

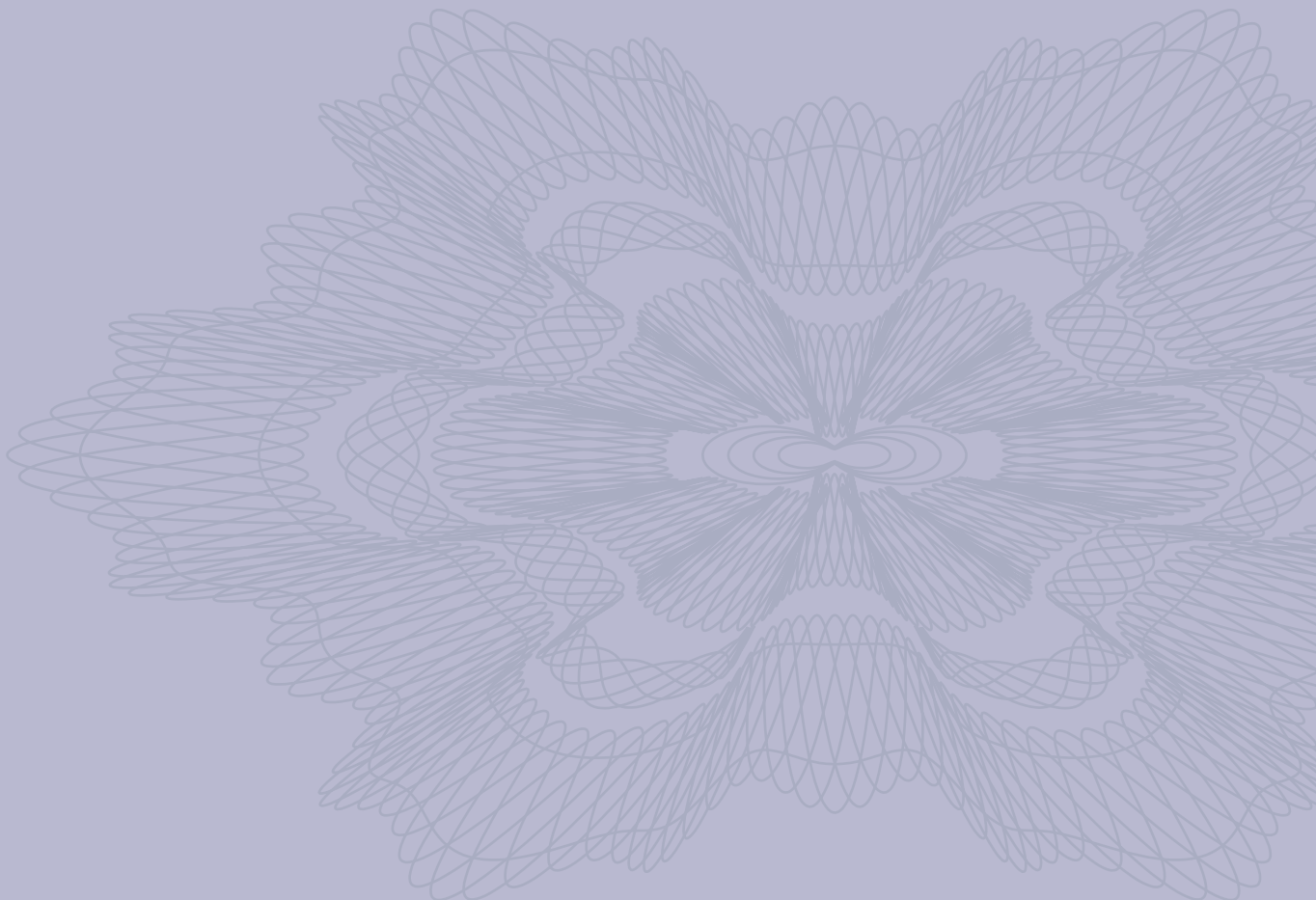
Norges Banks rapportserie  
Nr. 1-2003



# Inflasjonsrapport

1  
03

m a r s



Inflasjonsrapporten kommer ut tre ganger i året og utgjør sammen med rapportene om finansiell stabilitet Norges Banks rapportserie. Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside: [www.norges-bank.no](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. 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 en 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. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding.



# Inflasjonsrapport 1/03

Forord	7
Sammendrag	8
1. Utviklingen den siste tiden	10
2. Den internasjonale utviklingen	18
3. De økonomiske utsiktene i Norge	22
4. Inflasjonsanslag	28
<b>Utdypinger</b>	
Faktorer bak utviklingen i kronekursen	37
Produksjonsgap	40
Importert prisvekst og valutakurs – erfaringer fra Storbritannia	42
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2001 og 2002	44
<b>Vedlegg</b>	
Regionalt nettverk	47
Strateginotat 3/02	53
Statistikk	61
Detaljerte anslag og forutsetninger	67

Redaksjonen avsluttet 28. februar 2003



# Forord

## *Gradvise lettelser*

I løpet av høsten og vinteren er det blitt klart at utviklingen i internasjonal økonomi er svakere enn vi og mange andre hadde ventet. Flere sentralbanker har reagert med å sette rentene ytterligere ned. Rentene i USA og Europa er usedvanlig lave.

Norsk økonomi er ikke upåvirket av det som skjer rundt oss. Arbeidsledigheten har økt, først og fremst innenfor tjenesteytende næringer. Det er utsikter til forverringer for industrien. Høy lønnsvekst tvinger fram kostnadsreduksjoner og nedbemanninger i mange næringer og i kommunene.

Inflasjonen i 2002 endte – med 2,3 prosent – nær inflasjonsmålet, men har ligget noe lavere de siste månedene. Det er særlig den sterke kronekursen som har bidratt til lav prisvekst. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester preges av at lønnsveksten i Norge har ligget vesentlig høyere enn i de landene vi konkurrerer med. Lønnsveksten tok seg ytterligere opp i fjor, selv i de delene av næringslivet hvor lønnsomheten var betydelig svekket. En utvikling der lønnsveksten ikke reagerer på utsiktene i arbeidsmarkedet, kan gi betydelige realøkonomiske kostnader.

Utviklingen det siste året viser at pengepolitikken virker, og at inflasjonen kan holdes lav og stabil også i perioder med sterk kostnadsvekst innenlands. For at også den realøkonomiske utviklingen skal bli tilfredsstillende over tid, må imidlertid reallønnsveksten tilpasses den underliggende produktivitetsveksten.

I denne inflasjonsrapporten presenterer vi to ulike utviklingsbaner for norsk økonomi. I den ene banen holdes stramheten i pengepolitikken uendret. Da blir inflasjonen lavere enn målet de neste årene. I en alternativ bane er det lagt inn pengepolitiske lettelser i tråd med forventningene hos markedsaktørene. Da vil det være utsikter til at inflasjonen tar seg opp og kommer over inflasjonsmålet.

Vi må være forberedt på at den faktiske utviklingen kan komme til å avvike fra begge disse banene. Norges Bank vil løpende vurdere utviklingen i internasjonal økonomi, i norsk økonomi og i kronekursen, og sette renten med sikte på at inflasjonsmålet skal bli nådd. Slik vi nå ser det, ligger det an til gradvise lettelser i pengepolitikken.

Jarle Bergo  
3. mars 2003

# Sammen drag

Vekstutsiktene internasjonalt er ytterligere svekket siden forrige inflasjonsrapport. Det er ikke klare tegn til snarlig selvdrevert oppgang. Utsiktene i Japan er svake. De store økonomiene på det europeiske kontinentet – særlig den tyske – stagnerer. Økt usikkerhet om vekstutsiktene har bidratt til å svekke konsumentenes tro på fremtiden og næringslivets vilje til å investere. Vi venter fortsatt at veksten internasjonalt gradvis tar seg opp mot et mer normalt nivå, men oppgangen er skjøvet ut i tid. Vi kan imidlertid ikke utelukke at verdensøkonomien står foran en ganske lang periode med stagnasjon. De lave rentene i USA og Europa er et uttrykk for denne risikoen.

Også utviklingen i norsk økonomi ser ut til å kunne bli svakere enn hva vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Til tross for at renten er satt ned og at statsbudsjettet stimulerer aktiviteten, har den samlede økonomiske politikken vært stram som følge av at kronen har vært sterk. Flere år med svekket konkurranseevne vil virke dempende på veksten fremover. Norske industriledere har fått et mer pessimistisk fremtidssyn de siste månedene. Vi venter en betydelig reduksjon i industrisysselsettingen. Det vil få ringvirkninger for det øvrige næringslivet. Den svake utviklingen i enkelte tjenesteytende næringer i Norge har vart ved lenger enn vi tidligere har lagt til grunn. Høy lønnsvekst har redusert etterspørselen etter arbeidskraft også i offentlig sektor.

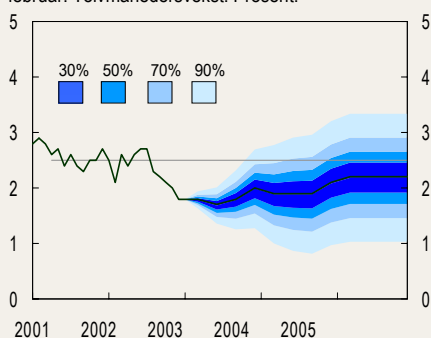
Husholdningenes inntektsvekst vil trolig avta i år og neste år, dels som følge av svak utvikling i sysselsettingen og dels som følge av lavere lønnsvekst. Den kraftige økningen i strømprisene har redusert den disponible realinntekten. Husholdningenes finansielle stilling er fortsatt god. Økt usikkerhet i arbeidsmarkedet vil likevel bidra til større forsiktighet blant husholdningene. Forventningene til både egen og landets økonomi har falt i løpet av det siste halve året. Rentenedgangen i vinter vil bidra til å stimulere husholdningenes etterspørsel fremover og dempe de negative virkningene av økte strømpriser og større usikkerhet. Det private konsumet kan likevel komme til å utvikle seg svakere i år enn tidligere anslått.

Det nærmeste året vil den underliggende prisveksten preges av at kronekursen har vært sterk. Til tross for høy lønnsvekst vil veksten i KPI-JAE med stor sannsynlighet ligge mellom 1½ og 2 prosent fram til sommeren. Denne utviklingen har vært ventet siden i fjor sommer. Prisstigningen etter dette avhenger blant annet av lønnsutviklingen, av utviklingen i kronekursen og av renten.

Som en beregningsteknisk forutsetning legger vi i referansebanen til grunn en konstant foliorente på 5½ prosent og en konstant kronekurs lik gjennomsnittet for



**Figur 1** Konsumprisvekst<sup>1)</sup>. Anslag og usikkerhet med en foliorente på 5½ prosent og kronkurs lik gjennomsnittet for februar. 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

den siste måneden. Med disse forutsetningene om rente og kronkurs vil veksten i økonomien være lavere enn veksten i produksjonskapasiteten. Det vil kunne bidra til å redusere veksten i lønningene. Holder kronkursen seg sterk, vil prisfallet på de importerte konsumvarene trolig fortsette. Mot slutten av året vil imidlertid effektene på prisveksten av en sterk kronkurs gradvis begynne å bli mindre, og prisveksten vil trekke noe opp. Betinget av forutsetningene for rente og valutakurs vil prisveksten trolig holde seg lavere enn inflasjonsmålet innenfor vår vurderingshorisont. Veksten i KPI-JAE anslås da å komme opp mot 2¼ prosent på to års sikt, se figur 1.

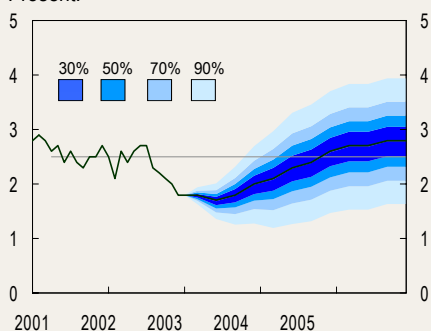
Utviklingen i kronkursen er usikker. Ved utgangen av februar hadde kursen svekket seg med 5 prosent fra det sterkeste nivået i januar. Den importveide kronkursen var dermed om lag 2¼ prosent svakere enn lagt til grunn i referansebanen. Svekkelsen kan ses i lys av forventninger om svakere utvikling i norsk økonomi, slik det er kommet til uttrykk i rentenedsettelsene i vinter og forventninger om ytterligere rentenedgang.

I markedet for fremtidig levering av valuta er det priset inn en fortsatt svekkelse av kronen. Terminkursen for norske kroner indikerer en svekkelse på rundt 7 prosent fram til utgangen av 2005 sammenliknet med hva som er lagt til grunn i referansebanen i denne rapporten. I finansmarkedene er det priset inn en styringsrente ned mot 4¼ prosent ved utgangen av året.

I denne rapporten belyser vi derfor også en mulig utviklingsbane for norsk økonomi dersom renten settes ytterligere ned og kronkursen svekkes i tråd med terminkursen. Et fortsatt rentefall kan bidra til mer optimisme og økt kjøpekraft i husholdningene. Konsumveksten vil da kunne holde seg oppe. En svakere krone kan bidra til mindre avskalling av konkurranseutsatt virksomhet. Ringvirkningene til det øvrige næringslivet kan bli mindre. Skulle utsiktene for arbeidsmarkedet snu før hovedoppgjøret i 2004, er det en risiko for at lønnsveksten vil holde seg oppe nær veksttakten fra de siste årene. I kombinasjon med at prisveksten på importerte konsumvarer raskere tar seg opp, vil veksten i KPI-JAE i dette alternativet kunne bli høyere enn inflasjonsmålet på to års sikt, se figur 2.

Markedets forventninger til lavere rente og en svekkelse av kronen kan springe ut av et mer pessimistisk syn på utviklingen i norsk og internasjonal økonomi enn det som kommer til uttrykk i denne rapporten. En annen mulig tolkning kan være at markedsaktørene har et mer optimistisk syn på hvor raskt lønnsveksten reagerer på utsiktene.

**Figur 2** Konsumprisvekst<sup>1)</sup>. Anslag og usikkerhet med terminrente og terminkurs. 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

# 1 | Utviklingen den siste tiden

## 1.1 Den økonomiske situasjonen

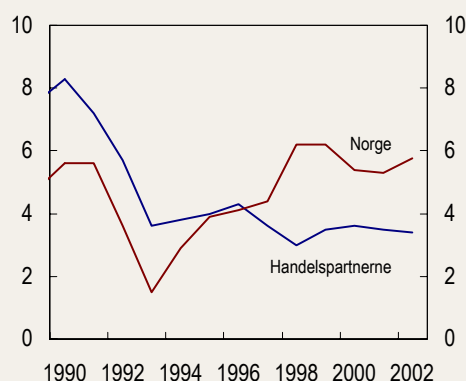
Norsk økonomi har de siste årene vært preget av knapphet på realressurser og sterk innenlandsk kostnadsvekst. Siden 1996 har veksten i lønnskostnadene i Norge vært vesentlig høyere enn blant våre handelspartnere. Årslønnsveksten i fjor kan anslås til 5¾ prosent. Reallønnsveksten ble den høyeste på nesten 30 år. Over flere år har boligprisene økt kraftig, og husholdningene har lånt mye. Det har vært ført en forholdsvis stram pengepolitikk. Kronekursen har styrket seg. Realrenten økte i 2000 og lå deretter noe høyere enn gjennomsnittet de siste tretti årene. Etter rentenedsettelsene i vinter er realrenten ikke spesielt høy. Pengepolitikken er stram gjennom en sterk kronekurs.

Norsk økonomi har vært ute av fase med utviklingen hos handelspartnere. Veksten internasjonalt har vært lav og godt under vekstpotensialet. Aksjekursene på børser verden over har falt siden midten av 2000. De svake utsiktene er blitt møtt med en ekspansiv pengepolitikk. Rentene hos våre handelspartnere er nå historisk lave. I USA har de ikke vært lavere siden tidlig på 1960-tallet. Det ser ikke ut til at rentene i USA og Europa skal gå opp med det første.

Utviklingen gjennom vinteren og våren i fjor kunne tyde på at veksten internasjonalt var på vei opp igjen. Aksjemarkedene og langsiktige renter gikk opp, se figur 1.3. Aksjemarkedene falt imidlertid kraftig igjen gjennom sommeren i fjor. Det bidro til å forsterke sannsynligheten for en dypere og mer vedvarende nedgangskonjunktur. Siden da har verdens aksjemarkeder fortsatt nedturen. Anslagene for veksten blant handelspartnere er gradvis blitt nedjustert. Det er frykt for nedgang i toneangivende land som USA, Tyskland og Frankrike. Japansk økonomi har lenge vært i nedgang med deflasjon. Samtidig er den internasjonale politiske usikkerheten stor, med frykt for krig i Irak. Det preger internasjonale finansmarkeder og enkelte råvaremarkeder. Oljeprisen er over 30 USD per fat. Prisen på gull har steget betydelig.

Pengepolitikken i Norge fikk gradvis sterkere innstrammende effekt da rentene ute falt og interessen for norske kroner økte. Den norske kronen styrket seg kraftig fram til januar i år, se figur 1.4. Styrkingen var særlig markert i fjor vår. I tillegg til høy og økende renteforskjell bidro svake aksjemarkeder internasjonalt, krigsfrykt og vedvarende høy oljepris til kronestyrkingen, se utdyping side 37. Etter rentenedsettelsene i desember og januar snudde utviklingen i kronekursen. I februar svekket kronen seg markert. Seks år med en vesentlig høyere lønnsvekst enn hos handelspartnere har likevel, sammen med kronekursen, ført til at det konkurranseutsatte næringslivet har fått svekket sin konkurranseposisjon betydelig. Den kostnadsmessige konkurransevnen er vesentlig svakere enn gjennomsnittet fra 1970.

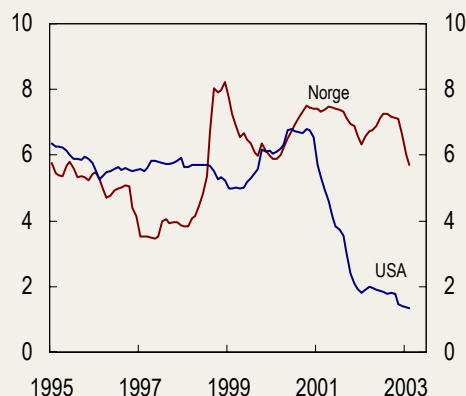
Figur 1.1 Lønnskostnader<sup>1)</sup> i Norge og hos handelspartnere. Vekst i prosent.



<sup>1)</sup> Lønnskostnader per time i industrien

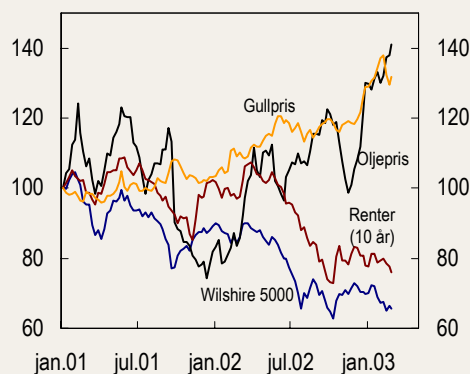
Kilde: Finansdepartementet, TBU og Norges Bank

Figur 1.2 Tremåneders pengemarkedsrenter i USA og Norge.



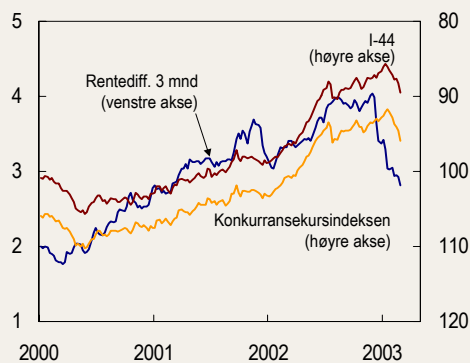
Kilde: EcoWin og Norges Bank

Figur 1.3 Aksjekurser og langsiktige renter i USA, prisen på olje i USD og gullpris. Indeks, uke 1 2001=100. Uketall.



Kilde: EcoWin, The Economist, Wilshire Associates

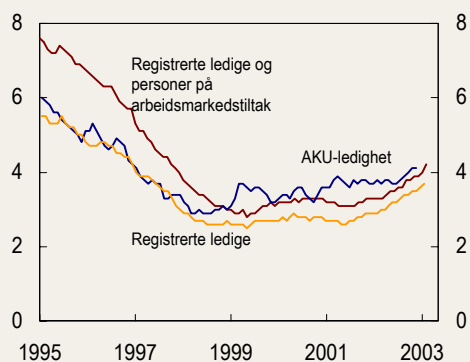
**Figur 1.4** Importvektet valutakurs (I-44), konkurransekursindeksen<sup>1)</sup> og rentedifferanse mot utlandet. Uketall.



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

Kilde: Norges Bank

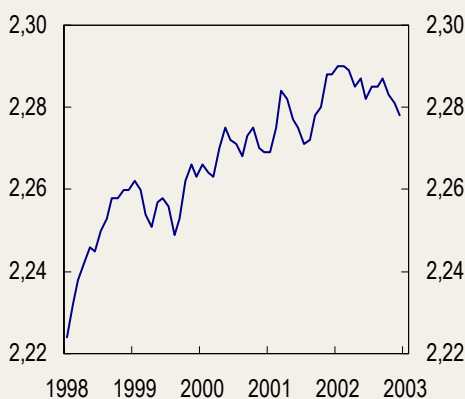
**Figur 1.5** Arbeidsledige (AKU), registrerte arbeidsledige og personer på arbeidsmarkedstiltak. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert<sup>1)</sup>.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet

**Figur 1.6** Sysselsatte personer ifølge AKU. Antall i mill. Sesongjustert.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Den svake internasjonale utviklingen har gitt negative impulser inn i norsk økonomi gjennom sterk kronkurs, fall i aksjemarkedene og lavere etterspørsel rettet mot norsk eksport. Virkningene har kommet gradvis. I første omgang ble forventningene til fremtidig inntjening i enkelte tjenesteytende næringer kraftig nedjustert, spesielt innen IKT-sektoren. Mange bedrifter gikk fra ekspansjon til nedbygging og effektivisering. Overkapasiteten i det som tidligere hadde vært globale vekstnæringer, ble redusert fra 2001. Investeringene falt betydelig. Siden høsten 2001 har arbeidsledigheten steget, for en stor del innenfor IKT-relaterte yrker. Økningen i arbeidsledigheten har så langt vært størst i Oslo og Akershus.

