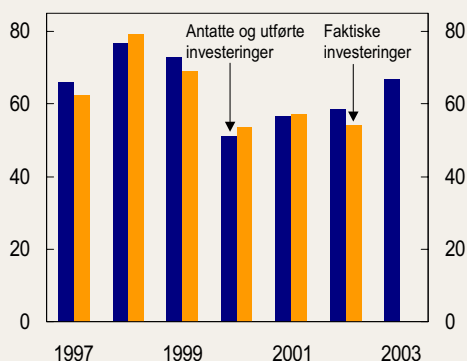
Industrinæringer som produserer innsatsvarer har så vidt begynt å merke økt internasjonal etterspørsel. Den siste tiden har blant annet eksporten av aluminium tatt seg opp. Store utvidelsesprosjekter innen produksjon av aluminium gir grunnlag for økt eksport både i år og neste år.

Industrinæringer som produserer investeringsvarer merker sterk konkurranse fra lavkostland. Samtidig er investeringsetterspørselen lav i Europa, som er det viktigste eksportmarkedet. Industrilederne i verkstedsindustrien har meldt om historisk lav kapasitetsutnyttning og ordrebeholdning. Lav etterspørsel og kostnadsproblemer tilsier at investerings- og sysselsettingsveksten kan bli svakere i denne sektoren enn i industrien samlet sett. Utviklingen blir trolig særlig svak i verftsindustrien. Det er liten tilgang på ordrer for slike spesialskip som norske verft har konsentrert seg om. Ifølge Norges Banks regionale nettverk ser enkelte verft muligheter for flere kontrakter på litt lengre sikt, men aktivitetsnivået vil være svært lavt i høst og i vinter.

Oljeinvesteringene forventes å øke markert både i år og neste år, se figur 3.7. Investeringer i anlegg på land, som Snøhvit, Kårstø og Aukra, drar opp de samlede petroleumsinvesteringene. Selv om importandelen for slike prosjekter er høy, vil det bidra til å holde aktiviteten i oljereelatert industri oppe. Vi venter at investeringene i petroleumssektoren vil nå en topp i 2004. Dagens lave leteaktivitet på norsk sokkel og nedtrapping av investeringene i landanlegg trekker i retning av at investeringene vil falle nokså markert når vi ser lenger fram. Markedet for drift og vedlikehold er derimot mer stabilt. Satsing på å holde produksjonen oppe i modne felt og opphugging av gamle plattformer gir også etterspørsel.

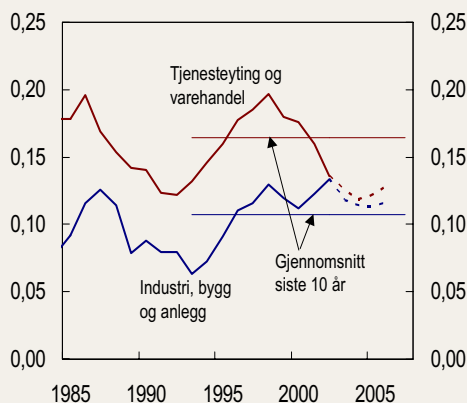
Den svake utviklingen i industrien har forsterket problemene i tjenesteytende næringer rettet mot bedriftsmarkedet. Blant annet har antall yrkesrelaterte hotellovernattinger gått ned, og inntektene fra yrkesrelaterte flyreiser har falt de siste to årene. I årene fram mot årtusenskiftet bygget mange tjenesteprodusenter opp kapasiteten betydelig, både i form av realkapital og antall ansatte, se figur 3.8. Sviktende etterspørsel har gitt betydelig overkapasitet i flere tjenesteytende bedrifter. Mange bedrifter har derfor sett det nødvendig å rasjonalisere driften. Det er nå tegn til bedring i lønnsomheten. Flere av de største selskapene innen privat tjenesteyting forbedret sine resultater i første halvår i år sammenlignet med samme periode i fjor. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder også på positiv utvikling i lønnsomheten.

Figur 3.7 Investeringstillingen i august. Petroleumsvirksomheten. Antatte og utførte investeringer. Milliarder kroner. 1997 - 2003.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Flere forhold tilsier at det vil ta tid før bedring i lønnsomheten slår ut i nyansettelser og investeringer. Etter en periode med overkapasitet vil mange bedrifter være forsiktige med å øke kostnadene. Økt etterspørsel vil i noen grad kunne møtes innenfor eksisterende kapasitet, ved at veksten i produktiviteten øker. Informasjon fra det regionale nettverket tyder på at både varehandelen og annen tjenesteyting kan dekke økt etterspørsel uten å øke sysselsettingen. Vi venter likevel at høyere aktivitet vil føre til at sysselsettingsveksten i tjenesteytende næringer tar seg opp i løpet av neste år.

Mulighetene for investeringsvekst i tjenesteytende næringer begrenses av at det er svært mange ledige næringslokaler, særlig i det sentrale østlandsområdet. Leieprisene har falt, se figur 3.9 og 3.10. Igangsettingen av nye byggeprosjekter har gått ned. Næringslokaler utgjør en stor andel av investeringene i tjenesteytende næringer. Lavere rente vil isolert sett stimulere investeringsetterspørselen, men en vesentlig del av de tomme næringslokalene må trolig fylles opp før en kan vente ny vekst. Det tilsier at investeringene i næringsbygg først vil ta seg opp etter en periode med vekst i sysselsettingen. Vi venter at investeringene i tjenesteytende næringer først vil begynne å øke igjen fra 2005.

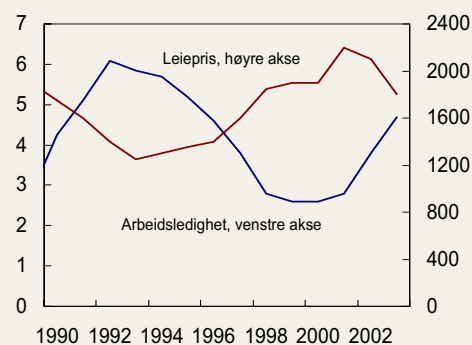
Stabil merbruk av oljeinntekter

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. Siden retningslinjene for budsjettpolitikken ble innført våren 2001, har handlingsrommet i budsjettpolitikken fremover blitt redusert. Anslaget på forventet realavkastning av petroleumsfondet er justert betydelig ned siden Revidert nasjonalbudsjett 2001. For 2010 er reduksjonen på 15 milliarder kroner. I tillegg viser tallene for de strukturelle underskuddene fra 2001 til 2003 at det ble brukt mer oljepenger enn det en mekanisk anvendelse av handlingsregelen tilsier. Budsjettopplegget for 2004 innebærer at merbruken av oljeinntekter vil være den samme som i 2003.

De siste årene har statsbudsjettets underliggende utgifter økt mer enn veksten i verdien av BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.11. Den nominelle utgiftsveksten var særlig sterk i 2002, men falt markert i 2003. I statsbudsjettet for 2004 foreslår Regjeringen å øke utgiftene med 5,4 prosent, eller noe mer enn den anslåtte trendveksten i verdien av BNP for Fastlands-Norge.

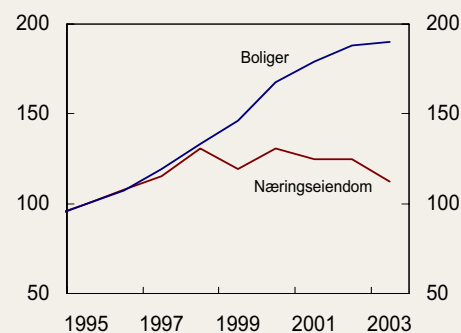
Det reelle skatte- og avgiftsnivået holdes om lag uendret fra 2003 til 2004 etter å ha blitt redusert med til sammen 22 milliarder, eller 1,8 prosent av BNP for Fastlands-Norge, de to foregående årene.

Figur 3.9 Arbeidsledighet¹⁾ og leiepris næringsseiendom²⁾. Årstall. 1990 – 2003³⁾.



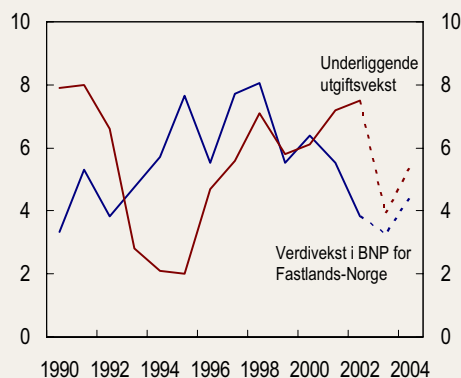
¹⁾ Registrert ledighet i Oslo i prosent av arbeidsstyrken
²⁾ Leiepris kontorlokaler i Oslo, høy standard sentralt, kroner per kvadratmeter per år
³⁾ For 2003 gjennomsnittlig arbeidsledighet i 1. halvår. Leiepriser på næringsseiendom i følge årlig undersøkelse i juni.
 Kilde: Aetat Arbeidsdirektoratet, Dagens Næringsliv og OPAK

Figur 3.10 Priser på næringsseiendom og boliger.¹⁾ Indeks. 1995=100. Årstall. 1995 – 2003²⁾.



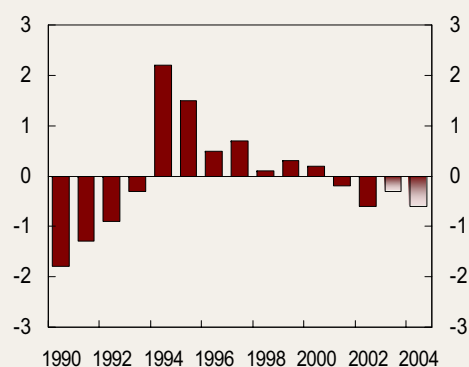
¹⁾ Leiepris på næringsseiendom i Oslo, boliger hele landet
²⁾ For 2003: Boligpriser i 1. halvår. Leiepriser på næringsseiendom i følge årlig undersøkelse i juni.
 Kilde: Statistisk sentralbyrå og OPAK

Figur 3.11 Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra året før. Prosent. 1990 - 2004.



Kilde: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

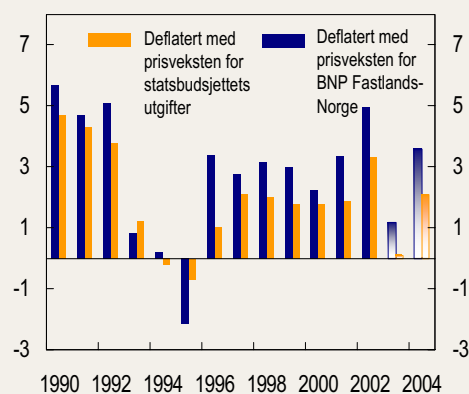
Figur 3.12 Endring i strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse¹⁾. 1990 - 2004.



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

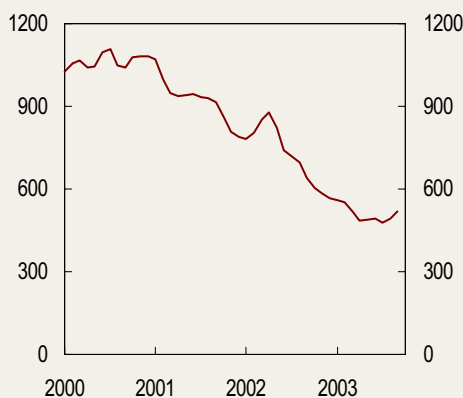
Kilde: Finansdepartementet

Figur 3.13 Statsbudsjettets reelle underliggende utgiftsvekst. Vekst fra året før. 1990 - 2004.



Kilde: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.14 Tilgang på stillinger utlyst i media, per virkedag. Jan. 00 - sep. 03. Sesongjustert.



Kilde: Aetat Arbeidsdirektoratet

Også når det korrigeres for konjunktursvingningene, har finanspolitikken stimulert den økonomiske aktiviteten. Dette kommer til uttrykk i at det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet har økt, se figur 3.12. Budsjettunderskuddet påvirkes imidlertid fra år til år av store engangstiltak som kan ha liten virkning på etterspørselen etter varer og tjenester. Ifølge Finansdepartementet bidro slike tiltak til en særskilt styrking av budsjettet i 2003². For 2003 og 2004 sett under ett gir finanspolitikken trolig en viss stimulan til aktiviteten i norsk økonomi.

Prisveksten på offentlig kjøp av varer og tjenester er i stor grad påvirket av lønnsutviklingen. Lønn utgjør en vesentlig del av utgiftene, og stønader til husholdninger reguleres i forhold til lønnsutviklingen. De siste årene har prisveksten på offentlig sektors utgifter vært høy. Det reflekterer blant annet at lønnskostnadene i offentlig sektor har steget mye, både nominelt og reelt. Rommet for reell vekst i offentlig konsum og investeringer og andre bevilgninger reduseres når lønnsveksten er høy. Det gjenspeiles i utviklingen i statsbudsjettets underliggende utgifter deflatert med prisveksten for utgiftene, se figur 3.13.

Utgiftsveksten har imidlertid finansiert økte realinntekter i husholdningene gjennom høyere reallønn hos offentlig ansatte og økte reelle overføringer. Den virkningen fanges bedre opp når verdiveksten i offentlige utgifter omregnes til realvekst ved hjelp av deflatoren for BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.13.

I anslagene har vi lagt til grunn at offentlig sektors forbruk av varer og tjenester vil vokse reelt med 2 prosent i 2004. For 2005 og 2006 legger vi beregningsteknisk til grunn uendret reelt skatte- og avgiftsnivå og at offentlig konsum vokser med 1½ prosent per år. Denne forutsetningen innebærer at verdiveksten i offentlige utgifter vil være om lag på linje med verdiveksten i inntektene.

Gradvis høyere sysselsetting og redusert ledighet

Den samlede sysselsettingen har falt siden inngangen til 2002. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap var det i 1. halvår sysselsatt 19 000 færre personer enn i 1. halvår i fjor. Fra 2002 til 2003 ligger det an til at sysselsettingen vil falle med om lag 1 prosent.

Tilgangen på utlyste stillinger i media har falt siden 2001, se figur 3.14. Etterspørselen etter arbeidskraft har falt både i industrien og i privat tjenesteyting. Også i offentlig sektor har den høye lønnsveksten bidratt til lav vekst i aktivitetsnivået og i sysselsettingen. Det største fallet i antall sysselsatte i offentlig sektor har kommet

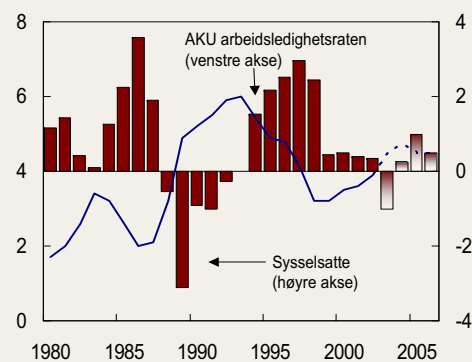
² Se St.meld nr. 1 (2003-2004), side 71.

innenfor undervisning. Innenfor helse- og sosialsektoren har sysselsettingen økt. Sysselsettingen øker også fortsatt innenfor varehandelen.

Svekkelse av arbeidsmarkedet fører erfaringsmessig til at noen velger å trekke seg ut av arbeidsstyrken, for eksempel for å ta utdanning. Tall fra Samordna opptak viser at søkningen til høyere utdanning har økt de siste par årene. Yrkesfrekvensen, det vil si andelen av befolkningen som er i arbeidsstyrken, har falt. Fra 2. kvartal i fjor til 2. kvartal i år gikk yrkesfrekvensen ned med nær ett prosentpoeng, til litt over 73 prosent. Yrkesfrekvensen er imidlertid fortsatt relativt høy historisk sett. Det er særlig i aldersgruppene 16-19 år og 25-39 år at yrkesfrekvensen har falt det siste året. Samtidig har yrkesfrekvensen økt i aldersgruppen 20-24 år. Det kan tyde på at en større andel enn før av de som tar utdanning er i aldersgruppen 25-39 år. Samlet sett har yrkesfrekvensen falt mest for kvinner det siste året. I aldersgruppen 25-39 år er det imidlertid flest menn som har gått ut av arbeidsstyrken.

Selv om aktiviteten anslås å ta seg nokså raskt opp fremover, venter vi at det vil ta noe lenger tid før sysselsettingen begynner å øke og ledigheten kommer ned, se figur 3.15. Neste år ventes sysselsettingen å øke moderat, med ¼ prosent. Samtidig venter vi at arbeidsstyrken igjen vil øke når situasjonen i arbeidsmarkedet bedres. Ledigheten vil trolig fortsette å øke noe den nærmeste tiden, men flate ut neste år. Som gjennomsnitt for 2004 anslås ledigheten til 4¾ prosent målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU). I 2005 anslås sysselsettingen å øke mer enn tilveksten til arbeidsstyrken slik at AKU-ledigheten går ned til 4½ prosent. I 2006 venter vi at ledigheten blir liggende om lag uendret på dette nivået.

Figur 3.15 Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet¹⁾ i prosent av arbeidsstyrken. 1980 - 2006.



¹⁾AKU-ledighet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 | Inflasjonsanslag

Den underliggende prisveksten er lav. Norges Banks foliorente er satt ned til 2,5 prosent. Kronekursen har svekket seg, og styrkingen gjennom fjoråret er i stor grad reversert. Lettelsene som er gjennomført i pengepolitikken vil bidra til å trekke inflasjonen tilbake mot inflasjonsmålet.

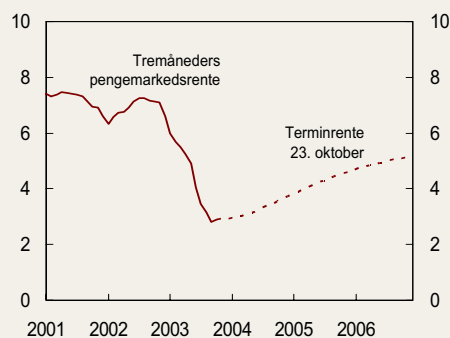
Anslagene for prisveksten bygger på tekniske forutsetninger om renten og kronekursen. I denne rapporten presenteres anslag basert på at renten følger terminrentene i markedet og at kronen utvikler seg i tråd med terminkursen. Terminrentene innebærer at den kortsiktige pengemarkedsrenten vil holde seg nokså lav det nærmeste året. Etter hvert øker terminrentene gradvis, i det vesentlige parallelt med økningen i rentene hos våre handelspartnere. Forutsetningen innebærer at den kortsiktige pengemarkedsrenten, som normalt er noe høyere enn foliorenten, vil holde seg rundt 3 prosent fram til midten av neste år, og øke til 3¾ prosent mot slutten av året. På to års sikt, fram mot slutten av 2005, er terminrenten 4½ prosent, se figur 4.1. Kronekursen er forutsatt å utvikle seg i tråd med terminvalutakursen, som avspeiler utviklingen i rentedifferansen mellom Norge og utlandet. Det innebærer en moderat svekkelse av kronekursen gjennom prognoseperioden. Ved utgangen av 2005 er kronen om lag 1 prosent svakere enn gjennomsnittet for de siste tre månedene, se figur 4.2.

Med dette forløpet for renten og kronekursen anslås inflasjonen å stige gradvis til 2½ prosent mot slutten av 2005, se figur 4.3.

I løpet av det nærmeste året venter vi at forskjellen mellom inflasjonen og inflasjonsmålet blir vesentlig redusert. Rentereduksjonene som er gjennomført, har gitt betydelig nedgang i renteforskjellen mot utlandet og svakere kronekurs. Målt mot handelspartnernes valutaer er kronen nå 9 prosent svakere enn i begynnelsen av januar i år. Utviklingen i kronekursen vil føre til at prisveksten på importerte konsumvarer tar seg opp.

