

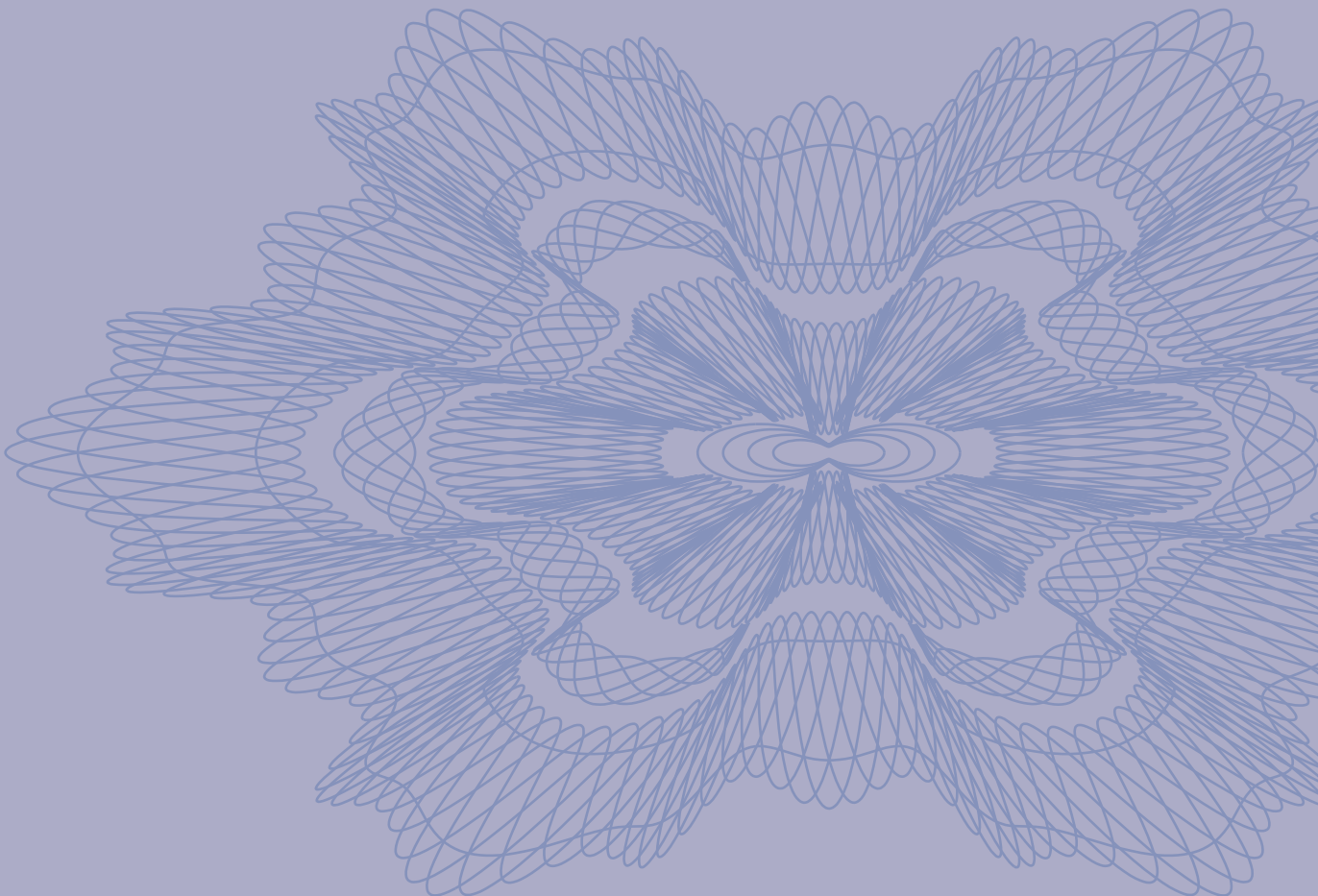
Norges Banks rapportserie  
Nr. 3-2003



# Inflasjonsrapport

2  
03

juni



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](http://www.norges-bank.no).

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

Norges Bank, Abonnementservice  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83  
Telefaks: 22 41 31 05  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem  
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](http://www.norges-bank.no).

Inflasjonsrapportene redegjør for pengepolitikken i forrige firemånedersperiode. I tillegg rapporterer Norges Bank om gjennomføringen av pengepolitikken i sin årsberetning. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i grunnlovens § 75c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen, og i sentralbanklovens §3<sup>1</sup>. 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 åpne høringer i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av kredittmeldingen.

<sup>1</sup> Nytt fjerde ledd forventes satt i kraft med det første.



# Inflasjonsrapport 2/2003

Forord	7
Sammendrag	8
1. Utviklingen den siste tiden	10
2. Den internasjonale utviklingen	24
3. De økonomiske utsiktene i Norge	28
4. Inflasjonsanslag	34
<b>Utdypinger</b>	
Lav vekst i konsumprisene	15
Vurdering av inflasjonsrapporter i land med inflasjonsmål	45
Hvorfor holder gjeldsveksten til husholdningene seg oppe?	47
Fortsatt overskudd av realkapital i bedriftene?	50
<b>Vedlegg</b>	
Regionalt nettverk	52
Strateginotat 1/03	57
Statistikk	65
Detaljerte anslag og forutsetninger	71

Redaksjonen avsluttet 19. juni 2003



# Forord

## *Fortsatte lettelser i pengepolitikken*

I løpet av det siste året har veksten i norsk økonomi stoppet opp. Inflasjonen har falt. Den er nå vesentlig lavere enn målet Norges Bank styrer etter, som er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Utsiktene for inflasjonen falt utover høsten i fjor. Renten er satt ned i flere trinn siden desember, og kronkursen har falt i verdi fra et sterkt nivå.

Lettelser i pengepolitikken har tidligere hatt stor virkning på etterspørsel og produksjon og på prisstigningen. Det gjaldt for rentefallene i 1993, i 1997 og i 1999. Selv om pengepolitikken virker med et tidsetterslep, meldte de første utslagene av lettelsene i alle tre tilfellene seg raskt. Det har ikke skjedd i år. Husholdningene og næringslivet gir fortsatt uttrykk for pessimisme. Boligprisene har flatet ut og faller, og låneetterspørselen avtar. Kronen falt markert i første kvartal, men styrket seg fra mars til utgangen av mai til tross for utsikter til flere rentereduksjoner. Det skyldes dels at andre land også har redusert sine renter. I tillegg så det en tid ut som om virkningen på kronen av fallet i rentedifferanse mellom Norge og utlandet i år var mindre enn virkningen av økningen i fjor. Men i juni svekket kronen seg igjen.

Oljeprisen har så langt holdt seg godt oppe i denne internasjonale konjunkturedgangen. Det har i noen grad skjermet norsk næringsliv. Likevel setter utviklingen ute preg på norsk økonomi. Krig, terror og spredning av sykdom har skapt usikkerhet. Markedene for tradisjonell eksport er svake, samtidig som de store strukturendringene i internasjonale tjenesteytende næringer som luftfart og IKT fortsatt får negative virkninger for produksjon og sysselsetting i vårt land. Økt konkurranse over landegrensene har redusert bedriftenes muligheter for å sette priser etter egen kostnadsutvikling. Norsk næringsliv er også mer sårbart nå fordi lønnskostnadene har steget 15 prosent mer de seks siste årene enn hos våre handelspartnere. Gjennomslaget av rentereduksjonene kan også ha blitt dempet av at boligprisene og husholdningenes gjeld er kommet opp på et svært høyt nivå.

Selv om inflasjonen har vært lav den siste tiden, tyder indikatorer på at inflasjonsforventningene hos aktørene i det økonomiske livet er noenlunde stabile rundt 2½ prosent. Fall i prisstigningen ute, med stigende oppmerksomhet i flere land om faren for deflasjon, samt vedvarende lav inflasjon i Norge vil kunne endre det.

Utsiktene for norsk og internasjonal økonomi tilsier derfor at perioden med lettelser i pengepolitikken vil vare ved. Norges Bank tar nå også større skritt i rentesettingen. I penge- og valutamarkedene er det forventninger om lettelser i pengepolitikken både gjennom lavere rente og svakere kronkurs. Det kommer til uttrykk blant annet i de norske obligasjonsrentene og i framtidsmarkedene for plasseringer og lån og for kjøp og salg av valuta. Markedets forventninger kan finne støtte i de analysene vi legger fram i denne inflasjonsrapporten. Utfallet av årets lønnsoppgjør kan gi holdepunkt for å vente mer moderate lønnsoppgjør framover enn i årene fra 1998 til 2002 og i samsvar med det målet som er satt for utviklingen i inflasjonen over tid. Med slike utsikter kan det også være grunnlag for en lettere pengepolitikk enn det aktørene i penge- og valutamarkedene nå ser ut til å vente.

Svein Gjedrem  
23. juni 2003

# Sammendrag

De økonomiske utsiktene har forverret seg siden forrige inflasjonsrapport. Internasjonalt har utviklingen vært svakere enn ventet. Veksten er lav i USA og har stoppet opp i Japan og i euroområdet. Verdensøkonomien er de siste par årene blitt påvirket av flere negative forhold. Investeringene er lave fordi produksjonskapasiteten økte raskt i de gode tidene på slutten av 1990-tallet. Energifrisene har vært høye. Terror og krig og lungesykdommen SARS har gitt usikkerhet og dempet aktivitet. Det er utsikter til svært lav inflasjon hos våre handelspartnere. Aktiviteten har vært søkt holdt opp ved betydelige rentereduksjoner og ekspansiv innretning av finanspolitikken i mange land. Vi venter at stimulansene fra den økonomiske politikken etter hvert vil trekke veksten internasjonalt opp. Det ser imidlertid ut til å kunne ta lengre tid enn vi tidligere hadde regnet med.

Situasjonen i norsk økonomi er endret det siste året. Flere år med etterspørselsdrevet konjunkturoppgang, høy kapasitetsutnyttelse og en særnorsk kostnadsvekst førte til at pengepolitikken gjennom fjoråret var stram, og strammere enn i mange andre land. Norske bedrifters konkurransevne er svekket etter mange år med særnorsk høy lønnsvekst. Pengepolitikken har bidratt til å dempe etterspørselsveksten fra husholdninger og bedrifter. I offentlig sektor har høye lønnsutbetalinger gitt den laveste veksten i aktiviteten på mange år til tross for sterk vekst i budsjetttrammene. Mange foretak søker å redusere sine kostnader. Det skjer både gjennom lav investeringsaktivitet og gjennom reduksjoner i sysselsettingen. I mange tjenesteytende næringer ser tilpasningene ut til å vare ved lenger enn vi tidligere hadde ventet. Hittil i år har sysselsettingen utviklet seg svakere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Den internasjonale utviklingen har forsterket nedgangen. Etterspørselen etter arbeidskraft faller, og arbeidsledigheten har økt.

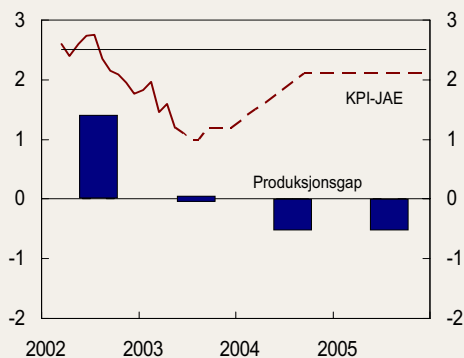
Økt arbeidsledighet og svekket lønnsomhet i mange bedrifter medvirket trolig til at lønnstilleggene i årets mellomoppgjør ble moderate. Partene kan også ha lagt mer vekt på virkningene av lønnstillegg på den fremtidige utviklingen i renten, kronkursen og sysselsettingen. Lønnsveksten i 2003 ser ut til å bli klart lavere enn i årene før, og lavere enn vi så for oss i forrige inflasjonsrapport.

Sterk vekst i den disponible realinntekten i fjor og lettelsene i pengepolitikken siden desember bidrar til at forbruksveksten har holdt seg oppe. Selv om utviklingen i arbeidsmarkedet isolert sett vil virke dempende på konsumet, venter vi at det private forbruket vil være den viktigste drivkraften i norsk økonomi i årene framover.

I en periode fremover vil den underliggende prisveksten være lavere enn inflasjonsmålet, selv med betydelige lettelser i pengepolitikken den siste tiden. Perioden med sterk kronkurs i fjor og tidlig i år bidrar fortsatt til å holde prisveksten nede. Virkningen vil trolig være sterkest i sommer og tidlig i høst, og avtar deretter. I 2003 vil



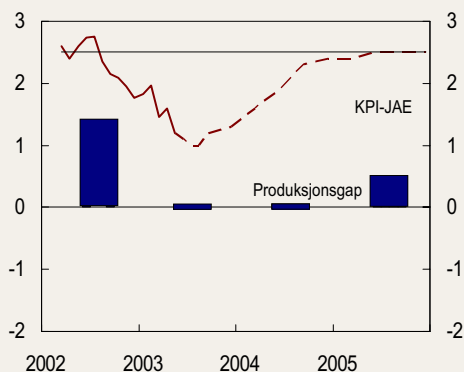
**Figur 1** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet<sup>1)</sup> med en foliorente på 4 prosent og importvektet kronkurs lik gjennomsnittet 3/6-19/6 (I-44=93,5). Prosent.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

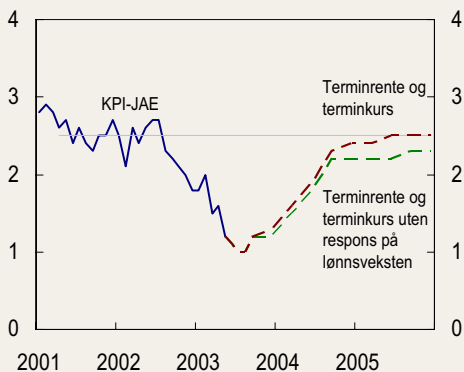
**Figur 2** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet<sup>1)</sup> med terminrente og gradvis kurssvekkelse på 3 prosent. Prosent.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3** Anslag på KPI-JAE med terminrente og gradvis kurssvekkelse på 3 prosent. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

prisstigningen målt ved KPI-JAE bli lav. For årene etter vil den lave renten og fallet i kronkursen bidra til at prisstigningen tar seg opp.

I denne rapporten presenterer vi to alternative baner for utviklingen i norsk økonomi fremover, basert på ulike forutsetninger om renten og kronkursen. I den ene banen legger vi til grunn at foliorenten er 4 prosent med en konstant kronkurs lik gjennomsnittet for perioden 3.-19. juni. Denne perioden er valgt fordi kronkursen svekket seg markert etter foredraget sentralbanksjefen holdt ved Centre for Monetary Economics/BI 3. juni. Med disse forutsetningene er det utsikter til at veksten i norsk økonomi tar seg gradvis opp i årene fremover. Rentereduksjoner på til sammen 3 prosentpoeng siden desember i fjor anslås å gi forholdsvis høy vekst i det private konsumet de kommende to årene. Etter en periode med avskalling og nedbemanninger i næringslivet vil investeringene etter hvert begynne å vokse igjen. Økningen i arbeidsledigheten vil stoppe opp neste år. Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås å ta seg opp i 2004 og være om lag lik trendveksten i 2005. Kapasitetsutnyttelsen i fastlandsbedriftene vil falle. Denne utviklingen kommer til uttrykk i at produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, vil lukkes i år og være svakt negativt de to kommende årene, se figur 1.

Selv om veksten i økonomien etter hvert tar seg opp, er det med disse forutsetningene utsikter til at den underliggende prisveksten vil holde seg lavere enn inflasjonsmålet gjennom hele prognoseperioden. Det følger av dempet lønnsvekst, lav internasjonal prisvekst og ettervirkninger av styrkingen av kronen gjennom fjoråret. På to års sikt anslås veksten i KPI-JAE til vel 2 prosent, se figur 1.

I den andre banen legger vi til grunn lettelser i pengepolitikken i tråd med det som følger av terminrentene i markedet og tilhørende terminkurser for norske kroner. Disse forutsetningene innebærer en gradvis nedgang i foliorenten ned mot 3 prosent i slutten av inneværende år, og en viss økning deretter. Kronkursen svekker seg gradvis med om lag 3 prosent fram til utgangen av 2005.

Lettelser i pengepolitikken i denne størrelsesorden vil gjøre at veksten i norsk økonomi tar seg raskere opp de neste par årene. Det private forbruket vil bli stimulert. Med svakere kronkurs vil lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor gradvis bedres. Sysselsettingen anslås å øke noe neste år. Arbeidsledigheten kan etter hvert komme noe ned igjen.

Lavere arbeidsledighet vil kunne bidra til at lønnsveksten tar seg opp igjen. Legger vi det til grunn, er det utsikter til at lettelser i pengepolitikken slik markedsaktørene forventer er tilstrekkelige til at veksten i KPI-JAE blir lik inflasjonsmålet på to års sikt, se figur 2. Dersom de ventede lettelsene i pengepolitikken ikke slår ut i høyere lønnsvekst, er det derimot utsikter til at inflasjonen blir liggende noe under målet også to år fram i tid, se figur 3.

# 1 | Utviklingen den siste tiden

## 1.1 Den økonomiske situasjonen

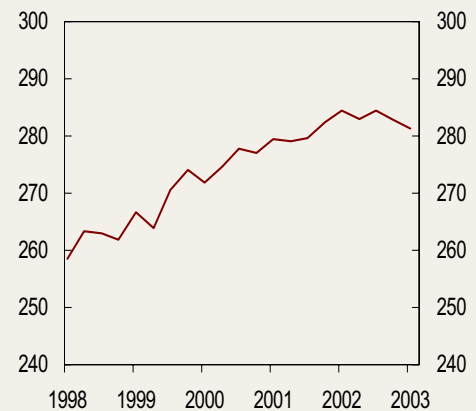
Etter flere år med høy vekst i etterspørselen og mangel på arbeidskraft er norsk økonomi nå inne i en nedgangskonjunktur. Så sent som for ett år siden var norsk økonomi preget av stor optimisme blant arbeidsgivere og arbeidstakere. Dette resulterte i den høyeste lønnsveksten på nesten 30 år, kraftig vekst i privat konsum, høy og tiltakende låneetterspørsel og høy boligprisvekst. I tillegg ble utgiftsveksten over statsbudsjettet trappet opp, og det var gryende optimisme internasjonalt. I løpet av 2002 avtok veksten i BNP for Fastlands-Norge, og det har vært fall siden i fjor høst, se figur 1.1. Arbeidsledigheten er på vei opp. Produksjonsgapet, som uttrykker den prosentvise forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP, har lenge vært klart positivt. Slik vi beregner det, er produksjonsgapet nå lukket. Det innebærer at presstendensene som stort sett preget norsk økonomi fra 1998 til 2002 ikke lenger er fremtredende. Metoden for å beregne produksjonsgapet ble omtalt i en egen utdypping i Inflasjonsrapport 1/03.

Veksten i verdensøkonomien har lenge vært lav. Det siste halve året har den økonomiske utviklingen igjen vært svakere enn ventet. I flere land holdes aktiviteten oppe av svært lave renter og skattelettelser. I noen land er det forventninger om ytterligere rentereduksjoner.

Norsk økonomi var i flere år ute av fase med utviklingen hos handelspartnerne. Lønnsveksten i Norge har vært vesentlig høyere enn i andre land. På tross av et markert tilbakeslag hos mange av våre handelspartnere i fjor, tiltok årslønnsveksten i Norge til 5¾ prosent. Lønnsveksten holdt seg overraskende høy gjennom hele året, særlig i deler av industrien. Rentenivået i Norge har vært høyt i en internasjonal sammenheng, se figur 1.2. Gjennom 2001 og særlig i 2002 resulterte det i en markert styrking av kronkursen. Det har bidratt til at prisstigningen nå er meget lav, til tross for mange år med høy lønnsvekst. Siden desember i fjor har Norges Bank satt styringsrenten betydelig ned. Kronen har svekket seg markert så langt i år.

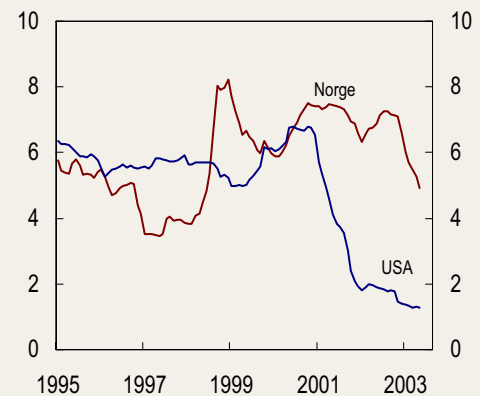
Lavkonjunktur internasjonalt og svak kostnadmessig konkurransevne bidrar til svak lønnsomhet i den konkurranseutsatte sektoren i Norge. Bedriftene tilpasser seg gjennom kostnadskutt, nedleggelse og utflytting av virksomheter. I tillegg omstiller mange tjenesteytende bedrifter. Deler av dette kan trolig føres tilbake til overinvesteringer på slutten av 1990-tallet. Til å begynne med var det i hovedsak IKT-sektoren som nedskalerte. Også luftfarten har over en viss tid skåret ned og kuttet kostnader. Etter hvert har nedgangen bredt seg til tradisjonelt mer

**Figur 1.1** BNP Fastlands-Norge. Milliarder 2000-kroner. Sesongjustert. 1.kvartal 1998 -1.kvartal 2003.



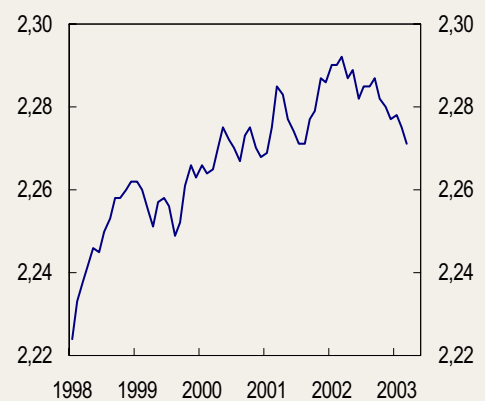
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 1.2** Tremåneders pengemarkedsrenter i USA og Norge. Jan 1995-mai 2002.



Kilde: EcoWin og Norges Bank

**Figur 1.3** Sysselsatte personer ifølge AKU. Antall i millioner. Sesongjustert. Jan. 98-mars 03.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

skjermede næringer som leverer varer og tjenester til industrien. Omstillingene innen IKT-sektoren og luftfarten har samtidig vedvart.

Næringer som leverer varer og tjenester til husholdningene vokser fortsatt. Rentenedsettelsene siden desember bidrar til å stimulere det private forbruket. Innenfor varehandelen har sysselsettingen steget.

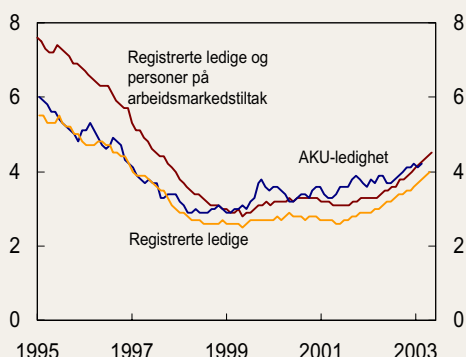
Den samlede sysselsettingen har falt det siste året, se figur 1.3. I første kvartal i år var 15 000 færre personer sysselsatt enn samme kvartal i fjor. Fallet er større enn lagt til grunn i den forrige inflasjonsrapporten. Den svake sysselsetningsutviklingen har ført til økning i arbeidsledigheten, se figur 1.4. Justert for normale sesongvariasjoner var 4,0 prosent av arbeidsstyrken registrert som arbeidsledige i mai. Ledighetsraten er nå 0,9 prosentpoeng høyere enn for ett år siden, men noe lavere enn gjennomsnittet på 1990-tallet. Veksten i ledigheten har tiltatt i år. Ledigheten økte med drøye 1000 personer per måned i gjennomsnitt fra juli 2001 til desember i fjor, korrigert for normale sesongvariasjoner. Fra januar til april økte ledigheten med nærmere 3000 personer i gjennomsnitt per måned, men økningen avtok i mai. De siste månedene har ledigheten økt særlig sterkt innen industri, bygg og anlegg, men det har også vært en ytterligere økning i de fleste andre næringer. Tilgangen på ledige stillinger annonsert i media har fortsatt å falle.

Økt arbeidsledighet og svekket lønnsomhet i mange bedrifter medvirket trolig til at lønnstilleggene i årets mellomoppgjør ble moderate. Partene kan også ha lagt mer vekt på virkningene av lønnstillegg på den fremtidige utviklingen i renten, kronkursen og sysselsettingen. Lønnsforhandlingene resulterte i lave eller ingen tariff tillegg for store grupper. Som følge av at fjorårets lønnsoppgjør ga høye tillegg, noen med virkning fra i år, kan likevel veksten i lønningene regnet på årsbasis fra 2002 til 2003 anslås til 4½ prosent, se figur 1.5. Dette er lavere enn vi tidligere har anslått. Lønnsoppgjøret er nærmere drøftet i avsnitt 4.1.

## 1.2 Konsumprisveksten

Den underliggende prisveksten er lav. I mai var veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 1,2 prosent. Dette er lavere enn vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. Prisfall på importerte konsumvarer trekker den samlede prisveksten ned, se figur 1.6. Dette må ses i sammenheng med styrkingen av kronen gjennom fjoråret og svake prisimpulser fra utlandet. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt noe siden i fjor, men holder seg i overkant av 3 prosent. Det har sammenheng med den høye lønnsveksten vi har hatt i flere år.

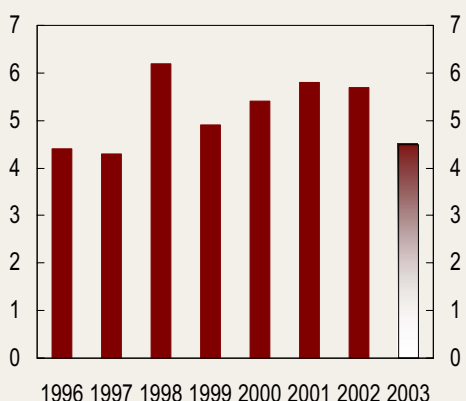
**Figur 1.4** Arbeidsledige (AKU), registrerte arbeidsledige og personer på arbeidsmarkedstiltak. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert<sup>1</sup>). Jan. 95-mai 03.



<sup>1</sup>) AKU-ledigheten: 3 måneders glidende gjennomsnitt

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet

**Figur 1.5** Årslønnsvekst i Norge. Inkludert kostnader ved utvidet ferie. Prosent. 1996-2003.

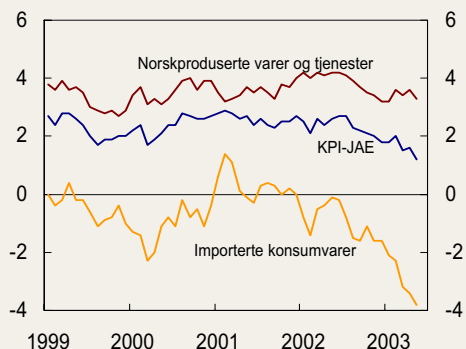


Kilde: TBU og Norges Bank

**Figur 1.6** Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).

Totalt<sup>1</sup>) og fordelt etter leveringssektorer<sup>2</sup>).

Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 99-mai 03.



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

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Prisfall på importerte konsumvarer

Prisene på importerte konsumvarer i KPI har falt de siste to årene. Fram til utgangen av fjoråret hadde prisene falt mindre enn vi forventet basert på våre erfaringer for hvordan en sterkere kronekurs påvirker prisene på disse varene, se egen utdyping i Inflasjonsrapport 2/02. De siste månedene har priset falt, og det har vært kraftigere enn vi ventet i forrige inflasjonsrapport. Våre anslag fra mars i år tok i noen grad inn over seg at prisene inntil da hadde reagert mindre på valutakursen enn det vi burde vente basert på våre erfaringer. Virkningen fra valutakursen har vært sterkere de siste månedene. En vurdering av den lave prisveksten er gitt i en egen utdyping på side 15.

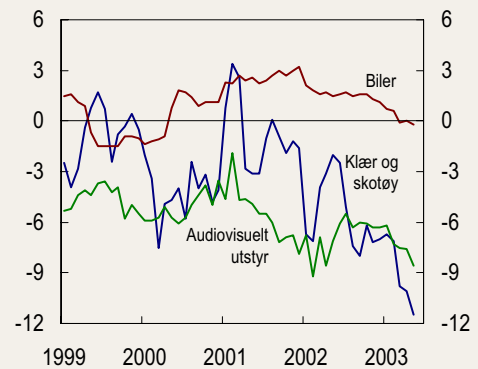
I mai var prisene på de importerte konsumvarene 3,8 prosent lavere enn året før. Spesielt har prisene på klær og audiovisuelt utstyr falt mye, se figur 1.7. I mai hadde disse prisene falt med henholdsvis 12,2 prosent og 8,6 prosent i forhold til samme måned året før. Dette priset kan sannsynligvis ikke tilskrives valutakursen alene. Prisene på disse varene har falt sammenhengende siden midten av 1990-tallet, se figur 1.8. I mai var klesprisene 24 prosent lavere enn det gjennomsnittlige prisnivået i 1995, mens prisene på audiovisuelt utstyr var hele 33 prosent lavere. Klær utgjør 5,2 prosent av KPI og audiovisuelt utstyr utgjør 2,7 prosent.

Mye av priset på disse varene skyldes andre forhold enn valutakursen. I tekstilbransjen er rammebetingelsene for import fra u-land og fremvoksende økonomier blitt vesentlig forbedret det siste tiåret. Det har ført til en vridning av importen fra høykostland til lavkostland og reduserte innkjøpskostnader for norske importører. Tilsvarende gjelder for lyd- og bildebransjen. De internasjonale produsentene har flyttet produksjon til lavkostland og har således kunnet senke sine priser ved salg til norske importører. I tillegg har teknologiforbedringer og intensivert internasjonal konkurranse bidratt til lavere priser. Styrkingen av valutakursen har kommet på toppen av de internasjonale forholdene, og dempet prisveksten ytterligere de siste to årene.

I følge informasjon fra vårt regionale nettverk har deler av klesbransjen og lyd- og bildebransjen opplevd svikt i etterspørselen det siste halve året. Dette har resultert i økt salgsaktivitet, og kan bidra til å forklare priset de siste månedene.

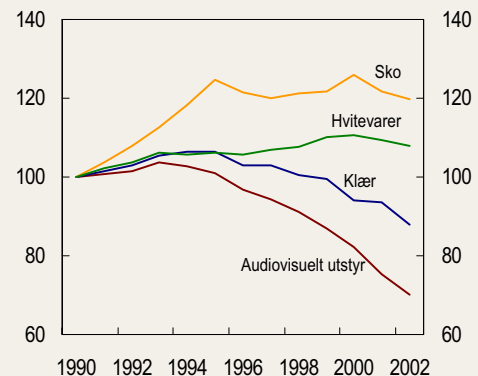
Prisene på sko har også falt betydelig det siste året. I mai var prisene 6,8 prosent lavere enn for et år siden. Internasjonalisering og importvridning gjelder i stor grad også skobransjen. Prisene på disse varene holdt seg imidlertid oppe fram til for omtrent et år siden. Det er derfor en viss sannsynlighet for ytterligere reduksjon i skoprisene fremover. Prisene på hvitevarer og husholdningsapparater har falt med om lag 3 prosent siden mai i fjor.