Etter hvert har summen av høy innenlandsk lønnsvekst, en sterk krone og svak vekst i eksportmarkedene presset lønnsomheten i deler av næringslivet. Industribedriftene rapporterte om fallende produksjon, sysselsetting og ordreserverer både til eksport- og hjemmemarked i fjerde kvartal 2002. Arbeidsledigheten i industrien har økt betydelig de tre siste månedene. Industrilederne forventer en negativ utvikling i 2003. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk viser at industrien reduserer bruken av varer og tjenester fra norske underleverandører. Dette presser lønnsomheten også i næringer som i utgangspunktet betraktes som skjermet fra direkte internasjonal konkurranse. Utviklingen i næringslivet har i løpet av det siste året ført til overkapasitet innen næringsbygg. Det har bidratt til redusert aktivitet i byggebransjen.

Mens utviklingen i deler av næringslivet har vært svak, har andre deler av næringslivet nytt godt av den sterke kronkursen. Importbedrifter har kunnet øke sin lønnsomhet uten å øke prisene. Etterspørselsveksten fra husholdningene og offentlig sektor har samtidig holdt seg oppe. Selv om staten øker sine bevilgninger markert, er veksten i offentlig tjenesteproduksjon lav. Det skyldes den høye lønnsveksten og vekst i utgiftene i Folketrygden. Bedrifter som selger varer og tjenester til husholdninger rapporterer imidlertid om vekst. Dette blir bekreftet gjennom vårt regionale nettverk, se vedlegg I side 47. Den høye inntektsveksten i fjor bidro som ventet til kraftig vekst i privat konsum utover høsten. Husholdningenes forventninger til den økonomiske utviklingen ble betydelig redusert i fjerde kvartal i fjor og ytterligere redusert i første kvartal i år. Strømprisene økte kraftig i desember og januar og bidrar til lavere reell inntektsvekst. Kredittveksten blant husholdninger har avtatt noe de siste månedene, men er fortsatt over 10 prosent på årsbasis. Boligprisene synes å flate ut.

Den økonomiske veksten i Fastlands-Norge er nå lavere enn trendveksten. BNP for Fastlands-Norge økte med 1,3 prosent de første tre kvartalene i fjor sammenliknet med samme periode året før. Veksten i fjerde kvartal i fjor var trolig lav. Industriproduksjonen har falt de siste tre mæne-

dene. Samlet sysselsetting er lavere enn for ett år siden, se figur 1.6. Arbeidsledigheten har nå økt for de fleste yrkesgrupper og i store deler av landet. Justert for normale sesongvariasjoner var den registrerte arbeidsledigheten 3,7 prosent i februar, 0,8 prosentpoeng høyere enn for ett år siden. Presset på realressursene i norsk økonomi er i ferd med å avta. Produksjonsgapet, slik vi har beregnet det, er i ferd med å lukkes, se figur 1.7 og utdyping side 40.

## 1.2 Konsumprisveksten

### Lavere underliggende prisvekst

Den underliggende prisveksten har avtatt siden i fjor sommer. Tolvmånedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,8 prosent i januar mot 2,7 prosent på det høyeste i juni og juli i fjor, se figur 1.8. Prisveksten har avtatt både for importerte konsumvarer og for norskproduserte varer og tjenester.

Figur 1.9 viser prisveksten på norskproduserte varer og tjenester fordelt på undergrupper. Prisveksten på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor har holdt seg høy og vokser om lag på linje med lønnsveksten. Prisene på helsetjenester har steget med over 5 prosent det siste året. Forsikringstjenester har steget med nesten 7 prosent. Prisen på håndverkstjenester har økt med 4,7 prosent det siste året.

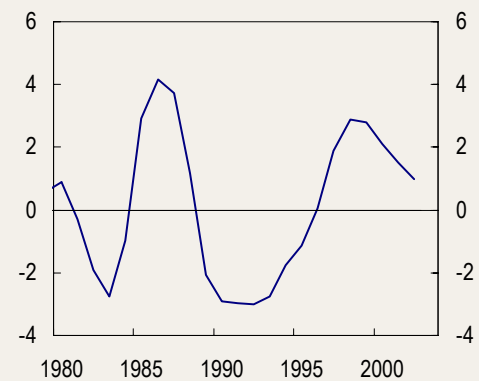
Prisveksten på andre tjenester har avtatt. I løpet av det siste året har tolv månedersveksten i konsumprisene på tjenester der lønn ikke er en dominerende kostnadsfaktor gått ned fra over 4 prosent til under 2 prosent. Det er særlig billigere flyreiser som har trukket ned prisveksten på denne tjenestegruppen. Prisene på flyreiser var om lag 15 prosent lavere i januar i år enn for ett år siden. Prisfallet kan i stor grad tilskrives avgiftslettelser og økt konkurranse i luftfarten.

Husleiene, som utgjør 17 prosent av KPI, har også vist avtakende vekst siden i sommer, etter at veksten økte i første halvår. Boligprisveksten var høy i 2001 og i første halvdel av fjoråret, men stagnerte noe utover høsten. Denne utviklingen kan ha påvirket leiemarkedet. I januar var tolv månedersveksten i husleiene 3,9 prosent.

Prisene på importerte konsumvarer var i januar 2,2 prosent lavere enn for ett år siden. Dette prisfallet er noe mindre enn forventet basert på erfaringer for gjennomslaget fra kronkurs til importert prisvekst. Prisutviklingen på ulike importerte konsumvarer varierer betydelig, se figur 1.10.

Prisene på klær og sko har sunket siden 1995. Prisfallet det siste året kan sannsynligvis ikke tilskrives valutakursen alene. Tekstilindustrien har lenge vært preget av økt globalisering. Rammebetingelsene for import fra u-land og

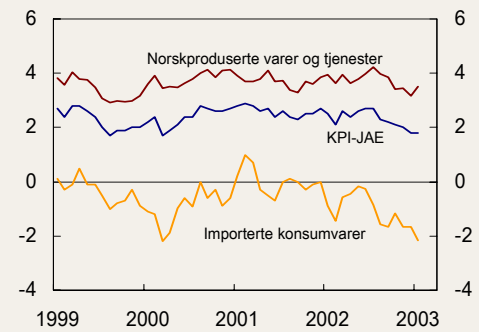
Figur 1.7 Produksjonsgapet<sup>1)</sup> i norsk økonomi. 1980-2002.



<sup>1)</sup> Se utdyping s. 40.

Kilde: Norges Bank

Figur 1.8 Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Totalt<sup>1)</sup> og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent.

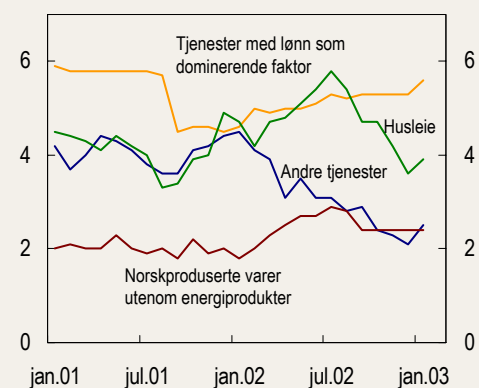


<sup>1)</sup> Norges Banks beregninger fram til og med juli 2000, deretter publiserte tall fra SSB

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

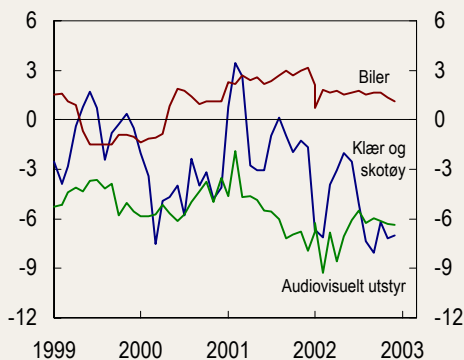
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 KPI-JAE. Norskproduserte varer og tjenester. Tolvmånedersvekst. Prosent.



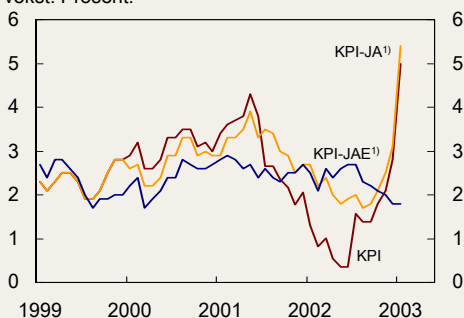
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.10** Konsumpriser på noen importerte konsumvarer justert for avgiftsendringer. Tolvmånedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.11** Konsumprisene. Totalt og justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Tolvmånedersvekst. Prosent.

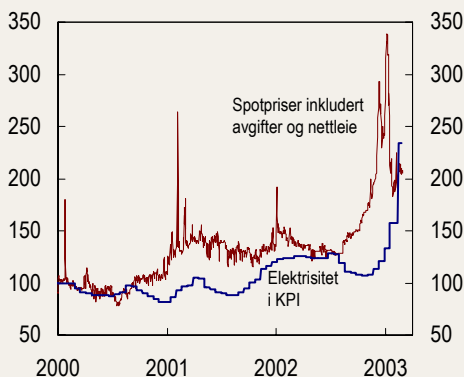


KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer  
KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

<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 1.12** Elektrisitetspriser. Indeks. 1. januar 1998= 100.



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

fremvoksende økonomier er blitt vesentlig forbedret. Vi har fått en vridning av importen fra høykostland til lavkostland. Dette har ført til reduserte innkjøpskostnader for norske importører. Tollsatsene på klær er fortsatt under nedtrapping. Prisene på klær og sko var i januar i år 6,7 prosent lavere enn for ett år siden. Prisene på audiovisuelt utstyr har falt med 6,2 prosent i samme periode. Stadige forbedringer i teknologien og sterk konkurranse har ført til at prisene på disse varene har falt i internasjonale markeder. Styrkingen av valutakursen har kommet på toppen av internasjonale konkurranseforhold. Samlet sett har prisene på disse varene reagert omtrent som forventet på kronestyrkingen.

Nybilprisene i Norge har i liten grad vært preget av den kraftige kronestyrkingen. Kursgevinsten av kronestyrkingen har i stor grad tilfalt produsentene og/eller importørene av biler. Økt privatimport har medført tap av markedsandeler for de norske importørene. Denne konkurransen har trolig bidratt til at importører av enkelte bilmerker nylig har redusert eller varslet en viss reduksjon i prisene på nye biler. Det ser dermed ut til at prisene vil gå ned, men senere enn vi hadde forventet. I Storbritannia tok det også tid før bilprisene falt etter den kraftige styrkingen av pundet i 1996/97, se egen utdyping side 42.

Kronestyrkingen ser heller ikke ut til å ha redusert prisene på importerte alkoholvarer som vin og brennevin. Korrigert for avgiftslettelse har prisene på alkoholvarer holdt seg om lag uendret det siste året.

### *Kraftig økning i strømprisene har trukket veksten i KPI opp*

Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen inkludert avgifter og energivarer (KPI) har tiltatt kraftig de siste månedene, se figur 1.11. I januar var konsumprisindeksen 5,0 prosent høyere enn for ett år siden. Så sent som i november i fjor var tolvmånedersveksten nede i 2,1 prosent. Den økte veksten i KPI skyldes i sin helhet utviklingen i elektrisitetsprisene. En høst med lite nedbør og vannbeholdning i kraftanleggene langt under normale nivåer ga en markant økning i elektrisitetsprisene mot slutten av 2002 og inn i 2003. I desember var elektrisitetsprisene i KPI om lag 28 prosent høyere enn på samme tid i 2001. I januar økte tolvmånedersveksten til over 80 prosent. Spotprisene på Nord Pool var på sitt høyeste nivå den første uken i januar i år. Da denne rapporten gikk i trykken hadde spotprisen falt med omtrent 50 prosent siden begynnelsen av januar. Prisnivået var likevel betydelig høyere enn normalt på denne tiden av året. Det er forventet at strømprisene vil falle, men holde seg over normalnivået en stund fremover. Tolvmånedersveksten i KPI vil trolig falle i februar.

### 1.3 Finansmarkedene

De internasjonale aksjemarkedene har utviklet seg svakt siden forrige inflasjonsrapport. Børsindeksene har falt betydelig siden midten av januar. Utviklingen på Oslo Børs har vært i tråd med den internasjonale utviklingen. Siden årsskiftet har hovedindeksen falt med nær 12 prosent, se figur 1.13.

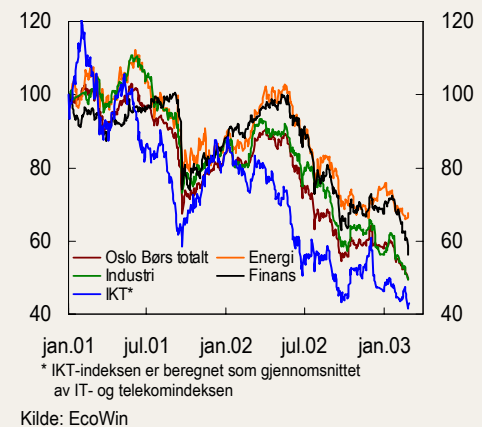
Indikatoren for publikums innenlandske bruttogjeld (K2) vokste med 9,1 prosent de siste tolv månedene fram til utgangen av januar, mot 8,9 prosent i desember. For bedriftene falt tolv månedersveksten fra 7,6 prosent i desember til 7,4 prosent i januar, se figur 1.14. Kredittveksten til husholdningene har avtatt de siste månedene, men veksttakten er fortsatt tosifret. Tolv månedersveksten i husholdningenes innenlandske bruttogjeld var 10,6 prosent ved utgangen av januar. Husholdningenes kredittvekst er høyere enn veksten i deres disponible inntekter. Det betyr at brutto gjeldsgrad fortsetter å øke. Samtidig synes boligprisene å flate ut. Tolv månedersveksten i pengemengden (M2) var 6,2 prosent ved utgangen av januar, mot 8,2 prosent fram til utgangen av desember.

I desember og januar satte Norges Bank ned styringsrenten med til sammen 1 prosentpoeng, se figur 1.15. Siden forrige inflasjonsrapport har tre måneders pengemarkedsrente falt med 1½ prosentpoeng. Også internasjonalt har kortsiktige renter falt siden forrige inflasjonsrapport. Styringsrenten er blitt redusert i USA, euroområdet, Storbritannia, Danmark og Sverige. Renteforskjellen mot våre handelspartnere har likevel falt. Målt ved tremånedersrenter har rentedifferansen gått ned fra 3,9 prosent ved utgangen av oktober i fjor til 2,8 prosent ved utgangen av februar i år.

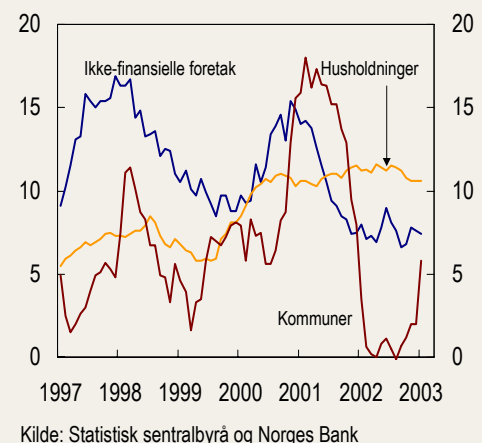
Terminrenter beregnet på grunnlag av avkastningskurven i penge- og obligasjonsmarkedet kan gi uttrykk for forventet rente i årene fremover. Siden forrige inflasjonsrapport har de beregnede terminrentene i Norge falt betydelig, se figur 1.16. Det indikerer at markedet har nedjustert sine forventninger til utviklingen i norsk økonomi. Terminrentene faller til om lag 4½ prosent fram mot midten av 2004, for deretter å stige og stabilisere seg på rundt 5¾ prosent på 10 års sikt.

På lang sikt, opp mot ti år fram i tid, kan terminrenteforskjellen mellom Norge og Tyskland uttrykke forskjeller i forventet inflasjon pluss en risikopremie for å plassere i norske obligasjoner. Siden forrige inflasjonsrapport har terminrenten i Norge på ti års sikt falt mer enn tilsvarende renter i Tyskland. Den lille forskjellen mellom norske og tyske terminrenter kan tyde på at det er tillit til at inflasjonsmålet nås. Dersom det ikke var slik tillit, ville forskjellen i terminrentene trolig vært langt høyere.

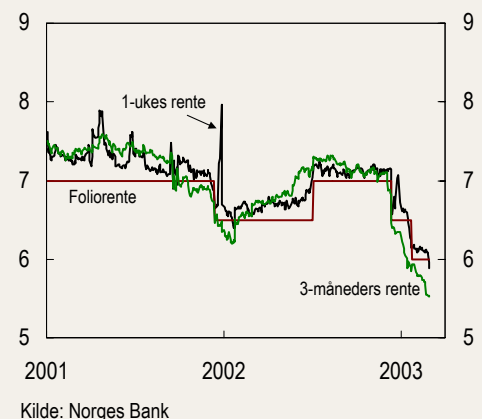
**Figur 1.13** Utviklingen i delindekser ved Oslo Børs Dagstall, 01.01.01 – 27.02.03. Indeks. 01.01.01=100.



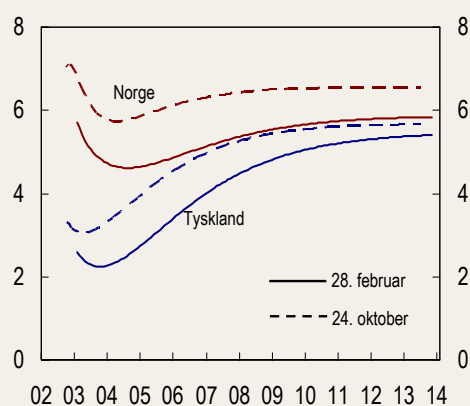
**Figur 1.14** K2 etter låntakersektor. Tolv månedersvekst. Prosent.



**Figur 1.15** Norges Banks foliorente og korte markedsrenter. Nominelle markedsrenter. Dagstall, 01.01.01 – 28.02.03.



**Figur 1.16** Terminrenter i Norge og Tyskland.  
Beregnete framtidige kortsiktige renter 2002-2013.



Kilde: Norges Bank

Renteforskjellen er en viktig årsak til styrkingen av kronen de siste to årene. Selv om foliorenten ble redusert med 0,5 prosentpoeng 11. desember i fjor, fortsatte kronen å styrke seg fram mot årsskiftet. Ved utgangen av fjoråret var den importveide kronekursindeksen (I-44) om lag 3 prosent sterkere, og konkurransekursindeksen (KKI) 2½ prosent sterkere enn da arbeidet med forrige inflasjonsrapport ble avsluttet i oktober i fjor. Foliorenten ble redusert med ytterligere 0,5 prosentpoeng 22. januar. Siden årsskiftet har den effektive kronekursen målt ved både I-44 og KKI svekket seg med nærmere 5 prosent. Kronen har svekket seg mot både USD og euro, men svekkelsen har vært sterkest mot euro.

## 1.4 Pengepolitikken

I inflasjonsrapport 3/02 ble konsumprisveksten to år fram i tid anslått til 2½ prosent. Anslagene var basert på forutsetninger om konstant foliorente på 7 prosent og at den importveide kronekursen ville ligge stabilt på gjennomsnittet for de tre siste månedene. Inflasjonsutsiktene var preget av to motstridende krefter. Høy lønns- og kostnadsvekst ville på den ene siden holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester oppe. På den annen side ville gjennomslaget fra kronestyrkingen gi midlertidig fall i prisveksten på importerte forbruksvarer. Med en slik utvikling som referanse ble det trukket opp en pengepolitisk strategi for de neste fire månedene (fra november i fjor til og med februar i år). Under forutsetning av at kronekursen ikke endret seg vesentlig, ble en foliorente i intervallet 6,5-7,5 prosent ved utgangen av denne perioden sett som rimelig, se Strateginotat 3/02 i vedlegg II på side 54 i denne rapporten.

Vurderingen i oktober var preget av usikkerhet om stramheten i arbeidsmarkedet og kostnadsutviklingen. Tidligere på året hadde lønnsoppgjøret resultert i overraskende høye lønnstillegg. Det var ingen tegn til at lønnsveksten ble lavere utover høsten, og vi ventet en kraftig økning i det private konsumet gjennom høsten. Det var også stor usikkerhet knyttet til den videre utviklingen i kronekursen, til effektene av kronestyrkingen på konsumprisvekst og produksjon og til utviklingen i internasjonal økonomi. Usikkerheten tilsa at en burde gå varsomt frem i rentesettingen. En stor endring i kronekursen kunne tilsi at renten skulle settes utenfor intervallet i strateginotatet. I inflasjonsrapporten ble det pekt på at om utviklingen internasjonalt skulle bli svakere enn vi la til grunn, og rentene ute ble satt ned, ville rentedifferansen mot utlandet øke ytterligere. Det kunne føre til at kronen fortsatte å styrke seg om lag i samme takt som den hadde gjort gjennom høsten. Dersom takten i kursstyrkingen fortsatte, ville kronen ved utgangen av første kvartal i år være rundt 3 prosent sterkere enn det som lå til grunn for anslagene i inflasjonsrapporten og strateginotatet.

En slik utvikling i kronekursen ville bringe prisveksten ned mot 2¼ prosent om to år, anslagsvis ¼ prosentpoeng lavere enn i referansebanen

Det ble ikke fattet vedtak om å endre renten på Norges Banks hovedstyremøte 30. oktober, samme dag som Inflasjonsrapport 3/02 ble lagt frem. Med uendret rente så Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli høyere enn 2½ prosent som at den ville bli lavere.

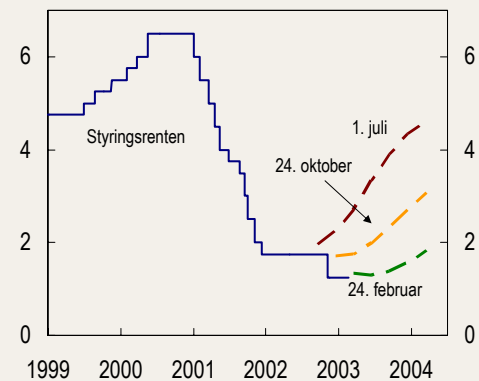
I november og fram mot midten av desember lå kronen gjennomgående 1½-2 prosent sterkere enn kursforutsetningen i referansebanen. Det var gradvis kommet tegn til dårligere utsikter for utviklingen i internasjonal økonomi. Styringsrentene ble satt ned i USA, euroområdet, Danmark og Sverige. Også i Norge var det tegn til at aktiviteten kunne bli noe svakere enn ventet i Inflasjonsrapport 3/02. Den sterke økningen i husholdningenes etterspørsel hadde kommet som ventet, men ble avbrutt av en kraftig økning i strømprisene som ville dempe veksten i husholdningenes realinntekter. Husholdningene var blitt mer pessimistiske.