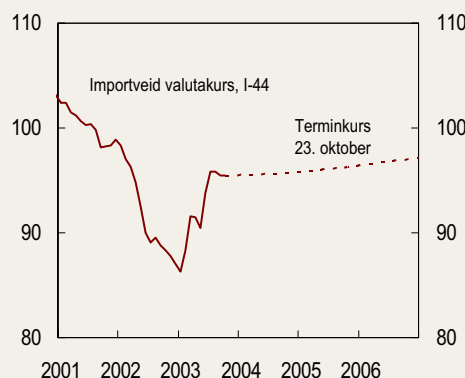
Etter hvert vil trolig også økt kapasitetsutnyttning i norsk økonomi bidra til høyere prisvekst. Vi anslår at stimulansene fra den lave renten og svakere kronekurs vil føre til at veksten i norsk økonomi tar seg markert opp de neste par årene. De pengepolitiske lettelsene vil i første omgang stimulere det private forbruket. Det vil gi økt aktivitet i næringer som selger varer og tjenester til husholdningene. Når den internasjonale etterspørselen etter hvert tar seg opp, og overkapasiteten i tjenesteytende næringer er bygget tilstrekkelig ned, vil etterspørselen etter arbeidskraft kunne øke i flere deler av økonomien. Arbeidsledigheten anslås etter hvert å bli noe redusert. Produksjonsgapet, slik vi beregner det, anslås å bli svakt positivt fra og med neste år, se figur 4.3.

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



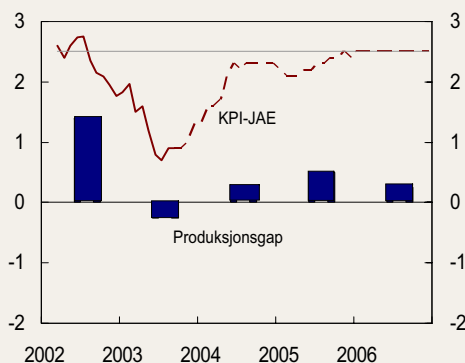
¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med september 2003. Tremåneders terminrente er beregnet ut fra fire penge-markedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 23. oktober
²⁾ Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten
Kilde: Norges Bank

Figur 4.2 Forutsetning for kronekursen (I-44). Terminkurs. Indeks.¹⁾



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs
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

4.1 Prisimpulser

Impulser fra internasjonale markeder

Prisveksten på internasjonalt handlede varer i utenlandsk valuta har vært lav og vil trolig ligge rundt null det nærmeste året. Den økonomiske veksten internasjonalt ventes å ta seg gradvis opp i løpet av 2004. Produktivitetsveksten er ofte sterk i begynnelsen av en oppgangskonjunktur, noe som bidrar til at prisveksten holder seg lavere enn normalt. Etter hvert som kapasitetsutnyttelsen øker, vil trolig prisveksten ta seg opp. I våre anslag har vi lagt til grunn at prisveksten målt i utenlandsk valuta på de konsumvarene som importeres til Norge, tar seg opp til trendveksten mot slutten av 2005. Vi legger til grunn en trendvekst i disse prisene på $\frac{3}{4}$ prosent.

Hvis produktivitetsveksten blir sterkere enn vi har lagt til grunn, kan det ta lenger tid før prisveksten tar seg opp til trendveksten. Et annet forhold som kan holde prisstigningen nede, er vridning av handel fra høykostland til lavkostland. Det har vært en slik tendens de seneste årene. Vi har imidlertid ikke klare holdepunkter for å legge til grunn at dette fortsetter. Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder på at potensialet for ytterligere prisfall som følge av handelsvridning er redusert for klær. For sko og audiovisuelt utstyr er muligheten for ytterligere handelsvridning og prisfall trolig større.

Valutakursutviklingen demper prisveksten det nærmeste året

Selv om en vesentlig del av kronestyrkingen fra 2000 til 2002 er blitt reversert så langt i 2003, vil styrkingen bidra til å dempe tolv månedsveksten i konsumprisene det nærmeste året.

Endringer i kronekursen virker på konsumprisveksten i Norge med et tidsetterslep. Basert på historiske erfaringer tar det flere år før virkninger av en endring i valutakursen har slått gjennom. Prisene på importerte konsumvarer påvirkes raskere av kursbevegelser enn prisene på norskproduserte varer og tjenester. Allerede våren 2004 antas tolv månedsveksten i prisene på importerte konsumvarer å bli positiv som følge av kurssvekkelsen siden januar.

Innenlandske priser påvirkes indirekte av valutakursen gjennom lavere priser på innsatsvarer og økt konkurranse fra utenlandske varer og tjenester. Det tar derfor lenger tid før vi ser effekter av kursbevegelser på disse prisene. På grunn av tidsetterslepet kan oppgang og senere nedgang i kursen motvirke hverandre, og dermed aldri komme til syne i prisene. I anslaget har vi lagt til grunn at den innenlandske prisveksten trekkes ned av valutakursen i 2004, men at bidraget fra kursen er nøytralt i 2005 og 2006.

Samlet sett har vi lagt til grunn at valutakursen vil gi et svakt negativt bidrag til den samlede prisveksten i 2004 og et svakt positivt bidrag i 2005 og 2006.

Beregninger av gjennomslaget fra valutakursendringer til konsumpriser er imidlertid usikre. Prisfallet på importerte konsumvarer er nå omtrent like stort som den historiske utviklingen i valutakursen isolert sett skulle tilsi, se figur 4.4. Noe av dette prisfallet kan imidlertid trolig føres tilbake til andre forhold enn valutakursen, slik som vridning av import til lavkostland. Det kan tilsi at det samlede gjennomslaget fra valutakurs til importpriser har vært mindre enn historiske erfaringer skulle tilsi. Erfaringer fra andre land med inflasjonsmål har vært at kursgjennomslaget etter hvert er blitt lavere. Dette kan ha sammenheng med at valutakursene svinger, og at det tar lenger tid før aktørene i økonomien oppfatter en valutakursendring som varig. Det er også en mulighet at kursgjennomslaget kommer senere enn de historiske erfaringene tilsier. I så fall kan prisveksten bli trukket ytterligere ned av kursstyrkingen vi har bak oss og bli lavere enn vi anslår.

Nivået på valutakursen kan også være av betydning for prisveksten gjennom virkningen på konkurranseevnen. Svekkelsen av konkurranseevnen har bidratt til lavere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. Det virker isolert sett dempende på prisveksten.

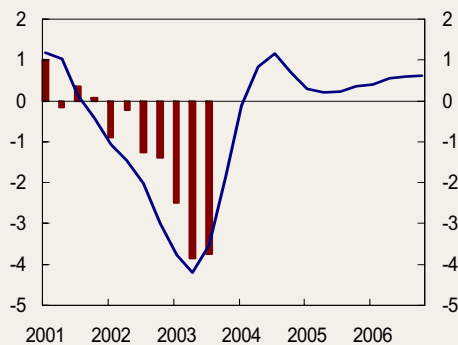
Moderat lønnsvekst i 2003 og 2004

Lønnsveksten ser ut til å bli moderat i 2003. Tilleggene som ble gitt under vårens forhandlinger var gjennomgående lave. Flere av de forbundsvisse forhandlingene resulterte i nulloppgjør. Forhandlingsresultatene må trolig ses i lys av økningen i arbeidsledigheten og det sterke fokuset på kostnadsreduksjoner i store deler av næringslivet. Under lønnsoppgjøret i 2002 ble det avtalt betydelige tillegg med virkning fra i år. Det bidrar til at årslønnsveksten i 2003 anslås å bli 4½ prosent, selv om tilleggene som ble avtalt i år var lave.

Utviklingen de siste årene tyder på at lønnsomheten i konkurranseutsatt industri har blitt tillagt liten vekt i lønnsforhandlingene, både for industrien og for andre grupper. Dette kom særlig til syne i fjorårets oppgjør. Næringslivets konkurranseevne var klart svekket i forkant av lønnsoppgjørene etter mange år med høy lønnsvekst og en styrking av kronkursen. Likevel ble det gitt store tillegg både i industrien og for andre grupper av arbeidstakere.

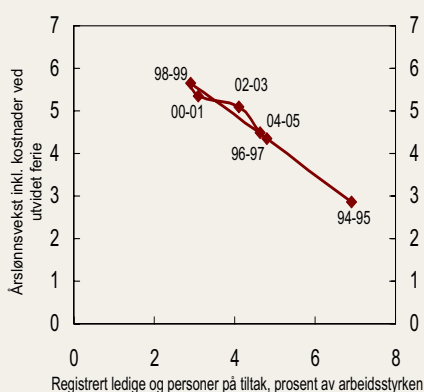
Etter hvert har den svake utviklingen i internasjonal og norsk økonomi, i kombinasjon med sterk kostnadsvekst over flere år, bidratt til å øke arbeidsledigheten i både i offentlig og privat sektor. Før årets lønnsoppgjør var derfor

Figur 4.4 Beregnede virkninger på prisveksten på importerte konsumvarer av historisk valutakursutvikling, prosentpoeng bidrag til firekvartalsveksten (blå linje). Historisk prisvekst på importerte konsumvarer (rød kolonne).



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5 Årslønnsvekst og arbeidsledighet. 2 års gjennomsnitt.



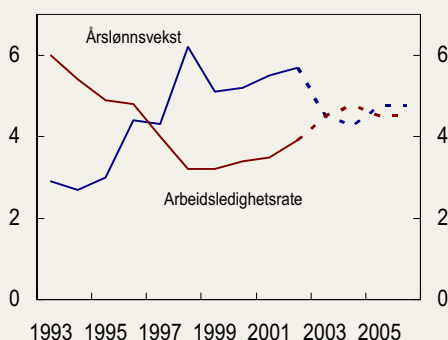
Kilde: TBU og Norges Bank

sikkerheten knyttet til egen jobbsituasjon betydelig redusert for mange arbeidstakere, samtidig som det var høy tilgang på arbeidskraft til de få ledige jobbene. Etter vår vurdering er dette en viktig årsak til at lønnsveksten i år ser ut til å bli moderat.

I anslagene har vi lagt til grunn at det i hovedsak er utviklingen i arbeidsmarkedet samlet sett som er avgjørende for lønnsutviklingen.

Tendensen de siste årene har vært at en større andel av lønnsveksten avtales det første året av den toårige perioden en hovedavtale gjelder. Selv om lønnsveksten ser ut til å bli moderat i år, ga hovedoppgjøret i 2002 og mellomoppgjøret i 2003 samlet sett høy lønnsvekst. I disse to årene sett under ett var lønnsveksten litt høyere enn det sammenhengen mellom lønnsvekst og utviklingen i arbeidsmarkedet skulle tilsi, se figur 4.5.

Figur 4.6 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

I våre anslag for lønnsveksten fremover har vi lagt til grunn at sammenhengen mellom arbeidsledighet og lønnsvekst vil være mer på linje med lønnsoppgjørene i perioden 1994-2001. Arbeidsledigheten forventes å øke ytterligere de nærmeste månedene, men deretter å stabilisere seg. I 2004 anslås lønnsveksten å avta noe i forhold til i år som følge av den økte ledigheten. Når aktiviteten i økonomien etter hvert tar seg opp, vil etterspørselen etter arbeidskraft øke. Arbeidsledigheten kan da falle noe. Det antas å gi noe høyere lønnsvekst i 2005 og 2006, se figur 4.6.

Det kan ikke utelukkes at hensynet til lønnsomheten i konkurranseutsatte næringer får en mer fremtredende rolle i lønnsfastsettelsen fremover enn den har hatt de siste årene. Konkurranseevnen til norsk industri er fortsatt svak. De nærmeste årene antas veksten i industrien å bli lavere enn veksten i norsk økonomi samlet sett. Hvis konkurranseevnen blir tillagt større vekt, kan den samlede lønnsveksten bli lavere enn det vi har lagt til grunn.

Konkurranseforhold kan påvirke prissettingen fremover

Noe av den lave prisveksten vi har sett den siste tiden, kan skyldes at foretakene har redusert sine driftsmarginer for å unngå tap av markedsandeler. Dette kan være et resultat av lavere etterspørsel og sterkere konkurranse. Når etterspørselen etter hvert øker, og den ledige kapasiteten blir tatt i bruk, kan noen aktører velge å øke sine marginer. Det vil i så fall bidra til høyere priser.

Prisveksten kan også påvirkes av konkurranseforhold av mer strukturell karakter. Innen telekommunikasjon og luftfart har konkurransen økt gjennom avreguleringer og nyetableringer de siste årene. I disse næringene har prisene

falt betydelig. Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder på at denne utviklingen kan fortsette. Også i andre næringer kan prisveksten bli lav som følge av strukturelle endringer. Blant annet kan etablering av en utenlandsk lavpriskjede i Norge presse ned prisene på dagligvarer.

Anslagene for prisstigningen fremover er ikke basert på at endringer i konkurranseforholdene vil påvirke prisveksten vesentlig. På den ene siden kan marginene øke i årene som kommer som følge av sterk vekst i forbruksetterspørselen. På den annen side kan strukturelle forhold bidra til å presse ned prisene på blant annet flyreiser, teletjenester og dagligvarer.

Inflasjonsforventningene på lang sikt avviker ikke vesentlig fra inflasjonsmålet

Lave prisimpulser utenfra, fortsatte virkninger av kronestyrkingen i 2002 og nedgangen i lønnsveksten bidrar til at prisveksten vil holde seg lav de nærmeste månedene. Når prisstigningen avviker fra inflasjonsmålet, er det en risiko for at tilliten til inflasjonsmålet blir svekket. Dette kan påvirke lønnsveksten og den generelle prissettingen i markedet, og gjøre det mer krevende å bringe inflasjonen tilbake til inflasjonsmålet. Forventningsundersøkelsen til TNS Gallup, der ulike aktører blir spurt om inflasjonsforventninger på 1, 2 og 5 års sikt, viser imidlertid at inflasjonsforventningene fortsatt er godt forankret rundt inflasjonsmålet på lang sikt, se figur 4.7.

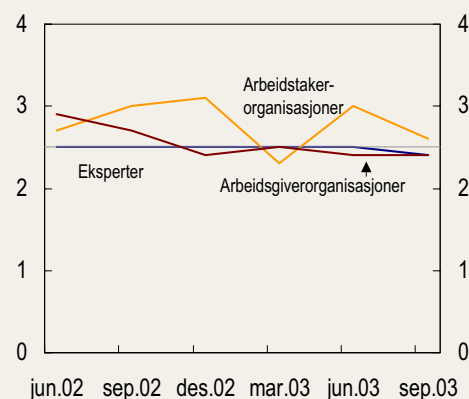
På kortere sikt er det imidlertid tegn til at aktørene i økonomien forventer at inflasjonen vil være noe lavere enn inflasjonsmålet på 2½ prosent. Disse forventningene har blitt gradvis nedjustert i løpet av det siste året i tråd med den avtagende prisveksten, se figur 4.8 og 4.9.

4.2 Inflasjonsutsiktene

Med de forutsetningene som ligger til grunn i denne rapporten, anslås prisveksten å ligge under inflasjonsmålet både i 2004 og i de tre første kvartalene av 2005, se figur 4.10. Avviket fra inflasjonsmålet anslås imidlertid å bli vesentlig redusert i løpet av neste år.

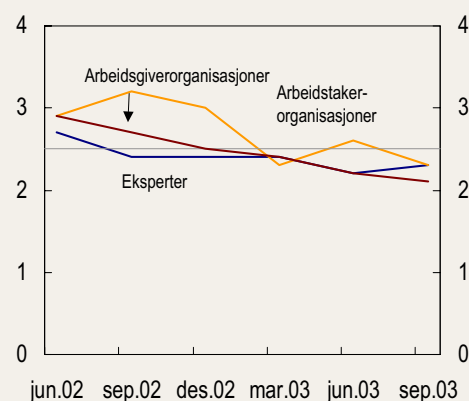
Tolv månedsveksten i KPI-JAE anslås å øke fra om lag 1 prosent i fjerde kvartal i år til rundt 2¼ prosent neste sommer. Det er i hovedsak den historiske valutakursutviklingen som bestemmer forløpet til KPI-JAE det nærmeste året. Valutakursutviklingen virker i første omgang på prisene på importerte konsumvarer. Kursstyrkingen gjennom 2002 virker sterkest på disse prisene innværende år, mens kurssvekkelsen siden årsskiftet vil få størst effekt rundt

Figur 4.7 Forventet konsumprisvekst om 5 år. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 - 3. kv. 03.



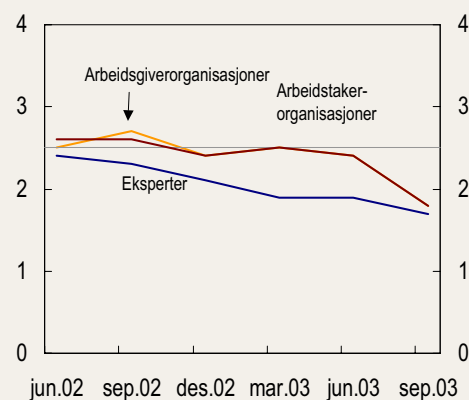
Kilde: TNS Gallup

Figur 4.8 Forventet konsumprisvekst om 2 år. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 - 3. kv. 03.



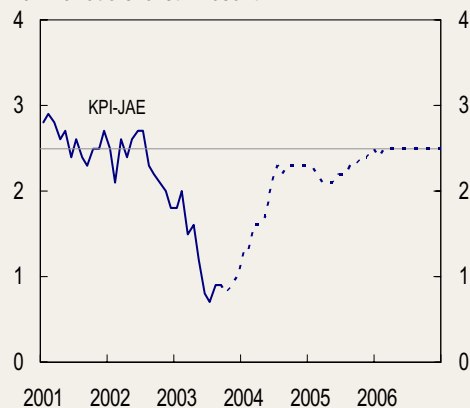
Kilde: TNS Gallup

Figur 4.9 Forventet konsumprisvekst om 1 år. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 - 3. kv. 03.



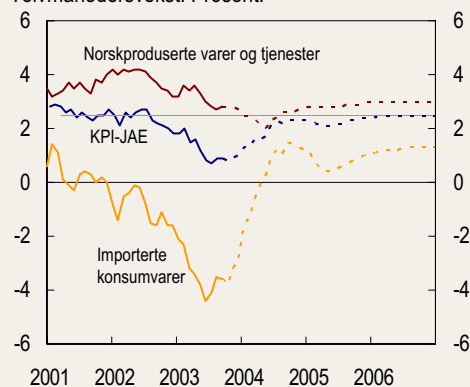
Kilde: TNS Gallup

Figur 4.10 KPI-JAE. Historisk utvikling og anslag. Tolvmånedersvekst. Prosent.



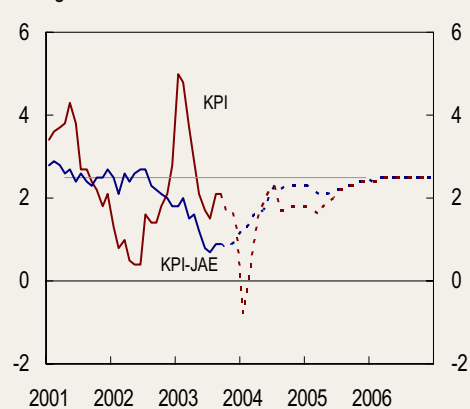
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.11 KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Historisk utvikling og anslag. Tolvmånedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.12 KPI og KPI-JAE. Historisk utvikling og anslag. Tolvmånedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

neste sommer. Kursstyrkingen gjennom 2002 påvirker prisveksten på norskproduserte varer og tjenester også i 2004. Samlet sett vil valutakursutviklingen bidra til å trekke ned veksten i KPI-JAE noe i 2004.