Figur 1.7 Priser på noen importerte konsumvarer justert for avgiftsendringer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 99-mai 03.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Priser på noen importerte konsumvarer justert for avgiftsendringer. Årstall. Indeks. 1990=100.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten på biler, som utgjør 35 prosent av de importerte konsumvarene, har også avtatt, men likevel vært positiv i hele perioden etter at kronkursen styrket seg. Det siste året har bilprisene holdt seg om lag uendret, se figur 1.7. I en egen utdyping i forrige inflasjonsrapport så vi på erfaringene fra Storbritannia som også hadde en lang periode med appresiering. Der begynte bilprisene å falle først to år etter at pundet begynte å styrke seg. Hvis den samme tendensen er gjeldende for Norge burde bilprisene ha begynt å falle nå. Vi så tidligere for oss at bilprisene skulle begynne å falle på vårparten ettersom mange bilforhandlere allerede ved årsskiftet annonserte prisreduksjoner. Dette har ikke kommet til syne i konsumprisindeksen. En mulig forklaring er at det kan være problematisk å fange opp den faktiske utsalgsprisen i statistikken. Noe av prisreduksjonen kan ha kommet i form av gratis eller rabbert tilleggsutstyr. Det er også mulig at planlagte prisreduksjoner blir reversert som følge av at kronen har svekket seg igjen i det siste. På grunn av disse forholdene kan det hende at vi ikke vil oppleve et tilsvarende fall i bilprisene i Norge som i Storbritannia. På den annen side har den private bilimporten økt betydelig som følge av den store prisdifferansen mellom Norge og andre nærliggende land. Det kan fremtvinge prisreduksjoner hos norske forhandlere.

Kronestyrkingen ser heller ikke ut til å ha redusert prisene på importerte alkoholvarer som vin og brennevin. Korrigert for avgiftslettelser har prisene på alkoholvarer steget noe det siste året.

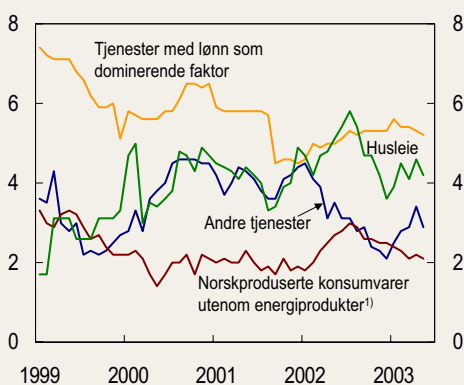
### Innenlandsk prisvekst

Figur 1.9 viser prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i konsumprisindeksen fordelt på undergrupper. Prisveksten på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor har holdt seg høy, og veksttakten er på linje med lønnsveksten. Blant annet har prisene på helsetjenester utenom institusjon steget med 6 prosent og prisene på forsikringstjenester steget med 8 prosent det siste året. Prisveksten på tjenester som *ikke* har lønn som dominerende kostnadsfaktor avtok gjennom 2002, men har steget noe de siste månedene. Spesielt har prisene på tjenester knyttet til kultur og fritid økt de siste månedene.

Husleiene bidrar også til å holde den innenlandske prisveksten oppe. Veksten i husleiene steg kraftig første del av fjoråret for deretter å falle utover høsten. Siden årsskiftet har veksten i husleiene igjen tatt seg opp. Det er nå tegn til at boligprisene flater ut. Det kan føre til at veksten i husleiene vil avta i tiden fremover.

Prisveksten på norskproduserte konsumvarer har avtatt. Det er i hovedsak varer som er påvirket av priser på verdensmarkedet, enten på grunn av stort importinnhold eller som følge av stor utenlandsk konkurranse, som bidrar

**Figur 1.9** KPI-JAE. Norskproduserte varer og tjenester. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 99-mai 03.



¹) Unntatt jordbruks- og fiskevarer

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



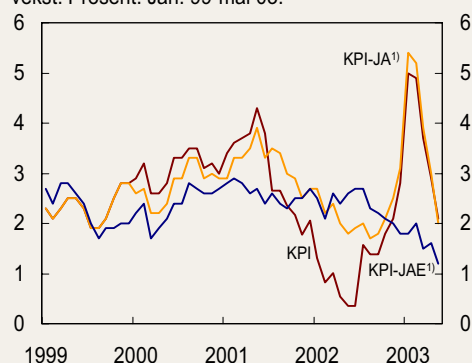
til å trekke ned prisveksten på norskproduserte konsumvarer. Dette er en indirekte effekt av den sterke valutakursen og den svake internasjonale prisveksten. Likeledes vil konkurranse trolig føre til at norske produsenter av konsumvarer med importerte innsatsvarer over tid deler kursgevinstene med kundene.

### Høye strømpriser holder KPI oppe

Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen inkludert avgifter og energivarer (KPI) har vært betydelig høyere enn tolv månedersveksten i KPI-JAE i år, se figur 1.10. En tørr høst i fjor ga lite tilsig til vannmagasinene, og spesielt kalde vintermåned medførte høy etterspørsel etter strøm. Dette ga en kraftig økning i strømprisene rundt årsskiftet, se figur 1.11. Tolv månedersveksten i elektrisitetsprisene slik de måles i KPI steg til 82,5 prosent i januar. Siden da har prisene falt betydelig og bidratt til å trekke tolv månedersveksten i konsumprisindeksen ned fra 5,0 prosent i januar til 2,1 prosent i mai. Det har vært relativt store nedbørsmengder de siste månedene, og vannmagasinene er nå på vei til å fylles opp. Det vil kunne holde spotprisene på elektrisitet nede fremover. Bensinprisene har også falt som følge av nedgangen i oljeprisen. Tolv månedersveksten i bensinprisene har gått ned fra 10,5 prosent i februar til minus 2,8 prosent i mai.

Forløpet i energiprisene vil føre til at KPI-veksten vil ligge over veksten i KPI-JAE de nærmeste månedene og under veksten i KPI-JAE i 2004. Tolv månedersveksten i strømprisene vil trolig være negativ fra utgangen av inneværende år og godt ut i 2004. Bensinprisene vil trolig også ha negativ tolv månedersvekst en stund fremover.

**Figur 1.10** Konsumprisene. Totalt og justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 99-mai 03.

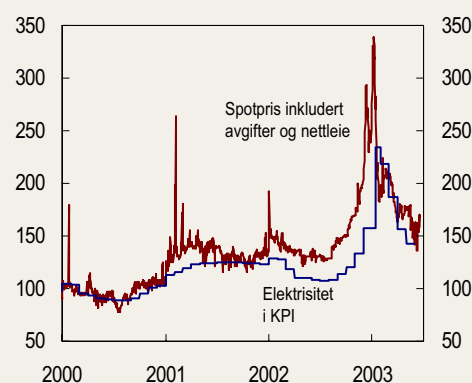


KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer  
KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

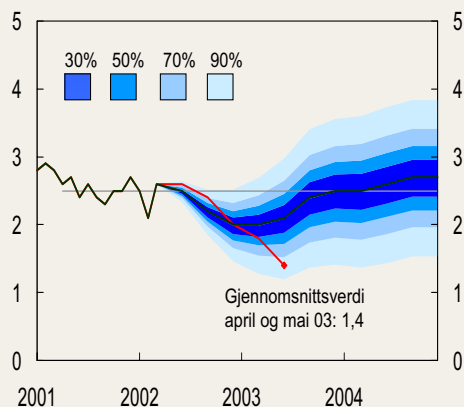
**Figur 1.11** Elektrisitetspriser. Indeks. 1. januar 1998= 100.



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

# Lav vekst i konsumprisene

**Figur 1** KPI-JAE, anslag og usikkerhet i IR 2/02. Tolv månedersvekst. Prosent.



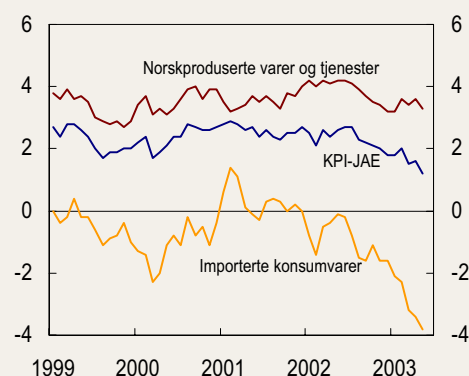
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konsumprisveksten målt ved KPI-JAE var 1,2 prosent fra mai i fjor til mai i år. Dette er lavere enn anslaget i forrige inflasjonsrapport og vesentlig lavere enn inflasjonsmålet. I forhold til anslaget sist sommer var inflasjonen gjennom høsten høyere enn ventet, men har siden i vår vært lavere, se figur 1.

Veksten i KPI-JAE har gått ned siden sommeren 2002. Fra mai i fjor til mai i år avtok tolv månedersveksten fra 2,6 prosent til 1,2 prosent. Det er særlig et markert fall i prisene på importerte konsumvarer som ligger bak, se figur 2. Den viktigste årsaken til dette fallet er styrkingen av kronekursen gjennom 2001 og 2002. I tillegg er det i utgangspunktet lav prisvekst eller prisfall på varene som importeres. Det er også grunn til å tro at perioden med sterk kronekurs kan ha indirekte virkninger, både gjennom lavere lønnsvekst og lavere prisvekst på flere varer og tjenester.

**Figur 2** KPI-JAE.

Totalt<sup>1)</sup> og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 99-mai 03.



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

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

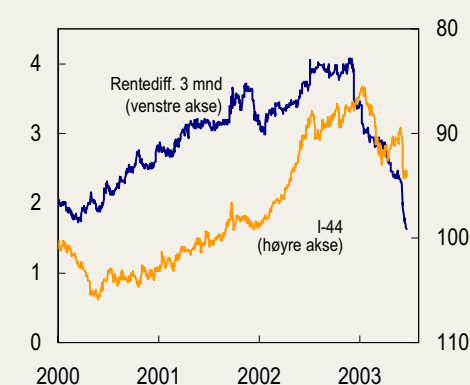
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 1. Svak internasjonal utvikling

Veksten internasjonalt er blitt vesentlig svakere enn vi la til grunn i fjor sommer. Våre anslag for BNP-veksten hos handelspartnerne i 2003 er i løpet av det siste året nedjustert fra 2¾ prosent til 1¼ prosent. Gjennom siste del av fjoråret førte en rekke negative nyheter til økt pessimisme (se egen omtale i Norges Banks årsberetning). I år er verdensøkonomien blitt utsatt for nye negative sjokk som krigen i Irak og frykt for SARS-sykdommen. I tillegg kan bobler i aksjemarkedet og overinvesteringer bidra til at det tar lengre tid enn normalt for en ny oppgang å få feste (se egen utdyping i denne inflasjonsrapporten). Prisveksten hos våre handelspartnere er lav, og i flere land diskuteres risikoen for deflasjon.

Virkningen til norsk økonomi har kommet gjennom flere kanaler. Lønnsveksten i Norge har i flere år vært høyere enn hos handelspartnerne. Dette inntrykket ble forsterket etter at lønnsoppgjøret i fjor ga den høyeste reallønnsveksten på nesten 30 år. Rentenivået i Norge lå siden slutten av 1990-tallet derfor klart over rentenivået blant våre handelspartnere. Resultatet av lønnsoppgjøret befestet inntrykket av at dette ville vare ved. Rentedifferansen økte. Som en følge av dette styrket kronekursen seg i fjor vår, se figur 3.

**Figur 3** Importvektet valutakurs (I-44)<sup>1)</sup> og rentedifferanse mot handelspartnerne. Dagstall.



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr styrking av kronekursen

Kilde: Norges Bank

Gjennom andre halvdel av fjoråret ble det klart at tilbakeslaget i internasjonal økonomi ble mer markert. Renteforventningene internasjonalt ble nedjustert (se figur 1.18 og 1.19). Rentedifferansen holdt seg høy. Dette førte til fortsatt styrking av kronekursen. Svak utvikling i internasjonale aksjemarkeder og små fortjenestemuligheter i markedet for dollar, euro og yen førte til at mange

investorer søkte til valutaer med relativt høy rente. Dette forsterket styrkingen av kronen (se utdyping i Inflasjonsrapport 1/03).

Etter hvert som utsiktene ble forverret, og det også kom klarere tegn til svakere utvikling i norsk økonomi, satte Norges Bank ned renten første gang 11. desember. Etter som renteforventningene internasjonalt stadig ble nedjustert, fortsatte kronkursen å styrke seg. Den svake internasjonale utviklingen førte dermed til at virkningene av rentenedsettelsene på kronkursen ble redusert. Fortsatte rentekutt og varsel om ytterligere kutt resulterte i en kronesvekkelse i februar og begynnelsen av mars, men deretter styrket kronen seg fram til utgangen av mai til tross for fortsatt rentenedgang. I juni har kronkursen svekket seg markert. Utslaget i kronkursen kom dermed noe senere enn man i utgangspunktet kunne vente.

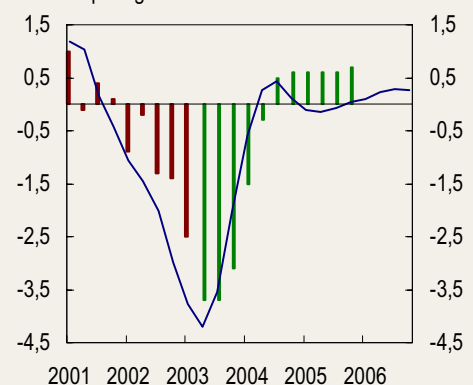
## 2. Forsinket gjennomslag til konsumprisene

Erfaringsmessig tar det tid før et utslag i valutakursen slår fullt inn i prisene på importerte konsumvarer. Gjennomslaget vil blant annet avhenge av konkurransen i detaljhandelen og varehandelens mulighet til å øke marginene. Vi har lagt til grunn at en kursstyrking isolert sett virker gradvis dempende på konsumprisveksten, og at den maksimale virkningen kommer etter 5-6 kvartaler (se utdyping i Inflasjonsrapport 2/02). Deretter avtar virkningen gradvis.

Den direkte virkningen av kronestyrkingen har vært en vesentlig forklaring på den lave prisveksten på importerte konsumvarer, særlig klær, sko og audiovisuelt utstyr. Prisveksten på biler er også dempet, men vi har så langt ikke sett tegn til vesentlig prisfall, slik man kanskje kunne vente med en så markert kursstyrking. Erfaringene med slike gjennomslag er riktig nok stort sett basert på perioder med svekkelse av kronkursen. Det kan ikke utelukkes at virkningen endres over tid eller avhenger av retningen på kronkursen.

Kursgjennomslaget synes så langt å ha vært mindre jevnt enn først antatt. Fra og med september i fjor til og med februar i år falt prisene på importerte konsumvarer mindre enn vi hadde ventet med utgangspunkt i sammenhenger tallfestet på grunnlag av historiske erfaringer. Dette påvirket anslaget i Inflasjonsrapport 1/03. Gjennom våren har utslaget kommet desto sterkere, se figur 4. De røde søylene viser den faktiske prisveksten på importerte konsumvarer. Den blå linjen i figuren viser det beregnede akkumulerte direkte bidraget fra tidligere endringer i valutakursen. Gjennomslaget fra valutakursen ser ut til å ha blitt særlig markert i løpet av andre kvartal i år. Det er dermed ikke lenger grunnlag for å si at gjennomslaget fra valutakurs til konsumprisene er vesentlig mindre enn historiske sammenhenger skulle tilsi.

**Figur 4** Isolert virkning på prisveksten på importerte konsumvarer av historisk valutakursutvikling (blå linje) og prisvekst på importerte konsumvarer, historisk (rød) og anslag (grønn). Avgiftskorrigert. Prosentpoeng.



Kilde: Norges Bank



### *3. Svakere utvikling i norsk økonomi*

Den lave prisveksten kan også ha sammenheng med at utviklingen i norsk økonomi er blitt svakere. Arbeidsledigheten har økt raskere enn anslått sist høst. Særlig har utviklingen i enkelte tjenesteytende næringer vært svakere enn ventet. Dette kan igjen ha sammenheng med svak internasjonal utvikling, for eksempel i sektorer som luftfart, reiseliv og IKT.

Den høye lønnsveksten i fjor, særlig i offentlig sektor, førte til at etterspørselsvirkningen fra finanspolitikken ble lavere enn anslått til tross for en betydelig økning i offentlig budsjetttrammer. Dette resulterte i den laveste veksten i offentlig sysselsetting på mer enn 30 år. Anslagene for 2003 er også vesentlig nedjustert det siste året. Høy kostnadsvekst har vært medvirkende til lav etterspørsel fra offentlig sektor. Motstykket har i noen grad vært høy reallønnsvekst i husholdningene.

Liten prismakt og forventninger om lav prisvekst i deler av næringslivet har trolig ført til at det har vært vanskelig å velte økte kostnader over i prisene. Marginene har vært under press, noe som i mange bedrifter har tvunget fram nedbemanninger fremfor prisøkning.

Høye strømpriser gjennom vinteren ga en inndragning i privat kjøpekraft som ikke var mulig å forutse sist sommer. Dette kan ha dempet etterspørselen etter enkelte varer. I følge informasjon fra vårt regionale nettverk opplevde deler av klesbransjen og lyd- og bildebransjen svikt i etterspørselen fra november til april, med påfølgende salgsaktivitet i mai. Dette bekreftes i noen grad av varehandelsstatistikken. For enkelte brunevarer kan også dårlige internasjonale avsetningsmuligheter ha ført til overskuddstilbud og lave priser i vår.

### *4. Den videre utviklingen i konsumprisene*

Virkingen av pengepolitikken i fjor på konsumprisveksten i vår er blitt forsterket dels ved at utviklingen i verdensøkonomien ble vesentlig svakere enn ventet og dels ved at gjennomslaget fra valutakursen har hatt et noe annet forløp enn ventet. Det er utsikter til at konsumprisveksten kan holde seg lav også de neste månedene.

Det er allerede gjennomført betydelige lettelser i pengepolitikken med sikte på å bringe inflasjonen tilbake til målet. Renten er redusert. Kronekursen er svekket med om lag 8 prosent siden nyttår. Figur 4 viser det anslåtte bidraget fra valutakursen til prisene på importerte konsumvarer fremover. Det er grunn til å tro at den seneste kurssvekkelsen etter hvert vil virke til å trekke prisveksten på importerte konsumvarer, og dermed den samlede konsumprisveksten opp igjen.

## 5. Endringer i Norges Banks anslag det siste året

Med en rente på 4 prosent og uendret valutakurs er det i denne rapporten utsikter til at konsumprisveksten kan komme opp til vel 2 prosent på to års sikt. I Inflasjonsrapport 2/02 forventet vi at inflasjonen ville komme opp over inflasjonsmålet til tross for forutsetninger om høyere rente, se figur 1.

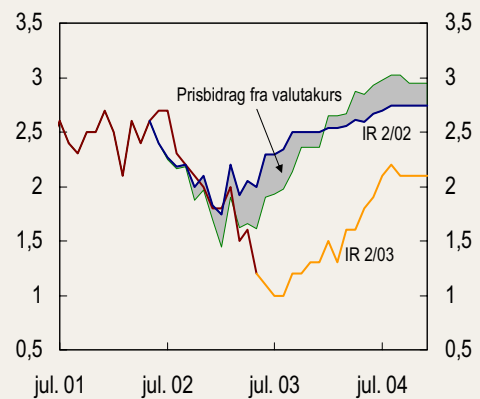
Endringer i inflasjonsanslaget det siste året kan særlig tilskrives to forhold. For det første var kronekursen gjennom høsten og vinteren sterkere enn det som ble lagt til grunn for ett år siden. I det siste har kronekursen vært svakere enn forutsetningen den gang. Hadde vi hatt kjennskap til det faktiske forløpet for valutakursen, ville inflasjonsanslaget den gang blitt lavere det nærmeste året, mens det isolerte bidraget fra valutakursen deretter ville trukket opp, se figur 5. Den blå linjen viser anslaget for KPI-JAE for ett år siden. Den grønne linjen viser hvordan den faktiske kursutviklingen ville ha påvirket anslaget. Det grå arealet uttrykker det isolerte bidraget fra endret valutakurs. Virkningen er basert på gjennomslaget fra valutakurs til konsumpriser som ble beskrevet i en utdyping i Inflasjonsrapport 2/02.

For det andre er vurderingen av den fremtidige lønnsveksten nedjustert. Lønnsveksten i fjor ble overraskende høy. Anslaget sist sommer var basert på at lønnsveksten ville bli liggende på 5¾ prosent. Dette var basert på uendret pengepolitikk og var følgelig ikke et rimelig anslag på det faktiske forløpet ettersom pengepolitikken ble strammet til. Uten en slik tilstramming ble det vurdert som sannsynlig at lønnsveksten kunne vedvare på et høyt nivå.

I denne rapporten anslås lønnsveksten fremover til 4-4½ prosent under forutsetning av en konstant rente på 4 prosent. Lønnsoppgjøret i år kunne tyde på at partene i arbeidslivet i større grad tok hensyn til sammenhengen fra lønnsvekst til rente, kronekurs og sysselsetting. Nedjusteringen av lønnsanslaget kan derfor delvis ses som en indirekte virkning av at kronekursen har vært sterk. Bidraget til redusert inflasjonsanslag er illustrert i det grå feltet i figur 6.

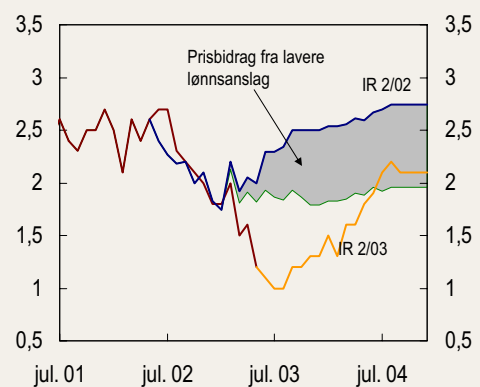
Figur 7 oppsummerer den samlede virkningen på anslaget fra Inflasjonsrapport 2/02 ved å legge inn både lavere lønnsanslag og den faktiske valutakursen (summen av figur 5 og figur 6). Kursen er videreført fra dagens nivå. Med disse endringene ville anslaget for ett år siden fulgt den grønne linjen, som er litt høyere enn dagens anslag (oransje linje). Dagens anslag er basert på vesentlig svakere internasjonale utsikter og mindre stramhet i norsk økonomi. Det siste kan forklare at anslaget i dag ligger lavere.

**Figur 5** Anslag for KPI-JAE i IR 2/02 og IR 2/03. Isolert effekt av endret valutakurs.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 6** Anslag for KPI-JAE i IR 2/02 og IR 2/03. Isolert effekt av lavere lønnsanslag.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

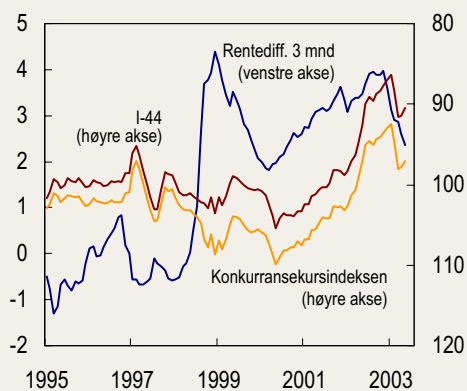
**Figur 7** Anslag for KPI-JAE i IR 2/02 og IR 2/03. Samlet effekt av faktisk valutakurs og lavere lønnsanslag (sum av figur 5 og 6).



\*) Den grønne linjen viser hvordan anslaget fra IR 2/02 ville blitt endret ved å legge inn valutakursbane og lønnsutvikling slik det ligger inne i dag

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

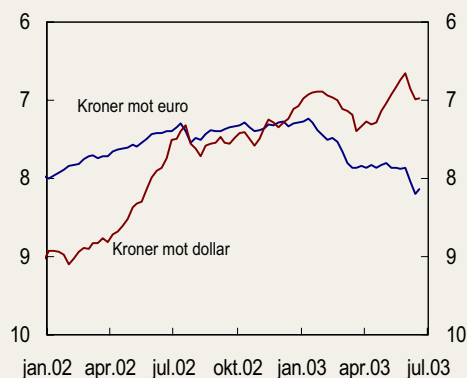
**Figur 1.12** Importvektet valutakurs (I-44), konkurransekursindeksen<sup>1)</sup> og rentedifferanse mot utlandet. Jan. 95-mai 03.



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

Kilde: Norges Bank

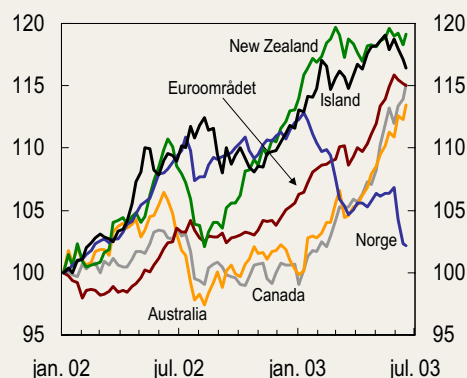
**Figur 1.13** Kronkursen mot euro og amerikanske dollar<sup>1)</sup>. Uketall. 12. jan.02 - 19. juni 03.



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

Kilde: Norges Bank

**Figur 1.14** Effektive valutakurser<sup>1)</sup>. Indeks. Uke 1 2002=100. Uketall. 4. jan. 02- 18.juni 03.



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr styrking av kursen

Kilde: EcoWin

### 1.3 Finansmarkedene

Den importveide kronkursen (I-44) er om lag 6 prosent svakere enn det som ble lagt til grunn i referansebanen i forrige inflasjonsrapport. En vesentlig del av svekkelsen kom etter sentralbanksjefens foredrag ved Centre for Monetary Economics/BI i Oslo 3. juni. I dette foredraget ga sentralbanksjefen uttrykk for at perioden med lettelse i pengepolitikken ville vare ved, og at hovedstyret i Norges Bank nøye ville vurdere å ta større skritt i rentesettingen. Etter foredraget falt pengemarkedsrentene markert, og kronkursen svekket seg.

Fra det sterkeste nivået like etter årsskiftet fram til 19. juni har den importveide kronkursen svekket seg med nærmere 9 prosent. Utviklingen henger sammen med at rentedifferansen mot utlandet har gått betydelig ned i den samme perioden, se figur 1.12. Fallet i oljeprisen, internasjonal børsoppgang og høyere forventet variabilitet mellom hovedvalutaene kan også ha bidratt. Se egen utdyping i Inflasjonsrapport 1/03 for en nærmere drøfting av faktorer bak utviklingen i kronkursen.

Målt ved I-44 er en vesentlig del av kronestyrkingen gjennom 2002 blitt reversert i år. Utviklingen mot amerikanske dollar og euro har imidlertid vært svært forskjellig, se figur 1.13. Målt mot euro er kronen svakere enn den var ved inngangen til fjoråret. Det samme er tilfelle mot svenske og danske kroner. Mot amerikanske dollar har kronen derimot styrket seg betydelig i den samme perioden. Dette gjenspeiler et kraftig fall i dollarens verdi mot de fleste valutaer, særlig det siste halve året. Forholdet mellom euro og dollar har kommet tilbake til kursnivået ved euroens introduksjon i januar 1999.

Selv om renten er satt ned i Norge, er nivået fortsatt høyere enn hos mange av våre handelspartnere. Gjennom fjoråret var den relativt sett høye renten trolig hovedårsaken til at kronen styrket seg. Svak utvikling i aksjemarkedet bidro til at en del aktører trakk seg ut av aksjer og ønsket å plassere sine midler midlertidig i andre typer fordringer. I en vurdering av renteavkastning opp mot forventet valutakursbevegelse kan markedsaktørene ha sett plasseringer i norske kroner som et gunstig alternativ.

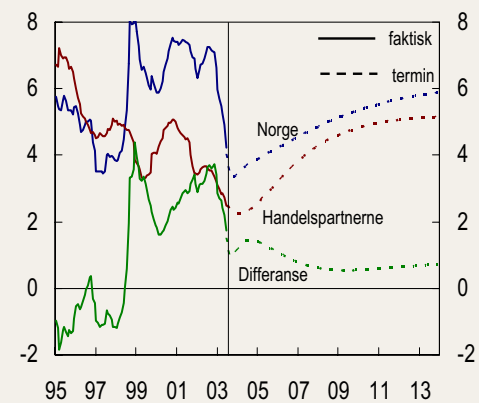
Også andre land med relativt sett høye renter har hatt betydelig styrking av sine valutaer siden begynnelsen av 2002, se figur 1.14. New Zealand og Island hadde også relativt sett høye renter og kraftig styrking av sine handelsveide valutakurser gjennom 2002. For disse landene har styrkingen fortsatt i år. Også valutaene til Australia og Canada og euroområdet har styrket seg markert så langt i år. I noen grad må denne utviklingen ses i sammenheng med den kraftige svekkelsen av amerikanske dollar. Sammenlignet med våre handelspartneres kursbevegelser fremstår ikke kronestyrkingen siden begynnelsen av 2002 nå som spesielt stor.

Svekkelsen av norske kroner i år må ses i lys av at renten er satt betydelig ned, og at markedsaktørene priser inn ytterligere rentereduksjoner. Når renten i Norge nærmer seg handelspartnerenes renter, fremstår norske kroner som et mindre attraktivt plasseringsalternativ. Samtidig kan bedre utvikling i aksjemarkedene ha bidratt til at investorene ønsker å plassere mindre i rentebærende fordringer.

Forventninger om ytterligere rentereduksjoner i Norge kommer til uttrykk i terminrenter beregnet på grunnlag av avkastningskurven i penge- og obligasjonsmarkedet. Siden forrige inflasjonsrapport har de beregnede terminrentene i Norge falt ytterligere. Terminrentene tyder på forventninger om at kortsiktige pengemarkedsrenter faller til om lag  $3\frac{1}{4}$  -  $3\frac{1}{2}$  prosent mot slutten av året, for deretter å stige, se figur 1.15. Prisingen av fremtidige renteavtaler (FRA-renter) viser om lag det samme bildet. Fremtidsrentene er trolig forenlig med forventninger om en bunn for foliorenten på ned mot 3 prosent. Også hos Norges viktigste handelspartnere ventes det ytterligere fall i pengemarkedsrentene. Differansen mellom norske og utenlandske terminrenter ventes likevel å falle i tiden fremover.