Fra det regionale nettverket fikk Norges Bank rapporter om at mange virksomheter var opptatt av å redusere kostnadene etter det dyre lønnsoppgjøret. Den sterke kronen ville svekke lønnsomheten i eksportindustrien. Det ble rapportert om redusert etterspørsel og fallende lønnsomhet i mange bransjer, selv om bildet var mer positivt for varehandelen og deler av privat tjenesteyting. Veksten i boligprisene så ut til å avta noe. Det var fall i leieprisene på næringseiendom.

Norges Banks hovedstyre besluttet i møtet 11. desember å senke styringsrenten med 0,5 prosentpoeng med virkning fra 12. desember. Utsiktene for utviklingen internasjonalt var nedjustert, og styringsrenten var blitt satt ned i flere land. Kronen hadde fortsatt å styrke seg om lag i samme takt som tidligere på høsten. Det var samtidig utsikter til svakere utvikling i norsk økonomi. Styringsrenten ble etter dette 6,5 prosent. Med en rente på 6,5 prosent så Norges Bank det likevel som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere.

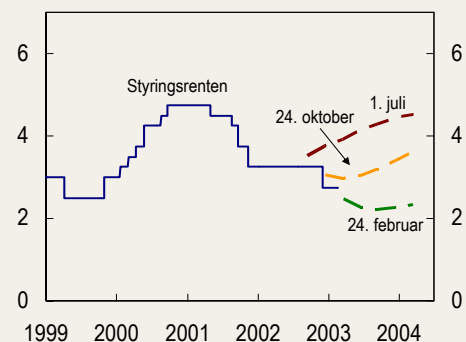
Kronen fortsatte å styrke seg etter dette. Fram mot neste rentemøte 22. januar var kronen om lag 3 prosent sterkere enn forutsatt i referansebanen for inflasjonsrapporten og strateginotatet. Industrilederne var blitt mer pessimistiske. Inntrykket av svak utvikling i verdensøkonomien vedvarte. Forventningene til renteutviklingen internasjonalt var justert kraftig ned i løpet av det siste halve året.

**Figur 1.17** Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente.



Kilde: Norges Bank

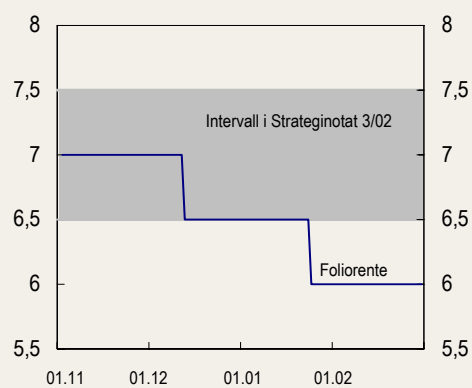
**Figur 1.18** Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente.



Kilde: Norges Bank



**Figur 1.19** Strateginotat 3 2002, intervall for foliorenten ved utgangen av februar 2003 og faktisk utvikling.



Kilde: Norges Bank

I Norge var det fortsatt utsikter til at inflasjonen kunne komme under inflasjonsmålet på to års sikt. På møtet 22. januar besluttet derfor Norges Banks hovedstyre å senke styringsrenten med ytterligere 0,5 prosentpoeng, til 6,0 prosent. Kronkursen ble vurdert å være vesentlig sterkere enn det som lå til grunn for Strateginotat 3/2002. Sammen med nedjusterte vekstutsikter for både norsk og internasjonal økonomi, ble foliorenten på denne bakgrunn satt lavere enn det intervallet for renten som var antydnet i strateginotatet. Norges Bank mente at utviklingstrekkene tilsa utsikter til lav prisstigning fremover. Med en rente på 6,0 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.

## 2 | Den internasjonale utviklingen

Vekstutsiktene internasjonalt er ytterligere svekket siden forrige inflasjonsrapport. Også i år vil veksten hos de fleste av våre viktige handelspartnere bli lavere enn trendveksten. Det er ikke klare tegn til snarlig oppgang. Selv om det var en viss vekst i Japan gjennom fjoråret, er utsiktene for japansk økonomi svake. De store økonomiene på det europeiske kontinentet – særlig den tyske – stagnerer. Økt usikkerhet om vekstutsiktene har bidratt til å svekke konsumentenes tro på fremtiden og næringslivets vilje til å investere. Vi venter fortsatt at veksten internasjonalt gradvis tar seg opp mot et mer normalt nivå, men oppgangen er skjøvet ut i tid. Den amerikanske økonomien, som har vært drivkraften i verdensøkonomien, har tidligere vist seg å være svært fleksibel. Veksten har gjerne tatt seg raskt opp etter korte nedgangsperioder. Mest sannsynlig vil det gjenta seg også nå. Pengepolitikken er lagt om i ekspansiv retning i flere land. Flere sentralbanker har satt de laveste rentene på flere tiår. Det er enkelte tegn til ny oppgang i investeringene.

Vi kan imidlertid ikke utelukke at verdensøkonomien står foran en ganske lang periode med stagnasjon. De lave rentene i USA og Europa er et uttrykk for denne risikoen. I USA var investeringsnivået høyt gjennom oppgangen. Det kan ha skapt overkapasitet i næringslivet. Fallet i aksjeverdiene rammer husholdningenes formuer. Amerikanske husholdninger sparer dessuten lite og er blitt stimulert av lave renter til å bygge opp gjeld. Fall i dollarens verdi kan bidra til økt nettoeksport, men veksten i næringslivet er ennå ikke selvdrevet. Nedgangen i dollarkursen svekker dessuten andre lands eksport. Impulsene fra amerikansk økonomi kan bli svake i flere år fremover.

### *Fortsatt usikkert når investeringsoppgangen kommer*

Fallet i investeringene avtok i løpet av fjoråret i både euroområdet og Storbritannia, se figur 2.2. I Japan økte investeringene gjennom store deler av året, og i USA var det en svak økning i fjerde kvartal. Kapasitetsutnyttelsen i industrien er fortsatt lav i mange land. Investeringene som andel av BNP har falt, selv om nivået fortsatt er relativt høyt i en del land. En betydelig andel av investeringene på 1990-tallet var knyttet til IKT-sektoren og antas å ha relativt kort levetid. Det kan tilsi at investeringene snart vil ta seg noe opp. Samtidig er det fortsatt en viss vekst i etterspørselen i både USA, euroområdet og Storbritannia. Vi legger til grunn at investeringene her vil ta seg noe opp i løpet av året.

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

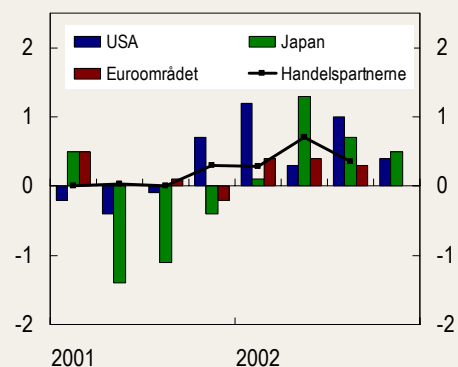
	2003	2004	2005
USA	2½	3½	3
Japan	½	¾	1
Tyskland	½	1½	2¼
Frankrike	1½	2¼	2½
Storbritannia	2¼	2½	2½
Sverige	1¾	2½	2½
Norges handelspartnere <sup>1)</sup>	1½	2¼	2½
Euroområdet <sup>2)</sup>	1¼	2	2½

<sup>1)</sup> Eksportvekter

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

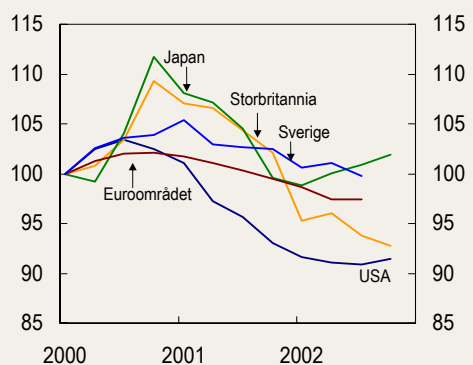
Kilde: Norges Bank

**Figur 2.1** BNP-vekst i USA, Japan og euroområdet. Sesongjustert volumvekst i prosent fra kvartalet før.



Kilde: EcoWin og Norges Bank, BEA, EU-kom., Eurostat, Economic Planning Agency, National Statistics

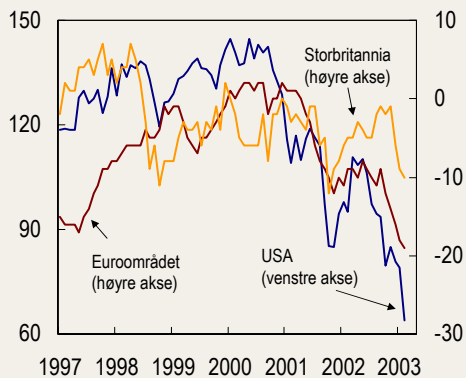
**Figur 2.2** Bruttoinvesteringer i næringslivet. Volumtall<sup>1)</sup>. Indeks 1. kvartal 2000 = 100.



<sup>1)</sup> Tall for Sverige og euroområdet omfatter også boliger

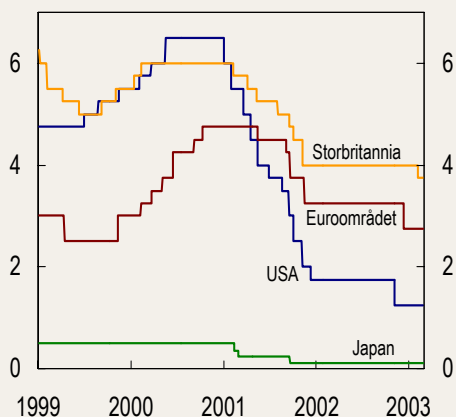
Kilde: EcoWin, US Department of Commerce, National Statistics, ESRI, EUROSTAT og Statistics Sweden

**Figur 2.3** Konsumentenes tillit i USA, Storbritannia og euroområdet. Sesongjustert diffusjonsindeks. Månedstall.



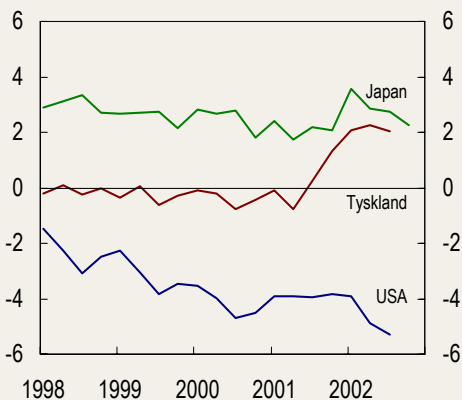
Kilde: European Commission og The Conference Board

**Figur 2.4** Styringsrenter.



Kilde: EcoWin

**Figur 2.5** Driftsbalanse i Japan, Tyskland og USA i prosent av BNP. Kvartalstall.



Kilde: EcoWin

## Moderat vekst i privat forbruk

Husholdningenes disponible realinntekt økte hos de viktigste handelspartnerne i fjor. Svak sysselsettingsutvikling i euroområdet og USA ble mer enn oppveid av reallønnsvekst og, i USA, betydelig skattelette. Dette har gitt rom for en viss vekst i det private forbruket samtidig som sparingen har økt.

Fallet i aksjekursene har likevel trolig lagt en demper på forbruket. Samtidig har stigende boligpriser og fallende boliglånsrenter virket positivt for forbruket i USA og Storbritannia hvor aksjekursfallet trolig har betydd mest.

I USA vil produktivitetsvekst og ytterligere skattelettelse bidra til fortsatt vekst i disponibel realinntekt. Dette vil kunne gi rom for moderat vekst i forbruket selv om lav sparerate og usikkert arbeidsmarked kan tilsi at også sparingen vil øke. Også i euroområdet og Storbritannia synes reallønnsveksten å holde seg oppe og gi rom for fortsatt vekst i det private forbruket. I euroområdet vil riktig nok et svekket arbeidsmarked legge en demper på forbruksveksten. I Storbritannia vil lav ledighet gi fortsatt vekst i forbruket, men lav sparerate tilsier at veksten avdempes. I Japan vil inntektsutviklingen fortsatt bli svak, til tross for økte offentlige overføringer. Forbruksveksten vil forbli svak. I Sverige vil trolig konsumveksten holde seg oppe selv om skattene øker noe. Husholdningenes sparerate er relativt høy, og boligprisene har fortsatt å øke.

## Penge- og finanspolitikken vil stimulere veksten i år, rommet for ytterligere stimulans avtar

Finanspolitikken ventes å gi positive vekstimpulser i USA og Storbritannia i år. Også i Japan vil finanspolitikken gi en viss stimulans, til tross for stort underskudd og høy statsgjeld i utgangspunktet. I euroområdet synes rommet for finanspolitisk stimulans lite, og politikken vil i enkelte land kunne bli innstrammende. De aller fleste land står overfor betydelige utfordringer når det gjelder å dekke inn fremtidige pensjonsforpliktelse. Det er derfor grunn til å vente en viss finanspolitisk tilstramming i 2004 og 2005 dersom veksten skulle ta seg opp. Selv om obligasjonsrentene nå er lave i forhold til hva de har vært de senere tiår, må en anta at de statlige underskuddene og den økende oppmerksomheten omkring statenes langsiktige finansielle utfordringer bidrar til å holde langsiktige renter høyere enn de ellers ville vært.

Styringsrentene er satt ned både i USA, euroområdet, Storbritannia, Sverige og Danmark siden forrige inflasjonsrapport. Dette vil isolert sett gi positive impulser til veksten i år. I USA vil i tillegg en svekket dollar bidra til vekst, mens valutakursbevegelsene vil virke motsatt i euroområdet. I Japan har styringsrenten lenge vært nær null. Sentralbanken har imidlertid tilført likviditet ved kjøp av statsobligasjo-

ner og således også bidratt til at obligasjonsrentene har falt til svært lave nivåer de siste månedene. Det er fortsatt et visst rom igjen for rentereduksjoner i de fleste land. Markedsaktørene venter en liten ytterligere rentereduksjon i både euroområdet, Storbritannia, Sverige og Danmark.

### Internasjonale ubalanser vedvarer

USA fikk et rekordstort underskudd på driftsbalansen i fjor. Det har vært en viss frykt for at det voksende underskuddet skulle bidra til sviktende tillit til amerikansk økonomi og at dette kunne føre til et brått og kraftig fall i dollarkursen. Dollaren falt noe gjennom 2002, og fallet har fortsatt i år. Så langt må kursendringene karakteriseres som moderate og ikke uventede i lys av USAs store og økende underskudd. På kort sikt tilsier svekkelsen av dollaren at underskuddet på USAs driftsbalanse vil øke, men etter noe tid vil svekket dollar og redusert forskjell i veksttakten mellom USA og de andre hovedområdene trolig føre til at underskuddet ikke vil øke i samme takt, og kanskje stabiliseres eller avta noe. Det innebærer at resten av verden ikke lenger vil få den samme drahjelpen fra amerikansk etterspørsel. Selv om euroområdet og Japan kan ventes å få noe hjelp av fortsatt sterk vekst i Øst-Europa og Asia, vil veksten i større grad avhenge av innenlandske faktorer.

### Usikkerhet knyttet til de økonomiske utsiktene

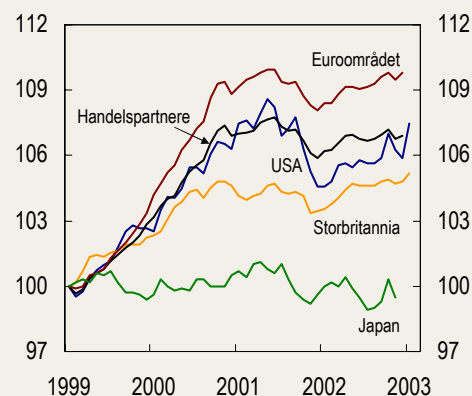
Veksten er svak, og verdensøkonomien er sårbar for nye sjokk. Så lenge situasjonen i Irak er uavklart, vil den ventelig legge en demper på privat etterspørsel både til forbruk og investeringer. Skulle konflikten bli løst raskt uten en krig, kan det bidra til at veksten tar seg opp tidligere enn vi har lagt til grunn. På den annen side kan virkningen av fallet i aksjemarkedene bli større enn vi har lagt til grunn. En eventuell svikt i boligmarkedet i Storbritannia eller USA vil også kunne påvirke økonomien negativt.

### Lav og stabil prisstigning

Betydelig ledig kapasitet og svake vekstutsikter vil gi moderat konsumprisvekst internasjonalt. På den annen side har oljeprisen vært høy en tid. Også andre råvarepriser har steget. Dette har bidratt til at produsentprisene i løpet av fjoråret begynte å stige litt, etter en periode med fall.

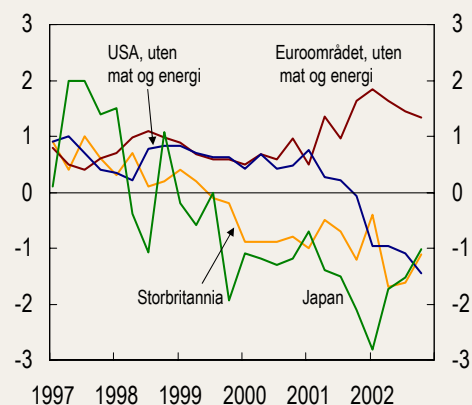
Høy produktivitetsvekst og svak etterspørselsvekst bidrar likevel til at prisstigningen på varer er lav eller negativ. Lønnsveksten synes å holde seg oppe i euroområdet, Storbritannia og USA. Lønnsveksten gjør at prisene på tjenester vil fortsette å stige. I USA vil en svekket dollar bidra til fortsatt pristigning, mens styrkingen av euroen vil dempe prisstigningen i euroområdet. I Japan har lønningene falt mer enn prisene. Etterspørselsbildet er fortsatt svakt, og det er grunn til å vente fortsatt deflasjon.

Figur 2.6 Produsentpriser. Indeksert jan.1999 = 100. Månedstall.



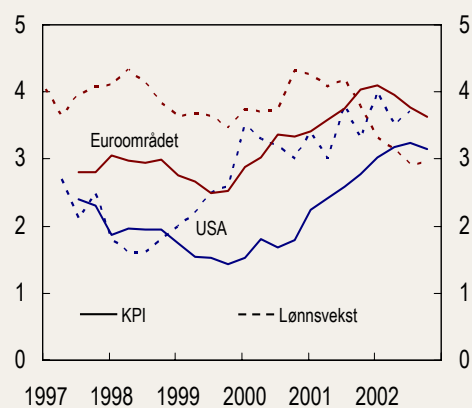
Kilde: Datastream og Norges Bank

Figur 2.7 Prisvekst på varer i KPI. Prosentvis endring fra samme kvartal året før.



Kilde: Datastream

Figur 2.8 Prisvekst på tjenester i KPI og lønnsvekst. Prosentvis endring fra samme kvartal året før.



Kilde: EcoWin og Datastream

**Tabell 2.2** Anslag på konsumprisvekst i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	2003	2004	2005
USA	2¼	2¼	2½
Japan	-½	-½	-¼
Tyskland	1¼	1½	1¾
Frankrike	1¾	1½	2
Storbritannia	2½	2½	2½
Sverige	2½	2	2
Norges handelspartnere <sup>1)</sup>	2	1¾	2
Euroområdet <sup>2)</sup>	1¾	1¾	2

<sup>1)</sup> Importvekter

<sup>2)</sup> Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

Kilde: Norges Bank

Samlet tilsier dette moderat konsumprisvekst i år. Vi forutsetter at oljeprisen vil falle om lag i tråd med markedets forventninger. Dette vil bidra til å dempe prisstigningen de neste årene. Vi venter imidlertid at den økonomiske veksten da vil tilta og redusere omfanget av ledige ressurser. Samlet tilsier dette en nokså jevn konsumprisvekst de nærmeste årene, omtrent på linje med erklærte mål for pengepolitikken i de ulike landene.

### Høy oljepris

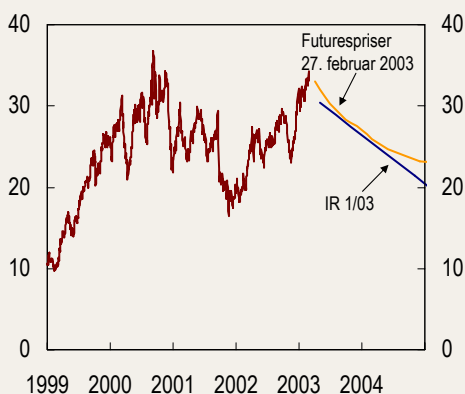
Oljeprisen har de siste ukene ligget over 30 dollar per fat. Oppgangen i oljeprisen siden begynnelsen av desember i fjor skyldes i stor grad forhold på tilbudssiden. Oljeproduksjonen i Venezuela falt kraftig som følge av politiske uroligheter og streik i det statlige oljeselskapet. Økt frykt for militære aksjoner mot Irak har medført forventninger om ytterligere reduksjon i global oljeproduksjon og økt krigspremie i oljeprisen. Høyere oljeetterspørsel så langt denne vinteren, blant annet som følge av kald vinter på den nordlige halvkule, har dette bidratt til reduserte oljelagre i både i USA og i OECD-landene samlet.

Utviklingen fremover avhenger i stor grad av hva som skjer i Irak. Ved en rask avklaring uten store ødeleggelser på oljeinstallasjoner i området vil oljeprisen kunne falle betydelig. Prisfallet kan likevel bli begrenset av behovet for å bygge opp de kommersielle oljelagrene igjen. Dersom en krig trekker ut og viktig infrastruktur blir ødelagt, kan det føre til betydelig knapphet på olje. På kort sikt er det forholdsvis liten ledig kapasitet blant OPEC-landene. Oljelagrene er også lave i utgangspunktet. Begge disse forholdene gjør situasjonen nå forskjellig fra hva den var før Gulf-krigen på begynnelsen av 1990-tallet.

På den annen side vil oppgangen i oljeprisen som følge av militære aksjoner mot Irak ventelig bli moderert av en tidlig frigivelse av strategiske oljelagre i USA og OECD ellers. Men disse lagrene er ikke tilstrekkelige til å kompensere for virkningene på oljeprisen av en omfattende og langvarig krig.

På lengre sikt forutsetter vi at både tilbud og etterspørsel normaliserer seg og at prisen gradvis faller ned mot 20 dollar per fat.