Årsveksten i KPI-JAE i 2004 anslås til 2 prosent. I tillegg til effekter av valutakursutviklingen, vil lave priser på importerte konsumvarer i utenlandsk valuta og nedgangen i lønnsveksten bidra til at veksten i KPI-JAE blir lavere enn inflasjonsmålet.

I løpet av 2005 vil veksten i KPI-JAE ta seg gradvis opp. De internasjonale prisimpulsene antas å stige som følge av den ventede oppgangen i internasjonal økonomi. Impulsene fra valutakursen til prisveksten antas å være positive, som følge av at kursen svekkes gjennom perioden. Utviklingen i arbeidsmarkedet vil bidra til noe sterkere lønnsvekst. Sterkere vekst både i prisene på norskproduserte varer og tjenester og i prisene på importerte konsumvarer vil bidra til at KPI-JAE kommer tilbake til inflasjonsmålet i fjerde kvartal 2005, se figur 4.11. For året som helhet kan likevel prisveksten bli noe lavere. Vi anslår en årsvekst i KPI-JAE på 2¼ prosent i 2005. I 2006 anslås prisveksten å stabilisere seg rundt 2½ prosent.

Spesielle forhold som reduserte foreldrebetalingar i barnehagene og et mulig fall i husleiene som en direkte følge av rentereduksjonene vi har bak oss, kan gi lavere konsumprisvekst enn vi anslår. I forskriften om pengepolitikken av 29. mars 2001 heter det at Norges Bank i rentesettingen i utgangspunktet ikke skal ta hensyn til "direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser." Reduserte foreldrebetalingar i barnehagene har engangsvirkning på konsumprisene, og kan betraktes som en særskilt midlertidig forstyrrelse. Dette trekker ikke veksten i KPI-JAE vesentlig ned i 2003, men i 2004 kan effekten bli rundt 0,1 prosentpoeng. Rentefallet kan redusere utgiftene til bolig, men det er usikkert i hvor stor grad dette vil reflekteres i husleiene slik de måles i konsumprisindeksen. Den direkte virkningen av renten på husleieindeksen er nærmere drøftet i en egen utdyping på side 39. I konsumprisanslagene som er presentert i denne rapporten har vi sett bort fra slike særskilte effekter.

Forløpet til konsumprisene inkludert avgifter og energivarer (KPI) vil avvike fra utviklingen i KPI-JAE. Det har sammenheng med forløpet til energiprisene. Sterk vekst i elektrisitetsprisene og bensinprisene i 2003 har ført til at tolvånedersveksten i KPI er betydelig høyere enn tolvånedersveksten i KPI-JAE. Når nivået på disse prisene etter hvert normaliseres vil veksten i KPI i en periode kunne bli lavere enn veksten i KPI-JAE, se figur 4.12.

4.3 Risikovurderinger

Anslagene for inflasjonen fremover er usikre. Figur 4.13 viser usikkerheten i anslaget beregnet ut fra historiske avvik mellom anslag og faktisk prisutvikling. Flere forhold kan bidra til at inflasjonen vil utvikle seg annerledes enn anslått i avsnitt 4.2.

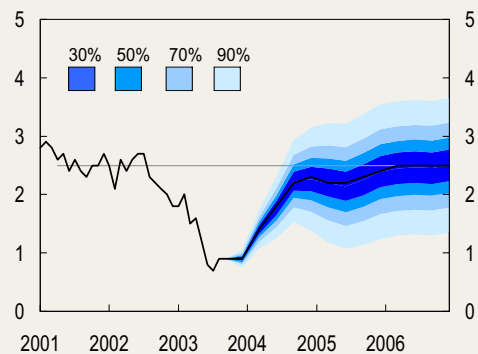
Vi har liten erfaring med virkningene av såpass store pengepolitiske lettelser som er gjennomført i løpet av det siste året, se figur 4.14. Det er usikkert hvordan aktørene i økonomien tilpasser seg en så lav realrente som vi har nå. Aktiviteten i norsk økonomi kan tilta raskere enn vi venter. Overkapasiteten kan bli bygget ned raskere, og arbeidsledigheten kan falle mer enn vi har lagt til grunn. Dersom det oppstår nye presstendenser i norsk økonomi, vil prisveksten kunne bli høyere enn anslått her.

Verdensøkonomien synes sårbar for nye forstyrrelser. I anslagene legger vi til grunn at den ekspansive økonomiske politikken vil bidra til at veksten etter hvert tar seg opp. Gjennom det siste året er imidlertid de fleste observatører blitt overrasket over hvor lenge den økonomiske stagnasjonen internasjonalt har vart. Det er en risiko for at vi undervurderer virkningene av ubalansene i verdensøkonomien. Det kan i så tilfelle ta lengre tid før veksten normaliseres. Inflasjonen i mange land kan holde seg lav. Internasjonale renter vil i så fall kunne komme til å holde seg lave lenge.

Svakere utvikling internasjonalt vil kunne få betydning for prisveksten i Norge. Avsetningsmulighetene for norske eksportører i internasjonale markeder vil være lave og bidra til å dempe veksten i norsk økonomi. Samtidig vil lavere vekst i verdensøkonomien føre til at prisveksten på internasjonalt handlede varer holder seg lav.

Den siste tiden har det vært betydelige svingninger i kronekursen. Siden forrige inflasjonsrapport har renteforskjellen falt med 1,1 prosentpoeng, mens kronekursen samlet sett er om lag uendret. Både terminkursene og anslag for kronekursutviklingen i Consensus Forecasts indikerer forventninger om nokså små kursbevegelser fremover. Prisene på valutaopsjoner blir ofte brukt som en indikator for markedsaktørenes vurdering av kursusikkerheten. Prisingen av slike opsjoner tyder på betydelig usikkerhet om kursutviklingen fremover. Beregningene, illustrert i figur 4.15, indikerer isolert sett at det er om lag 50 prosent sannsynlighet for at kronen (målt ved I-44) styrker eller svekker seg med mer enn 4 prosent i løpet av det neste året. I følge våre beregninger bidrar en slik kursbevegelse isolert sett til å endre veksten i KPI-JAE med drøyt ¼ prosentpoeng i 2005.

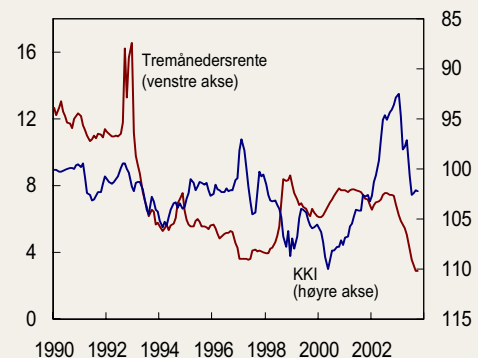
Figur 4.13 Anslag og usikkerhet for KPI-JAE
Tolv månedersvekst. Prosent.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

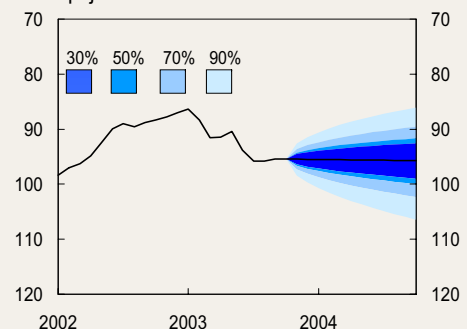
Figur 4.14 Industriens effektive kronekurs (KKI)¹⁾ og
tremåneders pengemarkedsrente. Månedstall.
Jan. 90 - sep. 03.



¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kronekursen

Kilde: Norges Bank

Figur 4.15 Importveid kronekursindeks (I-44).
Faktisk utvikling, terminkurs¹⁾ og usikkerhet priset
inn i opsjonsmarkedet. Månedstall



¹⁾ Basert på terminrentedifferansen mot handelspartene
23. oktober 2003

Kilde: Norges Bank

Utdypinger

Oversikt over utdypinger i inflasjonsrapportene 2000-2003

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

Direkte virkninger av renten på husleiene

I forskriften om pengepolitikken av 29. mars 2001 heter det at Norges Bank i rentesettingen i utgangspunktet ikke skal ta hensyn til "direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser". Pengepolitikken er fremoverskuende, normalt med en horisont på to år. Midlertidige forstyrrelser i prisveksten vil vanligvis ikke påvirke prisveksten om to år og skal derfor ikke påvirke pengepolitikken.

Også i en vurdering av pengepolitikken i ettertid må en se bort fra slike direkte effekter og midlertidige forstyrrelser som ikke har betydning for utviklingen i inflasjonen over tid. Det er ingen entydig måte å beregne underliggende prisvekst på som korrigerer for slike forhold. Statistisk sentralbyrå publiserer en indeks for konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Denne indeksen er ikke justert for mulige direkte renteffekter på konsumprisene.

I løpet av det siste året har rentene falt markert. Dette bidrar isolert sett til å redusere bokostnadene. Lavere rente gir for eksempel lavere renteutgifter på boliger som er lånefinansiert; det kan igjen gi lavere husleier. I den grad slike effekter reflekteres i KPI-JAE, vil rentefallet bidra til et fall i indeksen. I denne rammen drøftes slike eventuelle direkte virkninger av renten på KPI-JAE.¹

I land der boliglånsrenten inngår direkte i husholdningenes bokostnader i konsumprisindeksen blir denne ofte fjernet fra prisindeksen som pengepolitikken styres etter. Dette er for eksempel tilfelle i Storbritannia og Sverige.² I euroområdet har man valgt å holde slike utgifter utenfor den harmoniserte konsumprisindeksen.

I Norge inngår ikke utlånsrenten direkte i beregningen av konsumprisindeksen (KPI) og KPI-JAE. Husholdningenes kostnader knyttet til boligkonsum måles ved husleieindeksen, som utgjør 16,7 prosent av KPI. Husleieindeksen skal i utgangspunktet måle utviklingen i dette konsumet for både selveiere og leietakere. Selveieres og leietakers boligkonsum utgjør henholdsvis 11,2 og 2,6 prosent av KPI.³ Husleiene i leiemarkedet måles ved en spørreundersøkelse av 1300 leietakere. Prisveksten på selveieres bokostnader beregnes også med utgangspunkt i denne undersøkelsen. Utviklingen i husleieindeksen bestemmes dermed i all hovedsak av utviklingen i leieprisene i utleiemarkedet.

Slik bokostnader måles i den norske konsumprisindeksen, er det således ikke mulig å fjerne rentens direkte effekt på bokostnadene fra indeksen. Anslag for rentens direkte virkning på husleiene må derfor baseres på en empirisk modell. Vi har estimert en modell som forklarer husleieindeksen i KPI og KPI-JAE med renten, konsumprisindeksen, prisene på brukte boliger, lønn i privat tjenesteyting, produksjonsgapet, arbeidsledighetsraten, andelen av befolkningen i alderen 20-24 år og av andelen personer i denne aldersgruppen som er under utdanning. Se vedlegg for nærmere omtale.⁴ Modellen impliserer at husleieindeksen øker med 0,3 prosent på lang sikt dersom renten øker permanent med ett prosentpoeng og de øvrige forklaringsfaktorene ligger fast. Dette er et anslag på rentens direkte, langsiktige effekt på husleieindeksen. Modellen tilsier at rentenedgangen fra desember 2002 til september 2003 isolert sett trekker ned årsveksten i KPI-JAE med 0,12 prosentpoeng i 2004 og med

¹ Renten har direkte effekt på en prisindeks dersom indeksen øker som følge av økt rente når alle andre forklaringsfaktorer ligger fast (og motsatt når renten faller). Slike effekter kan gjenspeile at renten inngår i prisindeksen eller at renten påvirker kostnadene til bedrifter, borettslag og utleiende av leieboliger.

² Rentebetalinger knyttet til bolig utgjør henholdsvis 5½ og 4 prosent av konsumprisindeksen i disse landene. En renteendring på ett prosentpoeng vil dermed ha betydelig effekt på konsumprisveksten.

³ Den resterende delen av husleieindeksen er utgifter til fritidsboliger, forsikringer og kommunale avgifter.

⁴ Renteendringer kan også ha direkte effekter på andre priser enn husleiene. Spesielt kan lavere rente gi lavere avansesatser i varehandelen gjennom å redusere kostnadene ved lagerhold og kassekreditter. Vi har analysert dette ved å teste for direkte renteffekter i modeller for de øvrige delindeksene av KPI (etter leveringssektor). Analysene gir ikke holdepunkter for at renteendringer har direkte effekter på andre delindeksene enn husleieindeksen.

0,05 prosentpoeng i 2005 som følge av direkte renteeffekter på husleiene, se tabell 1.⁵

Flere forhold gjør at estimeringsresultatene må tolkes med varsomhet:

Tabell 1 Effekt på årsveksten i KPI-JAE av rentereduksjonen på 4,5 pp. fra desember 2002 til september 2003. Bidrag via husleiene. Isolert renteskift, uten indirekte effekter via priser, lønninger og andre størrelser.

2003	-0,03
2004	-0,12
2005	-0,05
2006	-0,01

Kilde: Norges Bank

- Husleiemarkedet er blitt gradvis mer deregulert de siste årene.
- Målemetoden for husleieindeksen ble endret flere ganger i perioden 1999 - 2002. Spesielt fikk leien i borettslagsleiligheter redusert vekt fra og med august 1999, og den er tatt ut av indeksen fra og med august 2002.

Disse endringene kan ha betydning for hvilke faktorer som påvirker husleieindeksen og hvor sterkt de virker. Spesielt kan renten virke annerledes på husleiene framover enn det som følger av modellen.

Våre analyser gir ikke holdepunkter for at renteendringer har sterke direkte effekter på husleieindeksen.

⁵ KVARTS-modellen i Statistisk sentralbyrå inneholder sterkere direkte renteeffekter på inflasjonen enn det som framkommer i tabell 1, se boks på sidene 12-13 i Økonomiske analyser 4/2003. I KVARTS bidrar lavere rente til lavere inflasjon via lavere husleier og lavere avansesatser i varehandelen. Vår husleielikning har svakere renteeffekter enn husleielikningen i KVARTS. Forskjellen kan gjenspeile at vår likning inneholder flere forklaringsvariable og at den er estimert på nyere data; husleielikningen i KVARTS er estimert med data fra 1. kvartal 1971 til 4. kvartal 1991 (se SØS 85 fra Statistisk sentralbyrå for nærmere dokumentasjon).

Teknisk vedlegg: En økonometrisk modell for husleieindeksen i KPI-JAE

Modellen omtalt over er gitt ved:⁶

$$\begin{aligned} \Delta leie_t = & -0,35 + 0,05 \Delta w_{t-4} + 0,02 \Delta ph_{t-3} + 0,02 \Delta_4 stud2024_t + 0,34 \Delta_5 GAP_t + 0,002 \Delta_5 u_t \\ & (5,12) \quad (1,64) \quad (1,95) \quad (4,20) \quad (5,37) \quad (3,93) \\ & -0,31 [leie_{t-1} - 0,27 R_{t-2} - 0,48 w_{t-5} - 0,37 kpi_{t-5} - 0,15 ph_{t-4} - 0,01 u_{t-5} - 0,49 bef2024_t]. \\ & (7,33) \quad (5,01) \quad (8,98) \quad (6,10) \quad (8,74) \quad (1,56) \quad (6,53) \end{aligned}$$

Estimeringsperiode: 1986.K1 – 2003.K2 (kvartalstall), $R^2 = 0,96$.

Absolutte t -verdier er oppgitt i parentes under estimatene.

ΔX_t angir endring i variabelen X : $\Delta X_t = (X_t - X_{t-1})$, $\Delta_4 X_t = (X_t - X_{t-4})$, $\Delta_5 X_t = (X_t - X_{t-5})$.

Avviket mellom den faktiske og modellerte husleieindeksen er i gjennomsnitt på 0,18 prosent av indeksen.

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

$leie$	= Husleieindeksen i KPI og KPI-JAE
w	= Lønn i privat tjenesteyting
ph	= Bruktboligpris
$stud2024$	= Andelen personer i alderen 20-24 år som er under utdanning
GAP	= Produksjonsgapet (på rateform), se figur 1.2 på side 10 i denne rapporten
u	= Arbeidsledighetsraten
R	= Tremåneders pengemarkedsrente ⁷ (på rateform)
kpi	= Konsumprisindeksen
$bef2024$	= Andelen av befolkningen i alderen 20-24 år

⁶ Modellen inneholder også effekter av sesongvariasjon, dereguleringen av husleiemarkedet i 2000 og omleggingen fra kvartalsvis til månedlig innarbeiding av husleiene i KPI og KPI-JAE fra og med januar 2000.

⁷ Vi har også testet for effekter av realrenten etter skatt. Denne variabelen hadde ikke signifikant effekt.

Uttrykket i klammeparentesen måler avvik mellom faktisk husleie i forrige kvartal og en estimert langtidssammenheng mellom husleiene og forklaringsfaktorene.

Ifølge modellen vil husleiene øke med 0,48 prosent på lang sikt dersom lønningene i privat tjenesteyting (w) øker med 1 prosent og de øvrige forklaringsfaktorene ligger fast. Denne effekten avspeiler primært at husleiene avhenger av kostnadene ved vedlikehold, men kan også fange opp at økte inntekter gir økt boliggetterspørsel. Effekten av konsumprisene (kpi) ivaretar at leiene i eksisterende kontrakter ofte indekseres med veksten i konsumprisindeksen.

En økning i prisene på bruktboliger (ph) vil isolert sett gjøre det mer gunstig å leie (framfor å kjøpe) og mindre gunstig å leie ut (framfor å selge). Det vil gi økt etterspørsel etter utleieboliger og redusert tilbud av slike boliger. Dermed presses husleiene opp. Ifølge modellen vil husleiene øke med 0,15 prosent på lang sikt dersom prisene på bruktboliger øker med 1 prosent (alle andre forhold like).

Effektene av produksjonsgapet (GAP) og arbeidsledighetsraten (u) fanger opp at husleiene avhenger av konjunktursituasjonen og situasjonen i arbeidsmarkedet. En økning i produksjonsgapet med ett prosentpoeng gir en økning i husleiene med 0,34 prosent i samme kvartal. Økt arbeidsledighet gir økte husleier for gitt nivå på konjunktursituasjonen, boligprisene og de øvrige forklaringsfaktorene. Det reflekterer at økt ledighet gir redusert (forventet) betalings- og låneevne for de som blir ledige og for de som får økt jobbusikkerhet som følge av den forverrede situasjonen på arbeidsmarkedet. Disse personene kan bli mer tilbøyelige til å leie framfor å kjøpe egen bolig dersom de skal endre tilpasning i boligmarkedet når ledigheten øker eller har økt. Det vil isolert sett trekke opp husleiene.

Modellen impliserer at husleiene avhenger positivt av andelen personer i alderen 20-24 ($bef2024$) og (på kort sikt) andelen personer i denne aldersgruppen som er under utdanning ($stud2024$). Effektene fanger opp at det særlig er ungdom og personer under utdanning som etterspør husleieboliger.

Ubalanser i USA

Veksten i USA har tatt seg opp. Det er likevel fortsatt god tilgang på arbeidskraft, produktivitetsveksten er sterk og det er mye ledig kapasitet i bedriftssektoren. Ubalansene som har bygget seg opp i verdensøkonomien generelt og i amerikansk økonomi spesielt det siste tiåret bidrar imidlertid til økt usikkerhet om utsiktene for amerikansk økonomi – og dermed for verdensøkonomien. Ubalansene forsterket seg gjennom nedgangskonjunkturen og ser ikke ut til å avta framover

Hvorfor er det underskudd på driftsbalansen?