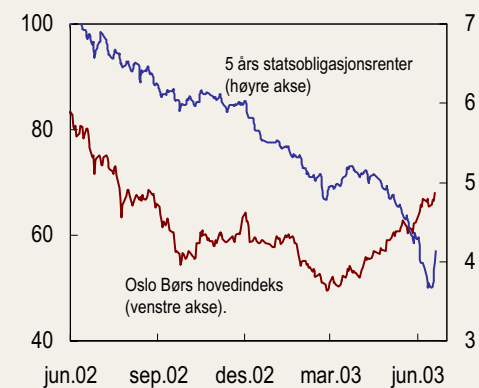
Både internasjonalt og i Norge har rentene på langsiktige statsobligasjoner falt siden forrige inflasjonsrapport, til historisk svært lave nivåer, se figur 1.16. Fallende langsiktige renter kan gjenspeile at markedsaktørene ser en økt sannsynlighet for en lengre periode med svært lav prisstigning. Det kan også uttrykke at markedsaktørene tror det vil ta lengre tid før den økonomiske aktiviteten tar seg opp. Det tilsier i så fall lave realrenter over lang tid. I aksjemarkedene har imidlertid kursene økt siden årsskiftet, både internasjonalt og i Norge. På Oslo Børs har aksjekursene steget med vel 17 prosent siden årsskiftet, noe mer enn økningen internasjonalt. Oppgang i aksjekursene kan tyde på forventninger om økt lønnsomhet og bedre inntjening i bedriftene framover. Alternativt kan oppgangen i aksjemarkedet være et tegn på at investorenes vilje til å ta risiko har økt noe.

**Figur 1.15** Tremåneders pengemarkedsrente og terminrenter, 1995-2013. Månedstall.



Kilde: Norges Bank

**Figur 1.16** Utviklingen i Oslo Børs hovedindeks og 5 års statsobligasjonsrenter. Dagstall, 01.06.02–19.06.03.



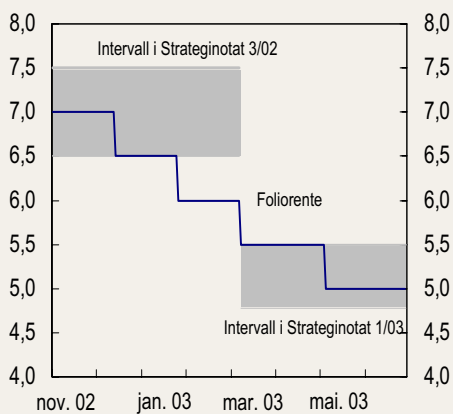
Kilde: EcoWin og Norges Bank

## 1.4 Pengepolitikken

I 2002 var pengepolitikken i Norge forholdsvis stram, særlig gjennom den sterke kronen. For å motvirke prispress som følge av høy lønnsvekst ble renten i Norge holdt oppe. Samtidig var den internasjonale utviklingen svak, og rentene ble satt kraftig ned hos mange av våre handelspartnere. Det ga en økende rentedifferanse som bidro til å styrke kronkursen. Mot slutten av fjoråret ble utsiktene for norsk økonomi svakere. Uten lettelsener i pengepolitikken var det utsikter til at prisstigningen to år fram ville bli lavere enn inflasjonsmålet. Da ble renten satt ned. Kronen svekket seg markert i januar og februar i år.

Lettelsene i pengepolitikken har fortsatt. Siden den forrige inflasjonsrapporten ble ferdigstilt har Norges Bank satt styringsrenten ned to ganger til med til sammen ett prosentpoeng. Disse beslutningene var basert på den analysen som ble presentert i Inflasjonsrapport 1/03, hvor det ble lagt fram to alternative utviklingsbaner for norsk økonomi, basert på ulike forutsetninger om innretningen av pengepolitikken. I referansebanen ble det lagt inn en antagelse om konstant foliorente på 5,5 prosent og kronkurs lik gjennomsnittet for februar. Konsumprisveksten ble anslått å holde seg under 2½ prosent i hele prognoseperioden. Med antagelse om pengepolitiske lettelsener i tråd med forventningene hos markedsaktørene var det utsikter til at inflasjonen ville komme noe over målet to år fram i tid. I begge banene ble prisveksten anslått å ligge under målet på 2½ prosent gjennom mesteparten av prognoseperioden. Det skyldtes at den markerte kronestyrkingen i årene før ville gi et fall i prisveksten på importerte konsumvarer som kunne vare ved i 3-4 år. For den nærmeste tiden ville dette mer enn motvirke det prispresset som følger av at lønnsveksten i Norge har vært høy over flere år. Med disse utviklingsbanene som referanse ble det trukket opp et opplegg for rentesettingen i perioden fra mars til juni. En foliorente i intervallet 4¾ - 5½ prosent ved utgangen av denne perioden ble sett som riktig, se figur 1.17. Se Strateginotat 1/03 i vedlegg II på side 57 i denne rapporten for en nærmere redegjørelse.

**Figur 1.17** Strategiintervall for foliorenten og faktisk utvikling. Nov. 02-juni 03.



Kilde: Norges Bank

På Norges Banks hovedstyremøte 5. mars ble det besluttet å redusere foliorenten med 0,5 prosentpoeng, til 5,5 prosent. Informasjonen som kom i løpet av mars og april bekreftet i stor grad bildet av svak vekst og utsikter til lav prisstigning fremover. Utviklingen i næringslivet ble drevet av høyt kostnadsnivå, lav lønnsomhet og dårlige tider ute. Nye nasjonalregnskapstall tydet på at den økonomiske veksten hadde stoppet opp mot slutten av 2002. Løpende statistikk tydet ikke på bedring i de første månedene av 2003. Resultatene som kom fra lønnsoppgjøret i industrien pekte i retning av at lønnsveksten i 2003 ville bli vesentlig lavere enn i fjor.



Den internasjonale utviklingen var svak, og det så ut til å bli mer langvarig enn tidligere antatt. Aktiviteten ble holdt oppe ved lave renter og ekspansiv finanspolitikk i flere land. Rentene ble satt ytterligere ned i euroområdet, Danmark, Sverige og New Zealand. I flere land var det forventninger om videre rentenedsettelse. Den importveide kronkursen styrket seg svakt gjennom mars og april.

I møtet 30. april besluttet Norges Banks hovedstyre å redusere styringsrenten med 0,5 prosentpoeng, til 5,0 prosent. Denne beslutningen var i tråd med Strateginotat 1/03. Med en rente på 5 prosent så Norges Bank det fortsatt som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere.

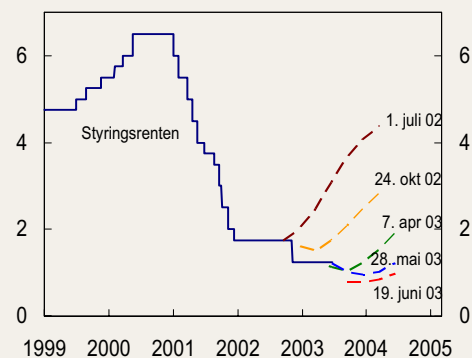
Informasjonen som kom i perioden fra 30. april til 3. juni forsterket inntrykket av svakere utvikling i økonomien enn tidligere antatt. Utsiktene for internasjonal økonomi fortsatte å svekke seg. Rentene ble som ventet satt ned i euroområdet, Danmark, Sverige og New Zealand. Forventningene om renteutviklingen framover i USA og euroområdet ble ytterligere nedjustert av markedsaktørene, se figur 1.18 og 1.19. Også i Norge ble markedsaktørenes renteforventninger justert ned, se figur 1.20. Virkningene på rentedifferansen ble imidlertid dempet av renteutviklingen ute. Kronkursen hadde ikke svekket seg etter at foliorenten ble satt ned 30. april, men snarere vist en sterkere tendens.

Lønnsoppgjørene i varehandelen og i stat og kommune ble klare henholdsvis 30. april og 1. mai. Disse bekreftet at årslønnsveksten ser ut til å bli lavere enn vårt tidligere anslag på 5 prosent. I april og mai fortsatte arbeidsmarkedet å utvikle seg svakere enn ventet i den forrige inflasjonsrapporten. Informasjonen fra Norges Banks regionale nettverk bekreftet inntrykket av lav aktivitet i mange deler av næringslivet. Lønnsoppgjøret i finansnæringen ble klart 26. mai, og ga en ytterligere bekreftelse på at lønnsveksten i år vil bli lavere enn vi så for oss i den forrige inflasjonsrapporten.

Revidert nasjonalbudsjett ble lagt fram 15. mai. I budsjettet ble det lagt fram et opplegg som indikerte at budsjettpolitikken vil virke om lag nøytralt på konjunktursituasjonen i inneværende år og de to neste årene. I forrige inflasjonsrapport ble det lagt til grunn at finanspolitikken ville virke ekspansivt de nærmeste årene. Veksten i sysselsettingen i offentlig sektor ser nå ut til å bli klart lavere fremover enn tidligere antatt.

Samlet sett ga informasjonen som kom utsikter til svakere lønnsvekst og prisvekst de nærmeste to årene enn anslått i forrige inflasjonsrapport. I et foredrag ved Centre for Monetary Economics/BI i Oslo 3. juni ga sentralbanksjefen uttrykk for at perioden med lettelse i pengepolitikken

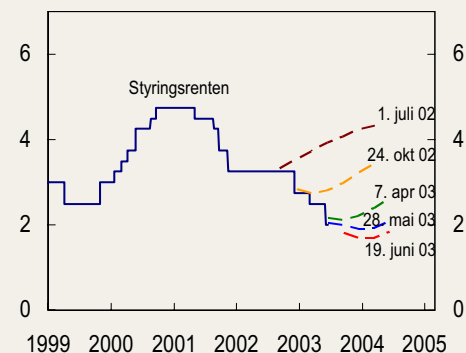
**Figur 1.18** Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente<sup>1)</sup>.



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

Kilde: Norges Bank

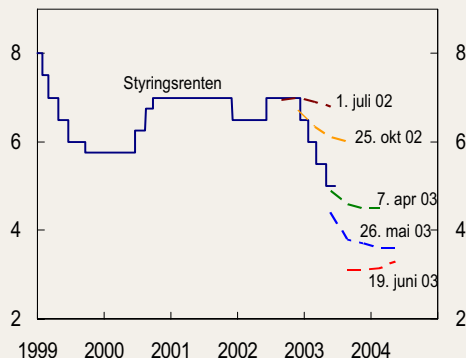
**Figur 1.19** Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente<sup>1)</sup>.



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

Kilde: Norges Bank

**Figur 1.20** Renteforventninger i Norge. Faktisk utvikling og forventet styringsrente<sup>1)</sup>.



<sup>1)</sup> Basert på FRA- og valutawap-markedene, justert for anslått nivåforskjell og kredittrisiko i forhold til foliorenten

Kilde: Norges Bank

ville være ved, og at hovedstyret i Norges Bank nøye ville vurdere å ta større skritt i rentesettingen. Etter foredraget falt rentene i pengemarkedet. Kronekursen svekket seg markert.

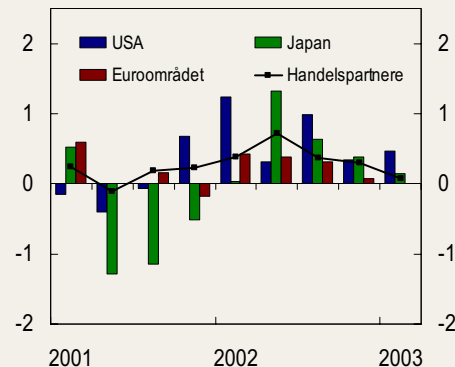
## 2 | Den internasjonale utviklingen

Den økonomiske utviklingen internasjonalt er svak, se figur 2.1. Foreløpig er det få klare tegn til at aktiviteten er i ferd med å ta seg opp. Siden forrige inflasjonsrapport er styringsrentene satt ytterligere ned blant annet i euroområdet, Danmark og Sverige. Det er forventninger om ytterligere rentekutt i mange land. I USA er rentene historisk sett svært lave, samtidig som finanspolitikken virker ekspansivt. Vi venter at stimulansen fra den økonomiske politikken etter hvert vil bidra til høyere vekst, først i USA. I Europa og Japan anslår vi at det vil ta lengre tid, se tabell 2.1. Den kraftige svekkelsen av amerikanske dollar gir positive vekstimpulser i USA, men virker negativt for euroområdet. Den lave veksten i euroområdet bidrar til å svekke utsiktene også for andre av våre handelspartnere i Europa. I år venter vi at veksten i de fleste land vil bli lavere enn trendveksten. Dermed øker det negative produksjonsgapet i år. I euroområdet vil det trolig være tilfelle også neste år.

Noen av de faktorene som har påvirket internasjonal økonomi i negativ retning er redusert eller blitt borte den senere tiden. Avklaringen av konflikten i Irak har tatt bort en kilde til usikkerhet. Etter å ha falt kraftig før og under krigen i Irak, er konsumentenes tillit bedret, særlig i USA. Avklaringen virker også positivt for finansmarkedene. Aksjekursene har tatt seg opp, og renteforskjellene mellom stats- og foretaksobligasjoner har gått ned. Det indikerer at markedet vurderer det som mindre risikabelt å investere i næringslivet, se figur 2.2. De siste regnskapstallene viser også en viss bedring i lønnsomheten i næringslivet i USA. I tillegg har oljeprisen falt fra svært høye nivåer i vinter. Det virker positivt gjennom høyere realinntekt for husholdninger og lavere kostnader for mange bedrifter. Høyere gasspriser i USA trekker i motsatt retning.

Til tross for betydelig stimulans fra den økonomiske politikken i mange land, er risikoen for en ganske lang periode med svak vekst eller stagnasjon fortsatt til stede. Denne risikoen kommer blant annet til uttrykk i svært lave obligasjonsrenter. I mange land er rommet for å motvirke en slik utvikling begrenset siden det i utgangspunktet er lave styringsrenter og store underskudd på offentlige budsjetter. De betydelige ubalansene i verdensøkonomien, reflektert ved det store underskuddet på driftsbalansen i USA, utgjør fortsatt et usikkerhetsmoment. Den pågående dollarsvekkelsen vil kunne bidra til å justere underskuddet, men gir på den annen side negative utslag i Europa. En ytterligere, markert svekkelse av dollaren vil kunne ha en betydelig negativ virkning i flere land. Det er en særlig usikkerhet knyttet til utviklingen i Tyskland.

**Figur 2.1** BNP-vekst i USA, Japan, euroområdet og hos handelspartnere samlet. Sesongjustert volumvekst fra kvartalet før. Prosent.



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

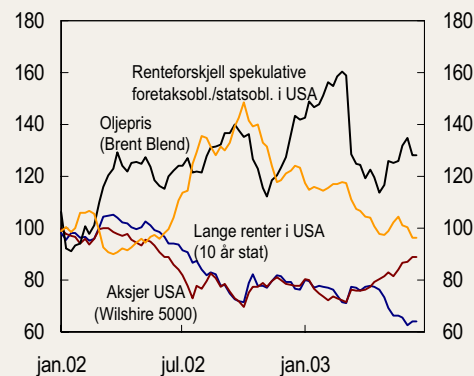
	2003	2004	2005
USA	2	3¼	3½
Japan	¾	¾	1¼
Tyskland	0	1¼	2¼
Frankrike	1	1½	2½
Storbritannia	1¼	2½	2½
Sverige	1½	2½	2½
Norges handelspartnere <sup>1)</sup>	1¼	2¼	2¾
Euroområdet <sup>2)</sup>	¾	1½	2½

<sup>1)</sup> Eksportvekter

<sup>2)</sup> Kjøpekraftskorrigerede BNP-vekter fra IMF

Kilde: Norges Bank

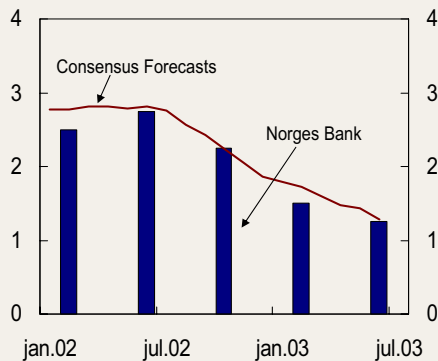
**Figur 2.2** Oljepris og enkelte finansmarkedsindikatorer. Indeks. Uke 1 2002 = 100.



Kilde: EcoWin, IPE, S&P Credit Indices, Wilshire Associates og Norges Bank

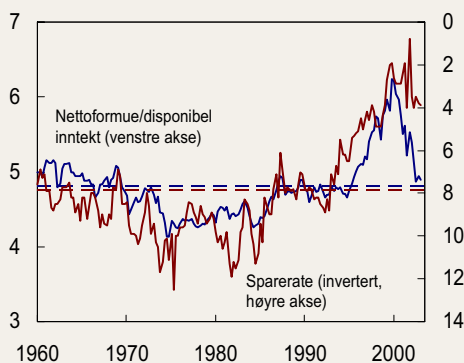


**Figur 2.3** Anslag for BNP-vekst hos handelspartnere i 2003 gitt på ulike tidspunkt.



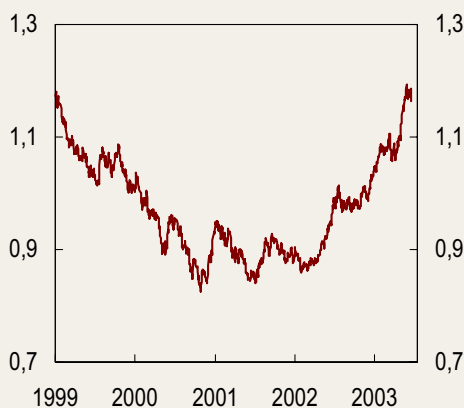
Kilde: Consensus Forecasts og Norges Bank

**Figur 2.4** Nettoformue/disponibel inntekt og sparerate i USA. Kvartalstall 1960-2003. Stiplede linjer er gjennomsnitt for perioden.



Kilde: EcoWin, US Department of Commerce, Federal Reserve Board og Norges Bank

**Figur 2.5** Valutakurs. Pris på euro i dollar. 1. jan 1999 - 19. juni 2003.



Kilde: EcoWin

### *Ekspansiv politikk bidrar til vekst i USA.*

I USA har skattelettelse og lavere rente bidratt til å holde veksten i det private konsumet oppe de siste årene. Det er nylig vedtatt ytterligere skattelettelse.

De lave rentene har støttet opp under et sterkt boligmarked. Økende boligpriser og fallende lange renter har gjort det mulig for husholdningene å frigjøre likviditet til konsum ved å refinansiere eller ta opp nye lån med sikkerhet i bolig. Dette har isolert sett bidratt til å redusere spareraten. Selv om boligprisene fortsatt er høye og de lange rentene har falt ytterligere, er det neppe grunn til å vente vesentlig økende bidrag til konsumvekst fra boligmarkedet. Reduksjon i spareraten synes lite trolig fordi den er lav i utgangspunktet, se figur 2.4. I tillegg er husholdningenes formuesposisjon svekket som følge av fall i aksjekursene fra våren 2000. Samlet sett er det utsikter til at konsumet bare vil øke moderat fremover.

Den ekspansive økonomiske politikken har så langt ikke ført til ny vekst i bedriftenes investeringer. Etter en lang periode med markert fall synes investeringene imidlertid å ha flatet ut. Lønnsomheten i foretakene har tatt seg noe opp, og det er fortsatt moderat vekst i etterspørselen. Svekkelsen av dollaren og fortsatt produktivitetsvekst gir utsikter til ytterligere forbedringer i lønnsomheten. Finansieringsvilkårene er også bedret. Mye taler for at overkapasiteten som ble bygget opp med høye investeringer på siste del av 1990-tallet er redusert. Dette trekker i retning av en begynnende oppgang i investeringene i USA senere i år. I en egen utdyping på side 50 i denne rapporten ser vi nærmere på investeringene i denne konjunktursykelen.

Det er fortsatt usikkerhet om utviklingen i USA fremover. Skulle sparingen ta seg markert opp, for eksempel som følge av en eventuell korreksjon i boligmarkedet, vil utviklingen bli svakere enn vi legger til grunn. Det kan også vise seg at tilpasningen av realkapitalen i bedriftene ikke er ferdig. I den økonomiske politikken er det begrenset rom for å stimulere etterspørselen ytterligere med tradisjonelle virkemidler. Styringsrenten kan imidlertid senkes noe mer, og den amerikanske sentralbanken har uttalt at den om nødvendig også vil gjennomføre tiltak for å redusere de lange rentene.

### *Vekstutsiktene for euroområdet er svakere*

Euroen har styrket seg den senere tiden, særlig mot amerikanske dollar, se figur 2.5. Dette har bidratt til å svekke euroområdetets nettoeksport, som så langt har vært en viktig drivkraft for vekst. Samtidig bidrar økende arbeidsledighet til å dempe husholdningenes konsum. Disse forholdene har forverret en allerede svak utvikling. Utviklingen er særlig dårlig i Tyskland. Der falt bruttonasjonalproduktet

med 0,2 prosent i første kvartal, og løpende indikatorer ved inngangen til andre kvartal tyder på en fortsatt svak utvikling.

Lav vekst fører til at budsjettunderskuddet i flere av de store landene vil overstige tre prosent av BNP, som er grenseverdien for underskudd i stabilitets- og vekstpakten. I oppfølgingen av pakten vil det fremover bli lagt vekt på å vurdere det strukturelle budsjettunderskuddet, og det åpnes for at større underskudd vil kunne godtas dersom de vil være midlertidige og skyldes større reformer eller investeringer i infrastruktur. Det vil likevel være lite rom for ytterligere finanspolitiske stimulanser i euroområdet. I enkelte land kan det ligge an til innstramminger. Svekkelsen av budsjettene gjør det mer aktuelt med reformer i arbeidsmarkedet og innstramminger i ulike velferdsordninger i flere av landene.

Lettelsene i pengepolitikken har vært mindre enn i USA, og rentenedsettelsene i mars og juni blir motvirket av at euroen har styrket seg. Rentenivået i euroområdet gir imidlertid fortsatt rom for reduksjoner.

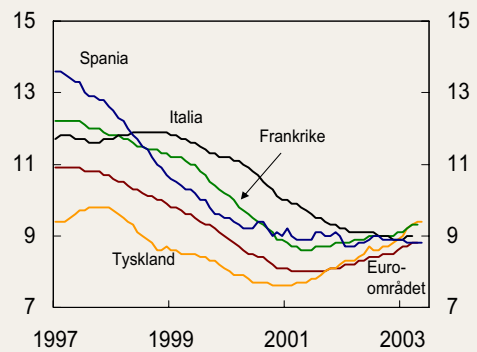
Til tross for økende arbeidsledighet har veksten i det private konsumet holdt seg oppe. Fortsatt god vekst i reallønningene og økende boligpriser i flere av landene har bidratt til det. Spareraten er relativt høy i de fleste landene i området, slik at konsumet kan øke mer enn inntektsutviklingen isolert sett skulle tilsi. Husholdningenes tillit er imidlertid svak. Det kan tilsi at et markert fall i spereraten er lite sannsynlig, og taler for at det bare blir moderat vekst i konsumet fremover.

Etter å ha flatet ut på slutten av fjoråret falt investeringene igjen i første kvartal. Svaketerspørsel, lav produktivitsvekst og høye oljepriser har bidratt til å redusere lønnsomheten i bedriftene, og dermed investeringene. Det er imidlertid tegn til at bedriftene har gjennomført visse kostnadsreduksjoner, og produktivitsveksten har økt moderat. Konsolideringen i foretakene synes likevel å ha kommet kortere enn i USA. Styrkingen av euroen har svekket inntjeningsutsiktene. Det er grunn til å vente fortsatt svak utvikling i investeringene fremover.

### Oljeprisen har falt

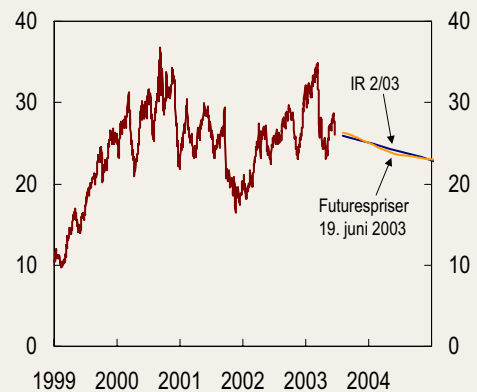
Oljeprisen har falt noe siden forrige inflasjonsrapport, se figur 2.7. Allerede før krigen i Irak brøt ut, ble det klart at produksjonen i Venezuela var på god vei tilbake. Samtidig økte produksjonen også i andre OPEC-land. Siden prisfallet i midten av mars har oljeprisen beveget seg mellom 23 og 29 dollar per fat. Den gjennomsnittlige oljeprisen har hittil i 2. kvartal vært vel 5 dollar lavere enn i 1. kvartal.

**Figur 2.6** Arbeidsledighet. Ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Jan. 97-mai 03.



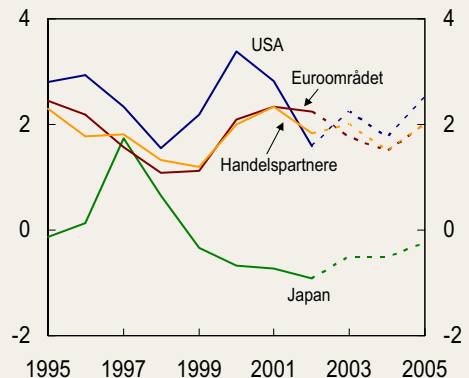
Kilde: EcoWin, EUR-OP EUROSTAT, Federal Labour Office (DE), National Employment Agency (FR), Istat (IT) og Norges Bank

**Figur 2.7** Oljepris Brent Blend. USD per fat. Dagstall.



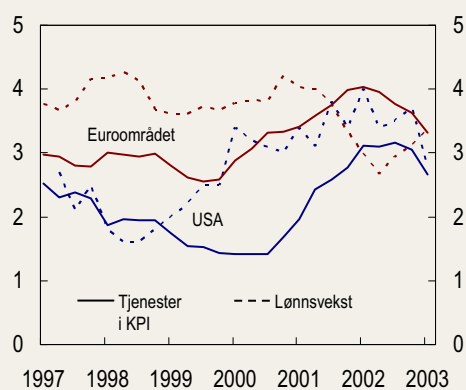
Kilde: Telerate, IPE og Norges Bank

**Figur 2.8** Historisk konsumprisvekst og anslag fra Norges Bank. Årlig prosentvis vekst 1995-2005.



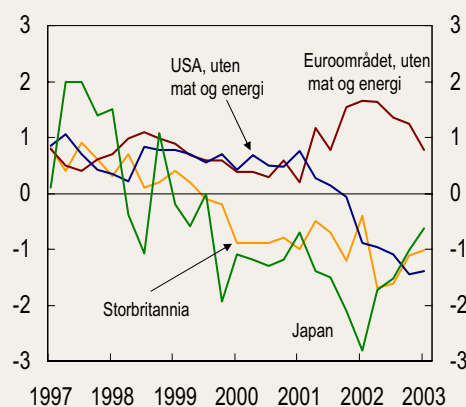
Kilde: EcoWin, Bureau of Labor Statistics (US), Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications (JP), EUP-OP Eurostat og Norges Bank

**Figur 2.9** Lønnsvekst og prisvekst på tjenester i KPI. Prosentvis endring fra samme kvartal året før.



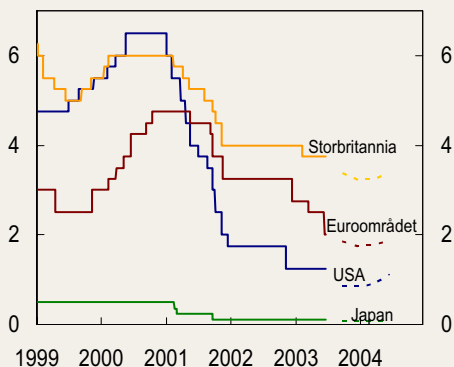
Kilde: Datastream, EcoWin, EUR-OP Eurostat og Bureau of Labor Statistics (US)

**Figur 2.10** Prisvekst på varer i KPI. Prosentvis endring fra samme kvartal året før.



Kilde: Datastream

**Figur 2.11** Historiske og forventede styringsrenter per 19. juni 2003<sup>1)</sup>.



<sup>1)</sup> Se mer detaljert om beregning av renteforventninger i fig. 1.18 og 1.19.

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

Irak vil gjenoppta oljeeksporten utover sommeren, men det vil sannsynligvis ta tid før produksjonen kommer opp på nivået fra før krigen. OPEC har uttrykt at de vil redusere sin produksjon når eksporten fra Irak tar seg opp for å hindre oljeprisen i å falle under 22 dollar. Oljelagrene verden over er fortsatt lave og det er ventet at gjenoppbygging av lagrene vil bidra til å holde etterspørselen oppe utover i 2. halvår, på tross av svak økonomisk vekst i mange land.

I våre anslag legger vi til grunn en beregningsteknisk forutsetning om at oljeprisen når et nivå på 20 dollar på tre års sikt. Dette svarer til gjennomsnittet av oljeprisen de siste 15 årene. Horisonten på tre år er i tråd med en empirisk modell for oljeprisen utviklet i Norges Bank<sup>1</sup>. Forutsetningen om at oljeprisen faller ned under OPECs prisbånd kan ses i sammenheng med at Irak over tid vil kunne produsere vesentlig mer enn tidligere, og at økt produksjon utenfor OPEC vil være lønnsomt med en høy oljepris.

### *Utsikter til lav prisvekst og lave renter framover*

Det ser nå ut til at kapasitetsutnyttelsen i mange land i år bli lavere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Flere ledige ressurser i internasjonal økonomi tilsier en ytterligere avdemping av inflasjonen neste år, se figur 2.8.

Til tross for lav BNP-vekst har lønnsveksten så langt holdt seg oppe i både USA og Europa, selv om den har avtatt noe i det siste. Det bidrar til fortsatt prisvekst på tjenester, se figur 2.9. Vareprisene faller imidlertid i flere land, se figur 2.10. Det har sammenheng med økt konkurranse og at produktivitetsveksten er høy i forhold til lønnsveksten. I tillegg har råvareprisene utviklet seg svakt målt i de fleste lands valuta. Fordi det i stor grad er varer som eksporteres, vil eksportprisene hos våre handelspartnere i stor grad følge samme mønster. Samlet anslås veksten i disse eksportprisene lavere nå enn i forrige inflasjonsrapport, og vi venter svært lav underliggende prisvekst på norske importvarer målt i utenlandsk valuta de to neste årene.

Blant aktørene i markedene er det økt bekymring for at flere land vil kunne gå inn i en deflasjonsperiode. I USA vil stigningen i tjenestepriene og svekkelsen av amerikanske dollar isolert sett bidra til prisvekst. I noen av landene i euroområdet er prisstigningen allerede svært lav, og styrkingen av euroen vil isolert sett bidra til å trekke prisene ned.