**Figur 2.9** Oljepris Brent Blend. USD per fat. Dagstall.



Kilde: Telerate, IPE og Norges Bank

### 3 | De økonomiske utsiktene i Norge

Fortsatt moderat vekst ute vil bidra til videre avkjøling av norsk økonomi. Effektene av den kraftige svekkelsen av konkurranseevnen vil virke dempende på veksten fremover. Vi venter en betydelig reduksjon i industriysselsestillingen. Det vil få ringvirkninger for det øvrige næringslivet. Finanspolitikken vil være ekspansiv som følge av handlingsregelen for budsjettpolitikken. Sammen med fortsatt økning i privat konsum vil det bidra til vekst i innenlandsk etterspørsel, men anslagene er nedjustert fra forrige inflasjonsrapport.

Som en referanse legger vi beregningsteknisk til grunn en konstant foliorente på 5½ prosent og en konstant kronkurs lik gjennomsnittet for den siste måneden. Med disse forutsetningene om rente og kronkurs er det utsikter til avtakende press i norsk økonomi og et mindre stramt arbeidsmarked. Til tross for at renten er satt ned og at statsbudsjettet stimulerer aktiviteten, har den samlede økonomiske politikken vært stram som følge av den sterke kronen. BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse mindre enn trendmessig vekst, med 1¼ prosent i år og 2 prosent neste år. I 2005 anslås veksten til 2¼ prosent. Etter vår vurdering vil den samlede produksjonen i økonomien, som lenge har vært høy, komme tilbake på et nivå som er mer forenlig med en langsiktig trend i produksjonen. Produksjonsgapet anslås svakt negativt i 2005, se figur 3.1. Arbeidsledighetsraten (AKU) anslås å stige til rundt 4¾ prosent.

#### Bedriftene i Fastlands-Norge

Siden 1996 har kostnadsveksten i Norge vært vesentlig høyere enn blant våre handelspartnere, se figur 3.2. Med det nivået kronkursen var på i gjennomsnitt i februar, hadde konkurranseevnen svekket seg med noe under 22 prosent siden 1996. Av dette bidro en særnorsk kostnadsvekst med knapt 15 prosentenheter, mens sterkere krone bidro med 7½ prosentenheter. I årene rundt årtusenskiftet bidro utviklingen i kronkursen til å skjule denne underliggende svekkelsen i konkurranseevnen. I mai 2000 nådde kronkursen sitt laveste nivå på seks år<sup>1</sup>. Siden da og fram til årsskiftet 2002/2003 styrket kronen seg, og virkningen av den høye lønnsveksten kom etter hvert til syne i bedriftenes regnskaper.

Bedriftenes bruk av kurssikringsavtaler har delvis begrenset konsekvensene av kronestyrkingen så langt. Når disse kontraktene etter hvert utløper, vil nye sikringsavtaler måtte inngås til en vesentlig sterkere kurs. Lønnsomhetsutviklingen

<sup>1</sup>Målt ved månedsgjennomsnitt av importveid valutakurs mot 44 land, var kronen i mai 2000 den svakeste siden mai 1994. Målt ved månedsgjennomsnitt av konkurransekursindeksen var kronen i mai 2000 den svakeste som er registrert siden tallserien starter i januar 1971. For begge indeksene var det imidlertid noen enkelt dager høsten og vinteren 1998 da kronen var svakere enn i mai 2000.

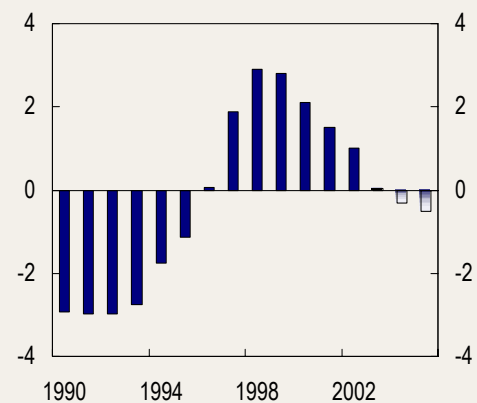
**Tabell 3.1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

	2003	2004	2005
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼	2½	2½
Privat konsum	2¾	3¼	3
Offentlig konsum	¾	2	2
Realinvesteringer	-4	½	2
Bedrifter	-6	-1	1
Boliger	-3	2	5
Offentlig forvaltning	¼	2	2
Oljeinvesteringer	20	0	0
Tradisjonell eksport	-3	-1	2
Import	1	1¼	3½
BNP, Fastlands-Norge	1¼	2	2¼
Sysselsetting	-½	0	½
AKU-ledighet <sup>1)</sup>	4½	4¾	4¾

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

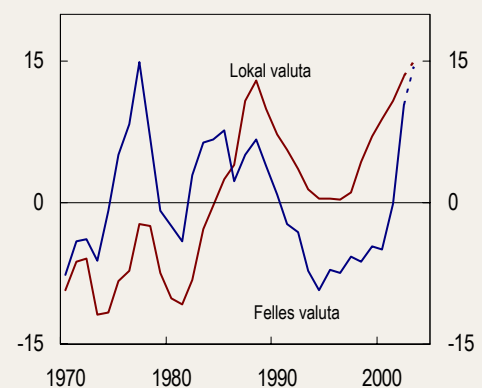
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.1** Produksjonsgapet i norsk økonomi. 1990-2005.



Kilde: Norges Bank

**Figur 3.2** Relative lønnskostnader. Avvik fra gjennomsnittet fra 1970. Prosent. 1970-2003.



Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

preges også av lav etterspørsel og lavere priser på verdensmarkedet. Vi ser for oss en kraftig avskalling av konkurranseutsatt virksomhet. Det vil gi ringvirkninger til det øvrige næringslivet i norsk økonomi. Industrien utgjør i dag en mindre andel av totaløkonomien enn på 1970- og 1980-tallet, slik at den relative betydningen av nedgang i industrien for den samlede sysselsettingen kan bli mindre enn tidligere. Samtidig er trolig flere næringer som tidligere var helt skjermet fra internasjonale konkurranseforhold, nå i større grad konkurranseutsatte. Det kan føre til at sysselsettingen i tradisjonelt sett mer skjermede deler av økonomien også vil påvirkes nokså direkte av høye lønnskostnader og sterk kronekurs.

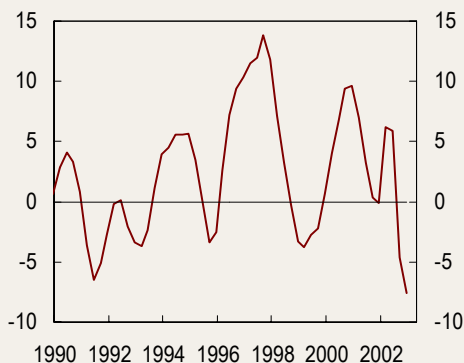
Konjunkturbarometeret for industrien viser at industriledernes forventninger til den fremtidige utviklingen er negativ, se figur 3.3. Bedriftene rapporterer om fallende produksjon, sysselsetting og ordreserver både til eksport- og hjemmemarkedet. Mange bedrifter har flyttet eller har planer om å flytte hele eller deler av sin produksjon ut av Norge. Statistisk sentralbyrås investeringstelling indikerer fall i investeringene i år. Investeringene i aluminiumsindustrien vil reduseres etter hvert som nye anlegg ferdigstilles. Mange industribedrifter har dessuten ledig produksjonskapasitet. Det tilsier svak utvikling i fastlandsbedriftenes etterspørsel etter investeringsvarer som maskiner, utstyr og nybygg.

De siste årene har verfts- og verkstedsindustrien holdt aktivitetsnivået oppe i norsk industri. Skipsverftene opplevde en kraftig økning i ordrene før årsskiftet 2000/2001 før bortfallet av skipsbyggingsstøtten i Norge og mange europeiske land. Svært lav ordretilgang siden har ført til at ordreservene er i ferd med å bli uttømt. En kraftig økning i oljeinvesteringene vil kunne gi visse positive vekstimpulser for offshore-relatert industri. Etterspørselsimpulsene til fastlandsøkonomien fra oljeinvesteringene vil imidlertid kunne bli mindre enn vi tidligere har vært vant til. En stor del av økningen fra i fjor til i år vil være knyttet til anlegg og installasjoner som har en høy importandel. Det høye kostnadsnivået i Norge medfører at flere kontrakter blir gitt utenlandske selskaper. Samtidig benytter norske verft i økende grad utenlandske underleverandører med et lavere kostnadsnivå. Det rammer norsk verkstedsindustri.

For industrien samlet holdt sysselsettingen seg uendret gjennom 2002, og ledigheten har vært lav. De siste månedene har imidlertid ledigheten blant industriarbeidere økt. Dessuten er antallet permitterte høyt og økende. Det kan tyde på at den forventede nedgangen i sysselsettingen nå kommer.

Mange tjenesteytende næringer har hatt behov for å justere kapasiteten i takt med endrede rammebetingelser. Investeringene i tjenesteytende sektorer har falt kraftig, se

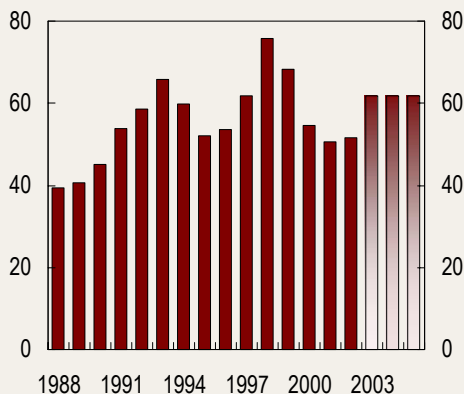
**Figur 3.3** Forventningsindikator for industrien. Sesongjustert diffusjonsindeks<sup>1)</sup>.



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.4** Oljeinvesteringer. Utførte investeringer og anslag. Mrd kroner. Faste 1999-priser.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

figur 3.5. Vi ser for oss en fortsatt nedgang i investeringsnivået. Det er mye ledig kapasitet i markedet for næringslokaler. Gjennom det siste drøye året er det foretatt betydelige omstillinger og nedskaleringer, særlig innen IKT-sektoren og i luftfarten. Med utsikter til en fortsatt svak utvikling i verdensøkonomien og et usikkert aksjemarked kan behovet for kapasitetsreduksjoner fortsatt være til stede.

Fallet i aksjekursene gjenspeiler blant annet svakere forventninger til fremtidig inntjening. Det kan føre til at bedriftene utsetter eller avlyser planlagte investeringer. Når aksjekursene er lave kan bedriftene i tillegg oppleve det som ugunstig å hente inn kapital gjennom emisjoner.

### Husholdningene

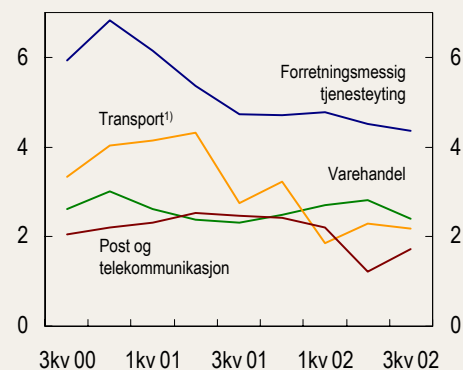
Sterk vekst i det private konsumet har bidratt til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe. Kraftig lønnsvekst ga, sammen med skatte- og avgiftslettelser, en vekst i den disponible realinntekten for husholdningene på nærmere 5 prosent i fjor. Den reelle inntektsveksten vil bli vesentlig lavere i år, og trolig lavere enn tidligere anslått. Ubalanser i det norske kraftmarkedet har trukket elektrisitetsprisene kraftig opp. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport innebærer våre anslag for elektrisitetsprisene fremover at den reelle inntektsveksten isolert sett reduseres med 1½ prosentpoeng i år. Rentereduksjonene i vinter trekker i motsatt retning, men ikke nok til å motvirke effekten av økte elektrisitetspriser. I tillegg venter vi en svakere sysselsettingsutvikling og noe lavere lønnsvekst i år enn tidligere anslått.

I løpet av det siste halve året er husholdningene blitt mindre optimistiske til den økonomiske utviklingen fremover, se figur 3.6. Økt usikkerhet i arbeidsmarkedet og lavere forventninger trekker i retning av forsiktighet i husholdningene og økt sparing. Lavere rente trekker i motsatt retning. Husholdningenes spareatferd kan også påvirkes av de høye strømprisene. I den grad husholdningene ser at dette kun er midlertidig, vil mange kunne komme til å trekke av oppsparte midler eller spare mindre enn ellers for å betale strømrregningen. Samlet legger vi til grunn en midlertidig moderat nedgang i sparingen i år.

Neste år vil en normalisering av strømprisene bidra til å øke veksten i reelle inntekter sammenliknet med i år. Samtidig har vi forutsatt at deler av den økte bruken av oljeinntekter over statsbudsjettene vil innebære økte overføringer eller skatteletter for husholdningene. Sammen med lavere rente kan det bidra til fortsatt relativt god vekst i det private konsumet de neste årene.

I de siste månedene har det vært lavere vekst i boligprisene enn i de foregående årene. Aktiviteten i boligmarkedet har avtatt, og det tar lenger tid å få solgt boliger. Veksten i hus-

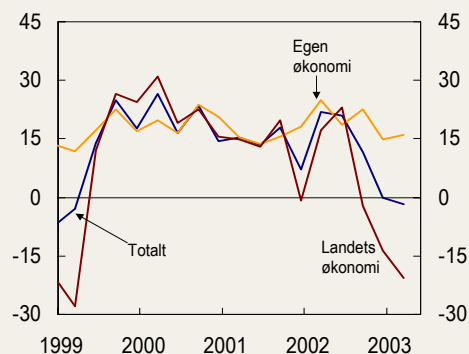
**Figur 3.5** Bruttoinvestering i tjenesteytende næringer. Faste 1999-priser. Mrd. kroner.



<sup>1)</sup> Eksklusive rørtransport og utenriks sjøfart

Kilde: Statistisk sentralbyrå

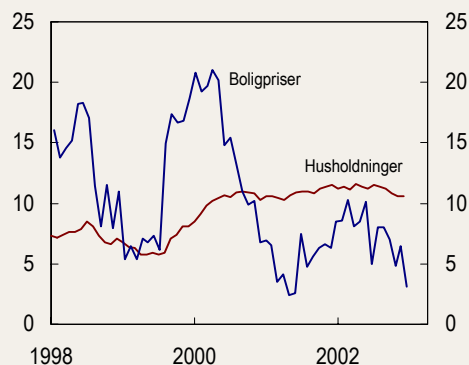
**Figur 3.6** Husholdningenes forventningsindikator<sup>1)</sup>. Ujusterte tall.



<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: Norsk Gallup Institutt AS

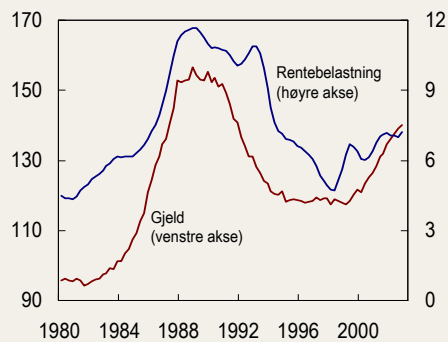
**Figur 3.7** Boligpriser og kreditt til husholdninger. Tolv månedersvekst. Prosent.



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



**Figur 3.8** Husholdningenes gjeldsbelastning i prosent av disponibel inntekt<sup>1)</sup> og husholdningenes renteutgifter etter skatt i prosent av kontantinntekt. 1980-2002.



1) Husholdningenes disponible inntekt er hentet fra Nasjonalregnskapet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

holdningenes låneopptak er fortsatt høy, selv om den har avtatt noe i det siste. En svakere utvikling i boligprisene og mindre optimisme i husholdningene kan bidra til å redusere låneveksten ytterligere fremover.

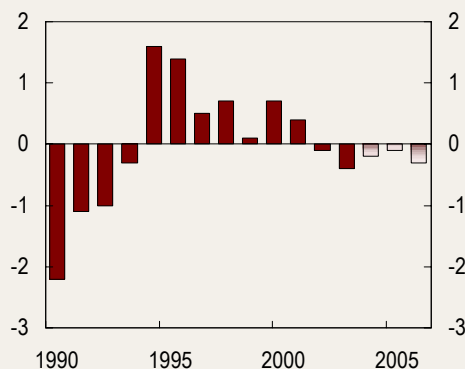
Gjeldsveksten i husholdningene har i flere år vært langt sterkere enn inntektsveksten. Gjelden som andel av disponibel inntekt har økt raskt. Selv om gjeldsbelastningen i husholdningene samlet sett fortsatt er lavere enn på slutten av 1980-tallet, er gjeldsbelastningen for husholdninger med lavere og gjennomsnittlige inntekter høyere enn noen gang. Renteutgifter som andel av inntekten har samlet sett økt de siste fire-fem årene, men er likevel lavere enn på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet.

### Finanspolitikken

Retningslinjene for budsjettpolitikken, også omtalt som handlingsregelen, innebærer at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Forventet realavkastning er anslått til 4 prosent. I takt med oppbyggingen av Petroleumsfondet vil dermed bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet øke fremover. I våre anslag legger vi til grunn at handlingsregelen følges.

En mekanisk anvendelse av regelen om å bruke oljeinntekter tilsvarende 4 prosent av oljefondet ville i henhold til Nasjonalbudsjettet 2003 tilsi en reell reduksjon i bruken av oljeinntekter på om lag 2 milliarder kroner fra 2002 til 2003, og deretter en økning på om lag 6 milliarder kroner fra 2003 til 2004. Reduksjonen fra 2002 til 2003 skyldes at den anslåtte verdien av oljefondet ved utgangen av 2002 ble redusert vesentlig gjennom fjoråret som følge av det kraftige fallet i aksjemarkedene og styrkingen av kronen.

**Figur 3.9** 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: Nasjonalbudsjettet 2003

Budsjettframskrivningene i Nasjonalbudsjettet 2003 innebærer imidlertid jevnere budsjettimpulser fremover enn det en mekanisk regel om å bruke 4 prosent av fondskapitalen i hvert år ville gitt. Det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet ble i det vedtatte budsjettet for 2003 anslått til 30,7 milliarder kroner, mot 28,7 milliarder 2003-kroner i fjor. Det innebærer en reell økning i bruken av oljeinntekter på om lag 2 milliarder kroner i 2003. Dette gir i henhold til retningslinjene for budsjettpolitikken rom for en tilsvarende økning også i 2004. Å jevne ut bruken av oljeinntekter på denne måten er i tråd med handlingsregelen, slik den er utformet.

I Nasjonalbudsjettet for 2003 er anslagene for bruken av oljeinntekter fram mot 2010 nedjustert betydelig siden handlingsregelen første gang ble lagt fram. Det kan bety at innfasingen av oljeinntektene vil skje mer gradvis enn det vi har sett for oss tidligere. Det skyldes antatt lavere verdi på Petroleumsfondet fremover som følge av den svake

utviklingen i aksjemarkedet, styrket kronekurs og lavere forventet netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i årene fremover.

I Nasjonalbudsjettet for 2003 legger Regjeringen opp til å øke utgiftene med 4,6 prosent i forhold til 2002. Samtidig er det anslått en realvekst i det offentlige forbruket på ½ prosent. Selv om staten øker sine bevilgninger markert, er det dermed utsikter til nokså lav vekst i offentlig tjenesteproduksjon. Det skyldes dels den høye lønnsveksten i offentlig sektor og dels veksten i overføringene til husholdningene.

Erfaringsmessig er det en tendens til at utgiftene gjennom året blir noe større i kommunene og i helseforetakene enn vedtatt i budsjettet. Fra vårt regionale nettverk har vi imidlertid fått inntrykk av at budsjettene nå oppfattes som mindre tøyelige enn tidligere. Vi legger til grunn en vekst i offentlig konsum på ¾ prosent i år. For 2004 og 2005 antar vi at den økte bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet fordeler seg på skattelettelser og økte offentlige utgifter. Vi legger til grunn en vekst i offentlig konsum på 2 prosent i 2004 og 2005.

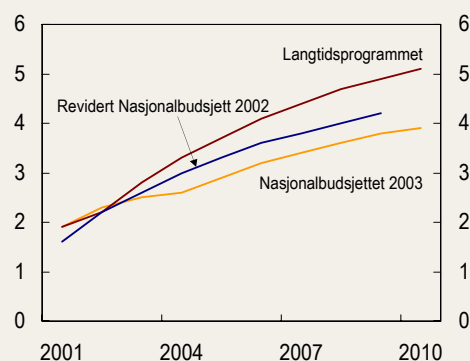
### Arbeidsmarkedet

Veksten i reallønningene er langt høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten i norsk økonomi. Hvis de økte kostnadene ikke kan veltes over på kundene, faller inntjeningen og lønnsandelen går opp. Mange bedrifter og virksomheter vil derfor måtte tilpasse arbeidsstokken slik at lønnsomheten holdes oppe. Det fører til lavere sysselsetting og økt produktivitet. For enkelte bedrifter kan det være en forutsetning for å beholde sin virksomhet i Norge. Alternativet er å legge ned eller flytte ut produksjonen.

Figur 3.11 viser utviklingen i næringslivets lønnsandeler, det vil si lønnskostnadenes andel av verdiskapingen etter skatter og avgifter (faktorinntekten). Mens lønnsandelen har økt kraftig i industrien, har den holdt seg nokså stabil i det øvrige næringslivet. Marginene i importfirmaer har økt. Det gjenspeiler at kronestyrkingen ikke fullt har kommet konsumentene til gode. Vi vet også at sysselsettingen i deler av tjenestesektoren har falt. Mange bedrifter i tjenesteytende næringer har tilpasset arbeidsstokken for å holde lønnsomheten oppe. I noen grad kan de økte kostnadene her også veltes over på kundene gjennom økte priser.