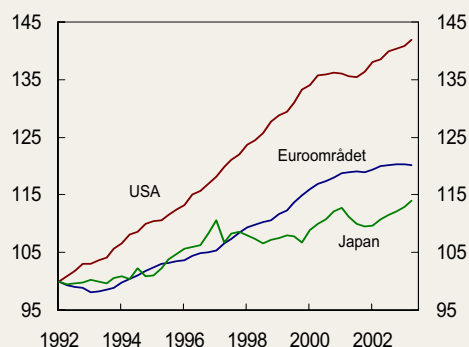
USA har det siste tiåret vært den viktigste vekstmotoren globalt. I Tyskland og Japan, som var preget av henholdsvis gjenforeningen i 1990 og ettervirkningene av at boblen i eiendoms- og aksjemarkedet sprakk i 1991, har veksten vært svak, se figur 1. Den sterke økningen i innenlandsk etterspørsel i USA relativt til de øvrige regionene førte til et stadig økende underskudd på driftsbalansen. Underskuddet er nå i overkant av 500 milliarder dollar på årsbasis eller vel 5 prosent av BNP, se figur 2.

Gjennom 1990-tallet reflekterte økningen i underskuddet først og fremst økende investeringer og konsum i USA, og ble motsvart av en sterk gjeldsoppbygging i privat sektor. Fra 2000 har veksten i underskuddet først og fremst vært knyttet de betydelige finanspolitiske stimulansene amerikanske myndigheter har gjennomført. Offentlig forvaltning gikk fra et overskudd på 1,4 prosent av BNP i 2000 til et anslått underskudd på 4,6 prosent av BNP i 2003¹.

Figur 3 viser utviklingen i finansinvesteringene i privat og offentlig sektor fra 1990. Nettofinansinvesteringene i husholdningene og bedriftene falt gradvis gjennom 1990-tallet, men har i de siste årene økt noe. Nettofinansinvesteringene i offentlig sektor har hatt et motsatt forløp.

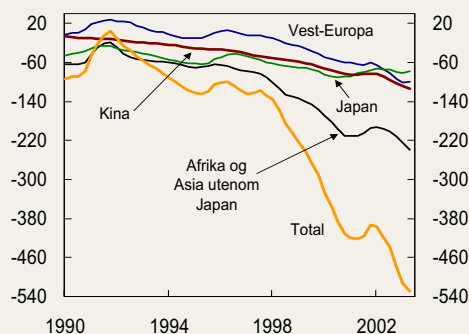
¹ OECD Economic Outlook 73.

Figur 1 BNP i USA, Japan og euroområdet. Sesongjusterte kvartalstall. 1990-2003. Indeks 1. kvartal 1992 = 100.



Kilde: EcoWin, EUR-OP/Eurostat, US Department of Commerce, ESRI

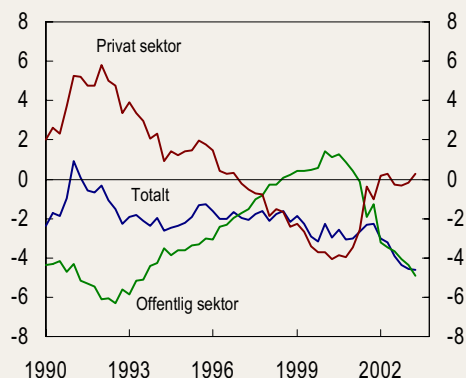
Figur 2 USAs driftsbalanse overfor utlandet mot Vest-Europa, Japan, Kina¹, Afrika og Asia utenom Japan. Milliarder dollar. Sum over siste fire kvartaler. 1990-2003.



¹ Serien for Kina omfatter kun handel med varer.

Kilde: EcoWin, US Department of Commerce

Figur 3 Nettofinansinvesteringer. Prosent av nominelt BNP. Sesongjusterte kvartalstall. 1990 - 2003.



Kilde: EcoWin, US Department of Commerce, Norges Bank

Hvordan finansieres underskuddet?

Underskudd på driftsbalansen representerer ikke nødvendigvis et problem i seg selv. Det kan innebære en jevnere fordeling av konsum over ulike tidsperioder og en mer effektiv allokering av investeringer enn det som ville vært mulig dersom etterspørselen til enhver tid ble bestemt av landets egne løpende inntekter.

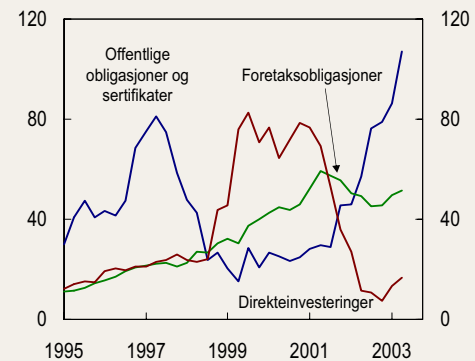
For å vurdere om USA har kapasitet til å betjene gjelden som følger av underskuddet framover, er det derfor viktig å se på hvordan kapitalinngangen fra utlandet blir anvendt. Dersom underskuddet er drevet av høye investeringer kan utviklingen være opprettholdbar. Under forutsetning av at investeringene er lønnsomme, vil de øke økonomiens produksjonspotensial, og dermed tilbakebetalingsevnen. I ettertid synes det imidlertid klart at det var betydelige overinvesteringer mot slutten av 1990-tallet. Avkastningen av investeringene ble derfor lavere enn forventet og bidraget til å betjene gjelden mindre enn antatt. Reflekterer driftsbalanseunderskuddet en økning i konsumet, som er basert på urealistiske forventninger om fremtidig inntektsvekst eller renter, kan det også bli vanskelig å betjene gjelden.

Størrelsen på utenlandsgjelden påvirker også om et driftsbalanseunderskudd er opprettholdbart. I 2002 utgjorde USAs netto utenlandsgjeld 25 prosent av BNP. Dette er ikke spesielt høyt i forhold til mange andre industrialiserte land. Vedvarende underskudd på rundt 5 prosent av BNP vil imidlertid føre til en økning i utenlandsgjelden til om lag 35 prosent av BNP innen 2007.²

Om underskuddet på driftsbalansen kan videreføres avhenger av om utenlandske aktører er villige til å finansiere det. Sammensetningen av kapitalinngangen har endret seg markert fra 2000, se figur 4. Før 2000 besto kapitalinngangen i økende grad av direkteinvesteringer. USA var fram til 2002 verdens største mottaker av direkteinvesteringer, men er nå forbigått av Kina. De siste årene har imidlertid kapitalinngangen i form av nettokjøp av amerikanske stats- og foretaksobligasjoner økt kraftig. En del av dette er oppkjøp fra utenlandske sentralbanker som vil påvirke kursutviklingen for

egen valuta. Nedgangen i de private investorenes kjøp av dollaraktiva reflekterer trolig lavere forventninger til veksten i amerikansk økonomi.

Figur 4 Utlendingers nettokjøp av amerikanske aktiva. Glidende gjennomsnitt over 4 kvartaler. 1995-2003. Milliarder dollar.



Kilde: EcoWin, US Department of Commerce, Treasury

Mulige konsekvenser av en justering av ubalansene

En korreksjon i ubalansene kan skje på flere måter: redusert innenlandsk etterspørsel i USA, økt innenlandsk etterspørsel i andre land eller en depresiering av dollar. Svakere dollar vil øke den internasjonale etterspørselen etter amerikanske varer og tjenester og samtidig vri innenlandsk etterspørsel i USA mot amerikansk produksjon.

Relativt høy vekst i husholdningenes konsum i USA var den viktigste årsaken til at nedgangskonjunktoren ble relativt mild. Husholdningenes balanser er blitt styrket av utviklingen i boligmarkedet, med stigende priser og lavere renteutgifter. Gjelden har imidlertid økt markert. Gjeldsbetjeningen er nær et historisk toppnivå på tross av svært lave renter. Spareraten er lav. Utviklingen videre vil særlig avhenge av arbeidsmarkedet. Hvis den svake utviklingen i sysselsettingen vedvarer, øker risikoen for en markert økning i sparingen.

Et fall i investeringene ville også kunne bidra til å redusere driftsbalanseunderskuddet på kort sikt. På lengre sikt vil imidlertid lavere investeringer redusere kapasiteten og inntektsveksten i økonomien og dermed bidra til å forverre ubalansene.

² Hunt B. (2002), "US Productivity Growth, Investor Sentiment, and the Current Account Deficit – Multilateral Implications", "United States: Selected Issues", IMF Country Report No. 02/165, August 2002

Dersom korreksjonen av driftsbalansen i stedet skal skje gjennom økt etterspørsel etter amerikanske varer relativt til utenlandskproduserte varer, må dollaren depresierte kraftig. I ulike studier er depresieringsbehovet beregnet til mellom 15 og 45 prosent, se for eksempel Obstfeld og Rogoff (2000)³. Dette skyldes blant annet at eksport og import utgjør en liten andel av BNP i USA. Erfaringene tyder også på at korreksjoner i valutakurser ofte skjer brått og at kursen går lenger enn fundamentale forhold skulle tilsi. Siden januar 2003 har dollaren depreciert effektivt med om lag 10 prosent.

En kraftig depresiering av dollaren vil svekke andre lands konkurransevne. Dette vil dempe eksporten som har vært den viktigste drivkraften i de øvrige økonomiske regionene. Enkelte land i Asia med sterk vekst vil trolig tåle en appresiering av sin valuta bedre enn land som Japan og Tyskland hvor den innenlandske etterspørselen er svak og hvor prisstigningen er lav eller negativ.

USAs utenlandsgjeld er i all hovedsak i dollar, mens fordringene i stor grad er i annen valuta som euro og yen. En depresiering av dollaren vil dermed ikke øke USAs gjeld, målt i dollar. De negative virkningene av en depresiering blir således mindre for USA enn for land som har utenlandsgjelden denominert i utenlandsk valuta. Motstykket til dette er at en depresiering av dollar innebærer at andre lands fordringer reduseres.

For verdensøkonomien synes det avgjørende at innenlandsk etterspørsel i de øvrige regionene tar seg opp før korreksjonen i ubalansene finner sted, for å unngå et kraftig, og kanskje langvarig tilbakeslag.

³ Maurice Obstfeld og Kenneth Rogoff; "Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment", fra Global Economic Integration: Opportunities and Challenges, Federal Reserve Bank of Kansas City 2000.

Om forutsetningene for valutakursen

Bevegelser i valutakursen har stor betydning for inflasjonen og produksjonen i en liten, åpen økonomi som den norske. Utviklingen i valutakursen kan analyseres og forklares i ettertid, men erfaringer viser at det er vanskelig å lage gode prognoser for kursutviklingen. Norges Bank har nedlagt et betydelig arbeid for å analysere utviklingen i kronekursen. Deler av dette arbeidet ble publisert i Norges Banks skriftserie nr. 31/2003.

Inflasjonsbanene i Norges Banks inflasjonsrapporter er vanligvis basert på to ulike sett av tekniske forutsetninger for rente- og valutakursutviklingen:

- Renten og kronekursen vil holde seg konstant gjennom prognoseperioden.
- Renten følger utviklingen i terminrentene og kronekursen utvikler seg i tråd med terminkursen.

I tillegg har vi i enkelte inflasjonsrapporter analysert virkninger av alternative utviklingsbaner for kronekursen.

Forutsetningen om konstant rente og valutakurs innebærer at renten settes lik styringsrenten på det tidspunkt inflasjonsrapporten publiseres, mens valutakursen settes lik gjennomsnittet over en viss periode. Ved å basere seg på et gjennomsnitt, får helt kortsiktige variasjoner i kronekursen mindre virkning på kursforutsetningen.

En rekke studier har funnet at dagens valutakurs er en bedre kortsiktig prognose for valutakursen enn prognoser basert på empiriske valutakursmodeller eller udekket renteparitet (se for eksempel Sarno og Taylor (2002) og referansene der). Grunnen kan være at temaene i valutamarkedet endrer seg på en måte som ikke blir fanget opp av modellene. Dette er et argument for å benytte forutsetningen om uendret kurs.

I denne rapporten gir vi kun inflasjonsanslag basert på terminrente og terminkurs. Foliorenten er betydelig lavere enn normalt, og det synes urealistisk å legge til grunn at den vil holde seg på dagens nivå i hele prognoseperioden. Terminvalutakursen avspeiler forventet utvikling i rentedifferansen mellom Norge og utlandet. Dagens terminvalutakurs reflekterer en lav rentedifferanse mot utlandet og antyder en moderat svekkelse av

kronekursen i prognoseperioden, se figur 4.2 på side 30 i denne rapporten. En forutsetning om uendret valutakurs fra dagens nivå i prognoseperioden, ville ikke ha avveket vesentlig fra denne banen.

Norges Bank benytter flere modeller til å analysere utviklingen i kronekursen. Som påpekt over, er ikke slike modeller nødvendigvis egnet til prognoseformål. De kan likevel gi nyttig innsikt i de mekanismene som driver valutakursen. I Inflasjonsrapport 1/03 presenterte vi en modell som forklarer utviklingen i kronekursen fra juli 1999 til januar 2003 (se også Naug (2003)). Denne modellen inkluderer effekter av oljeprisen, renteforskjellen mot utlandet, amerikanske aksjekurser og forventet variabilitet mellom de tre hovedvalutaene. Markedsaktører har pekt på at disse variablene har bidratt til variasjonen i kronekursen de siste årene. Modellen indikerer at en betydelig del av kronestyrkingen fra mai 2000 til januar 2003 skyldtes et temaskifte i internasjonale finansmarkeder: Aktørene omplasserte sine porteføljer fra aksjer og kortsiktige posisjoner i hovedvalutaene til renteplasseringer i land med høy rente.

Siden januar 2003 er rentedifferansen blitt betydelig redusert. Dette har bidratt til en svakere kronekurs. Aktørene i valutamarkedet fokuserer nå på utviklingen i hovedvalutaene, og det er mindre interesse for plasseringer i norske kroner. Oppmerksomheten i valutamarkedet kan erfaringsmessig skifte raskt mellom ulike temaer. Slike temaskifter kan ha vesentlig betydning for utviklingen i kronekursen fremover.

Referanser:

Naug, Bjørn E. (2003): "Faktorer bak utviklingen i kronekursen – en empirisk analyse", Norges Banks skriftserie nr. 31/2003.

Norges Bank skriftserie (2003): "Hvilke faktorer kan forklare utviklingen i valutakursen", nr. 31/2003.

Sarno, Lucio og Mark P. Taylor (2002): "The economics of exchange rates", Cambridge University Press

Fleksibel inflasjonsstyring og indikatorer for press i realøkonomien

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Normalt settes renten med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Det hadde generelt vært mulig å nå inflasjonsmålet på kortere sikt ved å endre renten raskere og sterkere. Det er imidlertid 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 ta utgangspunkt i utsiktene for inflasjonen og utviklingen i produksjonen av varer og tjenester. En pengepolitikk fremover som gir inflasjon lavere enn målet og ledige ressurser i økonomien, vil normalt være for stram. Tilsvarende vil en pengepolitikk som gir inflasjon høyere enn målet og et for sterkt press i økonomien i utgangspunktet være for ekspansiv.

I situasjoner der sentralbankens prognoser tilsier at inflasjonen på to års sikt er lik målet, men det samtidig er store ledige ressurser, kan det for eksempel være hensiktsmessig å innrette pengepolitikken slik at anslagene for inflasjonen midlertidig kan komme til å overskyte målet noe for å rette opp ubalansene i realøkonomien. Tilsvarende kan det være hensiktsmessig å innrette pengepolitikken slik at anslagene for inflasjonen midlertidig kan komme til å underskyte målet noe dersom prognosene tilsier at inflasjonen på to års sikt er lik målet samtidig som det er høyt press på realressursene. Med tillit til inflasjonsmålet i finans- og valutamarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Tilsvarende vil muligheten øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen. I tilfeller hvor det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye over lengre tid fra målet, eller tilliten til pengepolitikken står i fare, kan det være riktig å endre renten raskt og markert.

Med et fleksibelt inflasjonsmål tas det hensyn til utviklingen i produksjon og sysselsetting. En vurdering av stabiliteten i produksjons- og sysselsetningsutviklingen må ta utgangspunkt i det langsiktige produksjonspotensialet i økonomien og hvor godt arbeidsmarkedet fungerer. 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. Å forsøke å stabilisere produksjon og sysselsetting rundt et nivå som er høyere enn det som er i samsvar med produksjonspotensialet og et stabilt arbeidsmarked, vil føre til tiltagende pris- og kostnadsvekst.¹

Norges Bank baserer sine vurderinger på et bredt analyseapparat. Dette analyseapparatet omfatter blant annet økonomiske modeller hvor erfaringene i norsk økonomi er nedfelt. Slike modellanalyser, sammen med utviklingen i løpende statistikk, vurderinger av nye utviklingstrekk, analyser av finansmarkedsdata og temaskifter i det norske og internasjonale kapitalmarkeder, forventningsundersøkelser og informasjon fra Norges Banks regionale nettverk, gir grunnlag for vår vurdering av den økonomiske utviklingen. Som et hjelpemiddel benytter Norges Banks seg også av en rekke indikatorer som samlet kan si noe om veksten og aktivitetsnivået i økonomien er høyt eller lavt i forhold til produksjonspotensialet.²

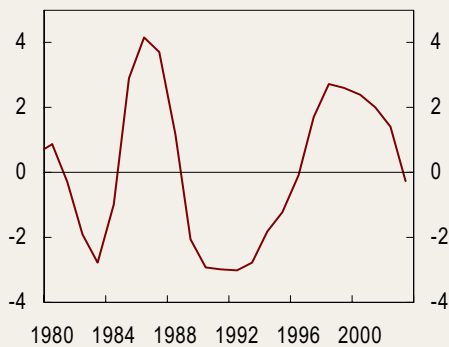
Produksjonsgapet er forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen i økonomien og det nivået som er forenelig med stabil inflasjon over tid. Dette nivået er ofte betegnet som trendmessig produksjon. Størrelsen er ikke observerbar og må beregnes. Det er vanlig å legge til grunn at samlet produksjon over tid stiger trendmessig fordi arbeidstyrken vokser og fordi produktiviteten øker. Trenden kan variere fordi veksten i arbeidstyrken varierer. Ny teknologi og nye organisasjonsformer kan også påvirke veksten i produktiviteten. Utviklingen i produksjonsgapet illustrerer konjunkturutviklingen

¹ Se også "Avveininger i pengepolitikken", Analysenotat nr. 15 2003 fra Pengepolitisk avdeling av Svendsen, Røisland og Olsen på Norges Banks internetsider, www.norges.bank.no.

² Se "Monetary Policy in Real Time: The role of simple rules" av Olsen, Qvigstad og Røisland, BIS papers no. 19.

og gir et utgangspunkt for å vurdere stabiliteten i produksjonen. Figur 1 viser hvordan faktisk produksjon har svingt rundt den trendmessige produksjonen i perioden 1980-2003.

Figur 1 Produksjonsgap.
Prosentvis avvik fra trend-BNP. Årstall. 1980 - 2003¹⁾

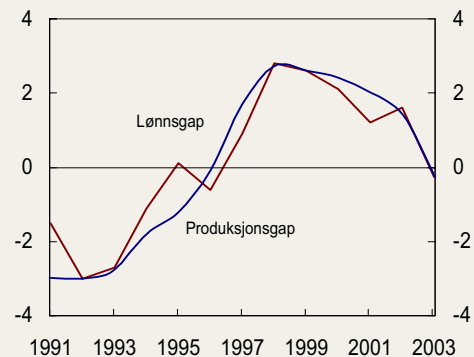


¹⁾ BNP-tall for 2003 er basert på anslag

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ble lønnsgapet positivt. I denne perioden økte ressursutnyttningen markert. Mot slutten av perioden avtar lønnsgapet i tråd med at ressursutnyttningen nærmer seg et mer opprettholdbart nivå.