Utsiktene til svært lav inflasjon tilsier at styringsrentene vil forbli lave en god stund fremover. Markedsaktørene venter ytterligere rentereduksjoner i flere land, se figur 2.11.

<sup>1</sup> Qaisar Farooq Akram (2002): "An econometric model of the world oil market". Upublisert notat, Norges Bank.

### 3 | De økonomiske utsiktene i Norge

Internasjonal lavkonjunktur og et høyt kostnadsnivå i norske bedrifter har bidratt til lavere aktivitet i norsk økonomi. Store deler av næringslivet er inne i en fase med konsolidering og kostnadsreduksjoner. Høy kostnadsvekst i offentlig sektor har ført til lav vekst i offentlig sysselsetting på tross av store nominelle utgiftsøkninger. I økonomien sett under regner vi med at arbeidsledigheten vil fortsette å øke, selv om det har vært betydelige lettelser i pengepolitikken det siste halve året. Renten var fram til denne rapporten gikk i trykken satt ned med 2 prosentpoeng siden desember i fjor, og det var forventninger om ytterligere reduksjoner. Kronekursen er om lag 6 prosent svakere enn lagt til grunn i referansebanen i den forrige inflasjonsrapporten.

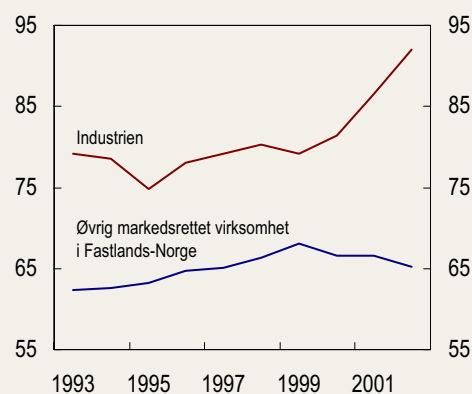
Den svake konkurranseevnen rammer særlig industrien. Mange industribedrifter gjennomfører tiltak for å bedre lønnsomheten. Det gir redusert sysselsetting og lav investeringsaktivitet. I en del tjenesteytende næringer er det de siste årene bygget opp større kapasitet enn det utviklingen i etterspørselen gir grunnlag for. Investeringene faller i disse næringene, særlig i forretningsbygg. Denne utviklingen vil trolig fortsette den nærmeste tiden. Samlet sett venter vi at aktivitetsnivået i industrien vil falle gjennom hele prognoseperioden, mens aktiviteten i tjenesteytende næringer etter hvert vil ta seg opp. I den delen av tjenesteytende næringer som leverer varer og tjenester til husholdningene, vil aktiviteten trolig holdes oppe av fortsatt god vekst i det private konsumet. I varehandelen venter vi at både sysselsettingen og investeringene vil fortsette å øke.

Lavere skatteinngang enn ventet og høyere vekst i utgiftene førte til at det ble brukt mer oljepenger over statsbudsjettet i fjor enn det var lagt opp til i utgangspunktet. Budsjettpolitikken fremover er nå rettet inn mot å bringe underskuddet tilbake mot et nivå som samsvarer med forventet realavkastning fra petroleumsfondet. Det ser ut til at veksten i etterspørselen fra offentlig sektor vil bli moderat i årene fremover, og lavere enn tidligere forutsatt. Dermed ligger det an til at det i første rekke er det private forbruket som vil bidra til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe. Samlet sett venter vi at BNP for Fastlands-Norge vil vokse klart under trendmessig vekst i år. Produksjonsgapet, slik vi måler det, ventes å lukkes.

#### *Bedriftene i Fastlands-Norge*

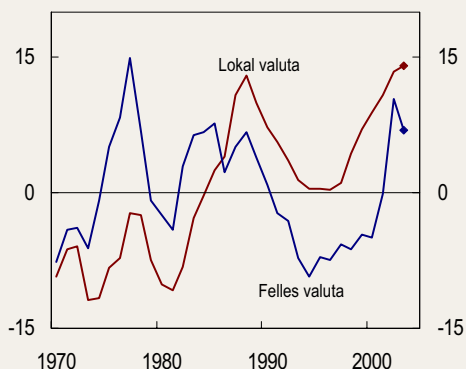
De siste årene har lønnskostnadene utgjort en stadig større del av bedriftenes inntjening. I 2002 utgjorde lønnskostnadene over 90 prosent av faktorinntektene i industrien, se figur 3.1. Den særnorske veksten i lønnskostnadene har vedvart siden 1997, se figur 3.2. Fram til 2000 bidro svakere kronekurs til å motvirke lønnsomhetseffektene av den sterke veksten

**Figur 3.1** Lønnsandeler. Lønnskostnader i prosent av faktorinntekt. 1993-2002.



Kilde: TBU og Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.2** Relative lønnskostnader<sup>1)</sup> mellom Norge og handelspartnere. Avvik fra gjennomsnittet fra 1970. Prosent. 1970-2003<sup>2)</sup>.



<sup>1)</sup> Timelønnskostnader i industrien

<sup>2)</sup> Anslag for 2003. 2003-anslaget for relative lønnskostnader i felles valuta er basert på valutakursen per 19. juni 2003

Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

i lønnskostnadene. Siden styrket kursen seg. Det bidro til at det underliggende kostnadsproblemet kom klarere til syne og forsterket det. Samtidig er norsk industri blitt rammet av svekket etterspørsel fra utlandet på grunn av den internasjonale lavkonjunkturen.

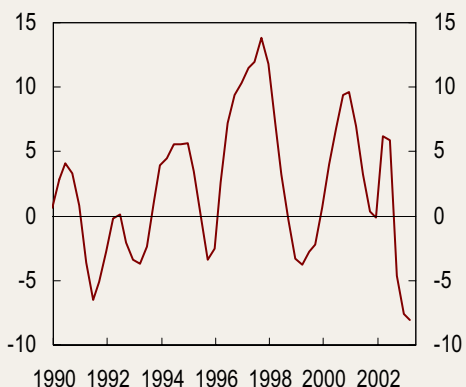
Selv om årets lønnsoppgjør blir relativt moderat, ser det ut til at lønnveksten i Norge vil bli høyere enn det som er anslått for handelspartnere. Det bidrar isolert sett til å forverre konkurranseevnen ytterligere. Svekkelsen av kronekursen de siste månedene virker i motsatt retning. Med en kronekurs på dagens nivå ut året ser det ut til at konkurranseevnen bedrer seg noe i 2003 i forhold til 2002. Den kostnadmessige konkurranseevnen er likevel fortsatt svakere enn gjennomsnittet de siste 30 årene, se figur 3.2.

Det har lenge ligget an til en avskalling av konkurranseutsatt virksomhet på grunn av svekkelsen i konkurranseevnen og lav internasjonal etterspørsel. Produksjonen i industrien har falt sammenhengende siden 1998, og kapasitetsutnyttningen er rekordlav. Sysselsettingen i industrien har falt i flere år. Industrilederne har svært lave forventninger til utviklingen fremover, se figur 3.3. I Konjunkturbarometeret for 1. kvartal 2003 så industrilederne for seg ytterligere fall i sysselsettingen. Fallende beholdning og tilgang av nye ordrer bygger opp under dette bildet. Mange bedrifter planlegger eventuelle nyinvesteringer i utlandet fremfor i Norge på grunn av det høye kostnadsnivået.

Oljeinvesteringene vil dempe noen av de negative effektene av svak konkurranseevne inneværende år. Utbyggingen av Kristin-feltet, Snøhvit-feltet og Ormen Lange vil fortsatt gi etterspørselsimpulser til verfts- og verkstedsindustrien de nærmeste årene. Leting og utvikling av nye felt er på et lavt og fallende nivå, men markedet for drift og vedlikehold vokser. Oljeinvesteringene antas å vokse kraftig i år, for så å flate ut de nærmeste årene. Selv om mye av oljeinvesteringene trolig slår ut i økt import, vil det gi visse etterspørselsimpulser til norsk industri.

Tjenesteytende næringer rammes av fallende etterspørsel fra industrien. I tillegg er det en del tjenesteytende næringer som fortsatt sliter med overkapasitet etter kraftig oppbygging av realkapital mot slutten av 1990-tallet. Investeringene som andel av bruttoproduktet tok seg kraftig opp fram til 1998. Den kraftige investeringsveksten reflekterte forventninger om høy vekst i etterspørselen. Da disse forventningene ikke ble innfridd og lavkonjunkturen internasjonalt satte inn, måtte kapasiteten reduseres. Siden 2001 har investeringene i tjenesteytende næringer falt. Økt konkurranse og betydelige strukturendringer i næringer som telekommunikasjon og luftfart har også bidratt til redusert lønnsomhet og behov for rasjonalisering. Konsolideringen innen finansnæringen er trolig heller ikke over. I den siste rapporten fra Norges Banks regionale nettverk oppgir tjenesteytende bedrifter

**Figur 3.3** Forventningsindikator for industrien. Sesongjustert diffusjonsindeks<sup>1)</sup>. 1. kvartal 1990-1. kvartal 2003.



<sup>1)</sup> Verdier under null innebærer at flertallet av industrilederne venter svakere utsikter neste kvartal

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



fortsatt at kapasiteten utnyttes mindre enn normalt. Mange bedrifter har hatt, og vil fortsatt ha, behov for å korrigere kapasiteten. Høye kapitalkostnader i fjor, lav etterspørsel og sterk kostnadsvekst har ført til svak lønnsomhet og behov for effektivisering. Antall bedrifter som går konkurs øker fortsatt, og en økende andel næringslokaler står tomme, se figur 3.4. Innenfor deler av tjenesteytende sektor, spesielt innenfor IKT, reiseliv og luftfart, har det vært nedbemanning og noe mer ventes å komme.

Investeringsfallet i fastlandsbedriftene gjenspeiles i kredittstatistikken. Veksten i bedriftenes bruttogjeld har avtatt betraktelig de siste månedene. I april var tolv månedersveksten 4,0 prosent mot 7,2 prosent i januar, se figur 3.5.

Vi ser ikke for oss at den negative utviklingen i investeringer og sysselsetting i tjenesteytende næringer vil snu det nærmeste året, til tross for rentenedsettelsene siden desember. Lavere rente bidrar isolert sett til å øke investeringsetterspørselen. I en situasjon der bedriftene ønsker å bygge ned kapasiteten, kan imidlertid de direkte virkningene av pengepolitikken være mindre enn når nedgangen skyldes svikt i andre etterspørselskomponenter.

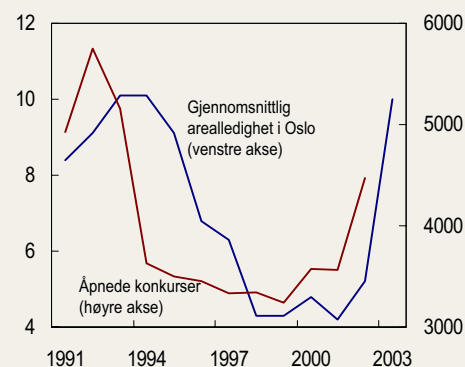
### Husholdningene

Høy vekst i realinntektene over flere år har gitt høy vekst i det private forbruket. Det har bidratt til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe, og det samme vil trolig gjelde fremover. Mens mange næringer sliter med lav etterspørsel og nedbemanning, opplever varehandelen etterspørselsvekst.

I 2002 ga kraftig lønnsvekst i kombinasjon med skatte- og avgiftslettelser svært høy vekst i husholdningenes disponible realinntekter, se figur 3.6. Noe av dette gikk i følge nasjonalregnskapet til økt sparing, men det var likevel sterk vekst i det private forbruket. Veksten i privat konsum ble som vi ventet oppjustert i nasjonalregnskapet for 2002. Tall fra Norges Bank over husholdningenes sparing anvendt til netto finansinvesteringer indikerer imidlertid at sparingen ikke gikk markert opp i fjor. Der er derfor fortsatt en viss usikkerhet knyttet til tallene for konsum og sparing i fjor.

Årets lønnsoppgjør ser ut til å komme ut lavere enn de siste årene. Samtidig er prisveksten målt ved konsumprisindeksen høyere som følge av sterk vekst i strømprisene ved årsskiftet. Økningen i den disponible realinntekten blir derfor betydelig lavere i år enn i fjor. På den annen side er renten satt betydelig ned siden desember, og det er forventninger om ytterligere fall. Lavere rente frigjør inntekter til økt konsum i husholdningene. Normalt bidrar det også til redusert sparing. I år ventet vi at sparingen vil

**Figur 3.4** Antall konkurser og prosentvis arealledighet i kontorleiemarkedet<sup>1)</sup>. 1991-2003<sup>2)</sup>.

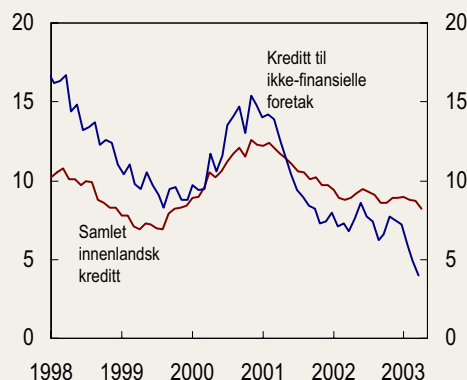


<sup>1)</sup> Arealledighet i kontorleiemarkedet kun i Oslo

<sup>2)</sup> Tallet for arealledighet i 2003 er per februar

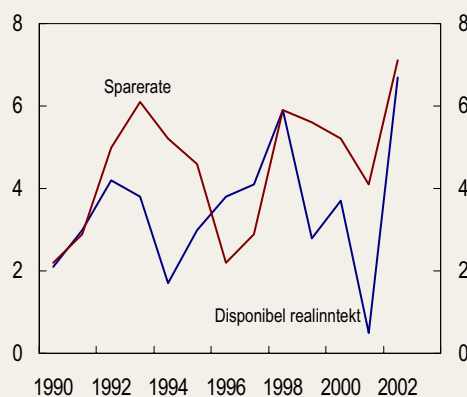
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Eiendomsspar AS

**Figur 3.5** Samlet innenlandsk kreditt (K2) og kreditt til ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst. Jan 98-april 03.



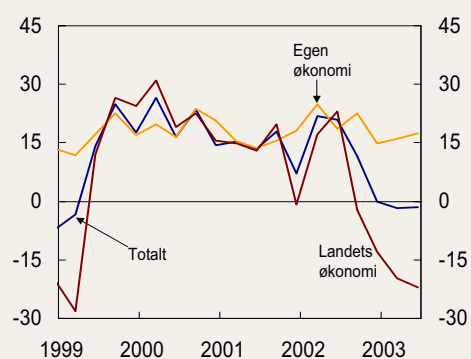
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.6** Husholdningenes sparingerate og vekst i disponibel realinntekt. 1990-2002.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.7** Husholdningenes forventningsindikator<sup>1)</sup>. Ujusterte tall. 1. kvartal 1999 – 2. kvartal 2003.



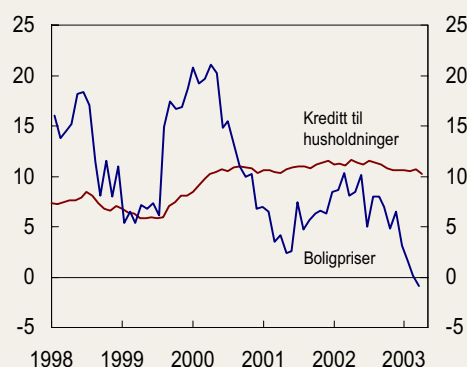
<sup>1)</sup> Gir uttrykk for andelen som har en positiv vurdering av dagens situasjon og fremtidig utvikling fratrukket andelen som har en negativ vurdering

Kilde: TNS Gallup

falle noe, både som følge av lavere rente og lavere vekst i realinntektene. I første kvartal i år viste konsumet likevel en nokså svak utvikling. Høye strømpriser i vintermånedene kan ha bidratt til at husholdningene midlertidig har redusert sitt konsum av andre varer og tjenester. Strømprisene har falt utover våren. I april økte varekonsumet i husholdningene kraftig. Det er imidlertid en viss usikkerhet knyttet til forløpet i varekonsumet som følge av påskens plassering i år i forhold til i fjor. Fall i strømprisene og lavere rente vil trolig bidra til at konsumveksten holder seg oppe fremover.

I følge TNS Gallups forventningsundersøkelse er husholdningene det siste året blitt langt mer pessimistiske til den økonomiske utviklingen i landet, se figur 3.7. Samtidig er et flertall av husholdningene i undersøkelsen positive i synet på sin egen økonomi, og denne andelen har økt de siste kvartalene. Normalt gir forventningsundersøkelsen en god indikasjon på utviklingen i privat konsum de nærmeste månedene. Avviket mellom synet på egen økonomi og landets økonomi har imidlertid vært unormalt stort den senere tiden. Det er dermed usikkert hva undersøkelsen indikerer for det private forbruket fremover.

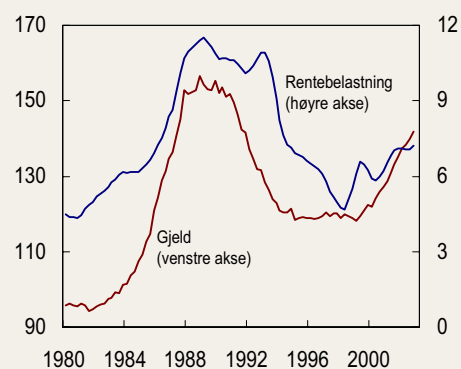
**Figur 3.8** Boligpriser og kreditt til husholdninger. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 98-april 03.



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

Husholdningenes låneopptak holder seg oppe til tross for svakere økonomisk utvikling og en klar utflating i boligprisene. Tolv månedersveksten i husholdningenes innenlandske bruttogjeld var 10,2 prosent ved utgangen av april, se figur 3.8. De siste årene har husholdningenes gjeld økt mer enn den disponible inntekten, se figur 3.9. Det ser ut til at en vesentlig del av husholdningenes låneopptak kan knyttes til omsetningen av brukte boliger. Boligprisene har økt kraftig siden begynnelsen av 1990-årene. Husholdningenes samlede bruttogjeld øker som følge av at en stadig større del av boligmassen omsettes til et høyere prisnivå. Den prisøkningen vi har bak oss, bidrar fortsatt til å holde kredittveksten oppe. Så lenge omsetningen av boliger holder seg oppe, vil en utflating i boligprisene bare gi en langsom reduksjon i kredittveksten. Hvis omsetningen av boliger derimot skulle falle, vil kredittveksten trolig avta raskere. Disse sammenhengene er drøftet nærmere i en egen utdyping på side 47 i denne rapporten.

**Figur 3.9** Husholdningenes rentebelastning<sup>1)</sup> og gjeld i prosent av disponibel inntekt. 1980-2002.



<sup>1)</sup> Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt plus renteutgifter

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at det private forbruket vil være en viktig drivkraft i økonomien fremover. Hvor sterk veksten i konsumet blir, avhenger blant annet av utviklingen i renten. Erfaringsmessig er det private forbruket en av komponentene i samlet etterspørsel der endringer i renten har størst virkning. Uten ytterligere lettelse i pengepolitikken fremover er det grunn til å vente at sysselsettingen fortsetter å falle inn i neste år og at lønnsveksten blir moderat. Det bidrar til redusert inntektsvekst i husholdningene og lavere konsumvekst. På den annen side vil lav prisstigning bidra til å holde veksten i realinntektene oppe. Samtidig virker rentereduksjonene siden desember i fjor positivt på forbruksveksten. I sum er

det utsikter til at konsumveksten vil holde seg forholdsvis høy i årene fremover. Med nye lettelsener i pengepolitikken vil det private konsumet bli stimulert ytterligere. Utsiktene for årene fremover er drøftet nærmere i avsnitt 4.2 og 4.3.

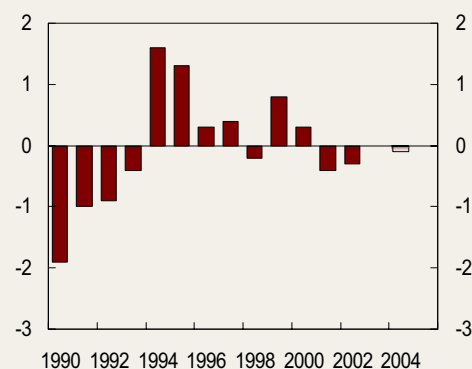
### Offentlig sektor

Lønnsutviklingen de siste årene har påvirket veksten i den offentlige tjenesteproduksjonen. Selv om bevilgningene over statsbudsjettet har økt kraftig, har offentlige virksomheter hatt begrenset mulighet til å øke sysselsettingen fordi lønnsutgiftene har steget så markert. Verdiveksten i offentlige utgifter var nær 7 prosent både i 2001 og 2002. Mye av dette har gått med til økte lønnsutgifter og til overføringer til husholdningene. I fjor var veksten i offentlig sysselsetting den laveste på mer enn 30 år.

Retningslinjene for budsjettpolitikken innebærer at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Da retningslinjene ble innført våren 2001, pekte anslagene mot at handlingsregelen ville gi rom for å øke det strukturelle budsjettunderskuddet med nærmere ½ prosent av BNP for Fastlands-Norge årlig over perioden 2001 til 2005. Anslagene indikerte dermed at finanspolitikken, gjennom offentlige utgifter og skatteletter, ville gi en positiv stimulans til etterspørselen i norsk økonomi hvert år i mange år fremover.

I 2001 og 2002 var bruken av oljepenger høyere enn den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Utgiftene ble høyere enn opprinnelig lagt til grunn, og underliggende skatteinngang lavere. Til tross for at Regjeringen i sitt reviderte budsjettforslag for 2003 legger opp til en nøytral finanspolitikk innværende år, innebærer budsjettforslaget et strukturelt underskudd som ligger høyere enn det en mekanisk anvendelse av handlingsregelen skulle tilsi. Samtidig er anslaget på den forventede realavkastningen av Statens petroleumsfond nedjustert blant annet som følge av utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene. Med en videreføring av det strukturelle budsjettunderskuddet på 2003-nivå vil det ta tre år før bruken av oljeinntekter igjen bringes i samsvar med den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Et slikt opplegg krever en nøytral finanspolitikk også i 2004 og 2005, se figur 3.11. Veksten i offentlig forbruk og sysselsetting – som tidligere har vært en drivkraft for økningen i sysselsettingen samlet sett – ser ut til å bli vesentlig mindre enn hva vi tidligere har lagt til grunn, se figur 3.12.

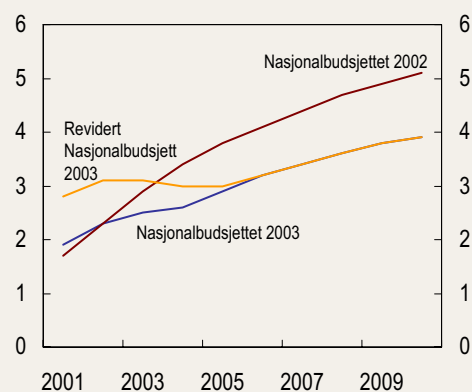
Figur 3.10 Endring i strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse<sup>1)</sup>. 1990-2005.



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

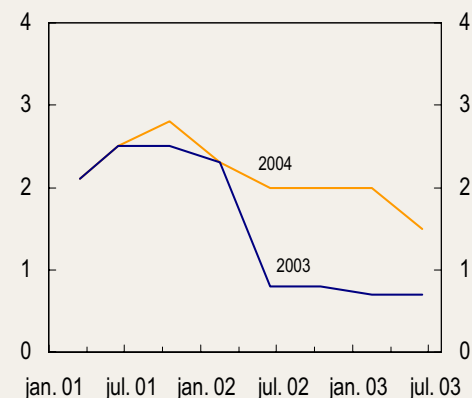
Kilde: Revidert Nasjonalbudsjett 2003

Figur 3.11 Strukturelt, oljekorrigert underskudd. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge.



Kilde: Finansdepartementet

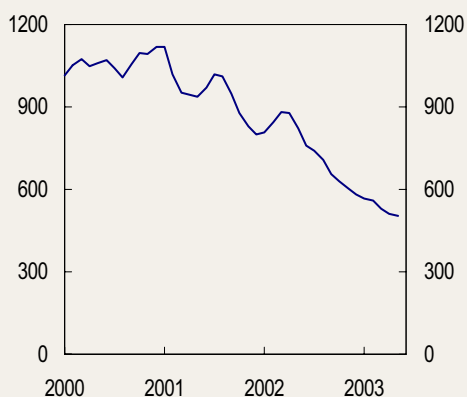
Figur 3.12 Anslag på offentlig konsum 2003-2004 gitt på ulike tidspunkt. Årlig prosentvis vekst.



Kilde: Norges Bank



**Figur 3.13** Tilgang på stillinger utlyst i media, per virkedag. Sesongjustert. Jan 00-mai 03.



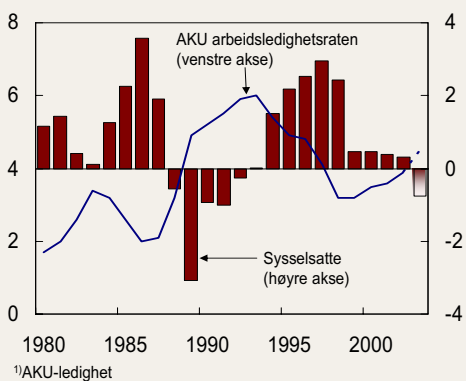
Kilde: Aetat Arbeidsdirektoratet

## Arbeidsmarkedet

Sysselsettingen har falt siden inngangen til 2002, og det er utsikter til ytterligere fall fremover. Etterspørselen etter arbeidskraft er svak. Tilgangen på stillinger annonsert i media har falt sammenhengende siden 2001, se figur 3.13. Svakere arbeidsmarked med færre utlyste stillinger gjør det vanskelig for arbeidssøkere å komme i arbeid. Lavere etterspørsel etter arbeidskraft gjør at arbeidsledigheten vil øke markert fra 2002 til 2003.

Utviklingen i ledigheten fremover avhenger også av tilveksten til arbeidsstyrken. I løpet av 1990-tallet kom andelen av befolkningen i yrkesaktiv alder som enten er sysselsatt eller ønsker jobb, opp på et historisk høyt nivå. De siste årene har yrkesfrekvensen vært stabilt høy. Den høye yrkesdeltakelsen setter i seg selv klare begrensninger for veksten i arbeidsstyrken fremover. Høy avgang til ulike pensjons- og trygdeordninger vil dempe veksten i den effektive arbeidsstyrken.

**Figur 3.14** Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet<sup>1)</sup> i prosent av arbeidsstyrken. 1980-2003.



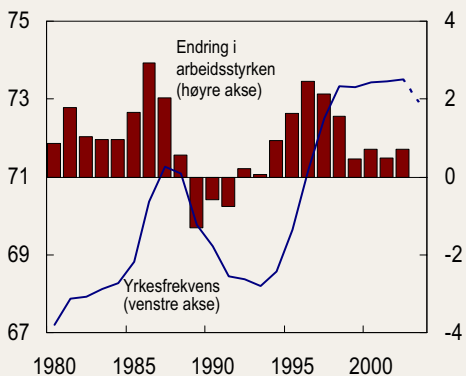
<sup>1)</sup>AKU-ledighet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I perioder med stigende ledighet er det erfaringsmessig noen som velger å trekke seg ut av arbeidsstyrken, for eksempel for å ta utdanning. Dette viser seg blant annet i AKU-tallene hvor yrkesfrekvensen for personer mellom 16 og 19 år har falt med 4 prosentpoeng det siste året. Disse forholdene kan bidra til at veksten i arbeidsstyrken blir mindre enn det demografien alene skulle tilsi. Det vil i så fall kunne dempe veksten i ledigheten fremover.

Selv om tilveksten til arbeidsstyrken er forholdsvis lav, venter vi at arbeidsledigheten vil øke fremover. Hittil i år har ledigheten steget markert, og andelen som er langtidsledige har økt. Siden årsskiftet har økningen i ledigheten tiltatt blant annet for industriarbeidere og bygge- og anleggsarbeidere. Det må ses i sammenheng med svekket konkurransevne etter mange år med sterk vekst i lønnskostnadene og styrkingen av kronkursen gjennom fjoråret. I industrien har vi ikke sett virkningene av den svake lønnsomheten fullt ut, og vi venter derfor at ledigheten i industrien vil fortsette å øke. I en del tjenesteytende næringer ser det ut til at oppgangen i ledigheten vil vare ved lenger enn vi tidligere har trodd. Dette har til en viss grad sammenheng med den svake internasjonale utviklingen i konsulent- og revisjonsselskaper, IKT og reiseliv.

**Figur 3.15** Endring i arbeidsstyrken fra året før i prosent. Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i alderen 16-74 år (yrkesfrekvensen). 1980-2003.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 4 | Inflasjonsanslag

Den underliggende prisveksten er lav, og vil med stor sannsynlighet bli liggende under inflasjonsmålet det kommende året. Den lave prisveksten skyldes i første rekke svak internasjonal utvikling og at pengepolitikken var stram i fjor og inn i inneværende år, se egen utdyping på side 15. Høy rentedifferanse mot utlandet bidro til at kronkursen styrket seg, særlig gjennom fjoråret. I tillegg har svake prisimpulser fra utlandet bidratt til lav prisvekst i Norge.

Impulsene som vil påvirke prisutviklingen den nærmeste tiden er i stor grad bestemt av pengepolitikken de to foregående årene og den økonomiske utviklingen vi har bak oss. Disse impulsene drøftes i avsnitt 4.1.

Våre anslag for prisveksten 1-3 år fram avhenger blant annet av den videre innretningen av pengepolitikken. Siden det tar noe tid før pengepolitikken virker på prisstigningen, vil ulike forløp for rente- og valutakursutviklingen påvirke inflasjonsanslagene først på litt sikt. I denne rapporten ser vi på to ulike baner for prisutviklingen fremover basert på ulike forutsetninger om utviklingen i foliorenten og kronkursen, se figur 4.1 og 4.2. I det ene alternativet er anslagene basert på en forutsetning om en foliorente på 4 prosent og konstant kronkurs. I det andre alternativet er anslagene basert på markedets forventninger til renteutviklingen og en svekkelse av kronkursen i tråd med utviklingen i rentedifferansen mot utlandet. Valg av forutsetninger og prisutsiktene er drøftet nærmere i avsnitt 4.2 og 4.3.

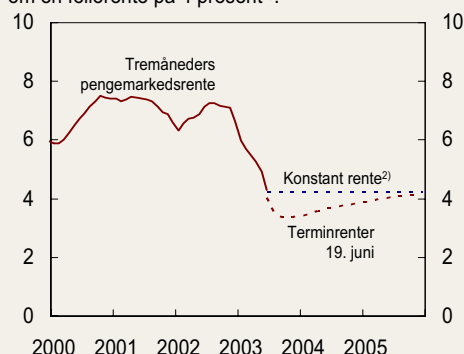
### 4.1 Prisimpulser

*Den stramme pengepolitikken gjennom fjoråret trekker prisene ned på importerte varer*

Selv om en vesentlig del av kronestyrkingen fra 2000 til 2002 er blitt reversert gjennom første halvdel av 2003, vil kronkursutviklingen dempe tolv månedersveksten i konsumprisene en god stund fremover. Se omtale i egen utdyping om den lave veksten i konsumprisene på side 15.