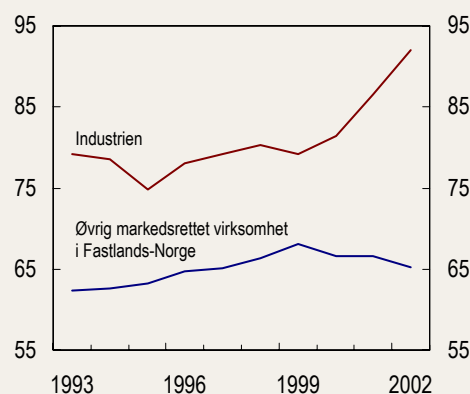
Sysselsettingen i industrien faller. I offentlig sektor, hvor sysselsettingen har vokst kraftig de siste årene, er det budsjettmessig bare rom for en moderat økning i sysselsettingen i år. Samlet sett anslår vi et fall i sysselsettingen på ½ prosent i år og uendret sysselsetting neste år. Et tilsvarende

**Figur 3.10** Strukturelt, oljekorrigert underskudd  
Prosent av trend-BNP Fastlands-Norge.



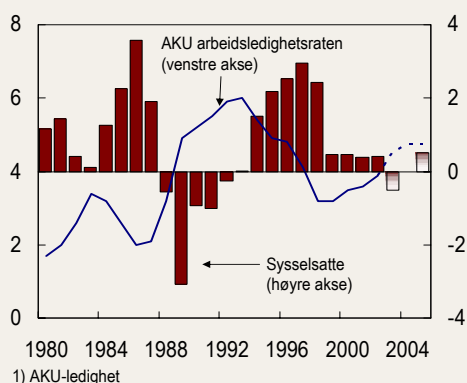
Kilde: Langtidsprogrammet 2002 – 2005, Revidert Nasjonalbudsjett 2002 og Nasjonalbudsjettet 2003

**Figur 3.11** Lønnsandeler. Lønnskostnader i prosent av faktorinntekt. Prosent.



Kilde: TBU og Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.12** Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet<sup>1)</sup> i prosent av arbeidsstyrken. 1980-2005.

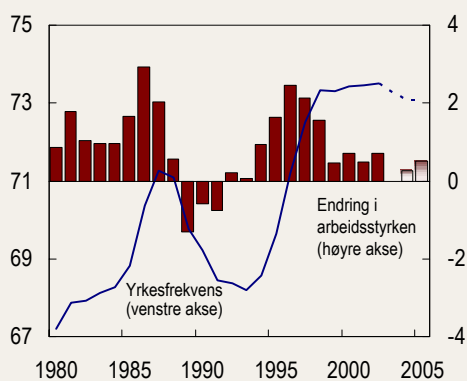


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

forløp for sysselsettingen hadde vi også tidlig på 1980-tallet. Da steg arbeidsledigheten markert som følge av fortsatt kraftig vekst i arbeidsstyrken. Yrkesdeltakelsen er nå på et rekordhøyt nivå i Norge. Den demografiske tilgangen til arbeidsmarkedet er liten. Samtidig er det forhold som kan bidra til at veksten i arbeidsstyrken blir mindre enn det demografien tilsier. Flere kan velge å studere inntil situasjonen på arbeidsmarkedet har bedret seg. Noen av dem som blir arbeidsledige kan gå ut av arbeidsmarkedet til ulike pensjonsordninger. Avgangen fra arbeidsmarkedet og lav demografisk tilvekst til arbeidsstyrken vil kunne begrense økningen i arbeidsledigheten.

Arbeidsledigheten anslås likevel å øke, særlig innenfor industrien. Økningen i arbeidsledigheten gjennom 2002 skjedde i hovedsak innen tjenesteytende næringer. Fram til slutten av 2002 holdt industriledigheten seg stabil. De siste månedene har derimot ledigheten blant industriarbeidere steget betydelig. Flere permitterte arbeidstakere og lavere forventninger til sysselsetting i industribedrifter er indikasjoner på økt ledighet i industrien fremover. I tillegg viser statistikk over utlyste stillinger innen industrien en nedgang på 40 prosent det siste året. Etterspørselen etter arbeidskraft, målt ved utlyste stillinger, er lav også i andre næringer. Dette tilsier at ledigheten kan øke ytterligere også i skjermede næringer i tiden fremover. Langtidsledigheten har relativt sett økt mer enn ledigheten totalt det siste året. Det indikerer at det er vanskeligere for ledige å komme tilbake i jobb. Vi anslår at AKU-ledigheten øker fra nærmere 4 prosent i 2002 til 4 ½ prosent i 2003 og videre opp til 4 ¾ prosent. Ledigheten anslås å stabilisere seg på dette nivået i 2005. Skulle veksten i arbeidsstyrken holde seg oppe, vil ledigheten kunne bli høyere enn anslått.

**Figur 3.13** Endring i arbeidsstyrken fra året før i prosent. Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i alderen 16-74 år (yrkesfrekvensen). 1980-2005.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 4 | Inflasjonsanslag

Det nærmeste året vil den underliggende prisveksten preges av at kronkursen har vært sterk. Til tross for høy lønnsvekst vil tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) med stor sannsynlighet ligge mellom 1½ og 2 prosent fram til sommeren. Utviklingen videre vil blant annet avhenge av prisimpulsene fra utlandet, valutakursutviklingen og hvordan endringer i kursen slår igjennom på konsumprisene i Norge. Den kraftige veksten i strømprisene kan også smitte over på andre konsumpriser. På ett til to års sikt vil lønnsutviklingen i år og neste år spille en viktig rolle. Anslagene for prisveksten avhenger av hvilke forutsetninger som gjøres for rente og valutakurs.

Som en beregningsteknisk forutsetning legger vi i referansebanen til grunn en konstant foliorente på 5½ prosent og en konstant kronkurs lik gjennomsnittet for den siste måneden. Anslagene er dermed betinget av disse forutsetningene for rente og valutakurs. Forutsetningen for kronkursen er basert på et kortere gjennomsnitt enn i de to foregående rapportene. Da arbeidet med denne rapporten ble avsluttet var den importveide kronkursen vel 2 prosent svakere enn lagt til grunn i referansebanen. I avsnitt 4.2 ser vi nærmere på virkningene av alternative forutsetninger for kronkurs og rente.

### 4.1 Inflasjonsutsiktene i referansebanen

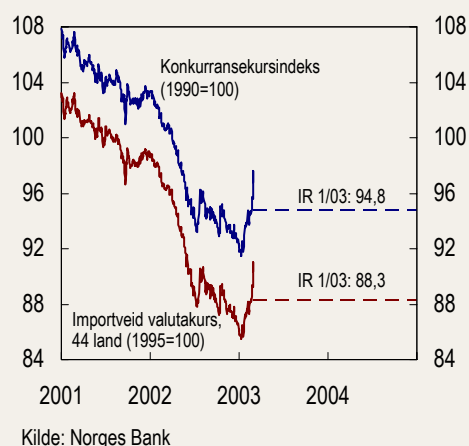
#### *Lave prisimpulser fra utlandet*

Prisimpulsene fra utlandet vil trolig være lave fremover. Internasjonale produsentpriser målt i utenlandsk valuta har vært om lag uendret det siste året. Veksten i produsentprisene er normalt lavere enn den internasjonale konsumprisveksten på grunn av høy produktivitsvekst i konkurranseutsatte vareproduserende næringer. Svake internasjonale vekstutsikter vil trolig fortsatt gi svak utvikling i produsentprisene. Høy oljepris trekker derimot i motsatt retning. Produsentprisene hos våre 25 største handelspartnere ventes å stige med rundt ½ prosent årlig fremover. Prisveksten norske importører står overfor kan imidlertid bli lavere enn dette. De siste årene er prisveksten på de konsumvarene vi importerer blitt redusert gjennom vridning av handel fra vestlige land med høye prisnivåer til lavkostland. Det har skjedd parallelt med at rammebetingelsene for import fra lavkostland er blitt vesentlig bedret. Så langt har det særlig vært tilfellet for tekstiler.

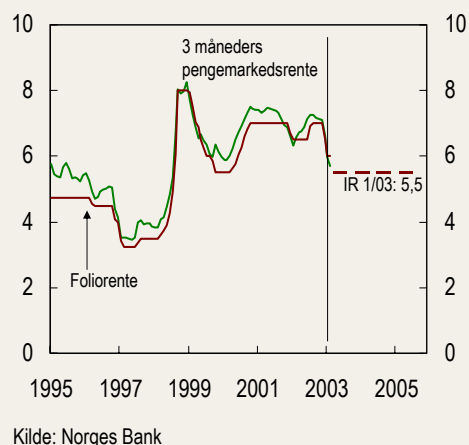
#### *Den sterke kronen trekker prisveksten ned*

Med en kronkurs lik gjennomsnittet for februar anslås prisene på importerte konsumvarer å falle betydelig. Kronestyrrkingen virker på konsumprisveksten med et visst

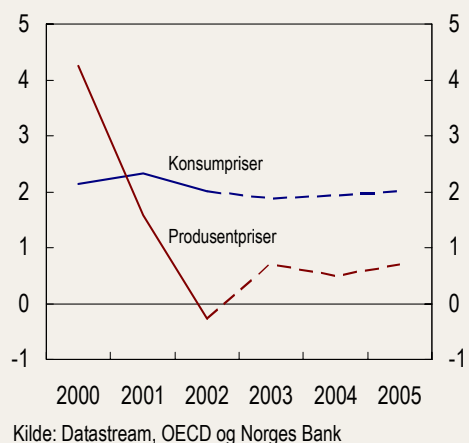
Figur 4.1 Beregningsteknisk forutsetning om kronkursen i referansebanen



Figur 4.2 Beregningsteknisk forutsetning om foliorenten i referansebanen



Figur 4.3 Konsum- og produsentpriser. Handelspartnere. Prosentvis vekst.



tidsetterslep. Det negative bidraget anslås å forsterkes fram til sommeren og utover høsten. I løpet av 2004 og 2005 vil bidraget bli gradvis mindre.

Fram til i dag har prisfallet på importerte konsumvarer vært noe mindre enn vi har ventet med utgangspunkt i erfaringer fra norsk økonomi. Spesielt har prisene på nye biler, som utgjør 35 prosent av de importerte konsumvarene i KPI, steget det siste året. Utgangspunktet for våre analyser av valutakursgjennomslag er at en varig endring i kronen over tid helt og fullt slår igjennom i prisenivået på importerte varer når vi justerer for eventuelle avgifter, toll og fraktkostnader. Det er flere forhold som gjør at prisen til forbruker likevel ikke endrer seg umiddelbart når valutakursen endrer seg. For det første kan det være vanskelig for bedrifter og importører å vurdere i hvilken grad endringer i valutakursen er varige. For det andre vil mange bedrifter og importører på kort og mellomlang sikt ha sikret seg mot eventuelle bevegelser i valutakursen, enten gjennom finansielle instrumenter eller prisavtaler. For det tredje vil markeder med monopolistisk konkurranse ofte være gjenstand for strategisk prissetting. Bilmarkedet er et eksempel på dette. Utenlandske produsenter priser ofte biler i norske kroner og tar dermed hele eller deler av valutakursrisikoen. I åpne markeder vil dette trolig over tid bli korrigert gjennom vridning av etterspørselen. Økt privat bilimport kan føre til at bilprisene i Norge blir redusert i tiden som kommer, se egen utdyping på side 42. Flere bilimportører har varslet nedgang i bilprisene.

Den sterke kronekursen kan også påvirke den innenlandske prisveksten utover de effektene som kan komme av lavere aktivitet i norsk økonomi. Produsenter av norske varer i konkurranse med importerte konsumvarer kan finne det nødvendig å følge den importerte prisutviklingen for ikke å miste markedsandeler. Samtidig vil norskproduserte varer med stort importinnhold få lavere kostnader, noe som bør ha en viss dempende effekt på prisveksten. Noen tjenesteytende næringer, for eksempel reiselivsbransjen, vil samtidig merke redusert etterspørsel fra utlandet som følge av kronekursen. Også det kan gi en effekt på prisene.

### *Avtakende press i norsk økonomi kan bidra til lavere lønnsvekst og lavere innenlandsk prisvekst*

Den innenlandske prisveksten vil likevel bli dominert av utviklingen i lønnskostnadene. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) har foreløpig anslått årslønnsveksten i fjor til noe over 5½ prosent. På bakgrunn av ny informasjon om høy vekst i industrilønningene siden TBU-rapporten ble lagt frem, anslår vi årslønnsveksten i fjor til 5¾ prosent, det samme som i forrige inflasjonsrapport. Lønnsveksten i fjor ble høyest innenfor skoleverket med 8 prosent og blant oljearbeidere med nærmere 10 prosent. Men også i industrien har lønnsveksten vært høy. I

den konkurranseutsatte verkstedsindustrien ble samlet årslønnsvekst 6,1 prosent, høyere enn i stat og kommune. Det var særlig funksjonærene, som utgjør om lag halvparten av de ansatte i industrien, som trakk lønnsveksten opp.

Lønnsveksten i år kan bli lavere enn tidligere anslått som følge av at arbeidsmarkedet anslås mindre stramt. Men selv med svært moderate sentrale lønnstillegg, for eksempel på linje med oppgjøret i 1999, kan årslønnsveksten bli rundt 5 prosent i år. TBU har beregnet lønnsoverhenget til 2003 til 2½ prosent for alle grupper under ett. Det høye overhenget har sammenheng med at mye av lønnsveksten i fjor kom sent på året. I tillegg ble det allerede under lønnsoppgjøret våren 2002 avtalt tillegg for flere grupper i 2003 som samlet vil bidra med om lag ½ prosentpoeng til årslønnsveksten i 2003. Dette gjelder særlig for ansatte i kommunene, i helseforetakene og i HSH-bedrifter i varehandelen.

Det er en viss usikkerhet knyttet til selve lønnsdannelsen i Norge. Selv om det er for tidlig å trekke endelige konklusjoner, er det flere trekk som kan tyde på at den er i endring. Erfaringen fra fjorårets lønnsoppgjør indikerer at lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor er blitt tillagt mindre vekt i lønnsforhandlingene enn tidligere. Enkelte trekk ved oppgjøret tyder på en noe større grad av desentralisering i lønnsdannelsen. Et eksempel på dette er kommunesektoren, hvor Akademikerne fra nå av vil forhandle lokalt om lønnstilleggene. I oppgjørene i offentlig sektor er det tilsynelatende blitt lagt liten vekt på de forutsetninger om lønnsvekst offentlige bevilgninger bygger på. Det kan også være tegn til at partene har lagt mindre vekt på utviklingen i, eller konsekvensene for, den samlede arbeidsledigheten når lønn avtales.

I viktige deler av arbeidsmarkedet kan det ha skjedd en forskyvning av partenes strategiske posisjon i forhandlingene i favør av arbeidstakerne. Teknologiske endringer, økte krav til stabile leveranser og økt internasjonal konkurranse har gjort bedriftene i mange næringer stadig mer sårbare for selv korte driftsopphold. Arbeidsgivernes evne og vilje til å ta åpne arbeidskonflikter er derfor blitt redusert. På den annen side står styrene og ledelsene i bedriftene for beslutninger om å etablere og legge ned virksomhet, om å rasjonalisere eller øke sysselsettingen. Stiger kostnadene for en virksomhet, må enten produktiviteten øke eller produksjonen legges ned eller flyttes ut. Bedriftenes valg om drift, investeringer og lokalisering blir igjen bestemt av det krav til avkastning eiere setter for å holde sin kapital i virksomheten.

Vi legger til grunn at både den faktiske og forventede utviklingen i arbeidsmarkedet vil ha betydning for lønnsveksten de neste årene. I referansebanen anslås presset i norsk økonomi å avta. Arbeidsledigheten kan stige ytterligere. Med økt jobbusikkerhet forventer vi en avdemping av lønnsvek-

**Tabell 4.1** Anslag med en foliorente på 5½ prosent og kronekurs lik gjennomsnittet for februar. Prosentvis endring fra året før.

	2003	2004	2005
KPI-JAE	1¾	2	2¼
KPI	3¼	1	2¼
Årslønn	5	4½	4½
Ledighet, AKU	4½	4¾	4¾
BNP Fastlands-Norge	1¾	2	2¼
Produksjonsgap	0	-¼	-½

Kilde: Norges Bank

sten. Årslønnsveksten anslås å avta fra 5 prosent i år til 4½ prosent i gjennomsnitt for 2004 og 2005. Skulle derimot utsiktene for arbeidsmarkedet snu før hovedoppgjøret i 2004, er det en risiko for at lønnsveksten vil holde seg oppe nær veksttakten fra de siste årene.

De siste årene har det vært en tendens til at en større andel av lønnsveksten avtales det første året i den toårige perioden hvor hovedavtalen gjelder. I 1998-99 var dette synlig ved at svært høye tillegg i hovedoppgjøret i 1998 ble avløst av et moderat mellomoppgjør i 1999. I 2000-01 ble hele tillegget avtalt i 2000. I 2002-03 ble lønnsveksten i første avtaleår langt høyere enn ventet, og partene er igjen blitt enige om moderasjon i vårens mellomoppgjør. Enkelte grupper har allerede antydning av krav om høye lønnstillegg i 2004-oppgjøret.

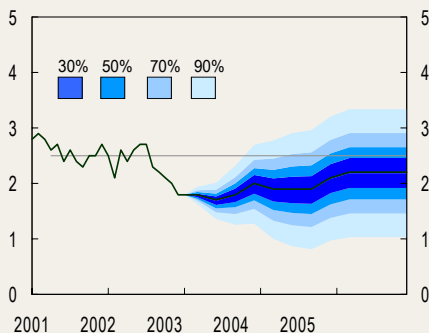
Fjoråret ga store forskjeller i lønnsveksten mellom ulike grupper. Det kan gi opphav til nye spenninger mellom grupper av arbeidstakere og tilløp til nye lønnsspiraler. Med et moderat oppgjør i år vil forskjellene i årslønnsvekst mellom ulike grupper i arbeidslivet kunne bli betydelige. Overhenget til 2003 inkludert allerede avtalte tillegg varierer fra 2½ prosent for industriarbeidere til 5 prosent i skoleverket og 5¼ prosent i helseforetakene. Kompensasjon for økt lønnsvekst i andre grupper synes tidligere å ha vært et virkningsfullt argument i lønnsforhandlingene.

### *Prisveksten anslås lavere enn inflasjonsmålet på to års sikt*

Med en kronekurs lik gjennomsnittet for februar og en foliorente på 5½ prosent anslås konsumprisveksten lav i årene som kommer. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester anslås å gå noe ned som følge av lavere lønnsvekst. Samtidig vil prisen på de importerte konsumvarene på kort sikt tilta som følge av den sterke kronen. At bilprisene først nå ser ut til å falle, illustrerer dette. Over noe tid vil imidlertid effektene av kronestyrkingen bli mindre og bidra til å trekke prisveksten noe opp. Veksten i KPI-JAE på to års sikt kan i dette alternativet komme opp mot 2¼ prosent. Heller ikke i løpet av 2005 kommer anslaget for prisveksten opp til inflasjonsmålet. Som årlige gjennomsnitt anslås veksten i KPI-JAE til 1¾ prosent i 2003, 2 prosent i 2004 og 2¼ prosent i 2005.

Den samlede veksten i KPI vil kunne avvike til dels betydelig fra veksten i KPI-JAE både i år og neste år. I hovedsak skyldes det forløpet på strømprisene. Strømprisen steg betydelig ved årsskiftet 2002/2003. Noe av prisøkningen ble reversert i februar, men strømprisen forventes å være høy gjennom hele 2003. Nivået på vannmagasinene i kraftverkene er historisk lavt, og det kan ta lang tid før de fylles opp til normale nivåer. Strømprisen forventes å vokse med 40 prosent fra 2002 til 2003. Dette gir et bidrag til KPI-

**Figur 4.4** Konsumprisvekst<sup>1)</sup>. Anslag og usikkerhet med en foliorente på 5½ prosent og kronekurs lik gjennomsnittet for februar. Tolv månedersvekst. Prosent.

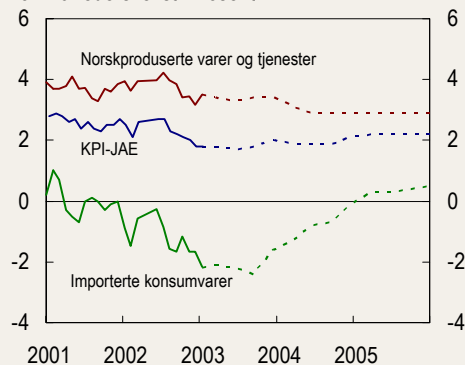


<sup>1)</sup> Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE)

Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i konsumprisveksten.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.5** Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) i referansebanen. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

veksten i år på 1½ prosentpoeng. Strømprisen forventes å normaliseres i løpet av 2004 og bidra til å senke veksten i KPI med om lag 1 prosentpoeng neste år. Vi forventer at avgiftene vil vokse i takt med KPI-JAE fremover. I 2003 ble det ikke foretatt noen avgiftsendringer som hadde vesentlig effekt på konsumprisveksten.

Med forutsetning om konstant valutakurs og konstant rente anslår vi veksten i KPI samlet til 3¼ prosent i 2003, 1¼ prosent i 2004 og 2¼ prosent i 2005.

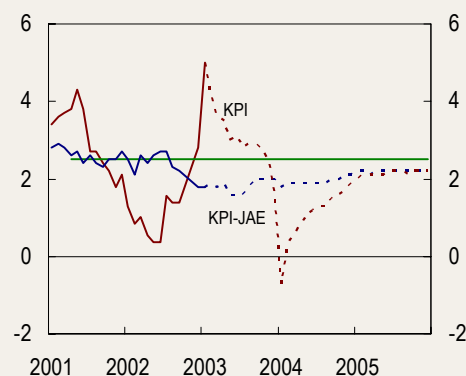
## 4.2 Inflasjonsutsiktene med alternative forutsetninger for rente og kronkurs

Utviklingen i kronkursen er usikker. Den høye rentedifferansen mot utlandet er et resultat av at norsk økonomi har vært ute av fase med de internasjonale konjunktorene. Etter hvert som vekstutsiktene ute bedres og rentenivået normaliseres, vil norske kroner bli mindre attraktiv som plasseringsvaluta enn tilfellet var i 2002. En avklaring av situasjonen i Irak og lavere oljepris vil også kunne svekke interessen for norske kroner. I et noe lengre perspektiv er det nokså sannsynlig at kronen vil svekke seg fra nivået på begynnelsen av året. Det er imidlertid vanskelig å lage treffsikre prognoser for valutakursen på kort sikt. Temaene i valutamarkedet kan skifte fort.

Kronen har svekket seg siden januar. De siste dagene av februar var kurssvekkelsen betydelig. Da arbeidet med denne inflasjonsrapporten ble avsluttet 28. februar, var den importveide kroneindeksen (I-44) på 90,4. Dette var 2¼ prosent svakere enn gjennomsnittet for februar, som er det gjennomsnittet anslagene i referansebanen er betinget på. Svakere kronkurs ville isolert sett ha bidratt til å trekke inflasjonsanslaget opp. Virkningene på prisveksten vil avhenge av bakgrunnen for kronesvekkelsen. Svingningene i kronkursen kan være kortsiktige og tilfeldige. Skulle svakere krone føre til økt vekst i økonomien og sterkere lønnsvekst, vil effektene av kurssvekkelsen kunne forsterkes. Dersom kronesvekkelsen er uttrykk for svekkede utsikter for norsk økonomi, er det imidlertid sannsynlig at utslaget i prisveksten reduseres.