Figur 2 Produksjons- og lønnsgap¹⁾.



¹⁾ Differansen mellom vekst i timelønnskostnader i industrien i Norge og blant handelspartnere fram til 2000. Deretter lønnsvekst i industrien over 4,5 prosent

Kilde: Statistisk sentralbyrå, TBU, IMF og Norges Bank

Andre indikatorer kan også bidra til å belyse stabiliteten i produksjon og sysselsetting:

Lønnsveksten er en direkte indikator på hvordan partene i arbeidslivet vurderer sysselsettingen og knappheten på arbeidskraft. Over tid må reallønnsveksten samsvare med produktivitsveksten. Er reallønnsveksten høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten, vil lønnsomheten i næringslivet svekkes. Økonomien i offentlige virksomheter vil også svekkes. Det legger kimen til senere innstramminger og nedbemanninger. Lønnsveksten kan dermed være en indikator på utsiktene for sysselsettingen. Produktivitsveksten i Fastlands-Norge de siste årene har vært om lag 2 prosent. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Dette tilsier at en nominell vekst i lønningene på rundt 4½ prosent vil være forenlig med stabil utvikling i sysselsettingen.

I figur 2 er lønnsgapet definert som forskjellen mellom lønnsveksten i Norge og i utlandet fram til 2000. Deretter er lønnsgapet definert i forhold til en lønnsvekst på 4½ prosent. En slik lønnsvekst vil over tid være forenlig med inflasjonsmålet. Det synes å være en nær sammenheng mellom dette lønnsgapet og ressursutnyttelsen i økonomien slik Norges Bank måler den med produksjonsgapet. Fra 1990 til 1995 da ledigheten var relativt høy i Norge og den faktiske produksjonen lå under produksjonspotensialet, var lønnsveksten i Norge lavere enn hos handelspartnere. Fra 1997

Likevektsledigheten er et uttrykk for det nivået på arbeidsledigheten som gir en lønnsvekst som er forenlig med en stabil og opprettholdbar økonomisk utvikling. Nivået på likevektsledigheten avhenger i første rekke av hvor godt lønnsdannelsen virker og må på ingen måte ses på som en norm for nivået på arbeidsledigheten. Norges Bank har ingen fast oppfatning om hva nivået på likevektsledigheten er. I samsvar med forrige punkt kan likevektsledigheten sies å være den arbeidsledigheten som gir en lønnsvekst på om lag 4½ prosent. Med en lønnsvekst på 4½ prosent og en prisstigning på 2½ prosent vil reallønnsveksten tilsvare veksten i produktiviteten. En slik lønnsvekst vil derfor ikke endre inntektsfordelingen mellom arbeidstakere og bedrifter.

Kredittveksten er en indikator på publikums etterspørsel som over tid antas å vokse om lag i takt med nominelt BNP. Dersom det legges til grunn at BNP for Fastlands-Norge i faste priser trendmessig vokser med opp mot 2½ prosent og prisstigningen ligger på inflasjonsmålet, kan kredittveksten være rundt 5 prosent. Dersom kredittveksten er vesentlig høyere eller lavere enn 5 prosent, er det en indikasjon på at aktivitetsnivået i økonomien er høyere eller lavere enn normalt. Både på kort og lang sikt er imidlertid disse sammenhengene usikre. En tidligere sterk vekst i boligprisene kan for eksempel påvirke kredittveksten i lang tid fremover.

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 seks runder i året vil vi ha samtaler med ledere fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter og næringer, til sammen rundt 200 besøk i hver runde. Utvalget av kontakter gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk. Antallet kontakter tilknyttet nettverket vil i løpet av 2003 komme opp i rundt 1000 personer som vil bli 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 vil gi oss informasjon tidligere og oftere enn tilgjengelig offentlig statistikk. Dessuten vil vi få utfyllende kunnskap på områder som ikke dekkes av andre statistikkilder. Vi vil også få kjennskap til temaer som bedriftene er spesielt opptatt av. I tillegg vil det regionale nett-

verket kunne gi oss innsikt i virkninger av spesielle hendelser eller brukes til å undersøke aktuelle problemstillinger. Offisiell statistikk vil fortsatt være hovedgrunnlaget for oppfatninger om tilstanden i økonomien, men tidsetterslep og revideringer knyttet til slik statistikk gjør det nyttig med supplementter som vårt regionale nettverk.

Den informasjonen vi får fra det regionale nettverket vil, sammen med annen tilgjengelig informasjon om den økonomiske utviklingen, danne et grunnlag for Norges Banks prognoser slik de fremkommer blant annet i Inflasjonsrapporten.

Vi har delt Norge inn i sju regioner og har for seks av dem knyttet til oss regionale forskningsinstitutter som skal være ansvarlige for nettverket i de forskjellige regionene og gjennomføre kontaktmøter på vegne av Norges Bank. Følgende institutter er valgt:

Region Nord (Nordland, Troms, Finnmark)	Kunnskapsparken Bodø
Region Midt-Norge (Nord-og Sør-Trøndelag)	Allforsk i Trondheim
Region Nordvest (Møre og Romsdal, Sogn og Fjordane)	Møreforskning Molde
Region Sørvest (Rogaland og Hordaland)	Rogalandsforskning
Region Sør (Aust- og Vest-Agder, Telemark, Vestfold)	Agderforskning
Region Innland (Hedmark og Oppland)	Østlandsforskning
Region Øst (Buskerud, Akershus, Oslo, Østfold)	Dekkes av Norges Bank

Oppsummering av de to kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport

I de to kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport er det til sammen gjennomført samtaler med om lag 450 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 nettsider etter rentemøtet 17. september. Oppsummeringene fra den siste runden blir å finne på våre nettsider fra 30. oktober. 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 fortsatt lavt, men det ser ut som bunnen er tilbakelagt/nådd for industri og tjenesteyting rettet mot næringslivet.
- I konsumvareindustrien øker produksjonen, men i deler av den konkurranseutsatte hjemmemarkedsindustrien er det fortsatt lav aktivitet. For offshoreindustrien ser aktivitetsnedgangen ut til å ha stanset opp. Lav aktivitet i leting gir negative impulser, mens økning i drifts- og vedlikeholdsoppgaver gir positive impulser.
- Positive utviklingstrekk i USA og Asia bidrar til moderat vekst for eksportindustrien etter sommeren. Europeiske markeder utvikler seg svakere, men økt etterspørsel etter og pris på oppdrettsfisk bidrar positivt.
- Ordretilgangen i industrien er svakt økende og støtter opp om en mer positiv utvikling. Det råder imidlertid stor usikkerhet om styrken og varigheten på oppgangen.
- Bygg- og anleggssektoren melder om en stabilisering etter at aktiviteten falt noe tidligere i år. Ordretilgangen er svakt økende. I anleggsbransjen er aktiviteten økende. Innen næringsbygg hvor overkapasiteten er stor, faller aktiviteten videre. Rehabiliteringsmarkedet og salg av nye boliger ser ut til å øke noe.
- Det er god vekst i varehandelen og i tjenesteyting rettet mot husholdningene. Veksten i etterspørselen fra husholdningene settes i sammenheng med rentenedsettelsene og høy reallønnsvekst.
- Både offentlig og privat sektor synes å være noe mer positive i forhold til investeringsplaner, men indikerer fortsatt ikke vesentlig investeringsvekst det nærmeste året. Investeringer i produktivetsforbedringer og kostnadsreduksjoner er fortsatt dominerende i industrien.
- Fallet i sysselsettingen avtar, men det er få - både i offentlig og privat sektor- som melder at de har planer om økt sysselsetting fremover. Samtidig meldes det om god - og svakt økende - tilgang på kvalifisert arbeidskraft i alle sektorer.
- Lønnsveksten anslås vesentlig lavere i 2003 enn i 2002. Presset lønnsomhet i mange næringer ventes å gi lav lønnsglidning.
- I de fleste næringer er lønnsomheten bedret som følge av kostnadsreduksjoner. Fokus virker nå i noen grad å være skiftet fra kostnadskutt til strategier for inntektsvekst.

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

3T Produkter AS
ABB AS
Accenture
Adecco Norge AS
Adidas Norge AS
Advokatfirma Schjødt
Aetat Vestfold
Aker Gaard Gartneri
Aker Langsten AS
Aker Stord
Aksel L. Hansson
Allianse AS
Alta kommune
Amersham Health AS
Ankerløkken Lys og Data AS
Anleggsgartnerfirma Strandman AS
ARKI arkitektar AS
Arkitektfirmaet C.F. Møller
Arvid Nergård AS
AS Ingeniør Gunnar M. Backe
Asplan Viak Bergen AS
Asplan Viak Trondheim AS
Atmel Norge
Aukra Midsund Offshore AS
Avinor Midt-Norge AS
B&T Låseservice AS
Bakke EL-Installasjon AS
Ballangen Camping AS
Barnekompaniet AS
Bates AS
Bedriftskompetanse AS
Berg Jacobsen Gruppen
Bergen kommune
Bergene Holm AS
Bergens Rørhandel AS
Bergens Tidende
Berle Fisk AS
Berlevåg Bygg AS
BeWi Produkter AS
Big Horn Steak House Norge AS
Bilhuset AS
Bilia Personbil AS
Billettservice AS
Bislett Bilutleie AS
Bjøseth Caravan AS
Bjørge-Gruppen AS
Bladet Nordlys AS
Bodø Energi AS
Bodø Sildoljefabrikk AS
Borgstein AS
Borregaard Industrier
BP Norge AS
Br. Reme AS
Brødesen Tekstil Service AS
Brekke Industrier AS
Brilleland AS
Brødrene Bakk AS
Brødrene Harsjøen
Brødrene Hveding AS
Brødrene Seppola AS
Braathens
Bunnpris
Buskerud Sentralsykehus
By The Way AS
Byggenæringens Landsforening
Bygger'n Orkdal
Byggmakker Ekran AS
Bø kommune
Båtservice Holding ASA
Båtsfjord Industriservice AS
Båtsfjordbruket AS
Caribonum Norway AS
Canal Digital Norge AS
Cap Gemini Ernst & Young Norge AS
CHC Norway
City Syd AS
Coca Cola Drikker AS
Comfort Rørlegger Asheim AS
Comrod AS
Conseptor ASA
Coop NKL BA
Creato
Daldata AS
Den Norske Bank ASA, Region Sørlandet
Den Norske Bank ASA, Tønsberg
Diakonhjemmets Sykehus AS
Domstein ASA
EFD Induction AS
Eidesvik Holding AS
Eiendomsdrift Nord AS
Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS
Eiendomsmegler 1 Oslo AS
Ekornes ASA
Elektro AS
Elkem Mosjøen
Elkem Thamshavn
Elkjøp Giganten Forus
Elkjøp Stormarked Skien
Elsafe International AS
Elvemo og Hjertås Bygg AS
Emma EDB AS
Enger Lefsebakeri
Engerdal kommune
Eramet Norway
ErgoRunit AS
Esmeralda AS
Esso Norge AS
Expert ASA
Fagbokforlaget
Farveringen AS
FAV Gruppen
Fesil ASA
Figgjo AS
Finnmark Miljøtjeneste AS
Finny Sirevaag AS
Fiskeridirektoratet
Fjord 1
Fjällräven AS
Flatsetsund Møbel- og Trevarerfabrikk AS
Fokus Bank ASA
Fredrikstad kommune
Fretex Midt-Norge AS
Frost Entreprenør AS
Fundamus AS
Furnes Hamjern Scandinavian Cast AS
G. W. Nilsen AS
Geoservice AS
Gjensidige Nor ASA
Gjøco AS
Gjøvik kommune
Glamox ASA
Glava AS
Godstrafikk og Bilspedisjon AS
Gravdal Bokhandel
Gresvig ASA
Grieg Seafood AS
Grimstad kommune
Grimstad Planteskole AS
Gro Industrier AS
Grytnes Betong AS
Gunvald Johansen AS
Hafjell Quality Hotell AS
Hakon Distribusjon AS
Halliburton
Hamar Elektro AS
Hamar kommune
Hands ASA
Hank Sport AS
Hansa Borg Bryggerier ASA
Haram kommune
Harila Midt-Troms AS
Hatteland Group
Havforskningsinstituttet
Havprodukter Båtsfjord AS
Havsølv AS
HCL Norway AS
Hedalm Boliger AS
Hedmark fylkeskommune
Hedmark Trafikk FKF
Hegra Sparebank
Heimdal Gruppen AS
Helse Nordmøre og Romsdal
Hemnes Mek. Verksted AS
Hennig-Olsen Is AS
Herøy kommune
Hitec Framnæs AS
Hitec Vision
Hitra kommune
Holm Grafisk AS
Hordaland Reiseliv
Hotell Frøya AS
Hov Dokka AS
Hovden Møbel A/S
Hunton Fiber AS
Hustadmarmor A/S
Hustadvika Gjestegård
Hydraulikk Finnmark AS
Hydro Aluminium Profiler AS
Hydro Automotive Structures AS
Hydro Exploration and Production Norway
Hydrotech Gruppen AS
Høie AS
Håg ASA
I.P. Huse AS
IBM Norge
IGLO Holding AS
IKEA Åsane
IKM Gruppen AS
Ikon AS
Indre Sogn Sparebank
Industriverktøy AS
Interfil AS
Intersport Lillehammer AS
IPEC Instrumentering AS
ISS Norge AS
Joh. Løvold AS
Julius Maske AS
Jørstad AS
Kai Karstensen Kuldeteknikk AS
Kantega AS
Kappahl AS
Karmsund Maritime Service AS
Karmøy Stål
Kirkenesterminalen AS
Kleiven Sogn A/S
Kleven Florø AS
Klingenberg Hotel AS
Klaastad Brudd DA
Knutsen OAS
Komplett ASA
Kongsvinger kommune
Kosbergs Arkitektkontor A/S
KPMG
Kraft Foods Avd. Disenå
Kran og Industriservice Nord AS
Kristiansund Havn KF
Krogsveen AS
Krogsveen Raknes AS
Kruse Betong
Landskapsentreprenørene AS
Legra Industrier AS
Leif Gromstads Auto AS
Lenvik kommune
Leo Burnett Gruppen AS
Lillesand produkter AS
Lindorff AS
Lindstrøm Hotel AS
Linjebbygg Offshore AS
Lofotprodukt AS
Loreal Norge AS
LPO arkitektur & design AS
Lufttransport AS
Lycro AS
Lyng Gruppen AS
Malvik kommune
Mandal Industrier AS
Mandal kommune
Mandal Reberbane Christian- sen & CO
Mandal Sykehus
Manpower
Maritech AS
Maritim Hotell AS
Maritime Hydraulics AS
Maritum Pusnes AS
Melhuus Schröder AS
Mester Grønn AS
Meyer AS
Midnor Group AS
Midsund Bruk AS
Miljøbygg AS
Minde Sjokolade
Mjosundet Båt og Hydraulikk AS
Moss kommune
MTU Telecom AS
Multi Elektro AS
Møre og Romsdals fylkeskom-
mune
NCC Norge AS
Nerland Granitindustri AS
Nettbuss Sør AS
NettSpesialisten AS
Norac AS
Norcem AS
Nor-Dan AS
Nordbohus Vinstra AS
Nordmøre Revisjon AS
Nordtrafikk Buss Avd. Lakselv
Norges Råfisklag
Norpower Brødr. Malo AS
Norsk Scania AS
Norsk Stein AS
Norske Skogindustrier ASA
Norsvin
Nortrans Touring AS
Nortronic AS
Notar Tromsø AS
Nova-Group
Nymo Mek. Verksted AS
Nysted AS
Odfjell ASA
Ole Moe Engros
Oljedirektoratet
Optiroc AS
Opus AS

Oracle Norge AS
Orkdal Installasjon AS
Orkdal kommune
Orkla Media AS
Os Husdyrmerkefabrikk AS
Os kommune
Otta Sag og Høvleri AS
Otteren Gullsmed & Urmaker
Outokumpu Norzink
Owens Corning Fiberglas
Norway AS
Pallin AS
Partner Reisebyrå AS
Paulsen Eiendom AS
Pay & Brinck Motor AS
PEC Installasjon AS
Per Aaland AS
Plus Reiser
Poesi Kaffe og The AS
Polimoon AS
Porsanger kommune
Porsgrunds Porselænsfabrik AS
PriceWaterhouseCoopers
Prior NOR BA
Pronova Biocare AS
Protech AS
Protek Telsoft AS
QS Manager AS
Radisson SAS Plaza Hotel
Rana Gruber AS
Rana Plast AS
Rana Trevarefabrikk AS
Rapp Hydema AS
Rautaraukki Profiler AS
Reidar Flokkmann Eff.
Reime Prosess AS, Jarlsø
Rema 1000
Revisorkonsult AS
Rica Arctic Hotell
Rica Hotel Alta
Rica Hotels Midt-Norge AS
Rica Olrud Hotel
Ringerike kommune

Ringnes AS
Ringsaker kommune
Risa AS
Rissa kommune
Rogaland Kunnskapspark
Rogaland Reiseliv
Romsdals Budstikke
Rosenborg Malerforretning AS
Rygge-Vaaler Sparebank
Rørteknikk AS
SalMar AS
Sandefjord kommune
Sarpsborg kommune
Savalen Fjellhotell AS
Scandiaconsult AS
ScanPartner AS
ScanRope AS
Selje Hotel AS
Selmer Skanska AS
Selmer Skanska Bolig
Sentrum Regnskap - Hitra
Servi Cylinderservice AS
Siemens AS
Sig. Halvorsen AS
Simon Møkster Shipping AS
SINTEF konsernstab
Sjøbruk AS
Sjøsidene Senter AS
Sjøvik AS
Skagen Fondene
Skaidi Kro og Motell AS
Skedsmo kommune
Skjærvøyfisk AS
Skodje Byggvare AS
Skårland AS
SM Triplex AS
Snillfjord kommune
Song Networks AS
Sortland Auto AS
Sparebank 1 Gruppen AS
Sparebank 1 Nord-Norge
Sparebanken Hedmark
Sparebanken Møre

Sparebanken Plass
Sparebanken Vest
Sparebanken Vestfold
Spenncon AS
Sportshuset AS
St. Olavs Hospital
Stansefabrikken Lillesand AS
Stantek Kongsvinger AS
Statens Vegvesen Region Sør
Statoil Stjørdal
Stiftelsen Betanien Bergen
Stillasservice AS
Stoa Storkjøp AS
Stokke Gruppen AS
Stormoa Butikksenter
Storvik AS
Studentsamskipnaden i Agder
Svaneapoteket i Hamar
SWIX Sport AS
Sykehuset Østfold HF
Sylteosen Betongvarefabrikk AS
Sødra Cell Tofte AS
Søgneheimen bo- og aktivitets-
senter
Sørhøy Distribusjon AS
Sør-Norge Aluminium AS
Tanum AS
Taubåtkompaniet AS
TDC Norge AS
Teeness ASA
Telenor Mobile AS
Teleplan AS
Thommessen
TI Group Automotive Systems AS
Timpex AS
Tine BA
Titania AS
TNS Gallup AS
Torgkvartalet kjøpesenter
Trafikk & Anlegg AS
Trehuseksperten AS
Trondheim Politikammer
Trondheim Stål AS

Trondheimsfjorden interkommunale havn
Turtagrø Hotel
Tverås Maskin & Transport AS
Tysfjord Turistsenter AS
Uldal Vinduer og Dører AS
Ulstein Verft AS
Umoe Mandal AS
Union Hotel AS
Universal Sodexo Norway AS
Universitet i Bergen
Vadsø kommune
Vefsn kommune
Vest Inkasso AS
Vest Sandblåsing AS
Vest-Busscar Stryn
VIBO Entreprenør AS
VINN
Vital Forsikring ASA
Vågan Kommune
Våler Bygg AS
Wartsila Norway
Wennberg Trykkeri AS
Wenaas AS
Westaff Vikartjenester
Westres Bakeri AS
Wikborg Rein & Co
Wist Last og Buss
X-Partner Nord AS
YIT Building Systems AS
YIT Installasjon
Øyer kommune
Årbarke AS
Årdal Stålinndustri AS
Årsland Møbelfabrikk AS
Åsen & Øvrelid AS

Vedlegg II

Strateginotat 2/03

Strateginotat 2/03

Gjennomføringen av pengepolitikken fram til oktober 2003.