Endringer i kronkursen virker på konsumprisveksten i Norge med et visst tidsetterslep. Basert på historiske virkninger tar det flere år før prisvirkningene av en endring i valutakursen er fullstendig uttømt. I mange næringer er det kostnader forbundet med å endre prisene ofte. Bedrifter og importører vil derfor kunne avvente en prisjustering inntil de er mer sikre på at valutakursendringen er av en varig karakter. I produktmarkeder uten intens konkurranse kan importører eller utenlandske eksportører utnytte en styrking av kronkursen til å øke sine fortjenestemarginer midlertidig.

**Figur 4.1** Alternative forutsetninger for pengemarkedsrenten. Terminrenter<sup>1)</sup> og forutsetning om en foliorente på 4 prosent<sup>2)</sup>.



2000 2001 2002 2003 2004 2005

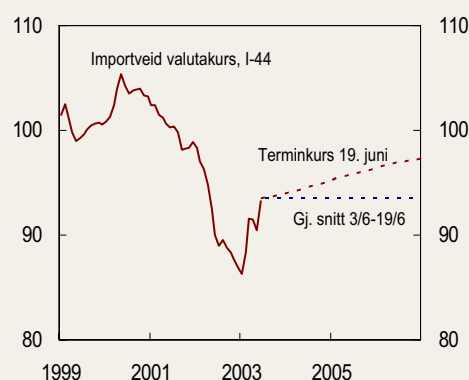
<sup>1)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente til og med mai 2003.

<sup>2)</sup> Tremåneders terminrenter er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 19. juni

<sup>2)</sup> Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

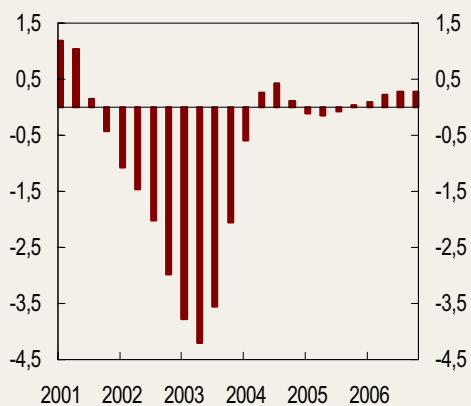
Kilde: Norges Bank

**Figur 4.2** Alternative forutsetninger for kronkursen (I-44). Terminkurs og stabil kurs lik gjennomsnittet 3/6-19/6 (I-44= 93,5). Indeks.



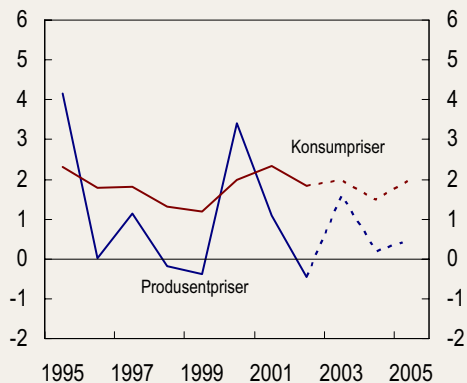
Kilde: Norges Bank

**Figur 4.3** Beregnede virkninger på prisveksten på importerte konsumvarer av historisk valutakursutvikling. Prosentpoeng bidrag til firekvartalersveksten. 1. kvartal 01 - 4. kvartal 06.



Kilde: Norges Bank

**Figur 4.4** Konsumpriser og produsentpriser hos handelspartnere. 1995-2005. Årsvekst i prosent.



Kilde: EcoWin og Norges Bank

Mange bedrifter og importører vil dessuten ha sikret seg mot bevegelser i valutakursen, enten gjennom finansielle instrumenter eller gjennom prisavtaler. Disse forholdene har imidlertid begrenset varighet. Over tid må vi regne med at valutakursendringer vil slå gjennom i konsumprisene.

Prisene på de importerte konsumvarene har falt siden begynnelsen av 2002. Det negative prisbidraget fra kronestykingen de siste årene anslås å være på sitt sterkeste nå, se figur 4.3. Tar vi hensyn til virkningene fra den svekkelsen av kronen vi har sett hittil i år, vil det samlede bidraget fra valutakursen til konsumprisveksten være om lag nøytralt om ett års tid.

### Lav internasjonal prisvekst

Internasjonale produsentpriser målt i utenlandsk valuta holdt seg omtrent uendret i 2002, men steg i første del av 2003 som følge av den høye oljeprisen, se figur 4.4. Produsentprisene er de prisene som norske importører står overfor når de handler varer i utenlandsk valuta. Moderate internasjonale vekstutsikter vil bidra til å dempe veksten i produsentprisene fremover. Oljeprisen har falt de siste månedene og ventes å falle ytterligere. Det vil også virke dempende på den internasjonale prisveksten.

Produsentprisene internasjonalt, målt ved et handelsveid gjennomsnitt av produsentprisene blant våre viktigste handelspartnere, ventes å stige med ¼ prosent i 2004 og ½ prosent i 2005. Veksten i produsentprisene er normalt lavere enn den internasjonale konsumprisveksten. Det skyldes at produktivetsveksten i konkurranseutsatte vareproduserende næringer som regel er høyere enn i andre sektorer. Som en følge av lavkonjunkturen internasjonalt er våre anslag noe lavere enn det vi må forvente under en mer normal konjunktursituasjon.

Prisimpulsene utenfra kan bli lavere enn det veksten i disse produsentprisene tilsier. De siste årene er prisveksten på de varene vi importerer blitt redusert gjennom vridning av handel fra vestlige land med høye prisnivåer til lavkostland. Denne utviklingen er blitt forsterket av at rammebetingelsene for import fra for eksempel Kina er blitt vesentlig bedret. Økt import fra lavkostland bidro i fjor til lavere priser på klær, sko og audiovisuelt utstyr, men betydningen synes nå mindre enn i de første årene etter Asia-krisen. Rapporter fra det regionale nettverket kan tyde på at potensialet for ytterligere importvridning er redusert, i hvert fall for klær. Vi har ikke klare holdepunkter for å vente et vesentlig fall i importprisene som følge av endret handelsmønster eller tollreduksjoner fremover.

## Avtakende lønnsvekst vil dempe den innenlandske prisveksten

Den innenlandske prisveksten er blitt holdt oppe av den høye lønnsveksten de siste årene. Siden 1998 har årslønnsveksten vært mellom 5 og 6 prosent, se figur 4.5. I fjor ble årslønnsveksten 5¼ prosent. Det ble gitt høye sentrale tillegg i lønnsoppgjøret i fjor vår. De lokale oppgjørene utover høsten bidro ikke til å dempe inntrykket av et stramt arbeidsmarked.

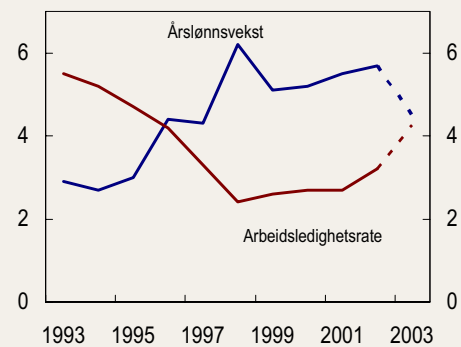
Lønnsoppgjøret i 2003 ser ut til å komme ut lavere enn vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. Under fjorårets lønnsoppgjør ble det avtalt betydelige tillegg med virkning fra i år. Overhenget inn i 2003 var derfor unormalt høyt. Flere av de forbundsvisse forhandlingene har resultert i nulloppgjør. De tilleggene som ble gitt var gjennomgående lave. Forhandlingsresultatene må trolig ses i lys av den stramme pengepolitikken og av økningen i arbeidsledigheten den senere tiden. Som en følge av den svake utviklingen i arbeidsmarkedet og av lønnsomhetssituasjonen i mange deler av næringslivet, venter vi at lønnsglidningen i år blir lav. Vi har da lagt til grunn at de siste års tendens til vesentlig høyere lønnsvekst blant funksjonærer enn blant arbeidere ikke videreføres. For økonomien som helhet legger vi til grunn en årslønnsvekst på 4½ prosent i år, en nedgang på et drøyt prosentpoeng fra i fjor.

## Nedgangskonjunktur og økt konkurranse holder prisveksten nede

Svak økonomisk utvikling og økt konkurranse gjør det vanskeligere for mange bedrifter å velte økte kostnader over i prisene. Med sviktende etterspørsel fra næringslivet og dårlig avsetning i eksportmarkedene vil foretakene være opptatt av å unngå ytterligere reduksjoner i etterspørselen. Mange bedrifter søker forbedringer i lønnsomheten gjennom kostnadsutt heller enn prisøkninger. Slike tilpasninger forsterkes når konkurransetrykket øker. Det har trolig skjedd innenfor mange næringer som tidligere var skjermet mot konkurranse fra utlandet, eller som var preget av få aktører med stor markedsrett. Luftfarten og telekomsektoren er eksempler på næringer der konkurransen har økt gjennom avreguleringer og nyetableringer de siste årene. Prisveksten på flyreiser avtok vesentlig da flyselskapet Norwegian åpnet virksomheten, se figur 4.6.

Store prisforskjeller mellom land kan også stimulere til økt konkurranse. Gjennom oppgangskonjunktoren i Norge var den innenlandske prisveksten høyere enn hos mange av våre handelspartnere. Det har utviklet seg et relativt stort prisgap mellom Norge og utlandet på en rekke varer og tjenester som tidligere ble sett på som skjermede. Matvarer og reiselivstjenester er eksempler, se figur 4.7. Grensehandelen har ekspandert kraftig de siste årene og omfatter trolig

Figur 4.5 Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate<sup>2)</sup>. 1993-2003. Prosent.

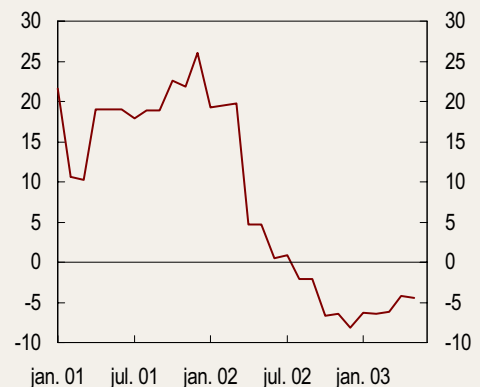


<sup>1)</sup> Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader ved utvidet ferie

<sup>2)</sup> Registrerte ledige personer i prosent av arbeidsstyrken

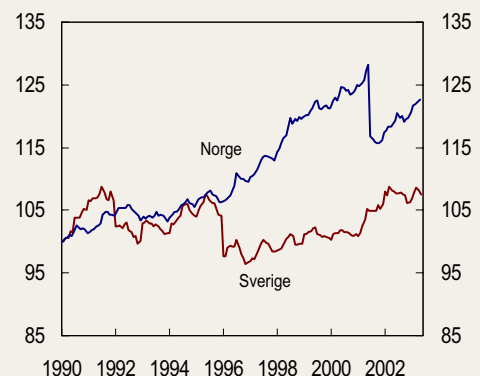
Kilde: TBU, Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

Figur 4.6 Priser på flyreiser. Avgiftskorrigert. Tolvmånedersvekst. Jan 01-mai 03. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.7 Konsumpriser på matvarer og alkoholfrie drikkevarer i Norge og Sverige. Ikke avgiftskorrigert. Indeks. Jan. 1990=100.



Kilde: Ecwin, Statistiska centralbyrån og Statistisk sentralbyrå

flere varer og tjenester enn før. Eksempler er kjøp av møbler, biler, ferieturer og andre typer av tjenester fra blant annet Sverige. Stadig forbedring av rammebetingelsene for handel over landegrensene bidrar også til å dempe prisveksten på konkurranseutsatte varer og tjenester. En annen effekt av prisgapet er at flere utenlandske aktører med lavere driftskostnader har sett lønnsomhetspotensial i Norge. For eksempel har internasjonale lavprisselskaper innenfor luftfart og dagligvarehandel etablert seg i Norge. Over tid vil fri konkurranse bidra til at prisene nærmer seg hverandre.

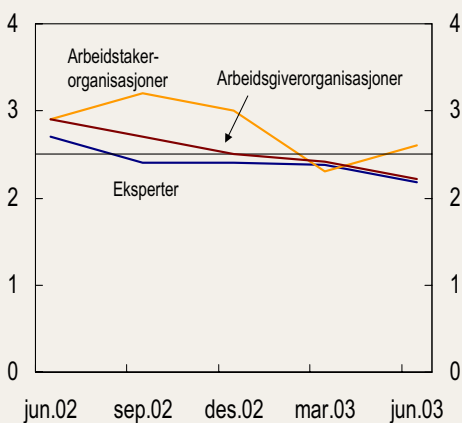
### *Inflasjonsforventningene på lang sikt avviker ikke vesentlig fra inflasjonsmålet*

I sum bidrar lave prisimpulser utenfra, fortsatte virkninger av kronestyrkingen i fjor, nedgangen i lønnsvekst fra i fjor til i år, utviklingen i produksjonen og økt konkurranse til at prisveksten vil holde seg lav den nærmeste tiden. Når prisstigningen avviker fra inflasjonsmålet, er det en risiko for at tilliten til det nominelle ankeret blir svekket. Basert på den informasjon vi kan samle fra forventningsundersøkelser og langsiktige renter er det tegn til at det forventes lavere inflasjon det nærmeste året. Lenger fram i tid er det imidlertid ikke klare tegn til at inflasjonsforventningene avviker vesentlig fra inflasjonsmålet på 2½ prosent, selv om den underliggende inflasjonen nå er lav.

Hvert kvartal gjennomfører TNS Gallup en spørreundersøkelse som blant annet kartlegger forventet inflasjon fremover. Det blir spurt om hva man tror inflasjonen er om ett år, to år og på lang sikt (fem år). Respondentene deles inn i ulike grupper: eksperter, arbeidslivsorganisasjoner og husholdninger. I den siste undersøkelsen, som ble gjennomført i 2. kvartal i år, var forventet inflasjon om to år gjennomgående noe lavere enn inflasjonsmålet på 2½ prosent, se figur 4.8. Ekspertene og arbeidsgiverorganisasjonene har gjennom det siste året nedjustert sine forventninger om inflasjonen om to år. Disse gruppene forventninger om inflasjonen fem år fram i tid har imidlertid ligget nokså stabilt rundt inflasjonsmålet, se figur 4.9. Inflasjonsforventningene til arbeidstakerorganisasjonene ser ut til å svinge nokså mye fra en undersøkelse til den neste. Husholdningene rapporterer gjennomgående en relativt høy forventet inflasjon både ett og to år fram i tid. Forventet inflasjon ligger mellom 3 og 4 prosent.

Informasjon om inflasjonsforventningene kommer også fra det amerikanske selskapet Consensus Economics Inc. De foretar hver måned en rundspørning blant analytikere om forventet inflasjon på ulike tidspunkter. To ganger i året, i april og oktober, blir det spurt om inflasjonsforventningene langt fram i tid. I april var gjennomsnittlig anslag for

**Figur 4.8** Forventet konsumprisvekst om 2 år.



Kilde: TNS Gallup

**Figur 4.9** Forventet konsumprisvekst om 5 år.



Kilde: TNS Gallup



inflasjonen opp mot ti år fram i tid 2,4 prosent, se figur 4.10. Det var en nedgang på 0,1 prosentpoeng fra de langsiktige anslagene i oktober. I undersøkelsen i juni var det gjennomsnittlige anslaget for inflasjonen i 2004 på 1,4 prosent, ned fra 1,5 prosent i mai. Det lave anslaget må ses i sammenheng med at KPI-veksten i år og neste år påvirkes av det spesielle forløpet for strømprisene.

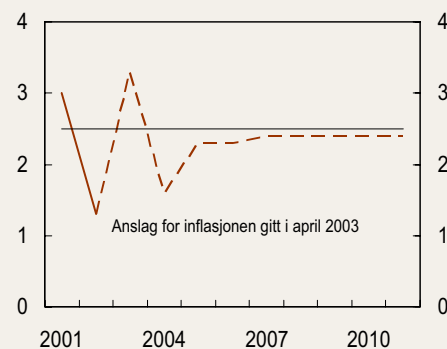
Utviklingen i langsiktige renter kan også gi informasjon om aktørenes inflasjonsforventninger. Ut fra observerte renter med ulik løpetid kan en beregne implisitte terminrenter, som kan uttrykke markedets forventninger om den fremtidige utviklingen i kortsiktige renter. Dette kan brukes til å utlede et mål for inflasjonsforventningene i Norge i forhold til andre land. Differansen mellom terminrentene i Norge og andre land på lang sikt bør gjenspeile den forventede forskjellen i inflasjonen mellom Norge og utlandet. Terminrentedifferansen mot våre viktigste handelspartnere opp mot ti år fram i tid er rundt ½ prosentpoeng, se figur 1.15. Denne forskjellen samsvarer med forskjellen mellom inflasjonsmålene i Norge og hos handelspartnerne. Dersom vi i tillegg tar høyde for en risikopremie for plasseringer i Norge, har imidlertid terminrentedifferansen vært litt lavere enn det som følger av målene for pengepolitikken. Beregningen av terminrenter er imidlertid usikker og kan i perioder være påvirket av spesielle tilbuds- og etterspørselsforhold i obligasjonsmarkedet.

## 4.2 Inflasjonsutsiktene med en foliorente på 4 prosent og uendret kronkurs

Gjennom det siste halve året er det foretatt betydelige lettelse i pengepolitikken. Norges Banks foliorente ble redusert med til sammen 2 prosentpoeng fra desember til april i år. Foliorenten var da kommet ned til 5 prosent. Norges Bank har signalisert ytterligere nedgang. Kronkursen har svekket seg i takt med lavere rentedifferanse mot utlandet. Den importveide kronkursen har svekket seg med nærmere 9 prosent siden den var på det sterkeste i januar i år. Etter hvert vil lettelsene i pengepolitikken bidra til å løfte prisveksten. På kort sikt kommer effekten særlig gjennom svekkelsen av kronen. På noe lenger sikt vil rentereduksjonene også bidra gjennom de positive virkningene dette har på etterspørselen i Norge. Samtidig venter vi at veksten internasjonalt etter hvert normaliseres og at prisimpulsene utenfra tar seg noe opp. De vil likevel trolig holde seg lave.

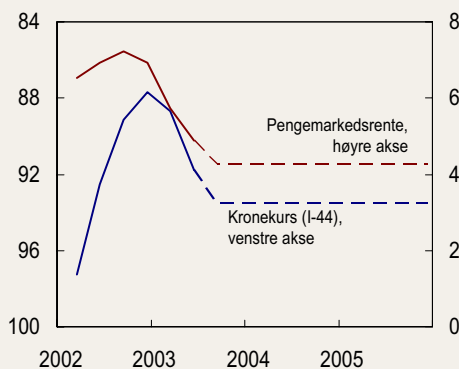
I en tale 3. juni i år varslet sentralbanksjefen at perioden med lettelse i pengepolitikken vil vare ved og at hovedstyret i Norges Bank også nøye vil vurdere å ta større skritt i rentesettingen. Kronkursen svekket seg nokså markert etter talen 3. juni. Det må ses i lys av at markedsaktørene forventer en større rentenedgang enn de

**Figur 4.10** Vekst i konsumprisene. Historisk utvikling og markedsaktørenes anslag på fremtidig vekst ifølge undersøkelse fra Consensus Forecasts. Prosent.



Kilde: Consensus Forecasts og Statistisk sentralbyrå

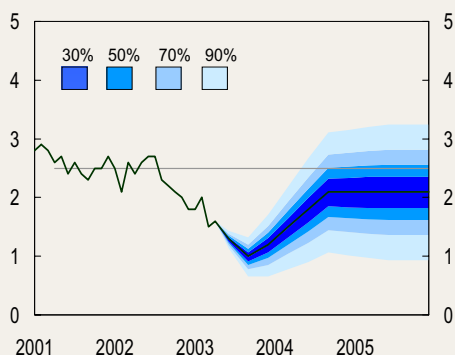
**Figur 4.11** Pengepolitiske forutsetninger. Foliorente på 4 prosent og importvektet kronkurs lik gjennomsnittet 3/6-19/6<sup>1)</sup> (I-44=93,5).



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

Kilde: Norges Bank

**Figur 4.12** Anslag og usikkerhet for KPI-JAE med en foliorente på 4 prosent og importvirket kronekurs lik gjennomsnittet 3/6-19/6 (I-44=93,5). Tolv månedersvekst. Prosent.



<sup>1)</sup> Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE)

Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i konsumprisveksten

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

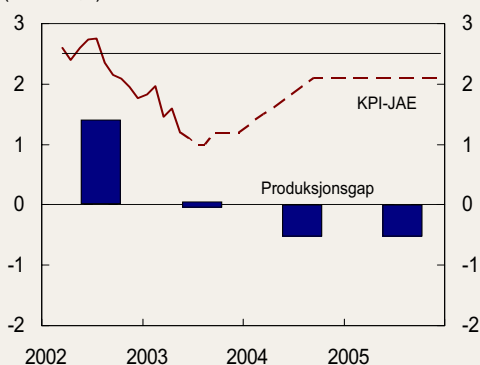
**Tabell 4.1** Anslag med en foliorente på 4 prosent og kronekurs lik gjennomsnittet fra 3. - 19. juni. Prosentvis endring fra året før.

	2003	2004	2005
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1¼	1¾	2
KPI <sup>1)</sup>	2¼	1¼	2
Årslønn	4½	4	4½
Registrert ledighet (rate)	4¼	4½	4½
Sysselsetting	-¾	0	½
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1	2½	3¼
BNP Fastlands-Norge	1	2	2½
Produksjonsgap	0	-½	-½

<sup>1)</sup> Ikke korrigert for innføring av maksimalpris på barnehageplasser

Kilde: Norges Bank

**Figur 4.13** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet<sup>1)</sup> med en foliorente på 4 prosent og importvirket kronekurs lik gjennomsnittet 3/6-19/6 (I-44=93,5). Prosent.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

gjorde før talen ble holdt. Vi har derfor sett på en mulig bane for prisutviklingen fremover basert på en foliorente på 4 prosent og en konstant kronekurs lik gjennomsnittet fra 3.-19. juni.

Med disse forutsetningene er det utsikter til at prisveksten vil ta seg gradvis opp, men holde seg lavere enn inflasjonsmålet i hele prognoseperioden. Svekkelsen av kronen i år vil føre til at priseffektene av den tidligere kursstyrkingen etter hvert reverseres. Det bidrar til å trekke prisveksten opp fra dagens nivå. De samlede virkningene av den historiske kronekursutviklingen anslås om lag nøytrale fra og med sommeren neste år. Veksten i norsk økonomi anslås etter hvert å ta seg opp, men det er fortsatt utsikter til at arbeidsledigheten blir liggende høyere enn dagens nivå. Sammen med lavere inflasjonsforventninger vil det virke dempende på lønnsveksten sammenliknet med de siste årene. Vi anslår at lønnsveksten vil avta ytterligere neste år, til 4 prosent, og ta seg opp til 4½ prosent i 2005. Med sterkere vekst i innenlandsk etterspørsel anslås BNP for Fastlands-Norge å vokse med 2 prosent neste år, se tabell 4.1. Det er noe lavere enn trendveksten i norsk økonomi på rundt 2½ prosent. I 2005 kan veksten komme opp til trendveksten. Produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, holder seg dermed negativt ut 2005.

Med en lønnsvekst på 4 - 4½ prosent, nøytrale bidrag til prisveksten fra kronekursutviklingen, moderate prisimpulser utenfra og fortsatt ledig kapasitet i økonomien vil prisveksten ikke komme opp til inflasjonsmålet på 2½ prosent. Med en foliorente på 4 prosent og konstant kronekurs lik gjennomsnittet de siste tre ukene anslås prisveksten, målt ved KPI-JAE, til vel 2 prosent på to års sikt, se figur 4.12.

Lettelsene i pengepolitikken siden desember bidrar til økt aktivitet i norsk økonomi, særlig gjennom å stimulere det private forbruket. Virkningen kommer dels gjennom lavere renteutgifter og dels gjennom høyere boligpriser, større realformue og lavere sparing. I tillegg vil lavere rente kunne bidra til økt optimisme i husholdningene. Med en foliorente på 4 prosent kan veksten i det private konsumet komme opp i 3½ prosent både i 2004 og 2005. Samtidig vil svekkelsen av kronekursen og de kostnadsreduksjonene som nå gjennomføres etter hvert bedre lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor. Etterspørselen rettet mot underleverandører vil ta seg opp. Sammen med lavere rente og økt konsumetterspørsel vil det kunne stimulere til nyinvesteringer i næringslivet. Etterspørselen etter arbeidskraft kan etter hvert ta seg opp. Vi anslår vekst i sysselsettingen fra siste halvdel av 2004. I 2005 ventes sysselsettingen å vokse om lag på linje med den demografiske tilveksten til arbeidsstyrken. Økningen i ledigheten vil etter hvert stoppe opp. Den registrerte arbeidsledigheten kan komme til å stabilisere seg omkring 4½ prosent neste år.

### 4.3 Inflasjonsutsiktene med markedets renteforventninger og svakere kronekurs

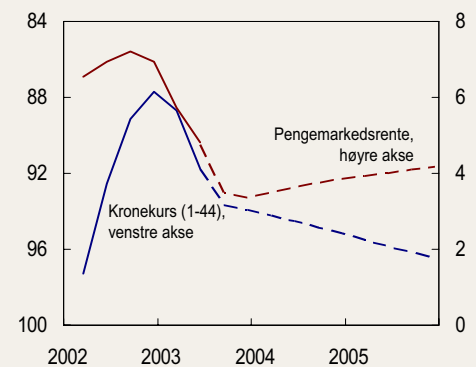
Det er forventninger om lettelse i pengepolitikken utover det som ligger til grunn for anslagene i avsnitt 4.2. Terminrentene tyder på forventninger om en reduksjon i foliorenten ned mot 3 prosent i slutten av inneværende år og en viss økning deretter. I terminmarkedet for kroner samsvarer en slik renteutvikling med en gradvis svekkelse av kronekursen på om lag 3 prosent fra dagens nivå fram mot slutten av 2005, se figur 4.14.

Våre anslag tyder på at lettelse i pengepolitikken i denne størrelsesorden vil bringe prisstigningen på to års sikt opp til inflasjonsmålet på 2½ prosent, se figur 4.15. Flere forhold kan bidra til at prisveksten blir høyere enn i alternativet med konstant foliorente på 4 prosent og uendret kronekurs. En ytterligere svekkelse av kronekursen vil bidra til at det samlede prisbidraget fra kronekursutviklingen etter hvert blir positivt. Samtidig vil en rentereduksjon på til sammen 4 prosentpoeng i løpet av ett år, slik markedets forventninger til pengepolitikken fremover innebærer, gi en betydelig stimulans til aktiviteten i norsk økonomi. Også det kan bidra til høyere prisvekst enn i banen beskrevet i avsnitt 4.2. For det første kan ytterligere lettelse i pengepolitikken bidra til at lønnsveksten ikke kommer like mye ned fra den veksten vi har vært vant til de siste årene. For det andre vil økt etterspørsel kunne påvirke marginsettingen i bedriftene.

Spesielt vil etterspørselen rettet mot den delen av næringslivet som selger sine varer og tjenester til husholdningene kunne komme til å øke. Rentereduksjoner i denne størrelsesorden vil gi en markert stimulans til det private forbruket. Konsumet kan komme til å vokse med over 4 prosent både neste år og i 2005. En slik vekst i konsumet vil trolig bidra til å løfte investeringsaktiviteten. Samtidig bidrar den lave renten til lavere finansieringskostnader. Også det vil kunne trekke investeringene opp. Fortsatt svekkelse av kronekursen vil samtidig gi lønnsomhetsforbedringer i industrien og bidra til mindre avskalling. Etterspørselen rettet mot underleverandører stimuleres ytterligere. Det vil ventelig føre til at vi får ny vekst i sysselsettingen neste år. I 2005 anslår vi at sysselsettingen vokser noe mer enn den demografiske tilveksten til arbeidsstyrken. Det vil kunne bidra til at arbeidsledigheten etter hvert kommer noe ned igjen. Mot slutten av perioden kan veksten i norsk økonomi bli høyere enn den trendmessige veksten, se tabell 4.2. Produksjonsgapet anslås å kunne holde seg rundt null i år og neste år og bli svakt positivt i 2005, se figur 4.16.

Lavere arbeidsledighet vil erfaringsmessig bidra til at lønnsveksten tar seg opp igjen. Legger vi det til grunn, er det utsikter til at lettelse i pengepolitikken slik markedsaktørene forventer er tilstrekkelige til at veksten i

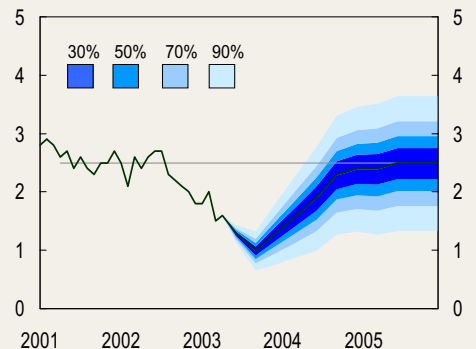
**Figur 4.14** Rente i tråd med terminrenten og gradvis kurssvekkelse på 3 prosent<sup>1)</sup>.



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr styrking av kronekursen

Kilde: Norges Bank

**Figur 4.15** Anslag og usikkerhet for KPI-JAE med terminrente og gradvis kurssvekkelse på 3 prosent. Tolv månedersvekst. Prosent.



<sup>1)</sup> Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE)

Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i konsumprisveksten

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 4.2** Anslag med terminrente og terminkurs. Prosentvis endring fra året før.