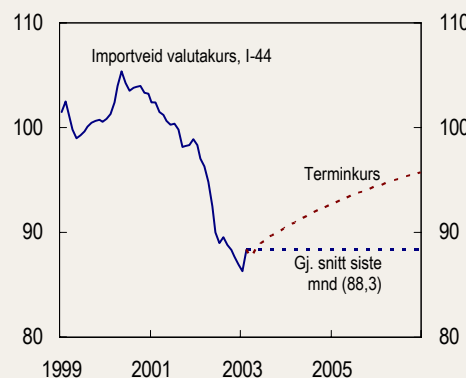
Som et alternativ til referansebanen, hvor foliorenten holdes på 5½ prosent og kronen er konstant lik gjennomsnittet for den siste måneden, har vi også sett på en mulig utviklingsbane for norsk økonomi der renten settes ytterligere ned og kronkursen svekkes i tråd med terminkursen. I markedet for fremtidig levering av valuta er det priset inn en gradvis svekkelse av kronen. Terminkursen for norske kroner indikerer en svekkelse på rundt 7 prosent fram til utgangen av 2005 sammenliknet med hva som er lagt til grunn i referansebanen i denne rapporten. Selv om terminkursen ikke nødvendigvis er et godt anslag på den faktiske

**Figur 4.6** Konsumprisene (KPI) i referansebanen. Totalt og justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Tolv måneders vekst. Prosent.



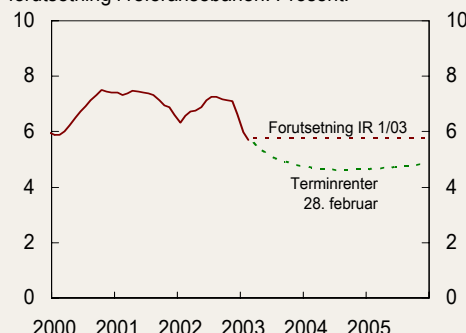
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.7** Terminkurs for kronkursen (I-44) og beregningsteknisk forutsetning i referansebanen. Indeks.



Kilde: Norges Bank

**Figur 4.8** Forventninger om den kortsiktige pengemarkedsrenten<sup>1)</sup> og beregningsteknisk forutsetning i referansebanen. Prosent.

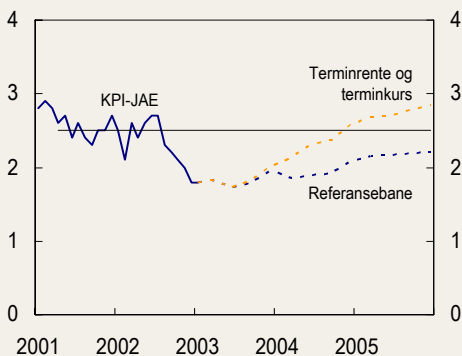


<sup>1)</sup> Tre måneders pengemarkedsrente til og med 4. kvartal. Tre måneders terminrenter er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 28. februar.

Kilde: Norges Bank

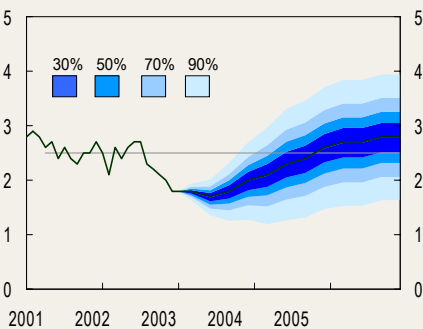


**Figur 4.9** Anslag for konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) ved ulike forutsetninger om rente og valutakurs. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.10** Konsumprisvekst<sup>1)</sup>. Anslag og usikkerhet med terminrente og terminkurs. 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

utviklingen, gjenspeiles en slik kronesvekkelse i forventningsundersøkelsen fra Consensus Forecasts. En eventuell svekkelse av kronen i tråd med terminkursen vil bidra til å dempe prisfallet på importerte konsumvarer i år og neste år slik at prisveksten på importerte konsumvarer blir klart positiv i løpet av 2005. Dersom kronen fortsetter å svekke seg, kan importører som ennå ikke har latt kursstyrkingen komme konsumentene til gode, velge å holde tilbake planlagte prisreduksjoner. Prisveksten kan i så fall relativt raskt bli høyere enn i referansebanen.

Markedsaktørene venter samtidig at foliorenten kommer ned mot 4¼ prosent i løpet av året. Skulle både kronen svekke seg og renten reduseres i tråd med markedets forventninger, kan forventningene til den økonomiske utviklingen igjen ta seg opp. Et fortsatt rentefall kan bidra til mer optimisme og økt kjøpekraft i husholdningene. Konsumveksten vil da kunne komme til å gi sterkere vekstimpulser inn i norsk økonomi. En svakere krone vil bidra til mindre avskalling av konkurranseutsatt virksomhet. Ringvirkningene til det øvrige næringslivet vil bli mindre. I et slikt forløp anslår vi at produksjonsgapet i 2005 vil kunne være positivt. Arbeidsledigheten vil etter hvert kunne komme ned til 4 prosent igjen. Vi anslår lønnsveksten i dette alternativet til rundt 5¼ prosent i gjennomsnitt for 2004 og 2005. I kombinasjon med at prisveksten på importerte konsumvarer raskere tar seg opp, vil veksten i KPI-JAE med disse forutsetningene kunne komme opp i 2¾ prosent på to års sikt. Ser vi lenger fram kan prisveksten øke ytterligere noe.

Markedets forventninger til lavere rente og en svekkelse av kronen kan springe ut av et mer pessimistisk syn på utviklingen i norsk og internasjonal økonomi enn det som kommer til uttrykk i denne rapporten. En annen mulig tolkning kan være at markedsaktørene har et mer optimistisk syn på hvor raskt lønnsveksten reagerer på utsiktene.

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

	2003	2004	2005
KPI-JAE	1¾	2¼	2¾
KPI	3¼	1¼	2¾
Årslønn	5	5¼	5¼
Ledighet, AKU	4½	4½	4
BNP Fastlands-Norge	1½	2½	2¾
Produksjonsgap	¼	½	¾

Kilde: Norges Bank



## Utdypinger

# Oversikt over utdypinger i inflasjonsrapportene 2000-2003

- 1 / 2003:** *Faktorer bak utviklingen i kronkursen, s.37-39 (\*)*  
*Produksjonsgap, s. 40-41*  
*Importert prisvekst og valutakurs – erfaringer fra Storbritannia, s.42-43*  
*Etterprøving av Norges Banks anslag for 2002 og 2002, s.44-45*
- 3 / 2002:** *Hovedkursteorien i ny form, s. 28-29*
- 2 / 2002:** *Hvorfor har kronkursen styrket seg?, s. 8-10*  
*Ny forventningsundersøkelse, s. 27*  
*Hvorfor har prisene på klær falt?, s. 28-29*  
*Virkninger av økt oljepris, s. 30-31*  
*Hvordan påvirker kronkursen KPI?, s.32-33 (\*)*
- 1 / 2002:** *Etterprøving av Norges Banks anslag for 2000, s. 18-19*  
*Lønnsutviklingen, s.22-23 (\*)*  
*Har Norges Banks rentebeslutninger vært forventet?, s.27-28*
- 3 / 2001:** *Konsumprisveksten justert for endringer i avgifter og energipriser, s. 8*  
*Hvorfor har prisveksten på importerte konsumvarer vært lav?, s. 9-10*  
*Usikker oljepris og press på OPEC, s.15-16*  
*Vekstevnen i norsk økonomi, s.21-22*
- 2 / 2001:** *Ny forskrift for pengepolitikken, s. 6*  
*Underliggende inflasjon, s. 8-9*  
*Vurdering av risikoen rundt inflasjonsanslaget, s. 19-20*  
*Virkninger av et sterkere internasjonalt tilbakeslag, s. 23-24*
- 1 / 2001:** *Hvordan rammes Europa av en konjunkturedgang i USA?, s. 16-17*  
*Rentens betydning for privat konsum, s. 21 (\*)*
- 4 / 2000:** *Prisutviklingen i Norge, Sverige og euroområdet, s. 7*  
*Virkninger av en renteendring, s. 17-21 (\*)*  
*Usikkerhet i inflasjonsanslagene, s. 31*  
*Etterprøving av Norges Banks anslag for 1999, s. 33-34*
- 3 / 2000:** *Lav prisvekst på importerte konsumvarer, s. 15*  
*Hvilke faktorer påvirker kronkursen?, s. 16-17*  
*Renter og forventninger, s. 20-21*
- 2 / 2000:** *Forventningsindikatoren for husholdningene, s. 8-9*  
*Underliggende konsumprisvekst, s. 12-13*  
*Fortsatt pris- og kostnadsvekst i euroområdet, s. 15*  
*Husholdningenes netto finansinvesteringer, s. 23-24*
- 1 / 2000:** *Nye trekk ved den økonomiske utviklingen, s. 13*  
*Produksjonsgapet i årene fremover, s. 22-23*

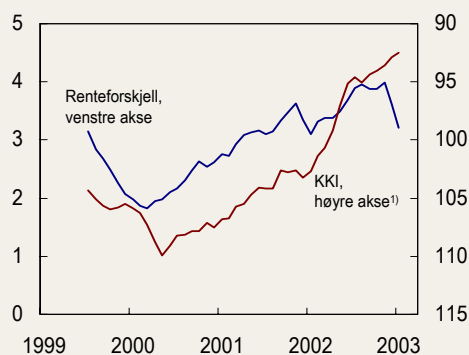
(\*) = Utdypinger med særlig omtale av pengepolitikens virkninger og økonomiens virkemåte

# Faktorer bak utviklingen i kronkursen

Kronkursen styrket seg markert fra mai 2000 til januar i år. Kronestyrkingen var særlig kraftig gjennom fjoråret. Markedsaktørene har pekt på flere forhold som bidro til å styrke kronen:

Kronestyrkingen gikk sammen med en høy og økende renteforskjell mot utlandet, se figur 1. Utenlandske renter falt samtidig som det norske rentenivået holdt seg oppe. Det bidro til økt interesse for norske kroner.

**Figur 1** Konkurranskursindeksen (KKI) og tremåneders renteforskjell overfor utlandet. Juli 1999 – jan 2003.



¹) Stigende kurve betyr styrking av kronen

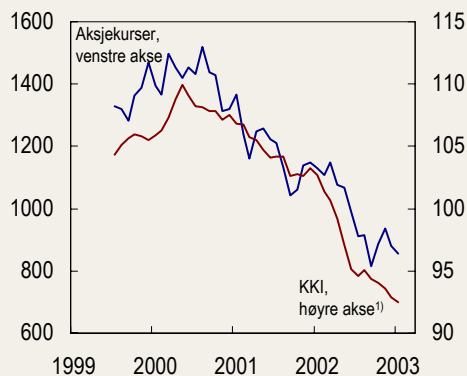
Kilde: Norges Bank

Det internasjonale børsfallet førte til økt risikoaversjon og forventninger om ytterligere nedgang. Mange investorer ønsket derfor å plassere mer i rentepapirer. I følge markedsaktørene fremsto da norske kroner, med relativt høy rente, som et godt alternativ. Kronkursen har vært sterkt korrelert med amerikanske aksjekurser de siste årene, se figur 2.

De forventede svingningene mellom hovedvalutaene, målt ved en indikator basert på opsjonspriser (GRI<sup>1</sup>), falt, se figur 3. Forventninger om mindre kurssvingninger mellom hovedvalutaene gir i følge markedsaktørene mindre rom for spekulasjonsgevinster i valutamarkedet. Investorene har derfor lagt større vekt på renteforskjeller enn tidligere og plasserte en større del av sine porteføljer i høyrentevalutaer som norske kroner.

<sup>1</sup> GRI er avledet fra prisene på valutaopsjoner (implisitt volatilitet) for euro, amerikanske dollar og japanske yen. GRI faller når forventet volatilitet mellom hovedvalutaene blir redusert. For nærmere omtale av GRI, se artikkelen av Bernhardsen og Røisland i Penger og Kreditt 3/00.

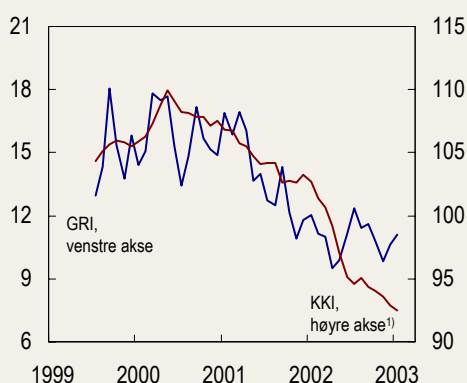
**Figur 2** Konkurranskursindeksen (KKI) og aksjekurser i USA (S&P 500). Juli 1999 – jan 2003.



¹) Fallende kurve betyr styrking av kronen

Kilde: EcoWin og Norges Bank

**Figur 3** Konkurranskursindeksen (KKI) og GRI. Juli 1999 – jan 2003.



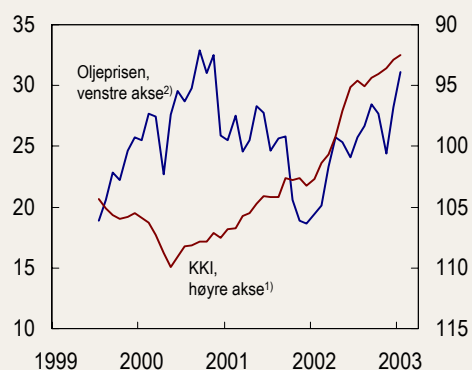
¹) Fallende kurve betyr styrking av kronen

Kilde: Norges Bank

Oljeprisen økte betydelig fra utgangen av 2001, se figur 4. Markedsaktørene peker på at høyere oljepris isolert sett gjør norske kroner mer attraktive.

I fjor ble norske kroner tidvis vurdert som en tilfluktsvaluta. I tider med uro søker investorer mot trygge plasseringer. Tradisjonelt har dette vært gull, sveitsiske franc og amerikanske dollar. Stor usikkerhet knyttet til en mulig krig i Irak og dens effekt på oljeprisen, førte til at mange oppfattet norske kroner som et midlertidig trygt alternativ.

**Figur 4** Konkurranskursindeksen (KKI) og oljeprisen (Brent Blend). Juli 1999 – jan 2003.

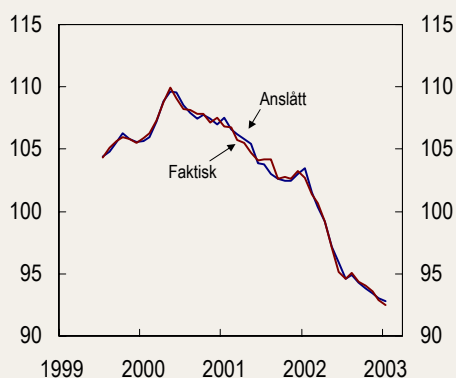


<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr styrking av kronen  
<sup>2)</sup> USD per fat

Kilde: Norges Bank

For å ta markedet på alvor og undersøke hvilken betydning disse forholdene har hatt for kronkursen, har Norges Bank forsøkt å belyse utviklingen i konkurranskursindeksen gjennom en økonomisk modell. Modellen inkluderer effekter av renteforskjellen mot utlandet, utviklingen i amerikanske aksjekurser, størrelsen på forventet variabilitet mellom hovedvalutaene (GRI) og oljeprisen, se teknisk vedlegg. Modellen er estimert på månedsdata fra juli 1999 til januar 2003 og forklarer utviklingen de siste årene godt, se figur 5.

**Figur 5** Faktisk og anslått verdi av konkurranskursindeksen (KKI)<sup>1)</sup>. Jul 1999 – jan 2003.



<sup>1)</sup> Fallende kurve betyr styrking av kronen

Kilde: Norges Bank

Modellen indikerer at økende renteforskjell kan forklare om lag 40 prosent av kronestyrkingen fra mai 2000 til januar 2003, se tabell 1. Børsnedgangen og fallende variabilitet mellom hovedvalutaene kan forklare om lag 55 prosent av kronestyrkingen i perioden. Disse faktorene bidro

fordi renteforskjellen var positiv, se diskusjonen over. Økt oljepris bidro også noe til kronestyrkingen fra mai 2000.

**Tabell 1.** Bidrag til styrkingen av kronen fra mai 2000 til januar 2003<sup>1</sup>

Virkninger knyttet til renteforskjellen mot utlandet	95%
Økt renteforskjell	40%
Lavere aksjekurser og valutakurssvingninger internasjonalt <sup>2</sup>	55%
Virkning av økt oljepris	5%

<sup>1</sup> Tallene er avrundet

<sup>2</sup> Lavere aksjekurser og valutakurssvingninger bidro fordi renteforskjellen var positiv

De ulike faktorenes bidrag varierer over tid. Økt oljepris kan ifølge modellen forklare om lag 35 prosent av appresieringen fra desember 2001 til januar i år, se tabell 2. Dette bidraget kan fange opp effekter av at kronen ble vurdert som en tilfluktsvaluta. Utviklingen i renteforskjellen kan forklare om lag 30 prosent av kronestyrkingen i perioden, mens børsfall og fallende variabilitet mellom hovedvalutaene kan forklare om lag 35 prosent.

**Tabell 2.** Bidrag til styrkingen av kronen fra desember 2001 til januar 2003<sup>1</sup>

Virkninger knyttet til renteforskjellen mot utlandet	65%
Økt renteforskjell	30%
Lavere aksjekurser og valutakurssvingninger internasjonalt <sup>2</sup>	35%
Virkning av økt oljepris	35%

<sup>1</sup> Tallene er avrundet

<sup>2</sup> Lavere aksjekurser og valutakurssvingninger bidro fordi renteforskjellen var positiv

Modellen impliserer at renteforskjellen betyr mer for valutakursen desto mer aksjekursene faller og desto lavere forventet variabilitet det er mellom hovedvalutaene. Den forventede gevinsten ved å spekulere i aksjer eller valuta kan være liten når aksjekursene faller og valutakursene svinger lite. I en slik situasjon vil aktørene legge større vekt på renteforskjeller enn når aksjekursene øker og når valutakursene svinger mye. Tabell 3 tyder på at renteeffekten økte markert fra mars 2000 til januar i år. I mars 2000 var det høy forventet variabilitet mellom hovedvalutaene, og aksjekursene hadde økt kraftig. I januar i år var det derimot lav forventet variabilitet mellom hovedvalutaene, og aksjemarkedet hadde falt kraftig.

**Tabell 3.** Effekt av endret renteforskjell på ulike tidspunkt. Prosentvis endring i kronekursen etter ett år når renteforskjellen øker med ett prosentpoeng<sup>1</sup>

Mars 2000	Mars 2001	Mars 2002	Januar 2003
-2¼	-4¼	-5½	-6

<sup>1</sup> Lavere kurs betyr at kronen styrker seg

Temaene i valutamarkedene skifter. Høsten 1998 var preget av uro på de internasjonale finansmarkedene. Til tross for høy rente i Norge gikk investorene ut av kroner og inn i sveitsiske franc og amerikanske dollar. I siste halvdel av 1990-tallet var det jakten på avkastning i aksjemarkedene som preget kapitalstrømmene før den internasjonale nedgangen satte inn. I perioden med kronekursstyrking fra mai 2000 søkte aktørene etter rentegevinster. Virkningene på kronen av høy og økende renteforskjell er blitt forsterket av forholdene i de internasjonale kapitalmarkedene.

Rentekuttene i desember og januar og en lavere rentedifferanse er blitt etterfulgt av en svekkelse i kronekursen. Svakere kronekurs er i tråd med hva en ville vente, og også i tråd med modellens prediksjoner. Selv om modellen kan forklare den historiske utviklingen godt, er den ikke uten videre egnet som en prognosemodell. Generelt er det vanskelig å forklare utviklingen i valutakursen og forutsi den videre utviklingen med samme forklaringsmodell. Sammenhengene i valutamarkedet er ustabile. I tillegg til den rene renteavkastningen gjenspeiler dagens valutakurs markedsaktørens forventninger om den fremtidige kursen og deres vurdering av risiko. Aktørens forventninger, deres syn på risiko og hvilken informasjon som blir brukt i forventningsdannelsen er forhold som ikke kan observeres direkte. I tillegg varierer alle tre faktorene over tid. Det gjør det vanskelig å finne stabile sammenhenger for valutakursen.

## Teknisk vedlegg: Estimeringsresultater

Modellen omtalt over er gitt ved:

$$\begin{aligned} \Delta e_t = & \text{konstant} + 0,192 \Delta e_{t-1} - 0,330 e_{t-1} - 0,042 \text{oljepris}_t + 0,020 \Delta \text{gri}_t \\ & (1,73) \quad (6,50) \quad (6,03) \quad (2,63) \\ & - 0,019 \Delta \text{RDIFF}_t - 0,043 \Delta_2 \text{RDIFF}_{t-1} - 0,053 \Delta_2 \text{RDIFF}_{t-3} \\ & (3,67) \quad (6,01) \quad (6,71) \\ & - 0,064 \text{RDIFF}_{t-5} + 0,018 (\text{gri} \cdot \text{RDIFF})_{t-1} + 0,012 (\Delta_6 \text{aksje}_t) \cdot \text{RDIFF}_t \\ & (7,67) \quad (6,12) \quad (2,98) \end{aligned}$$

Estimeringsperiode: 1999.7 – 2003.1 (månedstall).

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

$\Delta$  er en differensoperator;  $\Delta = (X_t - X_{t-1})$ ,  $\Delta_2 = (X_t - X_{t-2})$  og  $\Delta_6 = (X_t - X_{t-6})$ .

Avviket mellom den faktiske og modellerte valutakursen er i gjennomsnitt på 0,4 prosent av valutakursen.

Variablene er definert ved:

$e$	= Logaritmen til konkurransekursindeksen
$\text{oljepris}$	= Logaritmen til oljeprisen (Brent blend målt i amerikanske dollar)
$\text{gri}$	= Logaritmen til GRI
$\text{RDIFF}$	= Tre måneders renteforskjell overfor utlandet
$\text{aksje}$	= Logaritmen til S&P 500 – indeksen

Aksjekursene er målt ved utgangen av hver måned. De øvrige variablene er månedsgjennomsnitt.

# Produksjonsgap

## Produksjonsgap som indikator

*Produksjonsgapet* er definert som forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen i økonomien og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Dette nivået er ofte betegnet som *trendmessig produksjon*, eller noe misvisende, som *potensiell produksjon*.