Drøftet i hovedstyret 4. juni 2003 og vedtatt av hovedstyret 25. juni 2003.

Bakgrunn

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 renteendringer 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. Inflasjonen kan for eksempel avvike mye over lengre tid fra målet dersom vekst- og prisimpulsene fra utlandet lenge er svake.

I diskusjonen av den pengepolitiske strategien 5. mars tok hovedstyret sikte på et nivå på foliorenten i området 4¾ – 5½ prosent ved utgangen av juni 2003. Intervallet var betinget av utviklingen i kronekursen og anslagene for den økonomiske utviklingen. Foliorenten ble redusert med ½ prosentpoeng i hvert av rentemøtene 5. mars og 30. april 2003. I pressemeldingen etter rentemøtet 30. april het det: "Med en rente på 5,0 prosent ser Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere."

Den økonomiske utviklingen, usikkerhet og inflasjonsutsiktene

Analysene i dette kapittelet lå til grunn for drøftingen i hovedstyret den 4. juni. Analysene var utarbeidet i slutten av mai.

Utviklingen

Den økonomiske utviklingen internasjonalt er svakere enn lagt til grunn i forrige strategidiskusjon. Aktiviteten søkes holdt oppe ved lave renter

og ekspansiv finanspolitikk i flere land. Det er forventninger om ytterligere rentereduksjoner. Obligasjonsrentene er svært lave. Perioden med lave kortsiktige renter ventes å vare over et lengre tidsrom.

Også i Norge er den økonomiske veksten lav. Konjunkturindikatorerne for industrien har falt kraftig. Norges Banks regionale nettverk rapporterer om redusert etterspørsel og fallende lønnsomhet i mange bransjer. Det er lav aktivitet i både industrien og tjenesteytende næringer. Fallet i investeringene i fastlandsøkonomien er større enn ventet. Oljeinvesteringene bidrar imidlertid til å holde etterspørselen oppe. Det er lav realvekst i offentlig forbruk. Husholdningene ser mindre optimistisk på landets økonomi enn før, og boligprisene har falt. Det private forbruket utvikler seg om lag som ventet. Husholdningenes låneetterspørsel er høy og oppbyggingen av gjeld fortsetter.

Utviklingen i sysselsettingen er svakere enn anslått. Økningen i ledigheten er bredt basert både yrkesmessig og regionalt. Sysselsettingen i det konkurranseutsatte næringslivet, særlig industrien med underleverandører, faller om lag som tidligere antatt. Utviklingen i andre deler av arbeidsmarkedet har vært noe svakere enn ventet. Tjenesteytende næringer opplever svikt i inntektsgrunnlaget og nedbemanner. Næringer som IT og telekommunikasjon er som i andre land sterkt preget av ettervirkninger av boblen som sprakk. Globale konsultantselskaper har bygget ned kapasiteten i Norge. Luftfarten er inne i en omstilling og kutter kostnader. Også i offentlig sektor ser det ut til å være noe sterkere fokus på kostnadskutt og mindre sysselsettingsvekst enn i foregående år.

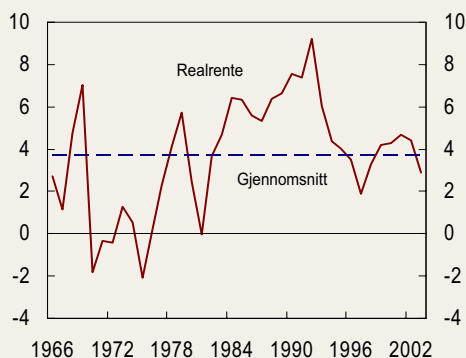
Finanspolitikken er mindre ekspansiv enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. Målt med de tradisjonelle budsjettindikatorerne virker opplegget i følge Revidert Nasjonalbudsjett 2003 (RNB) om lag nøytralt på konjunktursituasjonen.

Et positivt trekk ved utviklingen er at lønnsoppgjørene i vår ga lave tariff tillegg. Dette

kan tilsi at den svake utviklingen i arbeidsmarkedet og situasjonen for konkurranseutsatt sektor har blitt tillagt vesentlig vekt. Vårens tariffoppgjør var imidlertid et mellomoppgjør, og vi vil ha bedre holdepunkter først etter neste års hovedoppgjør for om det har skjedd ett mer varig skift i retning av lavere tillegg. For industrien vil det være nødvendig med lave tillegg over lengre tid for å hente inn igjen konkurranseevne.

Den underliggende prisveksten er lav. Gjennomslaget fra kronestyrkingen har den siste tiden vært noe sterkere enn lagt til grunn i siste inflasjonsrapport. KPI-JAE har steget mindre enn antatt på grunn av lav prisvekst på importerte konsumvarer. Inflasjonsforventningene, slik de måles i forventningsundersøkelsen til Norsk Gallup, ser imidlertid ut til å være godt forankret på 2½ prosent på lang sikt.

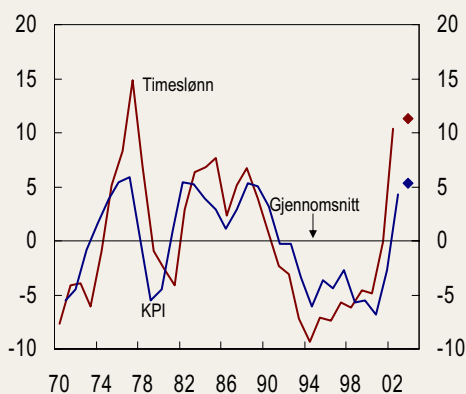
Figur 1a Realrente før skatt. Årstall. 1966-2003¹⁾.



¹⁾ Beregnet med 3-måneders pengemarkedsrente deflatert med KPI/KPI-JAE til 2000. Deflatert med 2,5 prosent f.o.m. 2001. Anslaget for 2003 er basert på snittet over renten hittil i år og siste observasjon ut året

Kilde: Norges Bank

Figur 1b Realkurs. 1970-2003¹⁾.



¹⁾ Tall for 2003 basert på KKI i mai og anslag på KPI og lønn

Kilde: Norges Bank

Det er gjennomført betydelige lettelser i pengepolitikken det siste halve året. Realrenten er nå under sitt historiske gjennomsnitt, jf figur 1. Rentenedsettelsene og forventninger om ytterligere nedsettelse har ført til at svekkelse av kronen. I månedsskiftet mai/juni var kronen i overkant av 5 prosent svakere enn toppnivået i januar. Det demper nedgangen i konkurranseutsatte sektorer og bidrar til høyere importert prisvekst fremover. Realkursen er imidlertid fortsatt høy historisk sett, både målt ved relative lønninger og priser, se figur 1. Utviklingen i rentene ute har redusert virkningene av reduksjonene i de norske rentene på kronekursen.

Utsiktene for internasjonal økonomi

Vi legger til grunn at veksten ute vil ta seg opp mot slutten av dette året og gjennom neste år. Ekspansiv penge- og finanspolitikk i flere land, lavere oljepris, og god inntjening i blant annet amerikanske bedrifter trekker i retning av at veksten vil ta seg opp. Anslagene innebærer imidlertid at oppgangen kommer senere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport og at anslagene for den økonomiske veksten hos våre handelspartnere i år er nedjustert. Prisveksten ventes å holde seg lav.

Det er likevel usikkert når veksten ute blir selvdrevet og tilstrekkelig stor til å øke kapasitetsutnyttelsen. Virkningene av det kraftige fallet i aksjekursene fram til mars i år og tidligere overinvesteringer kan bli større enn vi har lagt til grunn. Videre har boligprisene økt betydelig både i Storbritannia og USA i de siste årene. En korreksjon i boligprisene kan gi store utslag i husholdningenes sparinger og dempe konsumveksten. I USA er det risiko for at forbruksveksten faller mer før investeringene igjen begynner å vokse. Fallet i dollaren vil imidlertid virke positivt på veksten i USA, men negativt i Europa og Japan. Frykten for lungesykdommen SARS skader turisme, handel og produksjon, særlig i Asia. Det er derfor risiko for at verdensøkonomien kan stå overfor en ganske lang periode med svak vekst eller stagnasjon. De lave lange rentene i USA og Europa er et uttrykk for denne risikoen. En slik utvikling kan være spesielt uheldig i dagens situasjon med lave styringsrenter og store underskudd på offentlige budsjetter, fordi det gir risiko for deflasjon.

Det kan imidlertid ikke utelukkes at fallet i oljeprisen, stimulansene fra økonomisk politikk, og avslutningen av krigen i Irak vil føre til at veksten tar seg opp raskere enn vi legger til grunn. Investeringsoverhendet i USA er ikke like markert

som før, og lagerbeholdningene er bygget ned. Mange amerikanske bedrifter har store udekkede pensjonsforpliktelser, men de har bedret sine balanser og lønnsomhet. Dette gjenspeiles nå i økte aksjekurser.

Utsiktene for norsk økonomi

Selv om den økonomiske utviklingen er noe svakere enn ventet, kan veksten i privat konsum holde seg oppe. Lavere rente virker positivt, mens den svake utviklingen i arbeidsmarkedet trekker forbruksveksten og boligmarkedet ned.

Investeringene i fastlandsøkonomien ser ut til å falle betydelig i år. Også framover kan investeringene bli lave, selv med lavere rente og svakere kronekurs. Svekket konkurransevne og lavkonjunktur ute gir lite grunnlag for investeringer i industrien. Det har ringvirkninger for andre næringer. Tidligere overinvesteringer, lav etterspørsel etter tjenester fra næringslivet og mange ledige næringslokaler bidrar til lave investeringer også i tjenesteytende næringer. Selv om høy importandel fører til at virkningene på fastlandsøkonomien av oljeinvesteringene kan bli mindre enn vi tidligere har vært vant til, vil en kraftig økning i investeringene likevel bidra til å holde aktiviteten oppe i oljerelatert industri.

Regjeringen legger i RNB 2003 opp til nøytrale budsjetter i de nærmeste årene for å holde det strukturelle underskuddet på linje med realavkastningen fra petroleumsfondet. Vi legger til grunn at veksten i offentlig konsum blir noe høyere enn dette. Anslagene i RNB bygger på en forutsetning om reduksjoner i kommunenes underskudd. Gitt det sterke presset mot kommunenes produksjon av velferdstjenester kan dette være noe optimistisk. Høy lønnsvekst har imidlertid begrenset mulighetene for økt produksjon og sysselsetting i kommunene.

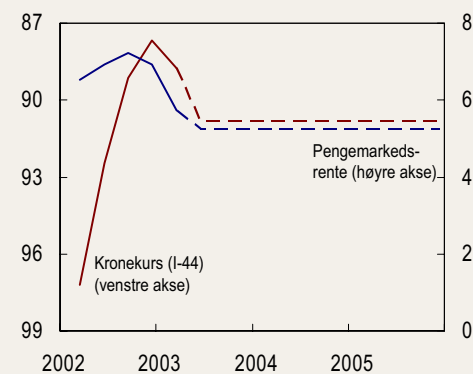
Vi legger til grunn at oljeprisen gradvis vil falle ned mot om lag 20 dollar framover. Det bygger blant annet på at det vil ta tid før Irak får bygget opp sin produksjonskapasitet, og at de kommersielle lagrene fortsatt er lave.

Anslagene for inflasjonen og den økonomiske utviklingen framover vil være betinget av forutsetningene som legges inn for rente og kronekurs. Nedenfor drøftes utsiktene under ulike forutsetninger.

Uendret rente og konstant kronekurs

Uten lettelser i pengepolitikken ser det ut til at BNP-veksten i Norge blir lavere enn trendveksten i år og neste år. Produksjonsgapet vil lukkes i år for deretter å bli klart negativt (se figur 2).

Figur 2a Alternativ 1: Foliorente på 5 prosent og importveid kronekurs (I-44) lik 90,8¹⁾.

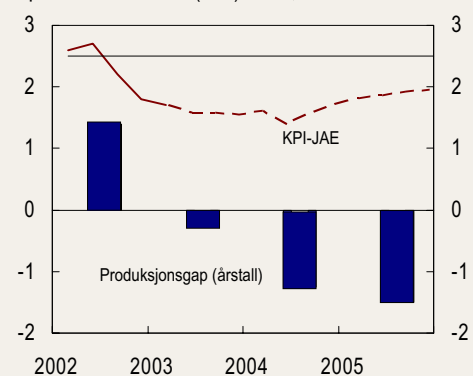


¹⁾ Tilsvarende om lag gjennomsnittet i mai

Kilde: Norges Bank

Økningen i ledigheten vil i så fall fortsette, og lønnsveksten kan trolig bli lavere enn det nivået som er forenlig med inflasjonsmålet over tid. Inflasjonen vil forbli lav. Det skyldes blant annet styrkingen av kronekursen gjennom fjoråret som bidrar til lav vekst i importprisene over en lengre periode. Etter hvert fases disse virkningene ut. Avtakende lønnsvekst holder imidlertid under disse forutsetningene inflasjonen under målet også i 2004 og 2005. Et negativt produksjonsgap kan gi uttrykk for lav kapasitetsutnyttelse og sterkere konkurranse i produktmarkedene. Det kan virke dempende på prisveksten gjennom lavere marginer.

Figur 2b Alternativ 1: Foliorente på 5 prosent og importveid kronekurs (I-44) lik 90,8¹⁾.



¹⁾ Tilsvarende om lag gjennomsnittet i mai

Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Alternativ 1: Anslag basert på forutsetninger om konstant foliorente på 5,0 prosent og kronkurs lik 90,8¹⁾. Prosentvis endring fra foregående år. Endring fra referansebanen i forrige inflasjonsrapport i parentes.

	2003	2004	2005
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	¾ (-½)	2 (-½)	2¼ (-¼)
Privat konsum	2¾ (0)	3 (-¼)	2¾ (-¼)
Offentlig konsum	¾ (0)	1½ (-½)	1¾ (-¼)
Realinvesteringer	-6 (-2)	½ (0)	2 (0)
Nettoeksport (vekstbidrag)	-1 (0)	-½ (¼)	-½ (¼)
BNP, Fastlands-Norge	¾ (-½)	1½ (-½)	2¼ (0)
Produksjonsgap	-¼ (-¼)	1¼ (-1)	-1½ (-1)
Sysselsetting	-1 (-½)	-¼ (-¼)	¼ (-¼)
Reg. ledighet ²⁾	4¼ (¼)	4¾ (½)	5 (¾)
Oljepris, USD	26 (-4)	22 (-2)	20 (0)
Årslønnsvekst	4½ (-½)	4 (-½)	4 (-½)
KPI	2¾ (-½)	1 (0)	2 (-¼)
KPI-JAE	1½ (-¼)	1¾ (-¼)	2 (-¼)

¹⁾ Tilsvarende om lag gjennomsnittlig I-44 i mai

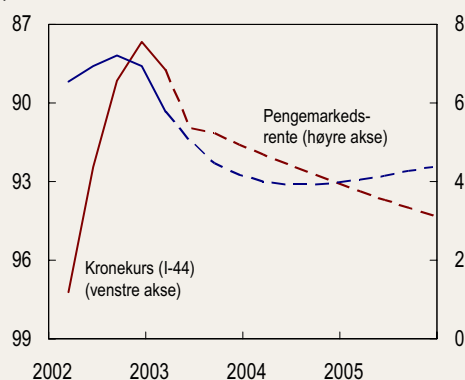
²⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

Markedets rente og kursforventninger

Det er forventninger om lettelse i pengepolitikken framover. I pengemarkedet var det ved utgangen av mai forventet en rentenedgang på om lag 1¼ prosentpoeng gjennom året. I henhold til teorien om udekket renteparitet svarer renteforventningene til en gradvis svekkelse av kronen på om lag 5 prosent fram mot slutten av 2005.

Figur 3a Alternativ 2: Terminrente ved utgangen av mai og gradvis kurssvekkelse (I-44) på om lag 5 prosent.



Kilde: Norges Bank

Våre analyser kan tyde på at lettelse i pengepolitikken om lag i denne størrelse vil kunne gi en mer balansert realøkonomisk utvikling. Rentenedgangen har forholdsvis sterke positive effekter på privat konsum. Effekten kommer dels gjennom lavere renteutgifter og dels gjennom

høyere boligpriser enn ellers og dermed større realformue. I tillegg vil lavere rente kunne bidra til økt optimisme i husholdningene, særlig blant de som er i netto gjeldsposisjon.

Med svakere kronkurs vil lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor gradvis bedres. Etterspørselen rettet mot underleverandører vil etter hvert bli høyere enn i alternativet med konstant kronkurs. Sammen med lavere rente vil dette kunne dempe fallet i realinvesteringene.

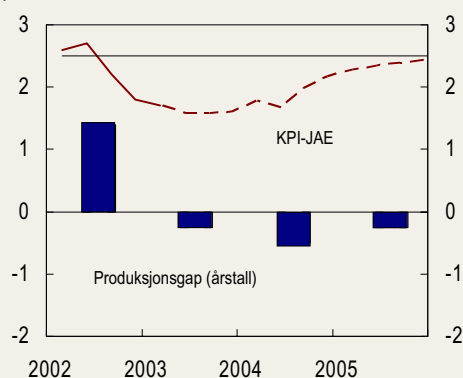
Økningen i arbeidsledigheten vil under disse forutsetningene etter hvert flate ut og avta noe mot slutten av framskrivningsperioden. Med en slik utvikling i arbeidsmarkedet kan lønnsveksten holde seg rundt 4½ - 4¾ prosent. Lav konsumprisvekst neste år kan imidlertid dempe inflasjonsforventningene til partene i arbeidslivet. I så fall kan lønnsveksten bli lavere enn våre anslag. På den annen side kan lave tariff tillegg i årets mellomoppgjør være resultat av et ønske om å hindre ytterligere tap av konkurransevne. Når det blir klart at de lave tilleggene og nulloppegjøret i mange bransjer gir bedret konkurransevne, kan det være en risiko for at lønnsveksten igjen kommer over 5 prosent etter neste års hovedoppgjør.

En lønnsvekst i tråd med våre anslag vil bidra til at prisveksten på norskproduserte varer holder seg oppe. I tillegg vil den gradvise svekkelsen av kronen bidra til sterkere vekst i importprisene. Samlet sett blir inflasjonen to år fram om lag ½ prosentenhet høyere enn dersom pengepolitikken ble holdt uendret.

På to års sikt anslår vi prisveksten, målt ved KPI-JAE, til knappe 2½ prosent (se tabell 2). Produksjonsgapet vil bli svakt negativt i 2005. Prisveksten vil imidlertid ligge nærmere 1 prosentenhet under inflasjonsmålet i ett års tid framover. Usikkerheten rundt inflasjonsanslagene betyr at det er fare for at den underliggende prisveksten kan bli vesentlig lavere enn 1½ prosent gjennom det neste året.