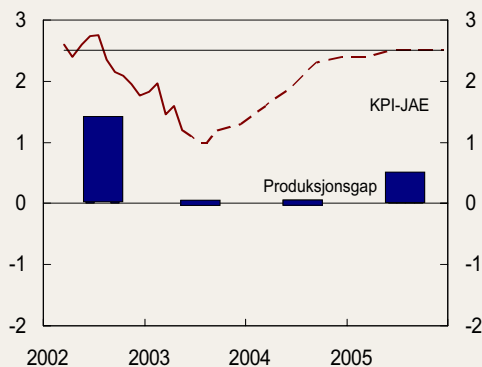
	2003	2004	2005
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1¼	2	2½
KPI <sup>1)</sup>	2¼	1½	2½
Årslønn	4½	4½	5
Registrert ledighet (rate)	4¼	4½	4¼
Sysselsetting	-¾	¼	¾
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼	3½	3¾
BNP Fastlands-Norge	1	2½	3
Produksjonsgap	0	0	½

<sup>1)</sup> Ikke korrigeret for innføring av maksimalpris på barnehageplasser

Kilde: Norges Bank



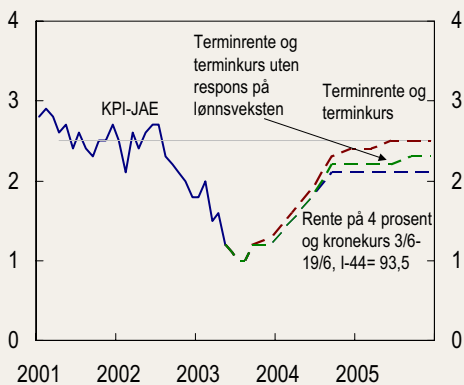
**Figur 4.16** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet<sup>1)</sup> med terminrente og gradvis kurssvekkelse på 3 prosent. Prosent.



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

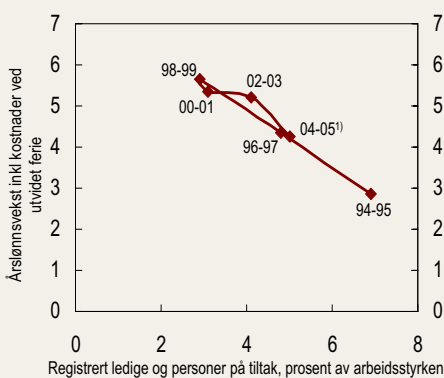
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.17** Anslag på KPI-JAE basert på ulike forutsetninger for rente og valutakurs. Tolv måneders vekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.18** Phillipskurve. 2 års gjennomsnitt.



<sup>1)</sup> Anslag basert på en foliorente på 4 prosent og konstant kronkurs

Kilde: Norges Bank

KPI-JAE blir lik inflasjonsmålet på to års sikt. Dersom de ventede lettelsene i pengepolitikken ikke slår ut i høyere lønnsvekst, er det derimot utsikter til at inflasjonen blir liggende noe under målet også to år fram i tid, se figur 4.17.

## 4.4 Risikovurdering

Usikkerheten knyttet til fremskrivningene i denne inflasjonsrapporten er, slik vi vurderer det, særlig knyttet til to forhold. På den ene siden innebærer forutsetningene store og raske endringer i innretningen av pengepolitikken. I de alternativene vi presenterer, reduseres foliorenten med 3-4 prosentpoeng i løpet av relativt kort tid. Vi har liten erfaring med virkningene av såpass store endringer, og det er en risiko for at de ubalansene som har vært i norsk økonomi understøttes.

Husholdningenes lånevekst, som lenge har vært svært høy, kan på ny komme til å skyte fart. Mange kan komme til å tilpasse sin gjeld til et rentenivå som ligger vesentlig lavere enn normalt. Samtidig er det en risiko for at en slik impuls fra pengepolitikken kan bidra til at lønnsveksten igjen tiltar, til tross for noe høyere arbeidsledighet. I våre anslag har vi lagt til grunn at en fortsatt økning i arbeidsledigheten vil dempe veksten i lønningene, i tråd med de erfaringer vi har for sammenhengen mellom utviklingen i arbeidsmarkedet og lønnsutviklingen, se figur 4.18. Vi legger dermed til grunn et moderat lønnsoppgjør i neste års hovedoppgjør. Tendensen de siste årene har imidlertid vært at en større andel av lønnsveksten avtales det første året i den toårige perioden hvor hovedavtalen gjelder. Det kan ikke utelukkes at de lave tariff tilleggene i årets mellomoppgjør kan være et resultat av en enkeltstående anstrengelse for å hindre ytterligere tap av konkurransevne. I tillegg kan samordningen på arbeidstakersiden og fraværet av uravstemning ha gjort det lettere å få til et moderat oppgjør. De lave tilleggene og nulloppgjøret i mange bransjer kan i så fall innebære en risiko for at lønnsveksten tar seg opp igjen allerede neste år.

På den annen side er utviklingen internasjonalt fremdeles usikker. Vi legger til grunn at den ekspansive økonomiske politikken etter hvert vil bidra til at veksten tar seg opp igjen. Gjennom det siste året er imidlertid de fleste observatører blitt overrasket over hvor vedvarende den økonomiske nedgangen internasjonalt har vist seg å være. Det er en risiko for at vi undervurderer virkningene av de strukturelle ubalansene i internasjonal økonomi. Det kan i så fall ta lang 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 i mange år. De historisk lave obligasjonsrentene er et uttrykk for denne risikoen.



# Utdypinger

# Oversikt over utdypinger i inflasjonsrapportene 2000-2003

## **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?  
Virksomheter 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  
Virksomheter 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.  
Virksomheter 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*

# Vurdering av inflasjonsrapporter i land med inflasjonsmål

I de fleste land hvor pengepolitikken er innrettet mot lav og stabil inflasjon er inflasjonsrapporter eller liknende publikasjoner en viktig del av sentralbankens kommunikasjon. Norges Bank redegjør for de avveininger og analyser som ligger bak gjennomføringen av pengepolitikken gjennom tre inflasjonsrapporter i året. Men hva er en god inflasjonsrapport? Naturlig nok vil en kvalitetskontroll her kreve en sammenlikning over landegrensene.

På oppdrag fra Norges Bank har Andrea Fracasso, Hans Genberg og Charles Wyplosz fra Graduate Institute of International Studies i Geneve skrevet rapporten "How Do Central Banks Write?"<sup>1</sup>. Gjennom å sammenlikne og vurdere inflasjonsrapporter fra 20 land med inflasjonsmål foreslår forfatterne et sett av kriterier for hva en god inflasjonsrapport bør inneholde.

## *Hva bør en god inflasjonsrapport inneholde?*

Fracasso, Genberg og Wyplosz tar utgangspunkt i at inflasjonsstyring krever åpenhet og at sentralbanken må kunne stå til regnskap for sine vurderinger. I følge forfatterne må en god inflasjonsrapport inneholde:

- 1) en analyse av den økonomiske situasjonen
- 2) anslag på inflasjonsutviklingen og usikkerheten rundt anslaget
- 3) anslag på sentrale makroøkonomiske variable
- 4) en forklaring på hvordan sentralbanken vurderer utviklingen i forhold til tidligere analyser

I tillegg bør en inflasjonsrapport:

- inneholde et sammendrag
- vise kontinuitet: Inflasjonsrapportenes ulike deler som sammendrag, tabeller og inflasjonsanslag bør være sammenlignbare fra rapport til rapport og stå på samme sted hver gang, slik at det blir lett for leseren å finne frem.
- ikke være for lang
- inneholde rammer hvor spesielle temaer og nye ideer blir belyst

## *Vurdering av inflasjonsrapporter*

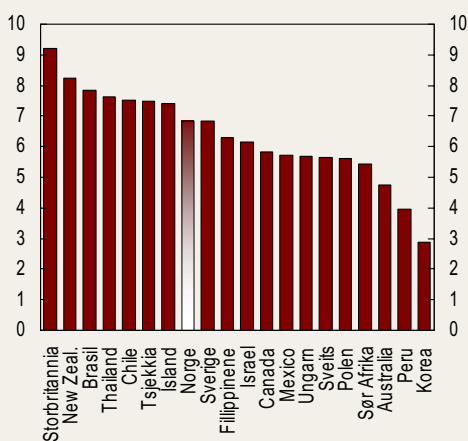
I undersøkelsen er inflasjonsrapporter fra 20 land blitt vurdert. Fem høyere grads studenter har gått gjennom ett nummer av hver sentralbanks inflasjonsrapport og svart på 85 spørsmål til hver rapport. Spørsmålene gikk på følgende forhold:

- kvalitet på informasjonen
- mengden av informasjon
- hvor presist forutsetningene om de makroøkonomiske variablene er kommunisert
- hvor enkelt det er å finne informasjon om hvem som tar beslutningene, når beslutningene tas og politikkmålet
- hvordan horisont, usikkerhet, anslagsfeil og forutsetninger om rente og valutakurs er omtalt
- hvor omfattende og lesbart sammendraget er

Figur 1 viser de ulike lands plassering etter en totalvurdering. Samlet vurderes den norske inflasjonsrapporten som den 8. beste av de 20 inflasjonsrapportene. Den norske inflasjonsrapporten scoret høyt på at den virket overbevisende, viste bankens ekspertise og ga god informasjon. Den scoret mindre godt på diskusjon av tidligere pengepolitiske beslutninger og redegjørelse for eventuelle ulike syn og avveininger i den pengepolitiske komité.

<sup>1</sup> Rapporten er utgitt av Center for Economic Policy Research (CEPR) i London, som tidligere blant annet har utgitt "How do central banks talk?" (CEPR 2001). Rapportene er å finne på CEPR's hjemmeside: [www.cepr.org](http://www.cepr.org)

Figur 1 Totalvurdering (1 = dårlig, 10 = bra).



Kilde: "How Do Central Banks Write?"

Fracasso, Genberg og Wyplosz undersøker sammenhengen mellom kvaliteten på inflasjonsrapporten og forutsigbarheten i pengepolitikken, målt ved utslagene i markedsrentene rundt rentemøtene. De finner en positiv sammenheng mellom kvaliteten på inflasjonsrapporten og graden av forutsigbarhet i pengepolitikken. Det er imidlertid også eksempler

på land som har en forutsigbar pengepolitikk uten at kvaliteten på inflasjonsrapporten blir vurdert som høy. En mulig forklaring på det er i følge forfatterne at sentralbankene i disse landene kommuniserer gjennom andre medier enn inflasjonsrapporten.

### *Endringer i inflasjonsrapporten*

I lys av rapporten til Fracasso, Genberg og Wyplosz har vi endret inflasjonsrapporten på enkelte punkter. I forhold til Inflasjonsrapport 2/2002 (den som ble vurdert) har vi blant annet lagt til et sammendrag av rapporten, et underkapittel om gjennomføringen av pengepolitikken siden forrige rapport, samt strateginotatet som lå til grunn for den foregående perioden. Videre har vi innledningsvis tatt med en beskrivelse av beslutningsprosessen. Vedleggene er utvidet for å bedre innsikten i valg av forutsetninger. Vi har også inkludert en oversikt over tidligere utdypinger med markering av utdypinger som kan ha mer varig interesse. Disse endringene har etter vår oppfatning bidratt til at inflasjonsrapporten nå gir publikum et bedre og mer helhetlig grunnlag for å vurdere Norges Banks utøvelse av pengepolitikken.



# Hvorfor holder gjeldsveksten i husholdningene seg oppe?

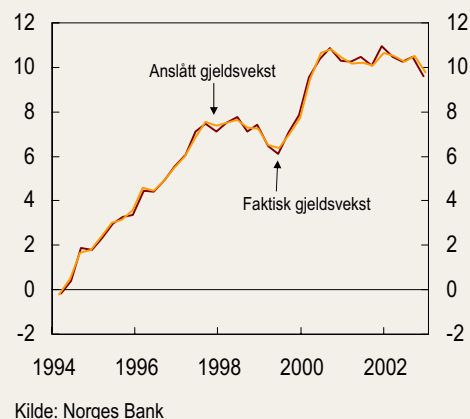
Husholdningenes gjeldsvekst er høy. Siden 2000 har årsveksten vært over 10 prosent. Gjeldsveksten har holdt seg oppe til tross for svakere utvikling i norsk økonomi den siste tiden. Analyser utført i Norges Bank viser at utviklingen i boligmarkedet kan forklare det meste av husholdningenes gjeldsvekst. Selv om boligprisene nå har flatet ut eller er svakt avtakende, bidrar den kraftige prisoppgangen rundt 2000 til å holde gjeldsveksten oppe, se figur 3.8 på side 31 i denne rapporten.

Verdien av boliger utgjør den klart viktigste delen av husholdningenes formue. Når boligprisene øker kraftig, som i perioden 1993 til 2002, vokser husholdningenes formue i utgangspunktet mer enn deres gjeld. Det vil etter hvert slå ut i høyere gjeldsvekst gjennom flere kanaler. En del husholdninger kan utnytte den økte boligpanteverdien til å ta opp lån til forbruk og investeringer. Den viktigste effekten er imidlertid knyttet til kjøp og salg av boliger. Husholdninger som kjøper bolig for første gang eller kjøper seg opp i boligmarkedet, vil vanligvis lånefinansiere en betydelig del av kjøpesummen eller mellomlegget. Lånebehovet øker når boligprisene stiger. Husholdninger som kjøper seg ned eller går ut av boligmarkedet, får frigjort midler. Den gjelden de har å nedbetale påvirkes imidlertid ikke av at boligen har blitt mer verdt mens de har eid den. Dermed bidrar høyere boligpriser og -omsetning til å øke husholdningenes samlede lånebehov. Det er imidlertid et langt tidsetterslep i boligprisenes virkning på bruttogjelden. Det skyldes at det til enhver tid bare er en liten andel av boligmassen som blir omsatt. Selv om boligprisene stabiliserer seg etter en kraftig prisoppgang, vil det i lang tid være boliger som omsettes til et høyere prisnivå enn sist de ble omsatt. Boligprisøkningen de siste ti årene, kombinert med fortsatt høy omsetning, kan derfor bidra til gjeldsvekst i en lang periode. Gjelden vil også øke når nye boliger bygges og kjøpes.

For å belyse disse sammenhengene har Norges Bank estimert en modell for husholdningenes bruttogjeld, se vedlegget til denne rammen. Modellen inkluderer effekter av husholdningenes boligformue (pris og volum), antall boligomsetninger, realrenten, utviklingen i arbeidsledighetsraten, veksten i samlede lønnsinntekter og antall studenter og elever

i alderen 20-24 år som andel av totalbefolkningen. Analysen er utført på kvartalsdata fra første kvartal 1994 til fjerde kvartal 2002. Figur 1 viser at modellen forklarer gjeldsveksten godt.

**Figur 1** Faktisk og anslått bruttogjeld i husholdningene. Prosentvis endring over fire kvartaler.



I modellen øker husholdningenes bruttogjeld med 1 prosent på lang sikt dersom boligprisene øker permanent med 1 prosent og de øvrige faktorene ligger fast. Om lag  $\frac{3}{4}$  av effekten er utspilt etter 5 år, mens nitti prosent av effekten er utspilt etter 8-9 år. En økning i realrenten med ett prosentpoeng vil redusere gjelden med 0,4 prosent etter ett år og med 1,7 prosent på lang sikt for gitte verdier av de øvrige forklaringsvariablene i modellen. En renteendring vil i tillegg påvirke gjeldsveksten indirekte gjennom flere av de andre variablene i modellen. Husholdningenes bruttogjeld avhenger positivt av studentandelen omtalt over. Det gjenspeiler etterspørselen etter studielån og at personer med høyere utdanning normalt har høyere boliglån enn de som ikke har studert (alle andre forhold like). Økt arbeidsledighet gir lavere gjeldsvekst på kort sikt, mens økt lønnsvekst trekker gjeldsveksten opp.

Tabell 1 dekomponerer veksten i husholdningenes bruttogjeld fra 2001 til 2002. Dekomponeringen er basert på den økonometriske modellen og den historiske utviklingen i forklaringsfaktorene. Beregningene viser at gjeldsveksten på 10¼ prosent i hovedsak kan henføres til vekst i boligprisene. Siden boligprisveksten var klart lavere enn gjeldsveksten i 2001 og 2002, illustrerer dette at

økte boligpriser påvirker gjelden med et betydelig tidsetterslep. Den kraftige boligprisøkningen gjennom 1990-årene, og spesielt prisøkningen på 25-30 prosent fra 1998 til 2000, bidrar til å holde gjeldsveksten oppe. Vekst i boligomsetningen og økt boligkapital bidro også positivt til gjeldsveksten i 2002. De øvrige forklaringsfaktorene bidro lite til gjeldsveksten i fjor.

Tidsetterslepet fra boligprisutviklingen til gjeldsveksten er også illustrert i figur 2. Figuren viser en fremskrivning av gjeldsveksten under forutsetning om at boligprisene holder seg konstante i årene framover. Arbeidsledigheten

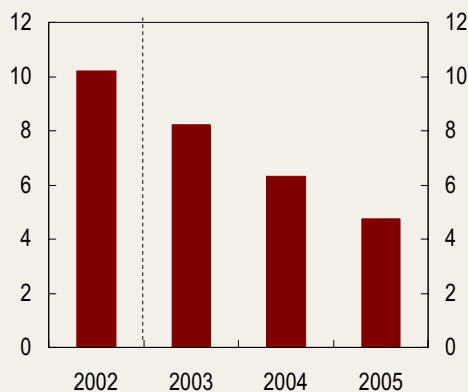
og lønnsinntektene er forutsatt å utvikle seg som i banen med konstant rente og kronekurs i denne rapporten (jf. avsnitt 4.2). De øvrige forklaringsfaktorene holdes uendret på nivået fra fjerde kvartal i fjor. Fremskrivningen indikerer at det tar tre år før gjeldsveksten er halvert dersom boligprisene skulle holde seg konstante framover (og gitt de øvrige forutsetningene som er lagt til grunn). Analysen som er presentert her tyder dermed på at utviklingen i boligprisene kan være en ledende indikator for husholdningenes låneetterspørsel. Analysen sier imidlertid ikke noe om de potensielle makroøkonomiske ubalansene som følger av høy gjeldsoppbygging i husholdningene.

**Tabell 1.** Bidrag til husholdningenes gjeldsvekst i 2002. Prosentpoeng

Forhold knyttet til boligmarkedet	11
Boligpriser	9
Antall boligomsetninger	3/4
Boligkapital i faste priser	1/4
Andre forhold	-3/4
Realrente	0
Studentandel	1/4
Lønnsinntekt	0
Arbeidsledighet	-1/4
Uspesifiserte forhold	-3/4
Husholdningenes gjeldsvekst	10/4

Den benyttede gjeldsserien inneholder utenlandsgjeld, lån fra offentlig forvaltning og lån fra finansielle og ikke-finansielle foretak. Husholdningenes gjeld i K2 består av lånegjeld fra finansielle foretak og Statens Pensjonskasse samt husholdningenes obligasjonsgjeld.

**Figur 2** Fremskrivning av husholdningenes bruttogjeld. Prosentvis vekst fra året før.



Kilde: Norges Bank

## Teknisk vedlegg: Estimeringsresultater

Modellen omtalt over er gitt ved:

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{ gjeld}_t &= 0,066 \Delta_2(\text{boligpris} + \text{boligvolum})_t - 0,087 (\text{gjeld} - \text{boligpris} - \text{boligvolum})_{t-1} \\
 &\quad (5,83) \qquad\qquad\qquad (13,60) \\
 &+ 0,017 \text{ boligomsetning}_{t-1} - 0,147 \text{ REALRENTE}_t - 0,017 \Delta \text{ ledighetsrate}_{t-1} \\
 &\quad (5,51) \qquad\qquad\qquad (3,47) \qquad\qquad\qquad (4,07) \\
 &+ 0,017 \Delta \text{ lønnsinntekt}_{t-1} + 0,037 \text{ studentandel}_{t-1} - 0,270 \Delta \text{ gjeld}_{t-1} \\
 &\quad (3,09) \qquad\qquad\qquad (4,62) \qquad\qquad\qquad (3,38) \\
 &- 0,036 - 0,016 \text{ DI}_t \\
 &\quad (0,89) \qquad\qquad\qquad (9,22)
 \end{aligned}$$

Estimeringsperiode: 1994.1 – 2002.4 (kvartalsstall).

Absolutte  $t$ -verdier er oppgitt i parentes under estimatene.

$\Delta$  er en differensoperator:  $\Delta X_t = (X_t - X_{t-1})$ ,  $\Delta_2 X_t = (X_t - X_{t-2})$ .

Variablene er definert ved:

<i>gjeld</i>	= Husholdningenes bruttogjeld (Kilde: Norges Bank, NB)
<i>boligpris</i>	= Indeks for boligpriser (Kilde: Statistisk sentralbyrå, SSB)
<i>boligvolum</i>	= Boligkapitalen målt i faste priser (Kilde: SSB)
<i>boligomsetning</i>	= Antall boligomsetninger (Kilde: SSB og NBBL)
<i>REALRENTE</i>	= $RENTE \cdot (1 - \tau) - \pi^e$
<i>RENTE</i>	= Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente på rateform (Kilde: NB)
$\tau$	= 0,28 = Skattefradrag for gjeldsrenter
$\pi^e$	= 0,025 = Anslag på forventet inflasjonsrate (lik inflasjonsmålet på 2,5 prosent)
<i>ledighetsrate</i>	= Arbeidsledighetsrate (AKU) (Kilde: SSB)
<i>lønnsinntekt</i>	= Totale lønnsinntekter i økonomien (Kilde: SSB)
<i>studentandel</i>	= Antall studenter og elever i alderen 20-24 år som andel av totalbefolkningen (veid gjennomsnitt over fem kvartaler) (Kilde: SSB)
<i>D1</i>	= Variabel som er lik 1 i første kvartal, 0 ellers.

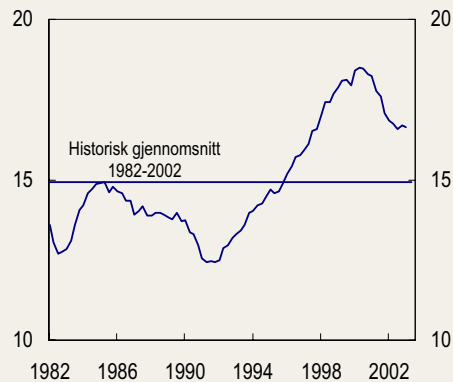
Små bokstaver angir at variabelen er målt på logaritmisk skala.

# Fortsatt overskudd av realkapital i bedriftene?

Gjennom andre halvdel av 1990-tallet økte investeringsveksten i flere land, blant annet drevet av sterk vekst i aksjemarkedet og fallende priser på investeringsvarer innenfor IKT-sektoren. Mot slutten av tiåret snudde utviklingen, og fall i investeringene har vært en viktig faktor bak den økonomiske nedgangen siden 2000. Figur 1 viser at investeringene i USA denne gangen falt mer enn hva som har vært vanlig ved tidligere konjunkturedganger i etterkrigstiden. Dette til tross for at avdempningen i den samlede BNP-veksten har vært mindre enn tidligere.

Den kraftige nedgangen i investeringene kan være et resultat av for høye investeringsrater gjennom oppgangskonjunktoren, som følge av urealistiske forventninger om fremtidig inntjening. En slik utvikling har likhetstrekk med en investeringsdrevet konjunktursyklus, som beskrevet av den såkalte østerrikske skole<sup>1</sup>. En resesjon har ifølge denne teorien opprinnelse i en tidligere konjunkturoppgang, karakterisert ved for lave renter og sterk kreditt-drevet investeringsvekst. Når kapitalavkastningen viser seg å bli lavere enn ventet, vil faktisk kapitalbeholdning overstige ønsket kapitalbeholdning slik at det oppstår et kapitaloverheng. Det vil skje en korreksjon, og investeringene faller. Flere faktorer kan tilsi at blant annet USA har vært

**Figur 2** Private investeringer utenom boliger i USA. Prosent av BNP. Volum.



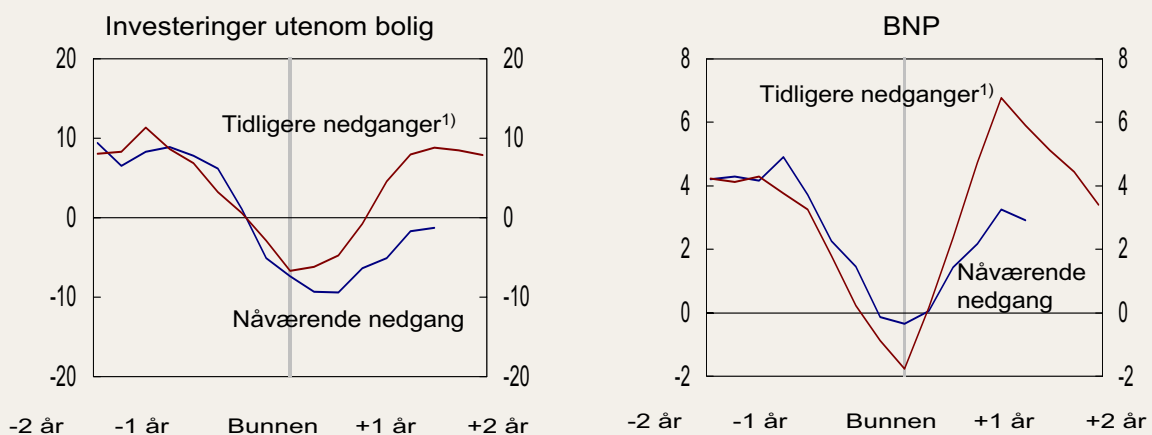
Kilde: EcoWin, NBER og Norges Bank

i en slik situasjon. For eksempel viser figur 2 at private investeringer (utenom boliger) som andel av BNP økte med 6 prosentpoeng fra bunnen av konjunktursyklusen i 1991 til toppen i 2000. I 2000 var andelen over 3 prosentpoeng høyere enn det historiske gjennomsnittet.

Som en reaksjon på konjunkturedgangen og avtagende prispress ble styringsrentene satt ned i flere land. I USA har de kortsiktige rentene falt med om lag 5 prosentpoeng siden 2000. Også de langsiktige rentene har falt betydelig. I tillegg har

**Figur 1** BNP og investeringer i USA.

Vekst fra samme kvartal året før. To år før og to år etter bunnen i konjunktursyklusen.



<sup>1</sup> Ikke vektet gjennomsnitt over de siste 5 konjunkturedgangene

Kilde: EcoWin, NBER og Norges Bank.

<sup>1</sup> Se blant annet arbeider av Friedrich Hayek fra 1930-tallet. For en god oversikt se IMF WP 2/2002

finanspolitikken vært ekspansiv, særlig i USA, men også i andre land. Så langt har dette ikke ført til ny oppgang i investeringene. I USA har investeringene først i det siste vist tegn til utflating etter fallet de to foregående årene. Erfaringene er i tråd med hva den østerrikske skole sier om bruk av etterspørselsstimulerende midler: Ekspansiv penge- og finanspolitikk kan ikke hindre en korleksjon i kapitalbeholdningen, bare bidra til å dempe den ved å trekke tilpasningen ut i tid.

Utviklingen i investeringene fremover vil derfor i betydelig grad bestemmes av størrelsen på dette kapitaloverhenget. Målt ved forventningene til toneangivende markedsaktører, ventes investeringsveksten å ta seg opp mot slutten av inneværende år og videre neste år<sup>2</sup>. Dette indikerer at aktørene ikke lenger tror at kapitaloverhenget vil dempe investeringsveksten. OECD peker på at investeringer i IT og telekommunikasjon har rask depresieringsrate<sup>3</sup>, slik at kapitalen må erstattes forholdsvis hyppig.

Flere faktorer tilsier imidlertid at det fortsatt finnes et betydelig kapitaloverheng. I USA er investeringene som andel av BNP fortsatt over sitt historiske nivå, selv om andelen har falt mye siden toppunktet. I tillegg er overkapasiteten, særlig innen industrien, fortsatt betydelig. Dette reflekteres blant annet i svært lav underliggende vekst i produsentprisene. Innenfor andre næringer er det vanskeligere å vurdere situasjonen, på grunn av mangelfull statistikk. Samlet sett er det stor usikkerhet om kapitaloverhenget. Investeringene er derfor en betydelig usikkerhetsfaktor for vekstanslagene.

<sup>2</sup> Consensus Forecast for juni 2003

<sup>3</sup> OECD Economic Outlook April 2003

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

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

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

Region Nord (Nordland, Troms, Finnmark)	Kunnskapsparken Bodø
Region Midt-Norge (Nord-og Sør-Trøndelag)	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 internettsider etter rentemøtet 30. april. Oppsummeringene fra den siste runden blir å finne på våre internettsider fra 26. juni. 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:

- Produksjon og etterspørsel i eksportindustrien med underleverandører viser tegn til utflating på et lavt nivå. Nisjefregede bedrifter evner imidlertid å ta markedsandeler til tross for høy kostnadsvekst.
- Svært lav leteaktivitet og utvikling av nye olje- og gassfelt i Nordsjøen gir lite nye oppdrag til offshorerelaterte virksomheter, men nedgangen begrenses av flere oppdrag knyttet til drift og vedlikehold av eksisterende anlegg.
- Aktiviteten i bygg og anleggsbransjen ser ut til å falle noe, etter en lang periode med høyt aktivitetsnivå. Ordreinngangen faller. Det er til dels store forskjeller mellom regionene. Nedgangen har kommet først og mest markert i østlandsregionen. Spesielt gjelder dette innenfor næringsbygg hvor overkapasiteten er økende.
- Etterspørselen fra husholdningene øker moderat. I varehandelen er det god vekst i etterspørselen etter forbruksvarer, mens etterspørselen etter varige konsumgoder faller svakt. Innenfor tjenesteyting rettet mot husholdningene har etterspørselen flatet ut.
- Tjenesteyting rettet mot næringslivet opplever fortsatt fall i etterspørselen, om enn ikke så kraftig som i forrige periode.
- Etterspørselsvekst og lave innkjøpspriser gir god lønnsomhet og økt sysselsetting innen varehandelen. Øvrige deler av privat næringsliv fortsetter å redusere sysselsettingen i forsøk på å opprettholde kapasitetsutnyttelse og lønnsomhet.
- I kommunene og i helsesektoren meldes det om svakt fallende sysselsetting.
- Tilgangen på kvalifisert arbeidskraft er bedre enn normalt. Tilgangen har økt vesentlig innen alle næringer siden inngangen av dette året, og representerer ingen begrensning på eventuell ekspansjon.
- Realinvesteringene blir trolig lavere i år enn i fjor. Investeringer som gjennomføres er ofte motivert av behov for økt effektivitet, mens få investerer i økt kapasitet.
- Lønnsveksten anslås vesentlig lavere i 2003 enn i 2002. Presset lønnsomhet i mange næringer ventes å gi lav lønnsolidning.