Gjennom konjunktursyklusen vil den faktiske produksjonen ligge både under og over trendmessig produksjon. Økt etterspørsel kan slå ut i høyere produksjon på kort sikt, slik at faktisk produksjon stiger mer enn trendmessig produksjon, og det oppstår et positivt produksjonsgap. Et positivt produksjonsgap antyder et aktivitetsnivå som skaper press på realressursene og tiltakende pris- og kostnadsvekst. Produksjonsgapet er null hvis samlet produksjon tilsvarer det aktivitetsnivået som kan oppnås over tid uten at pris og kostnadsveksten tiltar. En slik tolkning er imidlertid basert på et forenklet bilde av virkeligheten. Det er ikke sikkert at trendproduksjonen alltid er et godt mål på den produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon. Det er også usikkerhet knyttet til hvilken beregningsmetode som er mest hensiktsmessig.

Trendmessig produksjon avhenger i realiteten av flere forhold. Det er vanlig å legge til grunn at samlet produksjon over tid vokser trendmessig i tråd med demografi og produktivitet, men at det på kort sikt er variasjoner rundt denne trenden. Over tid endres teknologien og ressurstilgangen, som igjen fører til at trendproduksjonen endres. For eksempel vil økt sykefravær og økt ferie redusere tilbudet av arbeid og dempe trendproduksjonen.

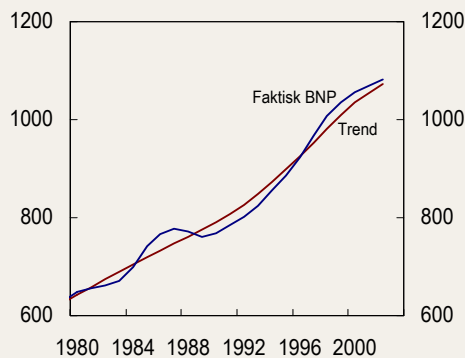
Det er viktig å vise varsomhet i tolkningen av produksjonsgap. Et positivt produksjonsgap kan gå sammen med avtakende inflasjon for en periode dersom importprisene faller. Dette er aktuelt i en situasjon hvor det er utsikter til fallende importpriser på grunn av en vesentlig styrking av valutakursen. Indikatoren gir således et utgangspunkt for å oppsummere det innenlandske prispresset i økonomien.

## Beregning av trendmessig produksjon med Hodrick-Prescott filter

Anvendelsen av indikatoren reiser enkelte praktiske problemstillinger. Mens den faktiske produksjonen (målt ved BNP for Fastlands-Norge) blir registrert i offisiell statistikk, er trendproduksjonen ikke

observerbar og må beregnes. Ulike beregningsmetoder kan gi ulikt resultat. Usikkerhet knyttet til ulike metoder gjør at det er viktig å bruke skjønn i beregningen av trendproduksjonen.

Figur 1 Faktisk BNP og trend-BNP. Mrd. kr. Faste 1999-priser. 1980-2002<sup>1)</sup>



1) BNP-tall for 2002 er anslag. Tall for trendproduksjon fram t.o.m. 1999 er beregnet ved bruk av Hodrick-Prescott filter. Deretter er trenden skjønsmessig anslått.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

En enkel og mye brukt metode for å beregne trendmessig produksjon er ved hjelp av et såkalt *Hodrick-Prescott filter* (HP).<sup>1</sup> HP-metoden forutsetter at en kan dekomponere en tidsserie i en trendkomponent og en syklisk komponent. Metoden tillater gradvise endringer i trendmessig produksjon over tid, mens mer kortsiktige fluktuasjoner antas å gjenspeile sykliske variasjoner i etterspørselen i økonomien, se figur 1. Ved bruk av HP-metoden må en velge en parameter som gir uttrykk for omfanget av variasjoner i trendmessig produksjon – det vil si hvor stiv trenden skal være. Det er ingen fasit for hvilken verdi denne parameteren skal ha.<sup>2</sup>

Med utgangspunkt i årlige nasjonalregnskapstall for BNP for Fastlands-Norge for perioden 1970-2001 forlenget med egne anslag for perioden

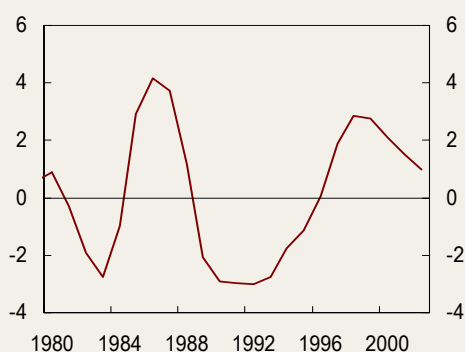
<sup>1</sup> Se Hodrick og Prescott (1997). En annen metode for beregning av produksjonsgapet er den såkalte "produktfunksjonsmetoden". Ved denne metoden settes de trendmessige nivåene på arbeidskraft, kapital og tilgjengelig teknologi inn i en nærmere spesifisert produktfunksjon. Potensiell produksjon kan da oppfattes som økonomiens tilbudsside, bestemt av de nevnte innsatsfaktorene. Et problem med produktfunksjonsmetoden er at den er meget data-intensiv og at en må anslå normal total faktorproduktivitet og nivået på likevektsledigheten. OECD benytter blant annet denne metoden. Se for eksempel Frøyland og Nymoen (2000) og Giorno *et. al.* (1995) for mer om metoder for beregning av produksjonsgap.

<sup>2</sup> Denne parameteren er i litteraturen betegnet som  $\lambda$ . En høy  $\lambda$  impliserer at trendveksten beveger seg lite og i et grensetilfelle går mot gjennomsnittet for perioden. En lav  $\lambda$  impliserer store svingninger i trendproduksjonen. Rene skjønsmessige vurderinger kan trekke i retning av å bruke  $\lambda = 100$  på årstall for Norge.



2002-2005, har vi benyttet HP-metoden for å beregne trendmessig produksjon. En svakhet med HP-metoden er at økonomiske fluktasjoner i slutten av beregningsperioden får stor vekt i beregningen av trendmessig produksjon. Dersom for eksempel faktisk produksjon faller i slutten av beregningsperioden, vil også trendmessig produksjon avta slik at den kan bli undervurdert. Problemet kan reduseres dersom en forlenger serien med anslag der veksten i økonomien tar seg opp mot hva som har vært den langsiktige trenden.

**Figur 2** Produksjonsgap.  
Prosentvis avvik fra trend-BNP Fastlands-Norge.  
1980-2002.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Hvis produksjonsgapet brukes som en indikator for hvordan pengepolitikken bør innrettes, blir de siste årene i beregningene de mest interessante. Det er også de siste observasjonene som er beheftet med mest usikkerhet. Erfaringsmessig blir nasjonalregnskapstall for BNP revidert forholdsvis mye. Det er en betydelig svakhet ved produksjonsgapet som konjunkturindikator.<sup>3</sup> På grunn av den høye usikkerheten knyttet til HP-metoden på slutten av beregningsperioden bruker vi ikke tallene for de siste årene, men stopper i 1999.

### Skjønnsmessige vurderinger

For årene etter 1999 lager vi skjønnsmessige anslag for trendveksten. Disse anslagene brukes i beregningen av produksjonsgapet i de påfølgende årene. Endringen i produksjonsgapet fra år til år framkommer som forskjellen mellom veksten i faktisk produksjon og den anslåtte veksten i trendmessig produksjon.

<sup>3</sup> Se Olsen *et.al.* (2003) for mer om produksjonsgapets egenskaper som konjunkturindikator

Ved å ta utgangspunkt i produksjonsgapet for 1999 i beregningen av produksjonsgapet i de påfølgende årene, reduseres følsomheten i beregningene overfor revideringer i BNP-tallene og usikkerheten i anslagene for BNP. HP-metoden antyder et produksjonsgap på om lag 2¾ prosent i 1999.

For 2000 – 2002 lager vi anslag på veksten i trendmessig produksjon på basis av anslag for den demografiske tilveksten til arbeidsstyrken og anslag på trendmessig vekst i produktiviteten. Vi har også korrigert for varige endringer i arbeidstiden. Utvidelsen av den tariffestede ferien i 2001 og 2002 reduserte trendveksten med anslagsvis ½ prosentpoeng i hvert av disse årene. Slike skjønnsmessige vurderinger av trendveksten gir etter vår oppfatning bedre anslag på produksjonsgapet enn det en mekanisk bruk av HP-metoden ville gitt.

Produksjonsgapet har avtatt fra et forholdsvis høyt nivå i 1998, se figur 2. Det indikerer at det innenlandske inflasjonspresset gradvis har avtatt de seneste årene. Beregningene tyder på at produksjonsgapet var om lag 1 prosent i 2002. Usikkerheten tilsier imidlertid at en bør være varsom med å trekke konklusjoner ut fra tall for enkeltår. I praksis er det viktig å se på produksjonsgapet sammen med konjunkturindikatorer som er mindre utsatt for revisjoner, som for eksempel lønnsvekst, arbeidsledighet, kredittvekst osv.

### Referanser

Frøyland, E. og R. Nymoen (2000). "Produksjonsgapet i norsk økonomi, forskjellige metoder, samme svar?", Penger og Kreditt nr 1, Norges Bank.

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

Hodrick, R. J. og E.J. Prescott (1997). "Post-war U.S business cycles: An empirical investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29, No.1, 1-16.

Olsen, K., J.F. Qvigstad og Ø. Røisland (2003). "Monetary Policy in Real Time. The Role of Simple Rules" Kommer i serien *BIS-papers*. Bank for International Settlements

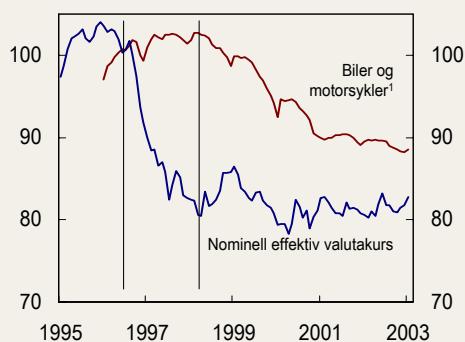
# Importert prisvekst og valutakurs-erfaringer fra Storbritannia

Den importveide kronekursen styrket seg med noe over 20 prosent fra mai 2000 til januar i år. Som et resultat av dette har prisene på importerte konsumvarer begynt å falle. Prisfallet har imidlertid vært noe mindre enn ventet, hvis en tar utgangspunkt i de empiriske erfaringene av den isolerte effekten fra kronekurs til priser på importerte konsumvarer.

Mens prisene på varer med sterk konkurranse både hjemme og internasjonalt, som audiovisuelt utstyr og klær og skotøy, har falt markant, har bilprisene fortsatt å stige. Erfaringer fra Storbritannia viser at det kan være et betydelig tidsetterslep fra effekter av styrket valuta slår ut i bilprisene.

Det britiske pundet styrket seg med om lag 20 prosent fra høsten 1996 til utgangen av 1997. Etter dette har pundet ligget nokså stabilt på det nye nivået. Det tok imidlertid nesten to år fra pundet begynte å styrke seg til prisene på nye biler og motorsykler begynte å falle. Prisene på biler og motorsykler faller fortsatt, men noe mer avdempet. Ved utgangen av fjoråret var prisene 16 prosent lavere enn sommeren 1998. Målt ved tolv månedersrater kom det kraftigste prisfallet på biler og motorsykler tre og ett halvt år etter at pundet begynte å styrke seg.

**Figur 1** Pund sterling. Konsumprisvekst på biler og motorsykler. Storbritannia. Indeks 1996=100. Jan. 95/ Jan.96 - jan. 03.



<sup>1</sup>Prisindeks for Kjøp av kjøretøy i Harmonisert konsumprisindeks

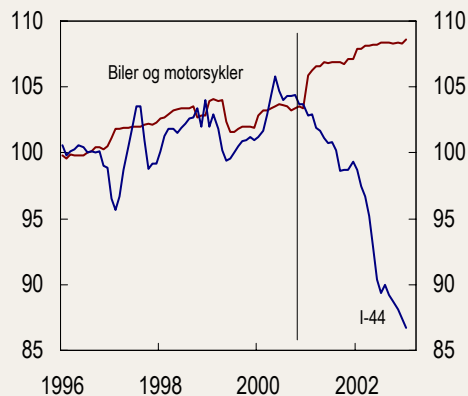
Kilde: National Statistics, Bank of England og Norges Bank

Bilmarkedet er preget av monopolistisk konkurranse, og en del av kursgevinsten av at pundet styrket seg tilfallet i starten bilprodusentene. Også bilimportørene økte sine avanser den første tiden. Importprisene på biler, slik disse måles

”ved havnen”, falt med 7 prosent fra august 1996 til november 1997. I samme tidsrom økte forbrukerprisene på biler og motorsykler med om lag 1 prosent. Som en følge av dette startet britiske konkurransemyndigheter undersøkelser og utredninger om hvordan konkurransen i bilmarkedet virket. Dette arbeidet skapte forventninger om prisfall på biler, og etterspørselen falt. Dette fallet i etterspørselen gjorde at både bilprodusenter og bilimportører begynte å redusere sine marginer igjen.

I følge våre beregninger vil effekten fra styrkingen av kronekursen til prisene på importerte konsumvarer i Norge være kraftigst i tredje kvartal 2003, om lag tre og et halvt år etter at kronen begynte å styrke seg. Beregningene bygger på en forutsetning om at kronen vil holde seg på nivået fra februar, og tar hensyn til effektene av at kronen svekket seg fra begynnelsen av 1997 til mai 2000. Holdes bilprisene utenfor, har gjennomslaget fra valutakursen til prisene på importerte konsumvarer i hovedsak vært i tråd med våre beregninger.

**Figur 2** I-44 og konsumprisvekst på biler og motorsykler. Indeks. 1996=100. Jan. 96 - jan. 03.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bilprisene stiger imidlertid fortsatt tre år etter at kronen begynte å styrke seg. Kronestyrkingen har så langt gitt bilprodusenter og/eller importørene økte marginer. Erfaringene fra Storbritannia er at styrking av valutakursen vil gi utslag i lavere forbrukerpriser på biler, men at manglende konkurranse kan bidra til at det tar tid før utslaget kommer.

Styrket kronekurs og økende bilpriser i Norge har gjort det mer lønnsomt med privat import av biler. Konkurransen i det norske bilmarkedet har økt gjennom privat bilimport. 20 prosent av alle førstegangsregistrerte biler i 2001 var importerte bruktbiler. I fjor økte denne andelen til 30 prosent. Det er grunn til å tro at privatimport av nye biler også har økt. Den økte privatimporten av biler representerer tap av markedsandeler for de norske importørene av nye biler. Som et svar på dette har importørene av enkelte bilmerker nylig redusert eller varslet en viss reduksjon i prisene på nye biler. Det ser dermed ut til at det vil komme en prisnedgang, men senere enn vi hadde forventet.

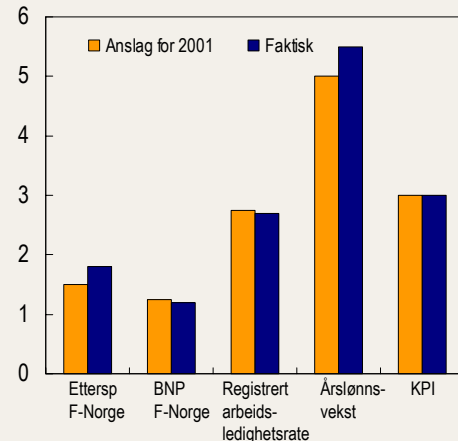
# Etterprøving av Norges Banks anslag for 2001 og 2002<sup>1</sup>

Konsumprisveksten korrigert for avgifter og energipriser (KPI-JAE) ble 2,3 prosent i 2002. Dette var om lag som Norges Bank anslo utviklingen to år tidligere. Etterprøving av tidligere anslag gir et viktig bidrag til å bedre forståelsen av økonomiens virkemåte og til å vurdere pengepolitikken. Det kan være mange årsaker til at anslagene ikke treffer, eller inflasjonsanslaget kan treffe på tross av en uventet utvikling i viktige forklaringsfaktorer. Formålet med våre anslag er ikke nødvendigvis å treffe best mulig, men å gi et best mulig beslutningsgrunnlag for pengepolitikken. Anslagene i inflasjonsrapporten er betinget på beregningstekniske forutsetninger om rente og valutakurs. Ofte vil renten bli endret i forhold til forutsetningen nettopp for å søke å oppnå en annen utvikling enn anslaget viser.

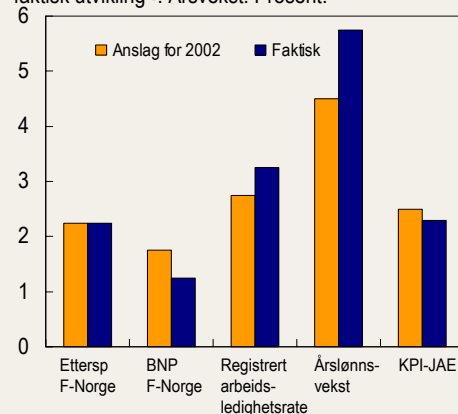
Figur 1 og 2 viser anslag for 2001 og 2002 gitt ved utgangen av 2000 og den faktiske utviklingen i noen viktige makroøkonomiske størrelser. Arbeidsledigheten holdt seg som ventet lav gjennom 2001, men økte mer enn ventet i 2002. Også produksjonen og sysselsettingen utviklet seg om lag som ventet. Anslaget for konsumprisveksten traff i 2001 og ble ¼ prosentpoeng lavere enn anslått i 2002. Denne utviklingen må imidlertid ses i lys av enkelte andre utviklingstrekk:

- Veksten internasjonalt ble markert svakere enn i våre prognoser. Først og fremst skyldtes dette et uventet kraftig tilbakeslag i USA som smittet til Europa. De internasjonale prisene utviklet seg imidlertid om lag som anslått. Oljeprisen gikk noe mer ned i 2001 enn forutsatt, men tok seg kraftig opp gjennom 2002. Ved utgangen av fjoråret var oljeprisen markert høyere enn lagt til grunn to år tidligere.
- Selv om vi traff godt på produksjons- og etterspørselsutviklingen i norsk økonomi, tiltok arbeidsledigheten mer enn anslått gjennom 2002. Ved utgangen av fjoråret var ledighetsraten nærmere ¾ prosentpoeng høyere enn vi hadde anslått to år før.

Figur 1 Anslag på noen hovedstørrelser for 2001 og faktisk utvikling. Årsvekst. Prosent.



Figur 2 Anslag på noen hovedstørrelser for 2002 og faktisk utvikling<sup>1)</sup>. Årsvekst. Prosent.



<sup>1)</sup> Faktisk utvikling basert på anslag i IR 1-03

- Lønnsveksten ble betydelig høyere enn ventet både i 2001 og 2002, til tross for at arbeidsledigheten økte mer enn anslått.
- Høsten 2000 var anslagene basert på en forutsetning om at renten falt i tråd med markedets forventninger og at valutakursen lå uendret. Med bakgrunn i langt høyere lønnsvekst enn anslått måtte renten holdes høyere enn dette for å stabilisere inflasjonen. Pengemarkedsrenten ble i gjennomsnitt 0,2 prosentpoeng høyere enn forutsatt i 2001 og 0,9 prosentpoeng høyere i 2002.

<sup>1</sup> En mer fullstendig analyse vil komme i Penger og Kreditt 1/2003.

- Anslagene var basert på en teknisk forutsetning om uendret kronekurs. Den importveide kronekursen var imidlertid i gjennomsnitt for 2002 13 prosent sterkere enn forutsatt to år tidligere. Kronestyrkingen var særlig markert gjennom 2002.

Lønnsveksten ble altså høyere enn ventet og kronekursen ble sterkere enn ventet. Disse to forholdene har virket i hver sin retning på prisveksten, men kan ikke ses uavhengig av hverandre. Den uventet sterke lønnsveksten førte til et høyere rentenivå enn forventet og trolig til forventninger om at renteforskjellen mot utlandet ville holde seg høy. Forventninger om høy renteforskjell mot utlandet ser ut til å ha vært en viktig forklaringsfaktor bak styrkingen av kronen. Utviklingen i internasjonale økonomi og finansmarkeder bidro til å forsterke effekten av den høye renteforskjellen. Også høyere oljepris bidro.

Lønnsutviklingen reiser spørsmål om vår forståelse av økonomiens virkemåte har vært riktig. Norges Bank undervurderte lønnsveksten både for 2001 og 2002. Også for flere av de foregående årene var det en tendens til at lønnsveksten ble høyere enn ventet. Det kan se ut til at vi har overvurdert virkningene av svak lønnsomhet i industrien, som tradisjonelt har hatt rollen som lønnsleder i Norge, og undervurdert virkningene av det stramme arbeidsmarkedet. I en ramme i Inflasjonsrapport 1/2002 redegjorde vi for en modell for lønnsutviklingen som legger mindre vekt på lønnsomhetsforholdene i industrien, og større vekt på forholdene i arbeidsmarkedet, enn det lønnslikningene i den makroøkonomiske modellen RIMINI gjør. Denne alternative lønnsmodellen ville ha truffet vesentlig bedre på den faktiske lønnsutviklingen enn våre anslag fra 2000.



# Vedlegg I

## Regionalt nettverk

# Norges Banks regionale nettverk

Norges Banks regionale nettverk ble etablert høsten 2002, og består av bedrifter, organisasjoner og kommuner i hele landet. Gjennom seks runder i året vil vi ha samtaler med ledere fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter og næringer, til sammen rundt 200 besøk i hver runde. Utvalget av kontakter gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk. Antallet kontakter tilknyttet nettverket vil i løpet av 2003 komme opp i rundt 1000 personer som vil bli kontaktet 1-2 ganger per år.