Ser en lenger fram enn to år, vil BNP-veksten trolig bli høyere enn trendveksten. Drivkreftene er en realrente som er lav gjennom 2003-2005. Realvalutakursen vil også være mer forenlig med balanse i økonomien. I tillegg vil trolig veksten internasjonalt ha tatt seg opp til trenden slik at etterspørselen fra utlandet har normalisert seg. Disse forholdene innebærer overskuddsetterspørsel som etter hvert kan føre til at inflasjonen blir høyere enn 2½ prosent.

Figur 3b Alternativ 2: Terminrente ved utgangen av mai og gradvis kurssvekkelse (I-44) på om lag 5 prosent



Kilde: Norges Bank

Tabell 2 Alternativ 2: Anslag basert på terminrente og terminkurs ved utgangen av mai.¹⁾ Prosentvis endring fra foregående år. Endring fra referansebanen i forrige inflasjonsrapport i parentes.

	2003	2004	2005
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1 (-¼)	3 (½)	3 (½)
Privat konsum	3 (¼)	3¾ (½)	3½ (½)
Offentlig konsum	¾ (0)	1½ (-½)	1¾ (-¼)
Realinvesteringer	-5½ (-1½)	1¼ (¾)	4 (2)
Nettoeksport (vekstbidrag)	-1 (0)	-¾ (0)	-½ (¼)
BNP, Fastlands-Norge	¾ (-½)	2¼ (¼)	2¾ (½)
Produksjonsgap	-¼ (0)	-½ (-¼)	-¼ (¼)
Sysselsetting	-¾ (-¼)	0 (0)	¾ (¼)
Reg. ledighet ²⁾	4¼ (¼)	4½ (¼)	4½ (¼)
Oljepris, USD	26 (-4)	22 (-2)	20 (0)
Årslønnsvekst	4½ (-½)	4½ (0)	4¾ (¼)
KPI	2¾ (-½)	1¼ (¼)	2½ (¼)
KPI-JAE	1½ (-¼)	2 (0)	2½ (¼)

¹⁾ Foliorenten faller ned til om lag 3¾ prosent mot slutten av året og kronekursen (I-44) svekkes med om lag 5 prosent fram til slutten av 2005.

²⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

En større rentereduksjon

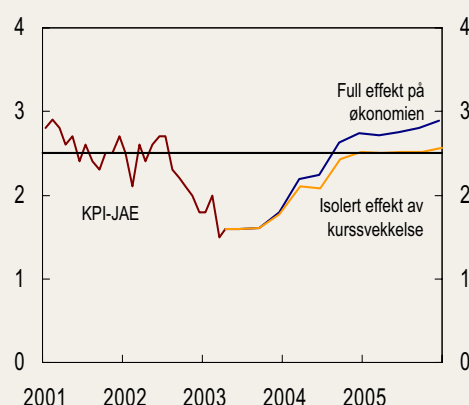
En rente som er lavere enn det markedet alt har tatt inn over seg, kan få virkninger på inflasjonen gjennom en raskere svekkelse av kursen enn det som ligger i terminkursen.

Norge har vært blant landene med de høyeste kortsiktige rentene. Styringsrenten i Norge er nå 5 prosent. Polen, New Zealand og Island har høyere styringsrenter. Styringsrentene i Australia, Storbritannia og Sverige er ¼ - 1¾ prosentenhet lavere enn hos oss. Med lavere renter i Norge vil det bli relativt mindre attraktivt å plassere kortsiktig i norske kroner. Det betyr at en vesentlig rentereduksjon kan utløse en svekkelse av kronekursen.

Legger vi til grunn en teknisk forutsetning om 2 prosent lavere rente og 5 prosent kurssvekkelse i løpet av sommeren, vil innenlandsk etterspørsel bli høyere og arbeidsmarkedet strammere. En forutsetning kan være at lønnsveksten på kort sikt ikke endres som følge av en slik rentereduksjon. Dersom lønnsveksten blir liggende på om lag 4½ prosent vil prisveksten komme opp mot inflasjonsmålet i andre halvår 2004 og bli liggende der. Prisveksten på to års sikt blir da om lag 2½ prosent.

Med slike forutsetninger for rente og valutakurs kan ledigheten falle til om lag 4¼ prosent i 2005. Det er risiko for at det kan føre til at lønnsveksten øker. I en ramme i Inflasjonsrapport 1/02 beskrives en enkel modell for lønnsdannelsen i Fastlands-Norge. I den modellen vil et fall i ledigheten isolert sett bidra til høyere lønnsvekst. Med inflasjonsforventninger på 2,5 prosent predikerer modellen en lønnsvekst opp mot 5½ prosent i 2005. Med en slik lønnsvekst vil prisveksten skyte fart og komme over inflasjonsmålet i 2005.

Figur 4 KPI-JAE med 2 prosent lavere rente og 5 prosent rask depresiering.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsiktene for finansiell stabilitet

Svakere utvikling i norsk økonomi og sterk økning i antall konkurser, har gitt økte tap og svakere resultater for bankene. Tapene er fortsatt på et moderat nivå historisk sett, men de øker. Til tross for nedgangen i bankenes resultater er deres kjernekapitaldekning om lag uendret.

Husholdningenes gjeldsvekst holder seg høy med en årsvekst på nær 11 prosent i mars i år. Det kan dels skyldes den langvarige forutgående sterke

boligprisveksten og at antall omsatte boliger fortsatt er på et høyt nivå. Med utsikter til fortsatt svak utvikling i norsk økonomi er det likevel grunn til å tro at husholdningenes gjeldsvekst vil avta noe fremover.

Kredittveksten til foretakene er moderat. Til tross for markert rentenedgang siden i høst, må en med fortsatt svak økonomisk vekst i Norge forvente høye konkurstall og noe økte banktap i tiden fremover.

Bankene er rimelig godt rustet til å møte en svakere makroøkonomisk utvikling. Det er anekdotiske holdepunkter for strammere kredittvurderinger i bankene. Samtidig ønsker flere å øke markedsandelene i privatmarkedet. Forhold på tilbudssiden i kredittmarkedet vil derfor samlet sett neppe bidra til lavere kredittvekst fremover.

Ytterligere rentefall fra dagens nivå vil på kort sikt bedre gjeldsbetjeningsevnen til foretakene eller gi rom for høyere prising av risiko. Den direkte effekten på bankenes inntjening av lavere rente vil ventelig være liten. På lengre sikt vil en lavere rente kunne bidra til å opprettholde veksten i husholdningenes gjeld.

Ny informasjon og ytterligere analyser etter strategidrøftingen 4. juni

Etter drøftingen den 4. juni er styringsrentene satt ned i Sverige, Danmark, euroområdet og i New Zealand. Etter sentralbanksjefens CME-foredrag på Handelshøyskolen BI 3. juni har kronen svekket seg med 3 – 4 prosent, og i pengemarkedet er det blitt bygget inn forventninger om vesentlig lavere styringsrenter i Norge.

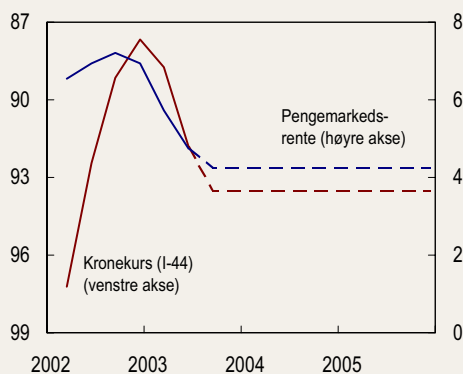
Prisveksten var svært lav i mai. Prisfall på importerte konsumvarer trakk tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgifter og energivarer (KPI-JAE) ned til 1,2 prosent. Lavere energipriser førte til at veksten i konsumprisindeksen falt fra 2,9 prosent i april til 2,1 prosent i mai. Isolert sett kan den lave prisveksten i vår påvirke inflasjonsforventningene framover og bidra til å dempe lønnsveksten ytterligere.

Basert på denne informasjonen er det utarbeidet ytterligere analyser av de økonomiske utsiktene. Med rente på 4 prosent og kronekurs om lag lik gjennomsnittet siden 6. juni, ser det ut til at

prisveksten vil holde seg lav. Produksjonsgapet blir svakt negativt gjennom siste del av perioden, og arbeidsledigheten blir liggende på 4½ prosent fra 2004. Svekkelsen av kronekursen siden januar i år vil gradvis dempe de lave prisimpulsene fra kursstyrkingen gjennom fjoråret. Arbeidsledigheten virker dempende på lønnsveksten framover. Med en lønnsvekst i området 4 - 4½ prosent, nøytrale bidrag fra kronekursen, moderate prisimpulser utenfra og tilnærmet balanse i realøkonomien, vil prisveksten komme opp til 2 prosent om ett år men fortsatt ligge under målet etter to år.

Det er også gjort analyser betinget på terminrenter og terminkurs slik de var i midten av juni. Terminrentene innebærer at foliorenten går ned til 3 prosent mot slutten av inneværende år, for deretter å øke noe igjen fram mot utgangen av 2005. Kronen svekkes gradvis, og kursen er om lag 3 prosent svakere ved utgangen av 2005. De kraftige

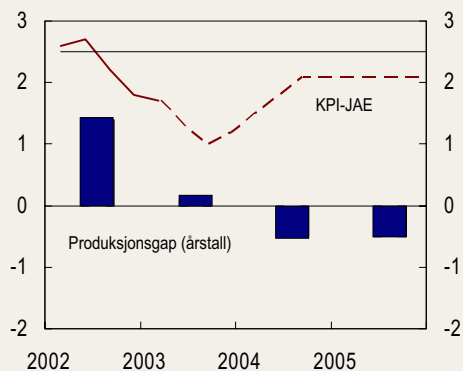
Figur 5a Alternativ 4: Foliorente på 4 prosent og importveid kronekurs (I-44) lik 93,5¹⁾.



¹⁾ Lik gjennomsnittet 3/6-19/6

Kilde: Norges Bank

Figur 5b Alternativ 4: Foliorente på 4 prosent og importveid kronekurs (I-44) lik 93,5¹⁾.



¹⁾ Lik gjennomsnittet 3/6-19/6

Kilde: Norges Bank

Tabell 3 Alternativ 4: Anslag basert på forutsetninger om konstant foliorente på 4,0 prosent og kronekurs lik 93,5¹⁾. Prosentvis endring fra foregående år. Endring fra referansebanen i forrige inflasjonsrapport i parentes.

	2003	2004	2005
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1 (-¼)	2½ (0)	3¼ (¾)
Privat konsum	3 (¼)	3½ (¼)	3½ (½)
Offentlig konsum	¾ (0)	1½ (-½)	1¾ (-¼)
Realinvesteringer	-5½ (-1½)	1¼ (¾)	4 (2)
Nettoeksport (vekstbidrag)	-1¼ (-¼)	-½ (¼)	-1 (-¼)
BNP, Fastlands-Norge	1 (-¼)	2 (0)	2½ (¼)
Produksjonsgap	0 (0)	-½ (-¼)	-½ (0)
Sysselsetting	-¾ (-¼)	0 (0)	½ (0)
Reg. ledighet ²⁾	4¼ (¼)	4½ (¼)	4½ (¼)
Oljepris, USD	26 (-4)	22 (-2)	20 (0)
Årslønnsvekst	4½ (-½)	4 (-½)	4½ (0)
KPI	2¼ (-1)	1¼ (¼)	2 (-¼)
KPI-JAE	1¼ (-½)	1¾ (-¼)	2 (-¼)

¹⁾ Tilsvarer gjennomsnittlig I-44 i perioden 3/6 - 19/6.

²⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

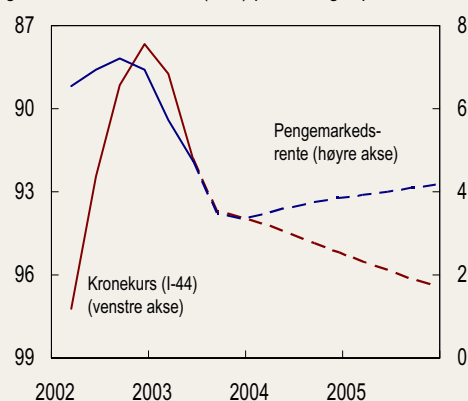
lettelsene i pengepolitikken vil etter hvert kunne gi et nokså høyt aktivitetsnivå i norsk økonomi, særlig innenfor de delene av næringslivet som er rettet mot husholdningene. Det gir utsikter til at ledigheten avtar og lønnsveksten tar seg noe opp. Med en svakere krone og en lønnsvekst i området 4½ - 5 prosent, kan prisveksten bli noe høyere enn i alternativet med uendret rente og kronekurs.¹ Prisveksten kan i dette alternativet komme opp mot inflasjonsmålet i 2005, se figur 6 og tabell 4.

Pengepolitikken framover

Opgaven med å stabilisere konjunktorene og inflasjonen er i hovedsak lagt på pengepolitikken. Regjeringen har fokus på de langsiktige prioriteringene i budsjettpolitikken og legger vekt på handlingsregelen for innfasingen av oljeinntektene. Dette gir i henhold til RNB 2003 utsikter til en nøytral finanspolitikk i år og neste år. Dermed kan også forholdene bli lagt til rette for å unngå å låse inn en stram pengepolitikk og en tilhørende for sterk krone.

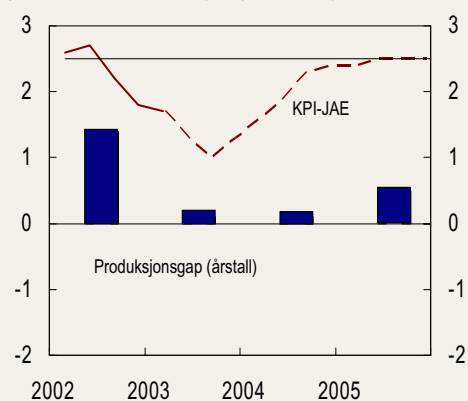
¹ I forhold til tallsettet fra 4. juni (Alternativ 3 med foliorente på 3 prosent og umiddelbar kurssvekkelse på 5 prosent) er anslagene for lønnsveksten noe nedjustert. Dette har dels sammenheng med litt sterkere kronekurs og dels nedjusterte inflasjonsforventninger den nærmeste tiden.

Figur 6a Alternativ 5: Terminrente medio juni og gradvis kurssvekkelse (I-44) på om lag 3 prosent.



Kilde: Norges Bank

Figur 6b Alternativ 5: Terminrente medio juni og gradvis kurssvekkelse (I-44) på om lag 3 prosent.



Kilde: Norges Bank

Tabell 4 Alternativ 5: Anslag basert på terminrenter og terminkurs medio juni¹⁾. Prosentvis endring fra foregående år. Endring fra referansebanen i forrige inflasjonsrapport i parentes.

	2003	2004	2005
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼ (0)	3½ (1)	3¾ (1¼)
Privat konsum	3¼ (½)	4½ (1¼)	4¼ (1¼)
Offentlig konsum	¾ (0)	1½ (-½)	1¾ (-¼)
Realinvesteringer	-5 (-1)	3 (2½)	5¼ (3¼)
Nettoeksport (vekstbidrag)	-1¼ (-¼)	-¾ (0)	-1 (-¼)
BNP, Fastlands-Norge	1 (-¼)	2½ (½)	3 (¾)
Produksjonsgap	0 (0)	0 (¼)	½ (1)
Sysselsetting	-¾ (-¼)	¼ (¼)	¾ (¼)
Reg. ledighet ²⁾	4¼ (¼)	4½ (¼)	4¼ (0)
Oljepris, USD	26 (-4)	22 (-2)	20 (0)
Årslønnsvekst	4½ (-½)	4½ (0)	5 (½)
KPI	2¼ (-1)	1½ (½)	2½ (¼)
KPI-JAE	1¼ (-½)	2 (0)	2½ (¼)

¹⁾ Terminrentene innebærer at foliorenten går ned til 3 prosent fram mot slutten av 2003, for deretter å øke noe igjen fram mot slutten av 2005. Kronekursen svekkes med om lag 3 prosent fram mot utgangen av 2005.

²⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

Etter en lang oppgangsperiode var norsk økonomi de siste årene fram til høsten 2002 preget av knapphet på realressurser og sterk innenlandsk kostnadsvekst. Boligprisene hadde økt kraftig og husholdningene lånte mye. Utover senhøsten 2002 trakk imidlertid informasjonen nokså entydig i retning av at utsiktene for internasjonal og norsk økonomi var svekket. De svakere utsiktene er blitt bekreftet, men også forsterket, av den informasjonen som har kommet de siste månedene.

Det er gjennomført betydelige lettelser i pengepolitikken siden desember 2002. Foliorenten er redusert fire ganger med til sammen to prosentpoeng. Kronekursen (I-44) har svekket seg med om lag 8 prosent siden årsskiftet, og kursnivået er nå om lag som i slutten av april 2002. Lettelsene stimulerer det private forbruket slik at samlet etterspørsel holdes oppe på tross av svak utvikling i investeringene og eksporten.

Når det nå også ser ut til at lønnsveksten framover kan bli mer i tråd med lønnsveksten hos våre handelspartnere, kan det øke handlingsrommet i pengepolitikken. Mulighetene blir dermed større for at norske renter kan nærme seg nivået ute.

Uten ytterligere lettelser i pengepolitikken ser det ut til at inflasjonen vil bli liggende vesentlig under målet i hele prognoseperioden. Produksjonsgapet lukkes i 2003 og blir klart negativt gjennom 2004 og 2005. Dette indikerer at pengepolitikken er for stram.

Heller ikke en rask rentenedgang på om lag ett prosentpoeng og uendret kurs ser ut til å være tilstrekkelig til å bringe inflasjonen opp mot målet. En større rentenedgang i løpet av strategiperioden synes derfor å være riktig.

Det er usikkerhet knyttet til anslagene og en betydelig risiko for at prisveksten også kan bli lavere enn anslått. En lang periode med svært lav prisvekst kan påvirke prisforventningene. Det kan gjøre det vanskeligere å innrette pengepolitikken slik at det fastlagte inflasjonsmålet kan nå senere.

Risikoen for lav prisvekst framover kan tilsi en rask og markert senkning av renten. På den andre siden er det en risiko for at så lave renter etter hvert kan føre til ny vekst i boligprisene, betydelig forbruksvekst og fortsatt sterk gjeldsoppbygging i husholdningene. Økt arbeidsledighet og usikkerhet

om den videre utviklingen i arbeidsmarkedet tilsier imidlertid at gjeldsveksten i husholdningene kan bli dempet.

Det kan også være en risiko for at mellomoppgjøret ikke innebærer ett skift i lønnsutviklingen og at en kan få en lignende utvikling som etter Arntsen-oppgjøret i 1999, da lønnskostnadsveksten igjen økte. Større årvåkenhet blant offentlige arbeidsgivere og lavt aktivitetsnivå i mange næringer tilsier likevel at denne risikoen er lavere nå.

Samlet sett vurderer vi det slik at risikoen for en vedvarende lav inflasjon og tilhørende lav aktivitet i økonomien nå veier tyngst. Et slikt forløp vil kunne påvirke inflasjonsforventningene og svekke tilliten til pengepolitikken. Det tilsier at vi sikter mot en markert lavere foliorente ved utgangen av oktober 2003. Ut fra vurderingene ovenfor kan intervallet 3 – 4 prosent være riktig.

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 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 3 – 4 prosent ved utgangen av oktober 2003. Utviklingen etter 4. juni, med reduksjon i renten i andre land og lav vekst i konsumprisene, kan åpne for en enda lavere rente.

- 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.