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

7. himmel AS  
3M Norge AS  
ABB Flexible Automation  
Adresseavisen ASA  
Adviso AS  
Aetat Elverum  
Aetat Sogn og Fjordane  
Aetat Sør-Trøndelag  
Aetat Vest-Agder  
AF Gruppen ASA  
Air Products AS  
Aker Brattvåg AS  
Aker Gaard Gartneri  
Aker Kværner  
Aker Universitetssykehus  
Aker Verdal  
Akershus fylkeskommune  
Akershus Universitetssykehus  
Albert E Olsen AS  
Alexandra Hotel AS  
Alsvåg Plater AS  
Amek AS  
Amfi Drift AS  
Apotekene Vest HF  
Arntzen De Besche Advokat-firma AS  
Artic Seafood Holding AS  
Asker kommune  
Asko Agder AS  
Atlantic Auto AS  
Aukra Midsund Offshore AS  
Avinor AS  
Baker Hughes Inteq  
Bakers AS  
Bakke El-Installasjon  
Ballstad Slip AS  
Barel AS  
Barneland  
Bennett BTI Nordic Norge AS  
Berg Hansen Reisebyrå Bodø  
Bilia Last og Buss AS  
BioMar AS  
Bjerke & Luther AS  
Bjørn Bygg AS  
BKK  
Black Design AS  
Block Bygg og Material  
Block Berge Bygg AS  
Block Watne AS  
Bodø kommune  
Bohus Møbelland Ålesund AS  
Bomøbler AS  
Bravida Nord AS, avd. Svolvær  
Bravida Norge ASA  
Bravida Sørøst AS  
Bryggen gastronomi AS  
Brødr. Røsand AS  
Brødrene Flaarønning AS  
Brødrene Pedersen AS  
Buer Entreprenør AS  
Busengdal Transport AS  
Bussbygg  
Bussen Trafikkselskap AS  
Bygg og Maskin AS  
Byggmester Grande AS  
Byggservice Nord- Østerdal AS  
Byhaven kjøpesenter  
Byåsen Bakeri AS  
Børset og Bjerkset AS  
Børstad Transport AS  
CC Martn  
Choice Hotels AS  
Clarion Hotel Ernst AS  
Comfort Hotel Hammer AS  
Conoco Phillips Norway  
Concept AS  
Coop Hordaland BA  
Coop Inn-Trøndelag BA  
Coop Jekta Handelscenter  
Coop Nordfjord og Sunnmøre BA  
Coop Vestfold og Telemark BA  
CSC Solutions  
Dale of Norway  
Danzas ASG Eurocargo AS  
De 3 Stuer Konsern AS  
De Sandvigske Samlinger  
Maihaugen  
Delprodukt AS  
Demex as  
Den Norske Bank ASA  
Dinamo Norge AS  
Diplom-is AS  
DNB eiendomsmegling AS  
DNH Den Norske Høytalerfabrikk AS  
EDB Business Consulting  
Eidesvik Holding AS  
Eiendomsmegler 1  
Einar Valde AS  
Elcon Finans  
Elektro AS  
Elixia Norway AS  
Elkem Aluminium ANS  
Elverum kommune  
Ementor Norway ASA  
Entreprenør M. Kristiseter AS  
Ergoephorma AS  
Ernst & Young AS  
Eurosko  
Eurospar Sogndal  
Expert Norge AS  
Falkanger Sko AS  
Fatland AS  
Felleseiet Austad ANS  
First Victoria Hotel  
Fjeldseth AS  
Fjellpulken AS  
Fjordline - Bergen  
Flyspesialisten Trondheim AS  
Flytoget AS  
Fotosentralen AS  
Franzefoss Pukk AS  
Friele kaffehus  
Funderud Gartneri AS  
Fylkesmannen i Vest-Agder  
Fylkesmannen i Østfold  
Fædrelandsvennen AS  
Gilde Vest BA  
GITEK  
Gjensidige NOR  
Gjensidige NOR Nærings-eiendom AS  
Gjestal Spinneri ASA  
Glava AS  
Grane kommune  
Grieg Logistics  
Grimstad kommune  
Gro Industrier AS  
Gromstads Leif Auto AS  
Grunnarbeid AS  
Gunnar Karlsen AS  
Gunnar Klo AS  
H & M Hennes & Mauritz AS  
H.J Økelsrud  
Hadsel kommune  
Hafslund Sikkerhet Sør  
Hagen og Godager  
Hagen Treindustri A/S  
Halliburton  
Hammerfest kommune  
Handels- og servicenæringens Hovedorganisasjon  
Handleriet Skipsgården AS  
Haram kommune  
Harstad Sparebank  
Hebos Interiør AS  
Helgeland Holding AS  
Helgeland Kraft AS  
Helly Hansen Spesial-produkter AS  
Helse Bergen HF  
Helse Midt-Norge  
Helse Stavanger  
Hennig-Olsen Is AS  
Herlige Stavanger AS  
Hitec Framnæs AS  
Holst & Hauge AS  
Horns Slakteri AS  
Hotell Norge AS  
Hotell Refsnes Gods AS  
HSD Buss AS  
H-vinduet Vatne AS  
Hydro Agri  
Hydro Aluminium  
Hydro Polymers AS  
Høgskolen i Lillehammer  
Høyskolen Molde  
Håg ASA  
Ikea AS  
Industribeleg AS  
InMedia AS  
Innvik Sellgren Industrier AS  
Invenia AS  
ISS Norge AS  
Ivar Mjåland AS  
Iver Bil AS  
J Kristiansen Gartneri AS  
Jangaard Export AS  
Jiffy  
Joar Ryttervoll Tømmermester AS  
Jotun AS  
Jøtul ASA  
Kewa Invest AS  
Kimek AS  
Kirkstuen Transport AS  
Kitron Microelectronics AS  
Kiwi Norge AS  
Kjell Arnesen AS  
Kommunenes Sentralforbund  
Komplett ASA  
Kongsberg Automotive ASA  
Kongsberg kommune  
Kongsberggruppen AS  
KPMG Tromsø  
Kragerø kommune  
Kristiansand Jernstøperi AS  
Kristiansand kommune  
Kroken Caravan AS  
Kruse Betong  
Kruse Smith AS  
Kvadrat Steen & Strøm  
Langset AS  
Lefdal Elektromarked AS Lade  
Leiv Sand AS  
Lerum Fabrikker  
Lilleborg AS  
Lindesnes kommune  
Lindex AS  
Link Arkitekter  
Lofoten Næringshage AS  
Lofotprodukt AS  
Lopus AS  
Lyse Energi AS  
Løvenskiold Trelast AS  
Løvenskiold-Fossum  
Macks Ølbryggeri AS  
Madsen Bil AS  
Manpower AS  
Marine Harvest  
Maritex AS  
Martin M.Bakken  
Meglerhuset Nylander AS  
Melby Snekkerverksted AS  
Melhus Sparebank  
Melhustorget  
Meløy Næringsutvikling  
Mercer Human Resource Consult AS  
Mercuri Urval AS  
Mesta AS  
Microsoft Norge AS  
Midsund Bruk AS  
Midtre Gauldal kommune  
Mills DA  
Min Boutique Gruppen  
Minde Sjokolade  
Mjøspplast AS  
Mortensen Taxi  
Møre og Romsdal Kornsilø ANS  
Mørenot AS  
Naper Informasjonsindustri AS  
Narud Stokke Wiig  
NCC Construction AS  
Nera Networks AS  
Nesje AS  
Nexans Norway AS  
NOPAL  
Nor Cargo AS  
NorDan AS  
Nordea Bank Norge ASA  
Nordfjord Hotell  
Nordlaks AS  
Nordlandssykehuset  
Nordmøre Revisjon AS  
Norges Eiendomsmeglerforbund  
Norgestaxi Trondheim AS  
Norgesvinduet Svenning-dal AS  
Norisol Norge AS  
Norlense AS  
Norli Gruppen AS  
NorSea AS  
Norsk Kylling AS  
Norsk Sjømat AS  
Norske Skogindustrier Skogn  
Nortrans Touring AS  
Nortroll AS  
Notar Eiendom Ålesund AS  
NTNU  
Nycomed Pharma  
Nye Møre Tre AS  
NYMO AS  
Nøsted Kjetting AS  
O. Kavli AS  
Oasen  
OBOS Eiendomsforvaltning AS  
Oceanor AS

Odstøl Elektronikk AS  
Oppland Fylkesskattekontor  
Orkla Enskilda Securities ASA  
OSK Elektrotillbehør AS  
Oslo Lufthavn AS  
Osram AS  
Otto Koch AS  
PA Consulting Group AS  
Pareto Securities AS  
PEAB AS  
Pedersen Auto AS  
Pedersen Lastebil AS  
Per Solem Arkitektkontor AS  
Petter Gagama AS  
PGS Production Group  
PipeLife Norge AS  
Plasto AS  
Polimoon AS  
Porsgrunds Porselænsfabrik AS  
Poseidon Simulations AS  
Proffice  
Prosafe  
Prosessindustriens  
Landsforening  
Quality Hotel Røros AS  
Radisson SAS Hotel Tromsø  
Rana Industriterminal AS  
Rana kommune  
Rapp Hydema AS /  
Rapp Marine AS  
Rauma kommune  
Rema 1000  
Rheinhold & Mahla Industrier AS  
Rica Hotels ASA  
Rieber & Søn ASA  
Rolls-Royce Marine AS  
Rosenborg Sport  
Rotanor Bokproduksjon AS  
Røros kommune  
Røros Tweed AS  
Saint Gobain Ceramic  
Materials AS  
Sandefjords Blad AS

Sandnes kommune  
SAS Royal Garden Hotel AS  
Scan Wafer ASA  
Scandiaconsult  
Scandic Hotel Arendal AS  
ScanRope AS  
Schlumberger  
SEB Kort AB, Oslofilialen  
Securitas - Regionkontor  
Bergen  
Selmer Skanska AS  
Sikkerhetscenteret Aukra  
Silvinova  
SIVA Selskapet for  
industrivekst SF  
Sjåtil og Fornæss  
Skagen Brygge Hotell  
Skagen Fondene  
Skjalg A. Pettersen  
Skodje Byggvare AS  
Skretting AS  
Skårland AS  
Slipen Mekansike AS  
SND Sogn og Fjordane  
Sogn og Fjordane Energi AS  
Solhaug Entreprenør AS  
Solstrand Fjord Hotell  
Sortland Entreprenør AS  
Sortland Reisebyrå AS  
Sparebank 1 Midt-Norge  
Sparebank1 Nord Norge  
Sparebanken Hedmark  
Sparebanken Møre region  
Romsdal og Nordmøre  
Sparebanken Sogn og Fjordane  
Sparebanken Sør  
Sparebanken Vest  
Sparebanken Volda Ørsta  
Sparebanken Øst  
Spørre Støperi  
Sportshuset AS  
SR Bank  
Stabburet AS

Stange kommune  
Startour  
Statoil  
Stavanger Aftenblad  
Stavanger kommune  
Stavanger Rørhandel AS  
Stavangerske AS  
Stjørdal kommune  
Stordal Møbler AS  
Studentsamskipnaden i Agder  
Støren Trelast AS  
Subsea7 AS  
Sulland Gruppen  
Sunnmørsposten AS  
Surnadal kommune  
Surnadal Transport AS  
Surnadal Utvikling AS  
Sykehuset Innlandet HF  
Lillehammer  
Sørco AS  
Sør-Trøndelag fylkeskommune  
T.Stangeland Maskin AS  
Team Trafikk AS  
Technor ASA  
Techteam AS  
Teknisk Bureau AS  
Teknologibedriftenes  
Landsforening  
Tibe Reklamebyrå AS  
Tine Meieriet Øst Lom og Skjåk  
Ting og Tang Flisa AS  
Tommen Gram Folie AS  
Topp Auto AS  
Torleif Steiro AS  
Toyota Hell Bil AS  
Toyota M. Nordvik AS  
Trafikk & Anlegg AS  
Trebetong AS  
Trioving AS  
Trondheim kommune  
TV 2 Gruppen AS  
Tyrholm & Farstad AS  
Tysvær kommune

Tønsberg kommune  
Ullevål Universitetssykehus  
Umoe Catering AS  
United Pan-Europe  
Communications  
Vann og Varme AS  
Varden AS  
Veidekke ASA  
Verdal kommune  
Vestbase AS  
Vesterålens Hermetikk-  
fabrikk AS  
Vestvågøy kommune  
Vøy billag  
Viadial AS  
VIBO Entreprenør AS  
Vikenco AS  
Vinmonopolet, Ørnes  
Vågå kommune  
West Contractors AS  
Westnofa  
Widerøes Flyveselskap ASA  
Windy Boats AS  
Xerox AS  
Yngve Steiro AS  
Øksnes Bil og Maskin AS  
Øksnes Entreprenør AS  
Øksnes kommune  
Østereng & Benestad AS  
Ålesund Storsenter AS  
Åmot kommune  
Aas Mek. Verksted AS  
Aasen Bygg AS

## Vedlegg II Strateginotat 1/03

# Strateginotat 1/03

## Gjennomføringen av pengepolitikken fram til juni 2003.

Drøftet i hovedstyret 5. februar 2003 og vedtatt av hovedstyret 5. mars 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. Et mellomlangt perspektiv bidrar også til 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.

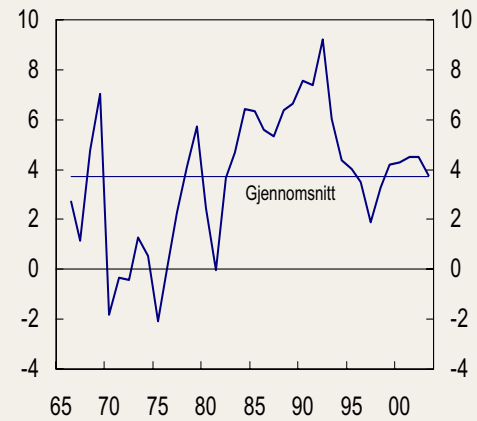
I diskusjonen av den pengepolitiske strategien 8. oktober tok hovedstyret sikte på et nivå på foliorenten i området 6½ – 7½ prosent ved utgangen av februar i år. Intervallet var betinget av utviklingen i kronekursen og anslagene for den økonomiske utviklingen. Folioarenten ble redusert med ½ prosentpoeng i rentemøtene 11. desember 2002 og 22. januar 2003. I pressemeldingen etter rentemøtet 22. januar het det: "Med en rente på 6,0 prosent ser Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere." Kronen har holdt seg sterk siden forrige strateginotat, men har svekket seg en del i slutten av februar.

### Den økonomiske utviklingen, usikkerhet og inflasjonsutsiktene

Etter en lang oppgangsperiode har norsk økonomi de siste årene vært preget av knapphet på realressurser og sterk innenlandsk kostnadsvekst. Boligprisene har økt kraftig, og husholdningene har lånt mye. Det har vært riktig å føre en forholdsvis stram pengepolitikk. Realrenten har de siste par årene vært ½ – 1 prosentpoeng høyere enn sitt historiske gjennomsnitt, jf figuren nedenfor. Samtidig har kronekursen styrket seg, særlig det siste året. Pengepolitikken har fått gradvis sterkere virkninger når renten ute har falt og når interessen for å investere i norske kroner har økt.

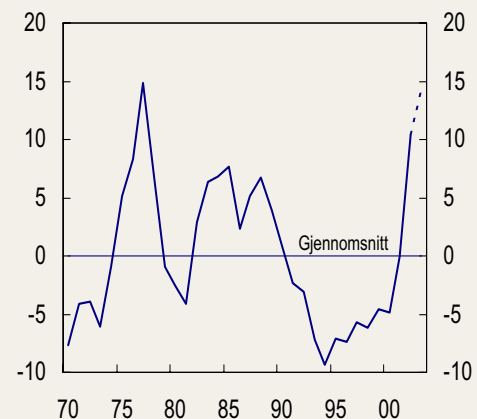
Veksten ute har i et par år vært svak og ujevn. Den internasjonale nedgangen har gitt negative impulser inn i norsk økonomi gjennom styrkingen

Figur 1 Realrente. 1966-2002.



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Realvalutakurs. 1970-2002.



Kilde: Norges Bank

av kronekursen og fallet i aksjemarkedene. Oljeprisen har holdt seg høy. Samspillet mellom høy innenlandsk lønnsvekst, en sterk krone og svak vekst i eksportmarkedene har presset lønnsomheten i store deler av næringslivet. Mange bedrifter må kutte kostnadene kraftig. Gjennom fjoråret økte arbeidsledigheten i Norge, men ledigheten er lavere enn gjennomsnittet på 1990-tallet. De siste månedene har veksten i boligpriser og låneopptak avtatt, men kredittveksten til husholdningene er fortsatt svært høy. Den økonomiske veksten i Fastlands-Norge er lavere enn den potensielle veksten, og produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, er i ferd med å lukkes.



### *Viktige trekk ved utviklingen siden forrige strategidiskusjon er:*

- Veksten ute har vært noe svakere enn ventet, særlig i Tyskland og Sverige. Styringsrentene er satt ned i USA, euroområdet, Danmark, Sverige, Island og Storbritannia. Amerikanske dollar er svekket. Oljeprisen har økt målt i dollar.
- Den innenlandske etterspørselen har samlet sett utviklet seg om lag som ventet.
- Forliket om statsbudsjettet for 2003 var i tråd med handlingsregelen.
- Partene i lønnsoppgjøret er blitt enige om moderasjon i årets mellomoppgjør.
- Husholdningene ser mindre optimistisk på utsiktene for norsk og egen økonomi.
- Industrilederne i SSBs konjunkturundersøkelse gir uttrykk for en negativ utvikling i industrien fra tredje til fjerde kvartal 2002.
- Underliggende prisvekst har vært om lag som ventet.
- Strømprisene har økt kraftig. Det vil føre til høy vekst i konsumprisindeksen i år. Neste år kan KPI-veksten bli svært lav.

Oppsvinget ute lar vente på seg. Aktiviteten blir stimulert av svært lave renter og skattereduksjoner i USA og andre land. Anslagene for den økonomiske veksten i år er noe nedjustert, men vi venter at veksten vil ta seg opp neste år. Prisveksten ventes å holde seg lav hos våre handelspartnere, og anslagene er som i forrige inflasjonsrapport.

Situasjonen internasjonalt er preget av politisk usikkerhet, blant annet knyttet til faren for krig mot Irak og situasjonen i Nord-Korea. Krigsfrykt, lav oljeproduksjon i Irak og bortfall av produksjon i Venezuela har bidratt til at oljeprisen har steget til over 30 dollar per fat. Råoljelagrene i USA og øvrige OECD-land er lave. Det er høy kapasitetsutnyttelse i oljeproduksjonen i Saudi-Arabia. På kort sikt vil dette holde oljeprisen oppe, men utviklingen kan også legge grunnlag for et senere fall og for sterke svingninger i oljeprisen. Vi legger til grunn at oljeprisen gradvis vil falle ned mot 20 dollar i løpet av 2004-5. Fortsatt høy oljepris kan dempe veksten internasjonalt og gi økte prisimpulser.

Det er også andre risikomoment knyttet til vekstutsiktene. Virkningene av det kraftige fallet i aksjekursene og av tidligere overinvesteringer i flere sektorer er trolig ennå ikke uttømt.

Boligprisene har økt kraftig i Storbritannia i de siste årene. Også i USA har det vært en betydelig økning. En korreksjon i boligprisene vil kunne få store utslag i husholdningenes sparerate og dempe konsumveksten. USA har gjennom flere år hatt betydelige underskudd i handelen med utlandet. Med fortsatt sterk oppbygging av gjelden øker risikoen for en kraftig svekkelse i dollaren. Fortsatt depresiering av amerikanske dollar vil kunne virke negativt på veksten i blant annet Europa og Japan gjennom lavere eksport. På den annen side kan Irak-konflikten få en fredelig eller hurtig løsning. Det kan dempe usikkerheten i verdensøkonomien noe blant annet via lavere oljepris.

Fortsatt moderat og ujevn vekst ute vil bidra til videre avkjøling av norsk økonomi. Husholdningenes forventninger både til norsk og egen økonomi ble vesentlig svekket i fjor høst. Senere har strømprisene økt kraftig. Prisoppgangen på strøm kan gi lavere vekst i husholdningenes disponible realinntekt og svakere vekst i det private forbruket i år enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. På den andre siden vil rentereduksjonene i desember i fjor og i januar i år bidra til å holde oppe veksten i det private forbruket. Økte strømutfgifter i privat sektor vil i stor grad motsvares av økte inntekter til offentlig sektor og derfor trolig bare ha begrenset virkning på den innenlandske etterspørselen på to til tre års sikt.

Lønnsveksten i fjor var i følge foreløpige tall fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene på 5,6 prosent. Tallene for viktige forhandlingsområder er basert på foreløpig statistikk. De endelige tallene vil trolig bidra til å trekke årslønnsveksten noe opp. Vi holder derfor fast ved vårt anslag på 5¾ prosent fra forrige inflasjonsrapport. Som følge av et betydelig overheng, vil lønnsveksten i år bli 5 prosent selv med lave tillegg. Arbeidsledigheten økte i fjor, særlig i tjenesteytende næringer. Utviklingen i sysselsettingen i konkurranseutsatte næringer vil trolig være svak framover. Den sterke lønnsveksten spiser opp veksten i bevilgningene til offentlige virksomheter, slik at sysselsettingen trolig vil vokse lite. Utsiktene til et mindre stramt arbeidsmarked tilsier at lønnsveksten i år kan bli litt lavere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Anslagene for lønnsveksten i 2004 vil blant annet avhenge av stramheten i arbeidsmarkedet og dermed av de forutsetningene vi legger til grunn for rente og valutakurs.

## Ustabil sammenheng mellom rentedifferanse og kronekurs

Kronen styrket seg videre etter forrige strategidiskusjon. Den sterke kronen har hatt sammenheng med at renten i Norge har vært klart høyere enn i de fleste andre land. Det skyldes igjen den særnorske lønns- og kostnadsstigningen som blant annet gjenspeiler at konjunktorene i Norge har vært ute av fase med de internasjonale konjunktorene. Muligheten for krig i Irak og høy oljepris kan ha økt inngangen av kortsiktig kapital til Norge og bidratt til sterkere krone. Den usikre politiske situasjonen vil trolig også prege de nærmeste månedene. Det kan bety store variasjoner i risikopremien og ustabil sammenheng mellom rentedifferanse og kronekurs. Ved utgangen av februar hadde kursen svekket seg med mer enn 5 prosent fra det sterkeste nivået tidlig i januar. Svekkelsen kan ses i lys av forventninger om svakere utvikling i norsk økonomi, slik det er kommet til uttrykk i rentenedsettelsene i vinter og forventninger om ytterligere rentenedgang. For å belyse betydningen av den ustabile sammenhengen mellom rentedifferanse og kronekurs, drøfter vi nedenfor utviklingsbaner for norsk økonomi fram mot 2005 basert på ulike forutsetninger om kronekursen og renten.

### Alternativ 1: Kronen holder seg sterk

Realvalutakursen er vesentlig sterkere enn sitt historiske gjennomsnitt de siste 30 årene. Med fortsatt sterk krone og høyere lønnsvekst enn handelspartnerne vil den kostnadsmessige konkurransevnen være svekket med 15-20 prosent i forhold til dette gjennomsnittet ved utgangen av 2005. Nedbyggingen av konkurranseutsatte næringer kan bli forsterket og føre til at flere næringer kan bli utsatt for internasjonal konkurranse. Mange bedrifter vil trolig måtte gi tapt eller holde det gående gjennom kraftige kostnadskutt. Det vil gi lavere aktivitet også i skjermede næringer. Den sterke kronen gjør norske varer og tjenester dyre i forhold til utenlandske, og prisvridningen påvirker etterspørselen etter varer, tjenester og arbeidskraft negativt.

Med en konstant rente på 5½ prosent, kan den økonomiske veksten i Fastlands-Norge bli lavere enn den potensielle veksten fram til 2005. Presset i norsk økonomi vil avta. Produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, vil bli negativt. Arbeidsledigheten vil øke, og lønnsveksten vil bli lavere enn tidligere

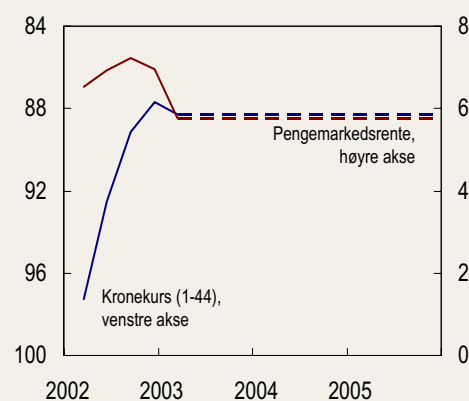
**Tabell 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser med en foliorente på 5,5 prosent og valutakurs lik gjennomsnittet for februar. Prosentvis vekst fra foregående år. Endring fra forrige inflasjonsrapport i parentes.

	2003	2004	2005
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼ (-1)	2½ (0)	2½
Privat konsum	2¾ (-¾)	3¼ (0)	3
Offentlig konsum	¾ (0)	2 (0)	2
Realinvesteringer	-4 (-3¾)	½ (0)	2
BNP, Fastlands-Norge	1¼ (-½)	2 (-¼)	2¼
Sysselsetting	-½ (-½)	0 (-½)	½
AKU-ledighet <sup>1)</sup>	4½ (¼)	4¾ (½)	4¾
Årslønnsvekst	5 (-½)	4½ (-¾)	4½
KPI	3¼ (1¼)	1 (-1¼)	2¼
KPI-JAE	1¾ (-¼)	2 (-¼)	2¼

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

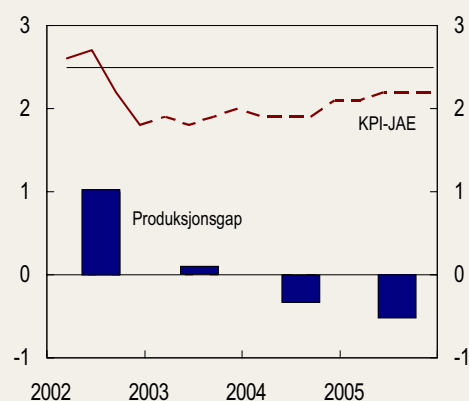
Kilde: Norges Bank

**Figur 3a** Alternativ 1: Kronekursen holder seg sterk.



Kilde: Norges Bank

**Figur 3b** Alternativ 1: Kronekursen holder seg sterk.



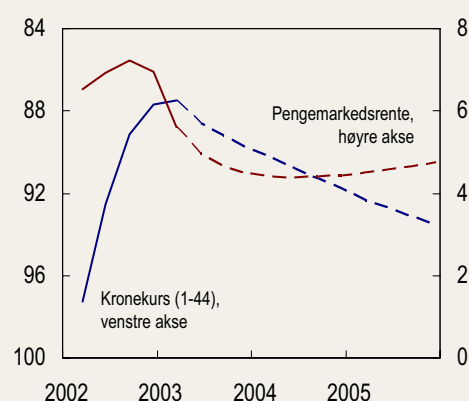
Kilde: Norges Bank

anslått, jf. tabell 1. Den sterke kronekursen vil bidra til lav importert prisvekst. Veksten i konsumprisene kan bli liggende under målet de neste to årene. Heller ikke på tre års sikt vil inflasjonen i dette alternativet komme opp til 2½ prosent. Dette viser at med 5½ prosent rente og uendret kronekurs er pengepolitikken for stram.

### Alternativ 2: Kronen svekker seg

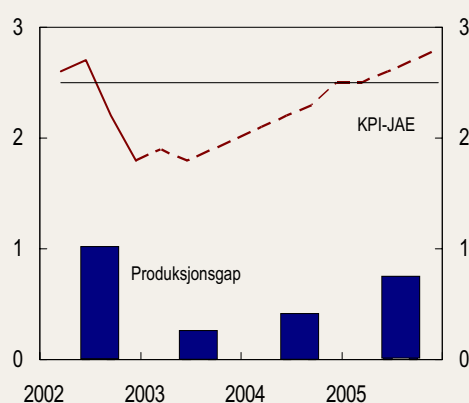
I markedet for fremtidig levering av valuta er det priset inn en gradvis svekkelse av kronen. Mot slutten av 2005 ventes kronen å være 6-7 prosent svakere enn gjennomsnittet for den siste måneden. I pengemarkedet er det priset inn en rentenedgang på om lag ett prosentpoeng før sommeren, jf figuren nedenfor. Lavere rente kan bidra til mer optimisme og økt kjøpekraft i husholdningene. Konsumveksten vil fortsatt kunne gi vesentlige vekstimpulser inn i norsk økonomi. Sammen med svakere krone kan det gi mindre avskalling av industrien. Samlet kan dette bidra til at arbeidsledigheten øker noe mindre enn i alternativ 1. Lønnsveksten kan i dette alternativet holde seg på noe over 5 prosent, jf. tabell 2. Kronesvekkelsen kan gi noe høyere prisvekst på importerte konsumvarer. På to års sikt anslår vi prisveksten, målt ved KPI-JAE, til 2¾ prosent. Inflasjonen fortsetter å øke i 2005. Produksjonsgapet vil være positivt og om lag på fjorårets nivå i 2005. Utsiktene for inflasjonen og den økonomiske utviklingen forøvrig tilsier at renten ikke skal settes så lavt som markedet har priset inn dersom kronen svekker seg i tråd med terminkursen.

**Figur 4a** Alternativ 2: Kronekursen svekkes. Terminrente og terminkurs.



Kilde: Norges Bank

**Figur 4b** Alternativ 2: Kronekursen svekkes. Terminrente og terminkurs.



Kilde: Norges Bank

**Tabell 2** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser med terminrente og terminkurs. Prosentvis vekst fra foregående år. Endring fra referansebanen i tabell 1 i parentes.

	2003	2004	2005
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1½ (¼)	3½ (1)	3½ (1)
Privat konsum	3 (¼)	4½ (1)	3¾ (¾)
Offentlig konsum	¾ (0)	2 (0)	2 (0)
Realinvesteringer	-3½ (½)	2½ (2¼)	4½ (2½)
BNP, Fastlands-Norge	1½ (¼)	2½ (½)	2¾ (½)
Sysselsetting	-¼ (¼)	¼ (¼)	1 (½)
AKU-ledighet <sup>1)</sup>	4½ (0)	4½ (-¼)	4 (-¾)
Årslønnsvekst	5 (0)	5¼ (¾)	5¼ (¾)
KPI	3¼ (0)	1¼ (¼)	2¾ (½)
KPI-JAE	1½ (0)	2¼ (¼)	2¾ (½)

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

Kilde: Norges Bank

## Pengepolitikken framover

Det siste året har vært preget av kraftig lønnsvekst, nedgang i internasjonal økonomi og en betydelig styrking av kronen. I et noe lengre perspektiv er det nokså sannsynlig at kronestyrkingen helt eller delvis vil bli reversert. Etter hvert som vekstutsiktene ute bedres og rentenivået normaliseres, vil andre valutaer bli mer attraktive som plasseringsvaluta. En avklaring av situasjonen i Irak vil kunne svekke interessen for norske kroner. Innenlandske forhold vil også ha betydning for kursutviklingen framover. En avdemping av presset i norsk økonomi og klare tegn til at inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen, vil kunne legge grunnlaget for lavere rente og svakere kronekurs. Vi har tidligere sett at realvalutakursen forholdsvis raskt har vendt tilbake etter perioder med svekkelse eller styrking. Regimet for den økonomiske politikken er imidlertid endret. De nye

retningslinjene for en gradvis og opprettholdbar økning i bruken av petroleumsinntektene i norsk økonomi innebærer at budsjettpolitikken har fått en mellomlangsiktig forankring. Budsjettpolitikken brukes ikke lenger på samme måte til å stabilisere innenlandsk etterspørsel. Samspillet mellom de ulike elementene i den økonomiske politikken er ikke som før. Samtidig er det godt mulig at lønnsutviklingen i konkurranseutsatt sektor ikke spiller like stor rolle for oppgjørene i de øvrige sektorene som tidligere. Dette kan bidra til større svingninger i valutakursen, og det kan ta noe lengre tid før realkursen vender tilbake til et mer normalt nivå.

Kronestyrkingen og høy lønnsvekst de siste årene har forverret den kostnadmessige konkurransevnen til de delene av norsk næringsliv som konkurrerer med utlandet. Realvalutakursen er sterk også i historisk sammenheng. Det er usikkerhet knyttet til virkningene på produksjon og sysselsetting av den sterke kronkursen. Samtidig har den sterke kronkursen bidratt til lav prisvekst på importerte konsumvarer og lav vekst i konsumprisene. Våre analyser indikerer at pengepolitikken samlet sett nå er for stram.

Utviklingen i kronkursen er usikker og påvirkes også av andre forhold enn norske renter. Selv om vi reduserer renten noe, vil rentedifferansen være høy. Kronen kan fortsatt holde seg sterk en stund. Det har for eksempel vært hevdet at kronen vil kunne holde seg sterk så lenge det knapt er noen andre valutaer som gir like høy rente. New Zealand med 5¾ prosent rente, Australia med 4¾ prosent og enkelte sentraleuropeiske land er her sammenlikningsgrunnlag. Med mindre den sterke kronen skyldes nye ekspansive impulser til norsk økonomi, vil det i så fall være nødvendig med en betydelig rentenedgang for å nå inflasjonsmålet om to år. Rentenedgangen vil stimulere innenlandsk etterspørsel, som igjen kan komme til å nå et høyt nivå historisk sett. Det er da risiko for at både boligprisene og kredittveksten på ny vil skyte fart. Spenningene som oppstår kan utløse en vesentlig kronesvekkelse dersom de særskilte forholdene som i første omgang ga sterk krone, etter hvert faller bort. I kombinasjon med høy lønnsvekst vil dette kunne gi betydelige inflasjonsimpulser

Usikkerheten framover er også knyttet til utviklingen i realøkonomien internasjonalt og i Norge. Sysselsettingen innenlands er antatt å falle i 2003. Effekten av den svekkede konkurransevnen

kan imidlertid vise seg å bli sterkere enn vi har antatt. Utsiktene for internasjonal økonomi er nedjustert i løpet av vinteren. Vi kan ikke utelukke at verdensøkonomien står foran en ganske lang periode med stagnasjon. Dette vil i så fall få virkninger for norsk økonomi. Før eller senere vil oljemarkedet også merke nedgangen, og oljeprisen gi etter.

Markedet forventer om lag ett prosentpoeng lavere rente til sommeren. En slik rentenedgang vil kunne svekke kronen. Skulle kronesvekkelsen bli om lag som dagens terminkurs, kan prisveksten om to år bli noe høyere enn inflasjonsmålet. Dette gjelder med mindre svekkelsen av valutaen har sammenheng med en større avdemping i norsk økonomi enn det vi bygger på. Samtidig vil produksjonsveksten igjen kunne komme over trendveksten.

En mer moderat rentenedgang vil etter hvert kunne svekke kronen noe, men kronesvekkelsen vil kunne bli noe mer begrenset enn terminkursen indikerer. Dette kan gi litt høyere prisvekst på importerte konsumvarer. Produksjonsgapet i 2004 og 2005 kan bli mindre positivt enn i alternativet hvor renten og kronen følger terminrenten og terminkursen, men vil neppe være helt lukket.

Samlet tilsier anslagene at vi sikter mot en foliorente ved utgangen av juni 2003 innenfor intervallet 4¾ – 5½ prosent. Dersom kronkursen holder seg sterk eller appresierer ytterligere, kan det gi grunnlag for å vurdere en rente i nedre del av eller lavere enn dette 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.

Taylor-renten, som ikke er framoverskuende, er nå om lag 5¼ prosent. Dette er en nedgang på om lag ett prosentpoeng i forhold til forrige strategidrøfting. Nedgangen har sammenheng med at faktisk inflasjon, målt ved KPI-JAE, har gått ned og at produksjonsgapet er mindre.

Flere forhold taler for å gå gradvis fram i rentesettingen:

- Sammenhengene i valutamarkedene er ustabile. Effekten av renten på kursen kan variere.
- Det er fare for at lønn-lønnsspiraler fortsatt kan komme til å prege oppgjørene framover

og at det tar tid å nøste opp flokene i lønnsdannelsen. Det er fortsatt usikkert hvor raskt partene i arbeidslivet tar inn over seg inflasjonsmålet.

- Det er usikkerhet knyttet til virkningene av endringer i kronkursen på prisveksten og den realøkonomiske utviklingen. Utslaget på produksjon og sysselsetting kan bli større enn vi har lagt til grunn. Det vil i så fall komme til syne i arbeidsmarkedet og dermed få betydning for rentesettingen.
- Den lange oppgangsperioden i norsk økonomi har resultert i høye boligpriser og høy gjeldsrate i store deler av privat sektor. Veksten i boligprisene ser nå ut til å avta. Utviklingen i boligmarkedet og mindre optimisme i husholdningene kan redusere kredittveksten framover. Ytterligere reduksjoner i renten kan imidlertid føre til at boligpriser og gjeldsvekst igjen skyter fart. Utviklingen i boligmarkedet og kredittmarkedet utover våren er derfor viktig for å vurdere videre skritt i rentenedgangen.

## Strategi

- Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent.
- Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen,

normalt to år fram i tid. Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

- Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Tilsvarende vil muligheten 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 at foliorenten settes i intervallet 4¾ – 5½ prosent ved utgangen av juni 2003.
- Utviklingen i kronkursen og effektene av kronestyrkingen på prisvekst og produksjon er usikre. Dersom kronkursen holder seg sterk eller appresierer ytterligere, kan det gi grunnlag for å vurdere en rente i nedre del av eller lavere enn dette 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.

## Tilråding

Hovedstyret slutter seg til konklusjonene ovenfor.



# Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten og uttalelser om inflasjonsutsiktene

Dato	Foliorente <sup>1</sup>	Endring	Uttalelse <sup>2</sup>
<b>Kommende møter</b>			
17. desember 2003			
29. oktober 2003			
17. september 2003			
13. august 2003			
25. juni 2003			
<b>Tidligere rentemøter</b>			
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
16. mai 2001	7	0	Nøytral
04. april 2001	7	0	Nøytral
21. februar 2001	7	0	Nøytral
10. januar 2001	7	0	Nøytral

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

<sup>2</sup> *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 <sup>1)</sup>	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 <sup>2)</sup> 1.kv	0,7	1,3	3,1	-3,7	-13,0	-0,3	-1,4
2.kv	-0,6	0,5	-3,2	1,6	-5,0	-0,8	5,3
3.kv	0,5	1,1	2,4	-2,1	2,9	0,4	-2,9
4.kv.	-0,6	1,3	-0,2	0,8	6,2	-3,7	2,3
2003 1.kv	-0,6	-0,2	0,5	-0,8	6,5	0,3	2,3
Nivå 2002, mrd kroner	1207	685	332	193	53	200	415

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Tabell 2 Konsumpriser

Tolv måneders-vekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPI-JA <sup>2)</sup>	KPI-JE <sup>3)</sup>	HKPI <sup>4)</sup>
1997	2,6			2,3	2,6
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 jan	1,3	2,5	2,7	1,2	0,9
feb	0,8	2,1	2,2	0,9	0,4
mar	1,0	2,6	2,4	1,3	0,4
apr	0,5	2,4	2,0	1,0	-0,1
mai	0,4	2,6	1,8	1,3	-0,4
jun	0,4	2,7	1,9	1,3	-0,4
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

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Tabell 3 Renter

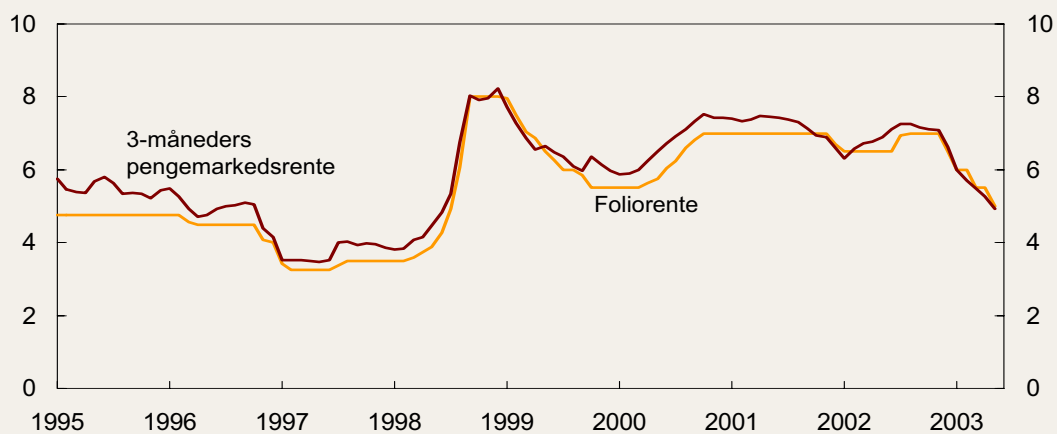
Prosent		Norges Banks innskuddsrente overfor bankene (gjennomsnitt)	Pengemarkedsrenter NIBOR <sup>1)</sup>			Statsobligasjons- rente <sup>2)</sup>
		Foliorenten	1 uke	3 mnd	12 mnd	10 år
1997		3,4	3,6	3,7	4,2	5,9
1998		5,5	5,9	5,8	5,7	5,4
1999		6,3	6,9	6,5	6,0	5,5
2000		6,2	6,6	6,8	7,1	6,2
2001		7,0	7,2	7,2	7,1	6,2
2002		6,7	6,9	6,9	6,9	6,4
2002	jan	6,5	6,6	6,3	6,2	6,2
	feb	6,5	6,7	6,6	6,7	6,4
	mar	6,5	6,6	6,7	6,9	6,6
	apr	6,5	6,7	6,8	7,0	6,7
	mai	6,5	6,7	6,9	7,3	6,8
	juni	6,5	6,8	7,1	7,5	6,8
	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
2003	30. mai	5,0	5,2	4,8	4,2	4,7
	06. jun	5,0	5,1	4,4	3,9	4,5
	13. jun	5,0	5,2	4,1	3,4	4,3
	19. jun <sup>3)</sup>	5,0	5,0	3,9	3,5	4,4

1) NIBOR= Norwegian interbank offered rate.

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

3) Gjennomsnitt fra 16. til 19. juni.

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



Kilde: Norges Bank

Tabell 4 Internasjonale renter

	Kortsiktige rentesatser <sup>1)</sup> for sentrale valutaer i euromarkedet						Rente-differanse NOK/handels-partnerne	Statsobligasjons-renter <sup>3)</sup>	
	USD	JPY	EUR	GBP	SEK	Handels-partn <sup>2)</sup> .		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 jan	1,8	0,1	3,3	4,0	3,8	3,1	3,1	5,2	4,9
2002 feb	1,9	0,1	3,3	4,0	3,9	3,2	3,3	5,0	5,0
2002 mar	2,0	0,1	3,4	4,1	4,1	3,2	3,4	5,4	5,2
2002 apr	1,9	0,1	3,4	4,1	4,3	3,3	3,4	5,3	5,2
2002 mai	1,9	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,5	5,2	5,2
2002 jun	1,8	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,7	4,9	5,1
2002 jul	1,8	0,0	3,4	4,0	4,4	3,3	3,9	4,6	4,9
2002 aug	1,8	0,0	3,3	3,9	4,3	3,2	4,0	4,2	4,7
2002 sep	1,8	0,0	3,3	3,9	4,3	3,2	3,9	3,9	4,5
2002 okt	1,7	0,0	3,2	3,9	4,3	3,1	3,9	3,9	4,6
2002 nov	1,4	0,0	3,1	3,9	4,1	3,0	4,0	4,1	4,6
2002 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
2003 feb	1,3	0,0	2,7	3,7	3,7	2,7	2,9	3,9	4,0
2003 mar	1,3	0,0	2,5	3,6	3,5	2,5	2,9	3,8	4,1
2003 apr	1,3	0,0	2,5	3,6	3,5	2,5	2,6	4,0	4,2
2003 mai	1,2	0,0	2,4	3,6	3,3	2,4	2,4	3,5	3,9
2003 30. mai	1,2	0,0	2,3	3,6	3,2	2,3	2,3	3,3	3,7
2003 06. jun	1,2	0,0	2,2	3,6	3,0	2,3	2,0	3,3	3,7
2003 13. jun	1,1	0,0	2,1	3,6	2,9	2,2	1,8	3,1	3,5
2003 19. jun <sup>4)</sup>	1,0	0,0	2,1	3,6	2,9	2,2	1,6	3,2	3,6

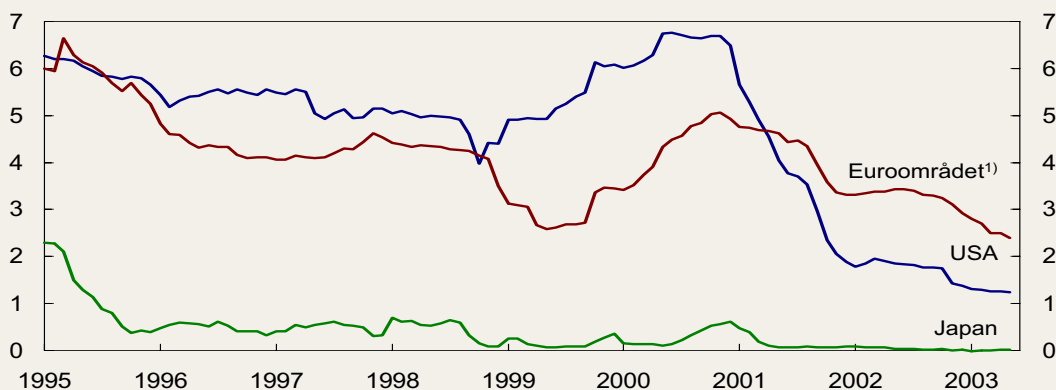
1) 3-måneders renter. Prosent

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

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

4) Gjennomsnitt fra 16. til 19. juni.

3-måneders renter i USA, euroområdet og Japan. Prosent. Månedstall. Jan. 1995 – mai 2003.



<sup>1)</sup> Teoretisk ECU-rente t.o.m. des.98

Kilde: Norges Bank

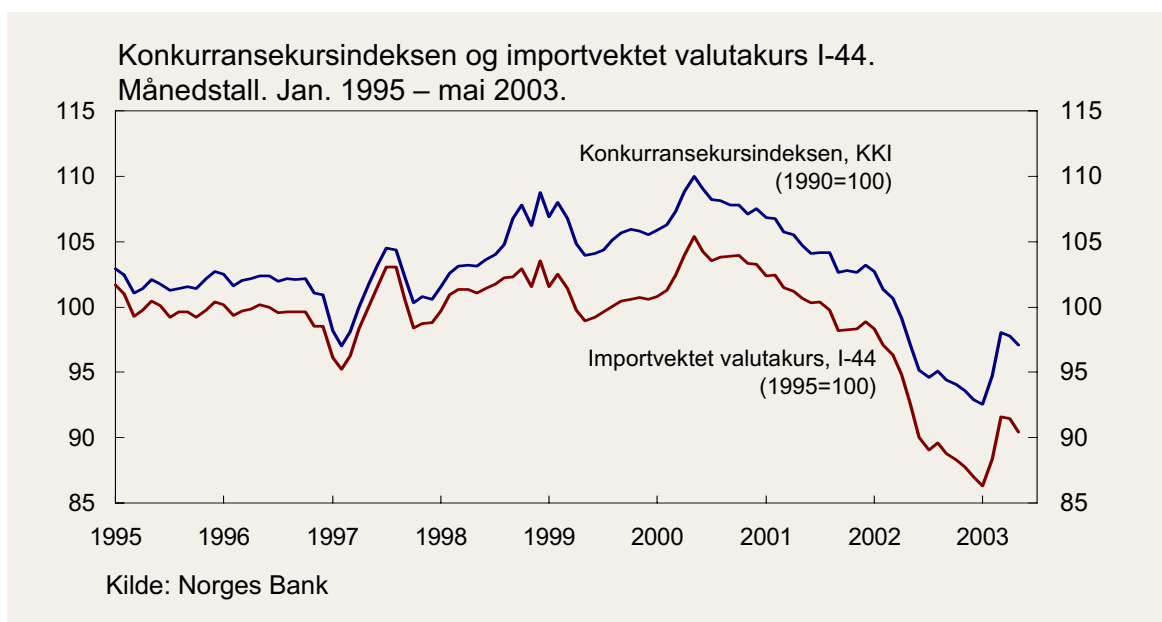
Tabell 5 Valutakurser

		Effektive kurser		Bilaterale kurser		
		Importvektet valutakurs <sup>1)</sup>	Konkurranskursindeksen <sup>2)</sup>	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	jan	98,3	102,7	7,9	9,0	85,8
	feb	97,1	101,3	7,8	8,9	84,8
	mar	96,3	100,7	7,7	8,8	85,2
	apr	94,8	99,2	7,6	8,6	83,4
	mai	92,5	97,1	7,5	8,2	81,5
	juni	90,0	95,1	7,4	7,8	81,3
	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
2003	30. mai	89,8	96,6	7,9	6,7	85,8
	06. jun	92,1	98,9	8,0	6,9	88,2
	13. jun	93,9	101,0	8,2	7,0	90,0
	19. jun <sup>3)</sup>	94,0	101,0	8,2	7,0	90,1

1) Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Vektene er løpende og basert på årlige importandeler.

2) Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter)

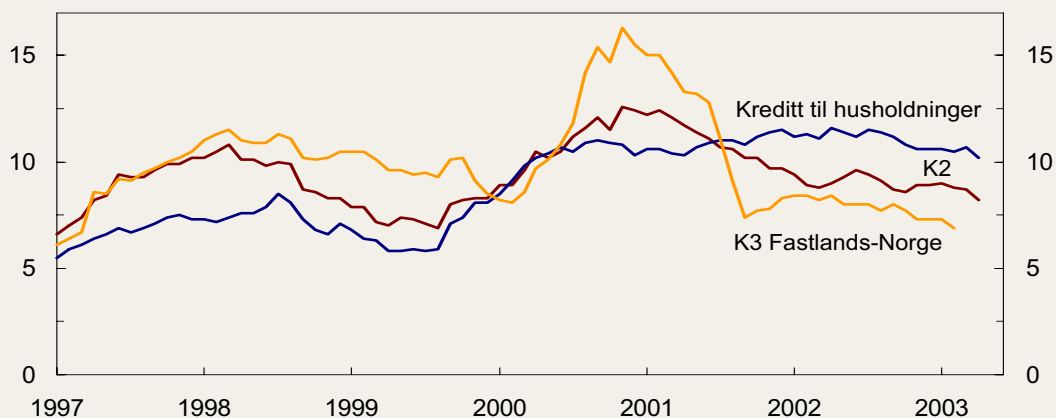
3) Gjennomsnitt fra 16. til 19. juni.



Tabell 6 Monetære størrelser

Årsvekst/ tolvmånedersvekst i prosent	Penge- mengden  M2	Innenlandsk kreditt (K2)			Samlet kreditt (K3)		
		Totalt	Til hushold- ningene	Til ikke-finan- sielle foretak	Totalt	Til Fastlands- Norge	
1997	2,2	8,8	6,7	13,8	8,9	8,7	
1998	4,9	9,6	7,5	13,9	11,3	10,9	
1999	6,5	7,6	6,6	9,6	10,5	9,6	
2000	9,9	10,9	10,3	12,3	9,4	11,8	
2001	9,2	11,0	10,9	10,5	8,3	10,8	
2002	8,4	9,0	11,2	7,4	7,3	7,5	
2002	jan	10,1	9,4	11,2	8,0	7,4	7,7
	feb	8,1	8,9	11,3	7,1	7,3	7,6
	mar	8,8	8,8	11,1	7,3	7,5	7,5
	apr	8,7	8,9	11,6	6,8	7,4	7,7
	mai	7,3	9,2	11,4	7,6	7,1	7,4
	jun	9,8	9,5	11,2	8,6	7,3	7,6
	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	9,0	10,6	7,2	6,9	7,3
	feb	6,2	8,8	10,5	5,9	6,9	6,9
	mar	5,5	8,7	10,7	4,9	6,6	7,1
	apr	5,9	8,2	10,2	4,0		
Beholdningstall siste måned. Milliarder kroner	845	1765	1024	607	2201	1986	

Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 1995 – apr. 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 <sup>1)</sup>	Euro- landene <sup>2)</sup>
1995	2,7	1,9	1,7	1,8	2,9	3,7	2,7	2,2
1996	3,6	3,4	0,8	1,1	2,6	1,1	2,2	1,4
1997	4,4	1,8	1,4	1,9	3,4	2,1	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	4,5	3,2	2,8
2000	3,8	2,8	2,9	4,2	3,1	3,6	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	1,4	0,9
<b>Anslag</b>								
2003	2	¾	0	1	1¾	1½	1¼	¾
2004	3¼	¾	1¼	1½	2½	2½	2¼	1½
2005	3½	1¼	2¼	2½	2½	2½	2¾	2½

1) Eksportvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

2) Kjøpekraftskorrigerede BNP-vekter fra IMF

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 8 Konsumpriser i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år**

	USA	Japan	Tyskland <sup>1)</sup>	Frankrike <sup>1)</sup>	UK <sup>2)</sup>	Sverige	Handels- partnerne <sup>3)</sup>	Euro- landene <sup>4)</sup>
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	2,0	2,4
<b>Anslag</b>								
2003	2¼	-½	1	1¾	3	2¼	2	1¾
2004	1¾	-½	¾	1½	2½	1¼	1½	1½
2005	2½	-¼	1¾	2	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 Norges Banks forutsetninger

## Handlingsregelen

I mars 2001 (St.meld. nr. 29 (2000-201)) ble det innført nye retningslinjer (handlingsregelen) for budsjettpolitikken. I følge handlingsregelen skal det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet over tid svare til forventet realavkastning av Petroleumsfondet. Forventet realavkastning av Petroleumsfondet er anslått til 4 prosent.

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

Regjeringens forslag til Revidert nasjonalbudsjett innebærer et strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd i 2003 på 37,6 milliarder kroner. Dette er 13,4 milliarder kroner over forventet realavkastning av kapitalen i Statens petroleumsfond ved inngangen til 2003. Bruken av oljeinntekter i 2002 ble høyere enn lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2003. Samtidig er anslaget for underliggende skatteinngang i år nedjustert. Samlet er det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet økt med 8,9 milliarder kroner sammenliknet med Nasjonalbudsjettet 2003.

## Forutsetningene i inflasjonsrapporten

Vi har lagt anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2003 til grunn for våre anslag. Målt i faste priser er det strukturelle underskuddet i 2003 anslått til å bli uendret fra 2002. Underskuddet utgjør 3,1 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge begge år. Målt ved den tradisjonelle budsjettindikatoren, har budsjettpolitikken således en nøytral innvirkning på økonomien i inneværende år. Statens reelle underliggende utgifter anslås om lag uendret fra 2002 til 2003. Veksten i kommunesektorens samlede inntekter fra 2002 til 2003 anslås til 2 prosent, eller om lag 4 milliarder kroner. Vi antar at en vesentlig del av dette vil bli brukt til konsum. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn en årlig vekst i det offentlige kjøp av varer og tjenester på om lag  $\frac{3}{4}$  prosent i år,  $1\frac{1}{2}$  prosent i 2004 og  $1\frac{3}{4}$  prosent i 2005. Forutsetningen innebærer at offentlige utgifter som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge vil gå noe ned i år og neste år for så å holde seg om lag uendret i 2005.

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

	Statens petroleumsfond, inngang til året	Forventet avkastning, 4 prosent regel	Strukturelt oljekorrigert underskudd	Strukturelt oljekorrigert underskudd, prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge
2001	386,6	-	33,2	2,8
2002	619,3	25,7	37,6	3,1
2003	604,6	24,2	37,6	3,1
2004	816,1	31,5	37,6	3,0
2005	984,4	36,6	37,6	3,0
2006	1136,3	40,7	40,7	3,2
2007	1281,4	44,3	44,3	3,4
2008	1424,0	47,4	47,4	3,6
2009	1565,7	50,2	50,2	3,8
2010	1689,4	52,2	52,2	3,9

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2003

Tabell 9 Beregningstekniske forutsetninger

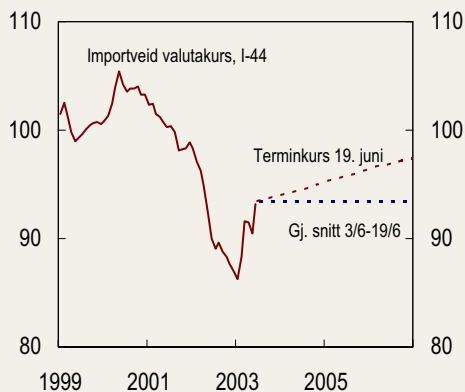
Historisk utvikling		I-44 <sup>1)</sup>		Foliorente	
1996		99,6		4,5	
1997		99,2		3,4	
1998		101,7		5,5	
1999		100,4		6,3	
2000		103,3		6,2	
2001		100,2		7,0	
2002		91,6		6,7	
2002	1.kv	97,3		6,5	
	2.kv	92,5		6,5	
	3.kv	89,1		7,0	
	4.kv	87,7		6,9	
2003	1.kv	88,7		6,0	
Beregningstekniske forutsetninger i to alternative scenarier for pengepolitikken		Konstant kurs	Terminkurs	Konstant rente	Basert på terminrenter <sup>2)</sup>
2003	2.kv	91,8	91,8	5,1	5,1
	3.kv	93,5	93,7	4,0	3,2
	4.kv	93,5	93,9	4,0	3,1
2004	1.kv	93,5	94,2	4,0	3,2
	2.kv	93,5	94,5	4,0	3,4
	3.kv	93,5	94,8	4,0	3,5
	4.kv	93,5	95,2	4,0	3,6
2005	1.kv	93,5	95,5	4,0	3,7
	2.kv	93,5	95,8	4,0	3,8
	3.kv	93,5	96,1	4,0	3,8
	4.kv	93,5	96,4	4,0	3,9

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 19. juni. Vi har trukket 0,25 prosentpoeng fra terminrentene for å få et uttrykk for forventet foliorente.

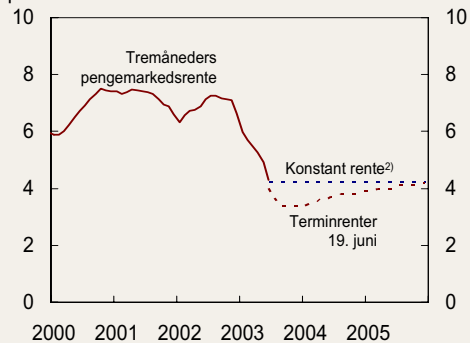
Kilde: Norges Bank

Alternative forutsetninger for kronkursen (I-44).  
Terminkurs og stabil kurs lik gjennomsnittet 3/6-19/6  
(I-44= 93,5). Indeks.



Kilde: Norges Bank

Alternative forutsetninger for pengemarkedsrenten.  
Terminrenter<sup>1)</sup> og forutsetning om en foliorente på 4 prosent<sup>2)</sup>.



<sup>1)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente til og med mai 2003. Tremåneders terminrenter er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 19. juni

<sup>2)</sup> Pengemarkedsrenten ligger normalt ¼ prosentpoeng over foliorenten

Kilde: Norges Bank

Tabell 10 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser med en foliorente på 4 prosent og valutakurs lik gjennomsnittet fra 3.- 19. juni.

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)		
	2002	2002	Anslag		
	2002	2002	2003	2004	2005
<b>Realøkonomi</b>					
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1)</sup>	1211	2,1	1	2½	3¼
- Privat konsum	685	3,6	3	3½	3½
- Offentlig konsum	332	3,2	¾	1½	1¾
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	193	-4,6	-5½	1¼	4
Oljeinvesteringer <sup>2)</sup>	53	-4,6	15	0	0
Eksport av tradisjonelle varer	200	1,3	-2½	-¼	2¼
Import	415	1,7	1½	1	3¾
BNP Fastlands-Norge <sup>3)</sup>	1207	1,3	1	2	2½
<b>Arbeidsmarkedet</b>					
Sysselsetting		0,2	-¾	0	½
Arbeidsstyrke, AKU		0,7	0	¼	½
Registrert ledighet (rate)		3,2	4¼	4½	4½
AKU-ledighet (rate)		3,9	4½	5	5
<b>Priser og lønninger</b>					
KPI <sup>4)</sup>		1,3	2¼	1¼	2
KPI-JAE <sup>5)</sup>		2,3	1¼	1¾	2
Årslønn <sup>6)</sup>		5,7	4½	4	4½

Tabell 11 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser med terminrente og terminkurs

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)		
	2002	2002	Anslag		
	2002	2002	2003	2004	2005
<b>Realøkonomi</b>					
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1)</sup>	1211	2,1	1¼	3½	3¾
- Privat konsum	685	3,6	3¼	4½	4¼
- Offentlig konsum	332	3,2	¾	1½	1¾
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	193	-4,6	-5	3	5¼
Oljeinvesteringer <sup>2)</sup>	53	-4,6	15	0	0
Eksport av tradisjonelle varer	200	1,3	-2	1	2½
Import	415	1,7	2	2¼	4¼
BNP Fastlands-Norge <sup>3)</sup>	1207	1,3	1	2½	3
<b>Arbeidsmarkedet</b>					
Sysselsetting		0,2	-¾	¼	¾
Arbeidsstyrke, AKU		0,7	0	½	½
Registrert ledighet (rate)		3,2	4¼	4½	4¼
AKU-ledighet (rate)		3,9	4½	5	4¾
<b>Priser og lønninger</b>					
KPI <sup>4)</sup>		1,3	2¼	1½	2½
KPI-JAE <sup>5)</sup>		2,3	1¼	2	2½
Årslønn <sup>6)</sup>		5,7	4½	4½	5

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

2) Utvinning og rørtransport

3) Anslagene er ikke korrigeret for svingninger i kraftproduksjon. I 2003 bidrar kraftproduksjon til å trekke ned BNP-veksten med anslagsvis ½ prosentpoeng.

4) Ikke korrigeret for innføring av maksimalpris på barnehageplasser.

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

6) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger.

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