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten og uttalelser om inflasjonsutsiktene

Dato	Foliorente ¹	Endring	Uttalelse ²
Kommende møter			
26. mai 2004			
21. april 2004			
11. mars 2004			
28. januar 2004			
17. desember 2003			
29. oktober 2003			
<hr/>			
Tidligere rentemøter			
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 F-Norge	Privat konsum	Offentlig kjøp av varer og tjenester	Real-investeringer F-Norge	Olje-investeringer ¹⁾	Eksport av trad. varer	Import
1997		4,9	3,2	2,5	11,8	24,9	8,6	12,4
1998		4,1	2,7	3,3	8,6	22,2	3,5	8,5
1999		2,7	3,3	3,2	-0,1	-13,1	4,0	-1,8
2000		2,5	3,9	1,3	-1,2	-23,0	2,5	2,7
2001		1,7	2,6	2,7	0,7	-1,0	3,7	0,9
2002		1,3	3,6	3,2	-4,6	-4,6	1,3	1,7
2002 ²⁾	1.kv	0,8	1,4	3,1	-3,9	-12,9	0,5	-1,4
	2.kv	-0,4	0,6	-3,1	0,5	-4,1	-3,3	5,3
	3.kv	0,3	0,8	2,3	-1,2	2,3	2,3	-3,1
	4.kv	-0,5	1,3	-0,2	1,5	5,6	-3,8	2,1
2003	1.kv	-0,3	-0,4	0,3	-1,7	6,6	-0,2	1,4
	2.kv	0,3	1,3	0,8	-0,2	6,5	4,7	-2,3
Nivå 2002, mrd kroner		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
2002	jul	1,6	2,7	2,0	2,4	1,2
	aug	1,4	2,3	1,7	2,1	1,1
	sep	1,4	2,2	1,8	1,9	1,2
	okt	1,8	2,1	2,1	1,9	1,3
	nov	2,1	2	2,5	1,7	1,8
	des	2,8	1,8	3,1	1,5	2,6
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	2,0
	sep	2,1	0,9	1,9	1,0	1,9

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Tabell 3 Renter

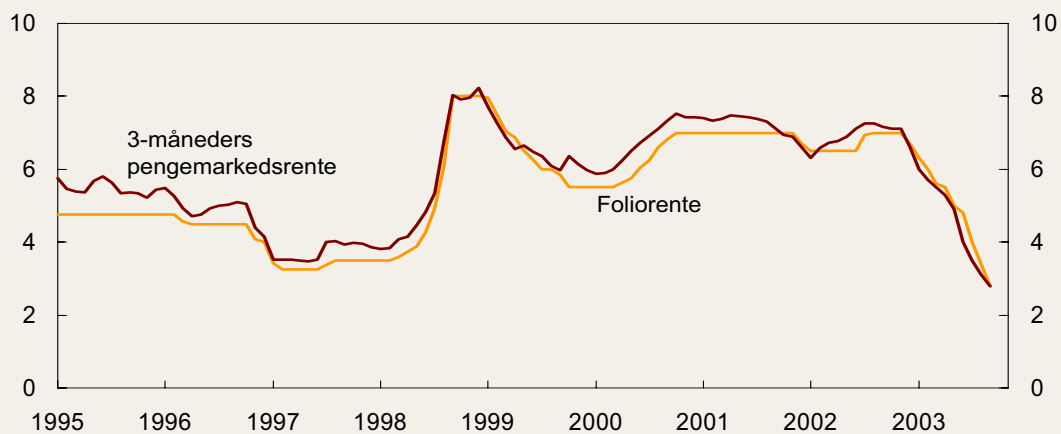
		Norges Banks innskuddsrente overfor bankene (gjennomsnitt)	Pengemarkedsrenter NIBOR ¹⁾			Statsobligasjons- rente ²⁾
Prosent		Foliorenten	1 uke	3 mnd	12 mnd	10 år
1997		3,4	3,6	3,7	4,2	5,9
1998		5,5	5,9	5,8	5,7	5,4
1999		6,3	6,9	6,5	6,0	5,5
2000		6,2	6,6	6,8	7,1	6,2
2001		7,0	7,2	7,2	7,1	6,2
2002		6,7	6,9	6,9	6,9	6,4
2002	juli	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
2003	03. okt	2,5	2,9	2,8	3,0	4,8
	10. okt	2,5	3,0	2,8	3,1	4,9
	17. okt	2,5	2,9	2,9	3,1	5,0
	23. okt ³⁾	2,5	2,9	2,9	3,2	5,0

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 gjestående løpetid.

3) Gjennomsnitt fra 20. til 23. oktober.

3-måneders pengemarkedsrente og foliorenten.
Månedstill. Jan. 1995 – sep. 2003.



Kilde: Norges Bank

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
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
2003	03. okt	1,1	0,0	2,1	3,7	2,8	2,2	0,5	3,9	4,1
	10. okt	1,1	0,0	2,1	3,7	2,8	2,2	0,5	4,2	4,2
	17. okt	1,1	0,0	2,1	3,7	2,8	2,2	0,6	4,3	4,3
	23. okt ³⁾	1,1	0,0	2,1	3,8	2,8	2,2	0,6	4,3	4,3

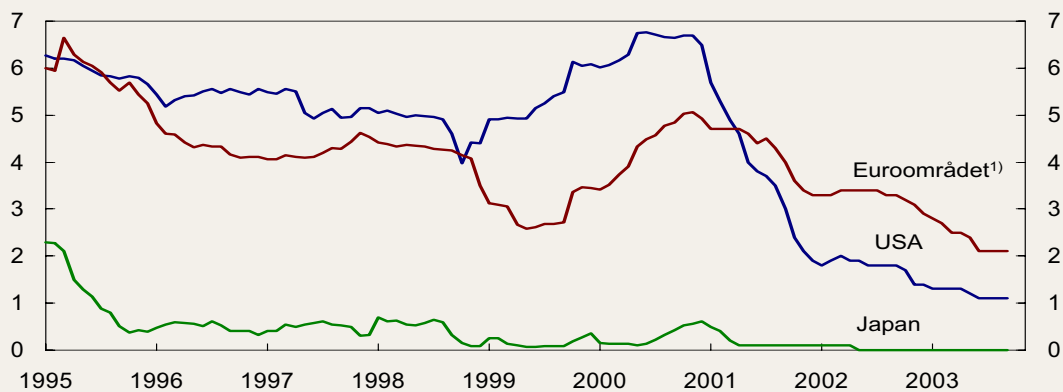
1) 3-måneders renter. Prosent

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

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

4) Gjennomsnitt fra 20. til 23. oktober.

3-måneders renter i USA, eurområdet og Japan. Prosent. Månedstill. Jan. 1995 – sep. 2003.



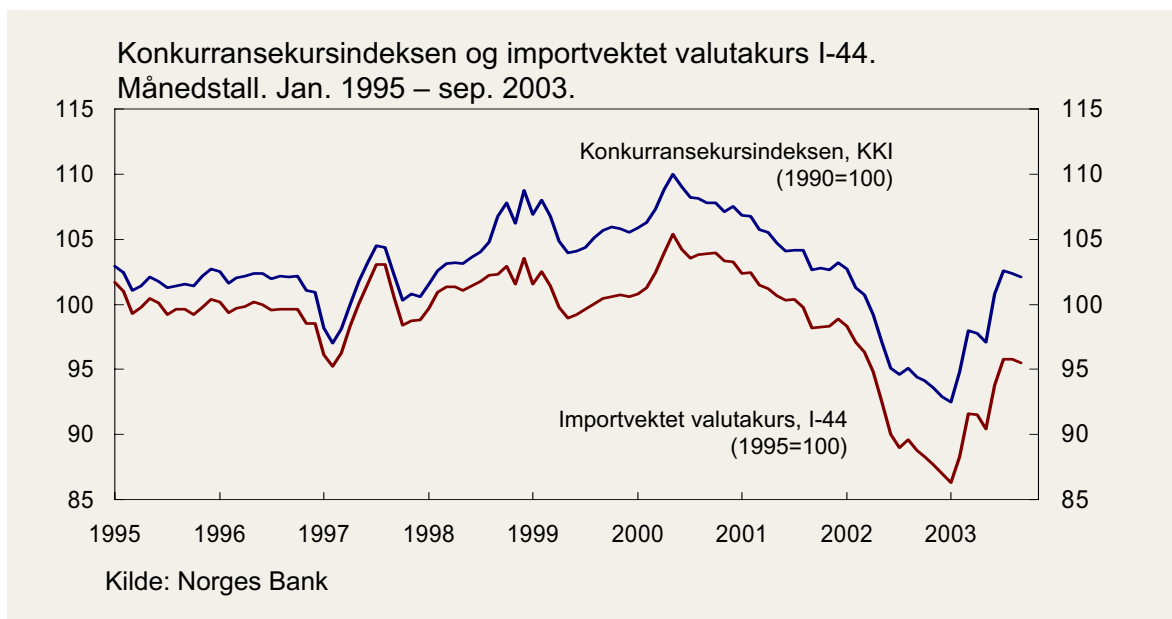
¹⁾ Teoretisk ECU-rente t.o.m. des.98

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
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
2003	03. okt	94,6	101,6	8,2	7,0	90,9
	10. okt	94,8	101,9	8,2	7,0	91,4
	17. okt	95,5	102,6	8,2	7,1	91,9
	23. okt ³⁾	95,5	102,6	8,3	7,1	91,3

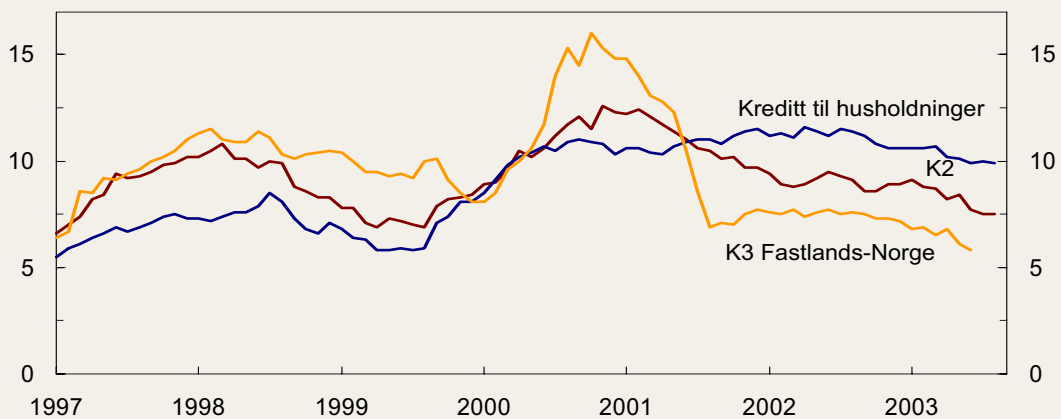
- 1) Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Vektene er løpende og basert på årlige importandeler.
- 2) Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter)
- 3) Gjennomsnitt fra 20. til 23. oktober.



Tabell 6 Monetære størrelser

Årsvekst/ tolvmånedersvekst i prosent	Penge- mengden	Innenlandsk kreditt (K2)			Samlet kreditt (K3)		
	M2	Totalt	Til hushold- ningene	Til ikke-finan- sielle foretak	Totalt	Til Fastlands- Norge	
1997	2,2	8,8	6,7	13,8	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	
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	10,8	6,6	7,1	7,5
	nov	7,8	8,9	10,6	7,7	6,9	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	6,8	7,2
	feb	6,2	8,8	10,6	5,9	6,8	6,8
	mar	5,5	8,7	10,7	4,9	6,4	6,9
	apr	5,9	8,2	10,2	4,0	5,9	6,5
	mai	5,8	8,4	10,1	4,6	6,3	6,8
	jun	2,8	7,7	9,9	3,0	5,6	6,1
	jul	3,8	7,5	10,0	2,1	5,4	5,8
	aug	4,5	7,5	9,9	1,9		
Beholdningstall siste måned. Milliarder kroner	866	1811	1061	609	2244	2023	

Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 1995 – aug. 2003.



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	1,7	1,8	2,9	4,0	2,7	2,3
1996	3,6	3,4	0,8	1,1	2,6	1,3	2,2	1,4
1997	4,4	1,8	1,4	1,9	3,4	2,4	3,0	2,3
1998	4,3	-1,1	2,0	3,5	2,9	3,6	3,2	2,9
1999	4,1	0,1	2,0	3,2	2,4	4,6	3,2	2,8
2000	3,8	2,8	2,9	4,2	3,1	4,4	3,6	3,6
2001	0,3	0,4	0,6	1,8	2,1	1,1	1,3	1,5
2002	2,4	0,3	0,2	1,2	1,8	1,9	1,5	0,9
Anslag								
2003	2¾	2½	0	¼	2	1½	1¼	½
2004	3½	1¼	1¼	1½	2½	2½	2¼	1½
2005	3¼	1¼	2¼	2½	2½	2½	2¾	2½
2006	3¼	1¼	2¼	2½	2½	2¼	2½	2½

1) Eksportvekter, Norges 25 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 ²⁾	Sverige	Handels-partnerne ³⁾	Euro-landene ⁴⁾
1995	2,8	-0,1	1,7	1,8	2,8	2,9	2,3	2,6
1996	2,9	0,1	1,2	2,1	2,9	0,8	1,8	2,3
1997	2,3	1,7	1,5	1,3	2,8	0,9	1,7	1,7
1998	1,5	0,7	0,6	0,7	2,7	0,4	1,2	1,2
1999	2,2	-0,3	0,6	0,6	2,3	0,3	1,4	1,1
2000	3,4	-0,7	1,5	1,8	2,1	1,3	2,2	2,4
2001	2,8	-0,7	2,1	1,8	2,1	2,6	2,5	2,5
2002	1,6	-0,9	1,3	1,9	2,2	2,4	2,1	2,3
Anslag								
2003	2¼	-¼	1	2	3	2	2	2
2004	2	-½	¾	1½	2½	1¼	1½	1½
2005	2½	-¼	1½	1¾	2½	2	2	1¾
2006	2½	0	1¾	1¾	2½	2	2	2

1) HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices

2) RPIX, Retail Price Index excluding mortgage interest rates

3) Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

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

Kilde: OECD 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 anslås med utgangspunkt i en realrente på 4 prosent.

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

Regjeringens forslag til Nasjonalbudsjett innebærer et strukturelt, oljekorrigert 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. Bruken av oljeinntekter i 2003 ble høyere enn lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2003. Anslaget for det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet er økt med 9,7 milliarder kroner i forhold til Nasjonalbudsjettet for 2003, og med 2,8 milliarder kroner i forhold til Revidert Nasjonalbudsjett.

Forutsetningene i inflasjonsrapporten

Vi har lagt anslagene i Nasjonalbudsjettet 2004 til grunn for våre anslag. Budsjettpolitikken for 2003 og 2004 sett under ett gir trolig en viss stimulans til aktiviteten i norsk økonomi. Statens reelle underliggende utgifter anslås å øke med vel 2 prosent 2003 til 2004, etter om lag nullvekst i år. Veksten i kommunesektorens samlede inntekter fra 2003 til 2004 anslås til 2,1 prosent. Inntektsveksten fra 2002 til 2003 anslås til 1¾ prosent. Vi antar at en vesentlig del av inntektsveksten i år blir brukt til konsum. For årene fremover legger vi til grunn at mer av inntektsveksten blir brukt til å redusere sektorens underskudd. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn en årlig vekst i det offentlige kjøp av varer og tjenester på om lag 1 prosent i år, 2 prosent i 2004 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 oljekorrigert underskudd	Strukturelt oljekorrigert 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

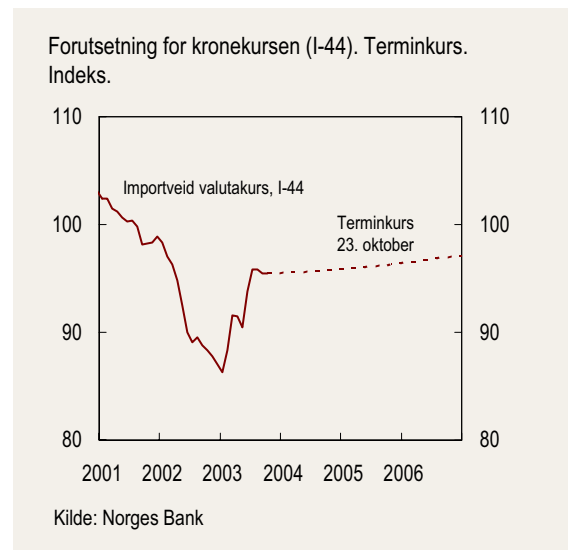
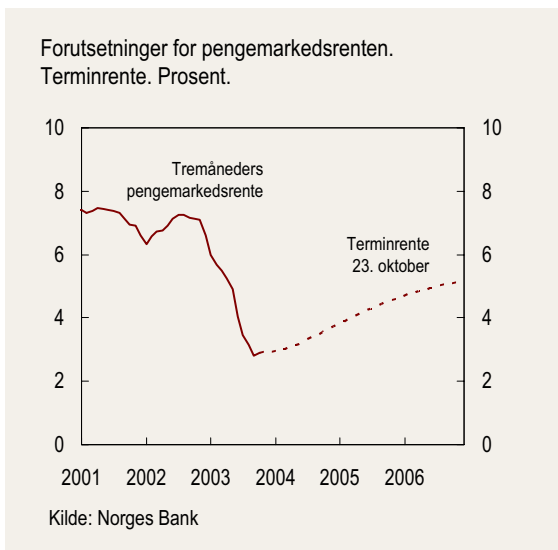
Historisk utvikling		I-44 ¹⁾	Foliorente
1996		99,6	4,5
1997		99,2	3,4
1998		101,7	5,5
1999		100,4	6,3
2000		103,3	6,2
2001		100,2	7,0
2002		91,6	6,7
2002	1.kv	97,3	6,5
	2.kv	92,5	6,5
	3.kv	89,1	7,0
	4.kv	87,7	6,9
2003	1. kv	88,7	6,0
	2. kv	91,9	5,1
	3.kv	95,7	3,4

Beregningstekniske forutsetninger		Terminkurs	Basert på terminrenter ²⁾
2003	4.kv	95,4	2,7
2004	1.kv	95,5	2,7
	2.kv	95,6	2,9
	3.kv	95,7	3,1
	4.kv	95,8	3,4
2005	1.kv	95,9	3,6
	2.kv	96,0	3,9
	3.kv	96,2	4,1
	4.kv	96,4	4,3
2006	1.kv	96,5	4,5
	2.kv	96,7	4,6
	3.kv	96,9	4,8
	4.kv	97,1	4,9

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 fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 23. oktober. 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	3¼	3¼	2¼
- Privat konsum	685	3,6	3¼	5	3½	2
- Offentlig konsum	332	3,2	1	2	1½	1½
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	194	-4,6	-5	1	4½	5
Oljeinvesteringer ²⁾	53	-4,6	15	15	-5	-20
Tradisjonell eksport	200	1,3	1	2	3¼	3¼
Import	415	1,7	2	5¼	2½	0
BNP Fastlands-Norge ³⁾	1207	1,3	¾	3	2¾	2¼
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting		0,2	-1	¼	1	½
Arbeidsstyrke, AKU		0,7	-¼	½	½	½
Registrert ledighet (rate)		3,2	4	4¼	4	4
AKU-ledighet (rate)		3,9	4½	4¾	4½	4½
Priser og lønninger						
KPI ⁴⁾		1,3	2½	1¼	2	2½
KPI-JAE ⁵⁾		2,3	1¼	2	2¼	2½
Årslønn ⁶⁾		5,7	4½	4¼	4¾	4¾

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 ½ prosentpoeng.

4) Ikke korrigert for innføring av maksimalpris på barnehageplasser.

5) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Ikke korrigert 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