Hovedformålet med det regionale nettverket er å få oppdatert informasjon om tilstanden i norsk økonomi. Regelmessige samtaler med lokale kontakter fra norsk nærings- og samfunnsliv vil gi oss informasjon tidligere og oftere enn tilgjengelig offentlig statistikk. Dessuten vil vi få utfyllende kunnskap på områder som ikke dekkes av andre statistikkilder. Vi vil også få kjennskap til temaer som bedriftene er spesielt opptatt av. I tillegg vil det regionale nett-

verket kunne gi oss innsikt i virkninger av spesielle hendelser eller brukes til å undersøke aktuelle problemstillinger. Offisiell statistikk vil fortsatt være hovedgrunnlaget for oppfatninger om tilstanden i økonomien, men tidsetterslep og revideringer knyttet til slik statistikk gjør det nyttig med supplement 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 440 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummeringer fra hver region fra den siste kontaktrunden blir å finne på Norges Banks internetsider fra 6. mars. Følgende hovedpunkter 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:

- *Eksportindustrien* opplever fall i etterspørsel og produksjon. Bedriftene beskriver en situasjon med svekket konkurransekraft som følge av høy lønnsvekst og sterk kronekurs.
- Problemene i eksportrettet industri forplanter seg til bedrifter som leverer sine produkter på hjemmemarkedet. Etterspørselen fra *norsk næringsliv* etter både varer og tjenester faller.
- Også innenfor *offshorerelatert virksomhet* rapporteres det nå om færre oppdrag. Aktiviteten er særlig lav innen leting og utvikling av nye felt, mens oppdrag knyttet til eksisterende felt holder seg oppe.
- For industri, varehandel og tjenesteyting rettet mot *norske husholdninger* ser etterspørselen fortsatt ut til å vokse i moderat tempo.
- Innenfor *bygg- og anleggsbransjen* er det til dels store regionale forskjeller som i sum gir inntrykk av et høyt men avtakende aktivitetsnivå. Det forventes fallende etterspørsel i 2003.
- Kapasitetsutnyttelsen i privat sektor oppfattes som noe lavere enn normalt, og *realinvesteringene* ventes å falle i industrien inneværende år.
- Et fellestrekk for store deler av næringslivet er at omsetningsveksten ikke holder tritt med kostnadsveksten. Lønnsomheten søkes opprettholdt ved kostnadskutt blant annet i form av *reduksjoner i sysselsettingen*.
- Innenfor *varehandel og annen tjenesteyting* rettet mot husholdningene er imidlertid sysselsettingen i moderat vekst eller stabil.
- I *helsesektoren og kommunene* rapporteres det om stagnerende til fallende sysselsetting. Offentlige budsjetter oppfattes som mindre tøyelige enn tidligere.
- *Tilgangen på kvalifisert arbeidskraft* har bedret seg for de fleste yrkesgrupper i alle regionene, og vurderes nå som bedre enn normalt i de fleste næringer.
- Både innenfor privat og offentlig sektor rapporteres det at *lønnsveksten* for 2002 ble svært høy, med negative følger for konkurranseevne og sysselsetting. Det forventes noe lavere lønnsvekst inneværende år.

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

ABB AS  
ACNielsen Norge AS  
Advanced Production and Loading AS  
Aetat Kongsvinger  
Aetat Vestfold  
Airlift AS  
Aker Kværner ASA  
Aksel L. Hansson  
Allianse ASA  
Alta Kommune  
Altaposten  
Alvdal og Tynset Sport AS  
Alvdal Skurlag AL  
Amersham Health AS  
Amfi Namsos  
Amfi Narvik  
Andøy Energi AS  
Ankerske Naturstein AS  
Anleggsgartnerfirma Strandman AS  
Apokjeden AS  
Apotek 1 Kirkenær  
Apropos Internett AS  
Arendal Kommune  
Ark Bruns  
Arki Arkitektar AS  
Arne Rustand AS  
AS Block Berge Bygg  
Asko Kjeldsberg AS  
Asplan Viak Bergen  
Atlantic Auto AS  
Auster Frisør ANS  
Avisa Glåmdalen  
Baker Hughes Inteq  
Bakers AS  
Banetele AS  
Barel AS  
Barnekompaniet AS  
BB Servicesystem Sogn og Fjordane AS  
Berg Jacobsen Gruppen AS  
Bergen Kommune  
Bergene Holm AS  
Bergens Tidende  
Betong Øst AS  
BeWi Produkter AS  
Bilhuset AS  
Bilsenteret Namsos AS  
Bjørge-Gruppen AS  
Bodø Sildoljefabrikk AS  
Bordsølv Design AS  
BP Norge AS  
Br. Reme AS  
Brevik Construction AS  
Brunvoll AS  
Brødrene Bakk AS  
Brødrene Dahl AS  
Brødrene Røsand AS  
Bygg og Maskin AS  
Byggcon AS  
Byggservice Nord-Østerdal AS  
Båtservice Mandal AS  
Cad Net Øst  
CHC Helikopterservice AS  
City Syd AS  
Clarion Hotel Ernst AS  
Color Group ASA  
Comrod AS  
ConsultIT  
Coop Ofoten BA  
Coop Sambo BA  
Coop Sogn Og Fjordane BA  
Coop Sunndalsøra BA  
Coop Trondheim og omegn BA  
Coop Vestfold og Telemark BA  
Creato  
Dale Bruk AS  
Dale of Norway  
DARK Arkitekter AS  
Demas AS  
DnB Kongsvinger  
DnB Tønsberg  
DFDS Seaways AS  
DHL International AS  
Diplom-Is AS  
DNH Den Norske Høyttalerfabrikk AS  
Domstein Måløy ASA  
E. Flasnes Transport AS  
EFD Induction AS  
Egersund Trål AS  
Eidesvik AS  
Eiendomsdrift Nord AS  
Eiendomsmedler 1  
Einar Torjesen AS  
Elcon Finans AS  
Elektrikeren AS  
Elektro AS  
Elkem Aluminium ANS  
Elkjøp Giganten Forus  
Elkjøp Stormarked Skien  
ELTEL Networks  
Elvemo og Hjertås Bygg AS  
Emma EDB AS  
Engum Elkjøp AS  
Entra Eiendom AS  
Eramet Norway  
ErgoRunit AS  
Ernst&Young  
Esmeralda AS  
Exact Eiendomsmedlere AS  
Fabelaktiv AS  
Falkanger Sko AS  
Farveringen AS  
FAV Gruppen  
Fesil ASA  
Figgjø AS  
Finansnæringens Hovedorganisasjon  
Finnsnes VVS Senter AS  
Finny Sirevaag AS  
Finsbråten AS  
First Rent A Car Norway AS  
First Securities ASA  
Fiskeridirektoratet  
Flatsetsund Møbel- Og Trevarefabrikk AS  
Flatøy Møbler AS  
Flextronics Network Service AS  
Flisekompaniet AS  
Flowtite Norway AS  
Fokus Bank ASA  
Fosen Trafikklag ASA  
Fosnavåg Notbøteri AS  
Fundia Armeringsstål AS  
Fylkesbaatane i Sogn og Fjordane  
Gaden & Larsen AS  
Gjensidige NOR Forsikring  
Region Oppland  
Gjensidige Nor Forsikring Trondheim  
Gjensidige NOR ASA  
Gjøco AS  
Glamox ASA  
Glava AS  
Glåma Bygg AS  
Godstrafikk & Bilspedisjon AS  
Grieg Logistics  
Grieg Seafood AS  
Grimstad Planteskole AS  
Grytnes Entreprenør AS  
Gudbrandsdalen Uldvarefabrik AS  
Gunnar Hippe AS  
H & M Hennes & Mauritz AS  
Hakon Distribusjon AS  
Hakon Gruppen AS  
Handelsbanken Liv  
Hansa Borg Bryggerier ASA  
Harald Haltvik AS  
Harila Midt-Troms AS  
Harstad Elektro AS  
Harstad Kommune  
Harstad Tidende AS  
Havforskningsinstituttet  
Havsvølv AS  
Hegra Sparebank  
Heimdal Gruppen AS  
Helgeland Kraft AS  
Helgeland Sparebank  
Helkama Grepa AS  
Helse Nordmøre og Romsdal HF  
Helse Stavanger HF  
Hemnes Kommune  
Hemnes Mek. Verksted AS  
Hepro AS  
Herlige Stavanger AS  
Hilmers Company AS  
Hitec Vision  
HOFF Norske Potetindustrier BA  
Holm Grafisk AS  
Holst & Hauge AS  
Hotel Augustin AS  
Hotell Frøya AS  
Hotell Maritim AS  
Hovden Møbel AS  
Hustad AS  
Hustadmarmor AS  
Hydro Aluminium AS Karmøy  
Hydrotech-Gruppen AS  
Høgskolen i Harstad  
Iglo-gruppen  
IKEA Asane  
Industriverktøy AS  
IPEC Instrumentering AS  
ISS Norge AS  
J. M. Nilsen AS  
Johan Vinje AS  
Jotun AS  
Julius Maske AS  
Kaffebrenneriet AS  
Kid Interiør AS  
Kirkenes Bil AS  
Kleven Florø AS  
Klaastad Brudd DA  
Knut Olsen Ing. AS  
Knutson OAS Shipping AS  
Kosberg Arkitektkontor AS  
KPMG AS  
Kran og Industriservice Nord AS  
Kristiansand Jernstøperi AS  
Kristiansund Havn KF  
Kristisetser M Entreprenør AS  
Kristoffer Johnsen Grafiske Senter AS  
Krogsveen Raknes AS  
Kroken Caravan AS  
Kruse Smith AS  
Kährs Brumunddal AS  
Kaarbøverkstedet AS  
Laerdal Medical AS  
Landskapsentreprenørene AS  
Langmorkje Almenning  
Lefdal Elektromarked AS Lade  
Leiv Eriksson Nyfotek AS  
Leonhard Nilsen Sønner AS  
Lindesnes Kommune  
Linjedods AS  
Litra AS  
Lom Møbelindustri AS  
Lom og Skjåk Sparebank  
Luftfartsverket Region Midt-Norge  
Luxo Industrier AS  
Lycro AS  
Lyng Gruppen AS  
Malvik Kommune  
Mandal Reberbane  
Christiansen & CO  
Mandal Sykehus  
Manpower AS  
Maritech AS  
Maritime Hydraulics AS  
Media Direct Norge AS  
Mæglerhuset Nylander AS  
Melby Snekkerverksted AS  
Meyer AS  
Midnor Group AS  
Midt-Norge Regnskap AS  
Midt-Troms Kjøleservice AS  
Mjosundet Båt og Hydraulikk AS  
Moelven Van Severen AS  
Molab AS  
MTU Telecom AS  
Multimaskin AS  
Møkster Shipping Simon AS  
Møre og Romsdal Fylkeskommune  
Namsen Motor Hotell  
Namsos Kommune  
Narvesen  
Narvik Kommune  
Narvik Storsenter Drift AS  
Navigator AS  
Nøptun Apartementhotell AS  
Nera Networks AS  
Nerland Granitindustri AS  
Netcom AS  
Nettbuss Sør AS  
Nexans AS  
Nexans Norway AS  
NextCon  
Norac AS  
NorDan AS  
Nordea Bank Norge ASA  
Nordfjord og Sunnmøre Billag AS  
Nordic Comfort Products AS  
Nordland Betongindustri AS  
Nordlandsforskning  
Norgesbuss AS  
Norgesbuss Vestfold AS  
Norgesgruppen ASA  
Norpower Brødr. Malo AS  
Norsk Tipping AS  
Norsk Gjenvinning Region Sør  
Norsk Mottaksdrift  
Norsk Stein AS  
Norsk Stål AS  
Nor-Team  
Entreprenørforretning AS

Nortelco Teledialog AS  
 Nothuset AS  
 Nova-Print AS  
 Novatex AS  
 Nycomed Pharma AS  
 Nyman & Schultz  
 Forretningsreiser AS  
 NYMO AS  
 Næringsforeningen i Trondheim  
 Næringsshagen i Sandnessjøen AS  
 Næringsmiddelbedriftenes Landsforening  
 Næringsmiddeltilsynet for Nord Gudbrandsdal  
 Nøstet Kjetting AS  
 O. Olsen Snekkerifabrikk AS  
 Odffjell ASA  
 Odstøl Elektronikk AS  
 Oljedirektoratet  
 Olympic Shipping AS  
 Oppegård Kommune  
 Opus AS  
 Oras AS  
 Orkideekspresen Østerdal  
 Reisebyrå AS  
 Oslo Kommune  
 Ottadalen Mølle AL  
 Otteren Gullsmed og Urmaker  
 Outokumpu Norzink  
 Overhalla Cementvare AS  
 Owens Corning Fiberglas Norway AS  
 P4 Radio Hele Norge ASA  
 Partner Reisebyrå AS  
 Pedersen Birger AS  
 Per Solem  
 Per Aaland AS  
 Peterson Emballasje AS  
 Petrolia Drilling ASA  
 Petter Bakøy AS  
 Plus Reiser  
 Prepan Norge AS  
 PriceWaterhouseCoopers DA  
 Protech AS  
 Protek TELsoft AS  
 Radio 1 AS  
 Rana Plast AS  
 Rana Trevarefabrikk AS  
 Rapp Bomek ASA  
 Reidar Flokkmann Eftf.  
 Reime Prosess AS  
 Reinertsen Gruppen AS  
 Remøy Shipping AS  
 Rica Hell Hotel  
 Rica Hotel Alta  
 Rica Park Hotel  
 Rieber & Søn ASA  
 Ringen Rehabiliteringssenter AS  
 Ringnes AS  
 Risa AS  
 Rissa Kommune  
 Rockwool AS  
 Rogaland Kunnskapsark  
 Romsdal Budstikke AS  
 Rosenborg Malerforretning AS  
 S.O.T. Trafikk AS  
 Saga Solreiser AS  
 Saint Gobain Ceramic Materials AS  
 SalMar AS  
 Salten Kraftsamband AS  
 Sandefjord Kommune  
 Sandefjords Blad AS  
 Sandnes Kommune  
 Saxlund AS  
 Scandiaconsult AS  
 Scandic Hotels AS  
 ScanPartner AS  
 Selje Hotel AS  
 Selmer Skanska AS  
 Sentrum Regnskap - Hitra  
 Servi Cylinderservice AS  
 Setsaas AS  
 Siemens AS  
 Sigdal Kjøkken AS  
 SINTEF konsernstab  
 Sivesind KI AS  
 Skagerak Energi AS  
 Skjalg A. Pettersen AS  
 Skjåkheimen  
 Slipen Mekansike AS  
 SM Triplex AS  
 Smurfit Norpapp AS  
 SND Invest AS  
 Snillfjord kommune  
 Sortland Entreprenør AS  
 Sparebanken Pluss  
 Sparebanken Sør  
 Sparebanken Vestfold  
 Spis Norge AS  
 St. Olavs Hospital  
 Statoil Stjørdal  
 Stiftelsen Barnehageforbundet  
 Stiftelsen Betanien Bergen  
 Stillasservice AS  
 Stjørdal Entreprenør AS  
 Stoa Storkjøp AS  
 Stokkegruppen AS  
 Stordal Møbler AS  
 Storebrand ASA  
 Stormoa  
 Storvik AS  
 Strålfors AS  
 Studentsamskipnaden  
 Sundvolden Hotel AS  
 Sykehusene Asker og Bærum HF  
 Sykehuset Telemark HF  
 Søgneheimen bo- og aktivitetssenter  
 Sør-Varanger Kommune  
 T Belsvik AS  
 T. Stangeland Maskin AS  
 Tandberg Data ASA  
 Taubåtkompaniet AS  
 Tine Midt-Norge AS  
 Titania AS  
 Tor & Bjørns Autoservice AS  
 Torgkvartalet kjøpesenter  
 Toyota Norge AS  
 Trelleborg Viking AS  
 Tverås Maskin & Transport AS  
 Tyrholm & Farstad AS  
 Uldal Vinduer og Dører AS  
 Universal Sodexho Norway AS  
 Ventelo Norge AS  
 Vest Busscar Stryn AS  
 Vest Inkasso AS  
 Vest Sanclåsing AS  
 Vev - al - plast AS  
 Vinmonopolet AS  
 VINN  
 Visma Services Norge AS  
 Volvat Medisinske Senter AS  
 Vågå Rekneskapslag AL  
 Wennberg Trykkeri AS  
 Westaff Vikartjenester  
 Westre Bakeri AS  
 Wiederoe  
 Wist Last og Buss  
 WM-Data  
 Ø.M. Fjeld AS  
 Økonor Sandnessjøen AS  
 Aarbakke AS  
 Årsland Møbelfabrikk AS  
 Åsen & Øvrelid AS



## Vedlegg II

# Strateginotat 3/02

# Strateginotat 3/02

## Gjennomføringen av pengepolitikken fram til mars 2003.

Behandlet av hovedstyret i møte 30. oktober 2002

### Bakgrunn

Norges Bank skal rette inn pengepolitikken 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 et par 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 3. juni tok Hovedstyret sikte på et nivå på foliorenten i området 7 - 8 prosent ved utgangen av september i år. Folioarenten ble økt med 0,5 prosentpoeng til 7 prosent i rentemøtet 3. juli 2002. Renten ble holdt uendret etter rentemøtene 7. august og 18. september. I pressemeldingen etter rentemøtet 18. september het det: ” Med uendret rente ser Norges Bank det nå som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere.” Kronen har styrket seg med om lag 2 prosent siden forrige strategidiskusjon og er litt sterkere enn gjennomsnittet for juni.

### Den økonomiske utviklingen og inflasjonsutsiktene

Viktige trekk ved utviklingen siden forrige strategidiskusjon er:

- Prisveksten var noe sterkere enn ventet i sommer, men falt i august og september
- Vekstutsiktene for flere av våre viktigste handelspartnere er svakere
- Oljeprisen har steget
- Aksjekursene har falt betydelig
- Kredittveksten til husholdningene er svært høy
- Nasjonalregnskapet for norsk økonomi er revidert og viser at veksten de siste tre årene har vært vesentlig sterkere enn tidligere antatt

I forrige inflasjonsrapport anslo vi inflasjonen om to år til 2¾ prosent med 6½ prosent rente og en kronkurs på gjennomsnittet for andre kvartal. Vi har nå nedjustert anslagene for inflasjonen, blant annet som følge av andre forutsetninger for kronkurs og rente. Renten er ½ prosentpoeng høyere og kronkursen 4 prosent sterkere enn i referansebanen i forrige inflasjonsrapport. Anslagene er gjengitt i tabell 1.

**Tabell 1.** Inflasjonsanslag 2002-2004 basert på uendret rente og kronkurs. Endring fra forrige inflasjonsrapport i parentes

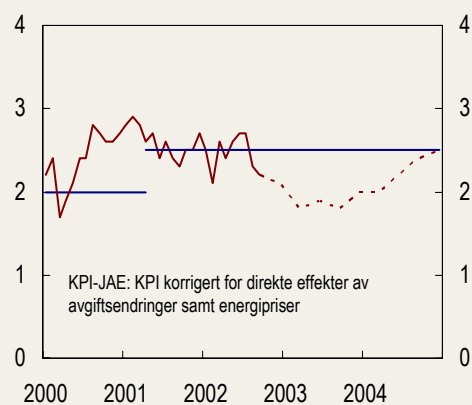
	2001	2002	2003	2004
Konsumprisvekst	3,0	1¼ (¼)	2 (-¼)	2¼ (-½)
Prisvekst korrigert for avgifter og energivarer	2,6	2¼ (0)	2 (-¼)	2¼ (-½)
Prisvekst på importerte konsumvarer	0,6	-1¼ (-½)	-2½ (-1¾)	-½ (-1)
Lønnskostnadsvekst	5	5¾ (0)	5½ (-¼)	5¼ (-½)
BNP-vekst Fastlands-Norge	1,0	1½ (-½)	1¾ (-½)	2¼ (-¼)
Sysselsettingsvekst	0,4	½ (0)	0 (-¼)	½ (0)
Arbeidsledighet (AKU)	3,6	4 (¼)	4¼ (¼)	4¼ (¼)

Inflasjonen, målt ved KPI-JAE, var noe sterkere enn ventet i sommer, men falt i august og september. Kronen er sterkere enn i fjor sommer. Sammen med lav prisvekst ute bidrar dette til at prisene på importerte konsumvarer faller i år og neste år. Deretter tømmes disse effektene gradvis ut. Den høye oljeprisen kan bidra til at importprisene raskere kommer opp igjen. Svak vekst i importprisene veier opp for høy prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Basert på gjennomsnittet for kronkursen siste tre måneder og dagens rente, anslår vi inflasjonen til 2¼ prosent i år, 2 prosent neste år og 2¼ prosent i 2004, jf. figur 1. Inflasjonen kommer opp til 2½ prosent ved inngangen til 2005.

Den høye prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har sammenheng med sterk vekst i lønnskostnadene over flere år. Det ser ut til at arbeidsledigheten kan komme til å øke noe. Det vil i neste omgang kunne bidra til å dempe lønnsveksten. På

den annen side er det i årets lønnsoppgjør allerede gitt høye tillegg med virkning fra 2003. Det vil bidra til å holde samlet lønnsvekst høy neste år og skape spenninger mellom grupper inn i hovedoppgjøret i 2004. Det er dermed en betydelig risiko for lønns-lønnsspiraler. Vi anslår lønnsveksten til 5¾ prosent for i år og til 5¼-5½ prosent de neste to årene.

Figur 1 Konsumprisene. Tolv månedersvekst i KPI-JAE. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Husholdningenes inntekter vokser kraftig som følge av den høye lønnsveksten og av skatte- og avgiftslettelser. I tillegg låner husholdningene mye. Kredittveksten har sitt motstykke i økte boligpriser og reflekterer samtidig at husholdningene har høye forventninger til utviklingen i egen økonomi. Husholdningene synes foreløpig ikke å anvende en større del av sine inntekter til realinvesteringer i bolig eller finansinvesteringer. På denne bakgrunn venter vi sterk vekst i det private konsumet framover. Deler av veksten kan imidlertid komme i form av konsum i utlandet.

Det er sannsynlig at flere år med høy lønnsvekst sammen med styrkingen av kronekursen vil føre til en nedgang i industriusselsettingen neste år. Dette er bakgrunnen for den svake veksten i sysselsettingen og økningen i arbeidsledigheten vi venter neste år.

Svak utvikling i bedriftenes inntjening gjennom flere år, blant annet som følge av sårnorsk kostnadsvekst, vil bidra til at fastlandsbedriftenes investeringsetterpørsel øker lite framover. Fallet i aksjekursene vil også trekke ned. På den annen side kan bortfall av investeringsavgift fra 1. oktober ha skjøvet investeringer ut i tid. Oljeinvesteringene øker sterkt neste år. Snøhvitutbyggingen vil ha en stor importandel. De øvrige oljeinvesteringene

vil øke aktiviteten i deler av verfts- og verkstedsindustrien og i andre deler av fastlandsøkonomien.

I tillegg til det private konsumet og oljeinvesteringene vil vekst i offentlige utgifter bidra til høy etterspørsel etter arbeidskraft framover. Anslagene for offentlig etterspørsel de neste årene tar utgangspunkt i handlingsregelen for finanspolitikken i henhold til Statsbudsjettet. Børsfallet og kronestykingen har redusert verdien av petroleumsfondet målt i norske kroner kraftig. Regjeringen har imidlertid foreslått at de særskilt store endringene i fondskapitalen ikke skal slå fullt ut i bruken av oljeinntekter i et enkelt år, men jevnes ut over tid. Det legges derfor opp til at det strukturelle budsjettunderskuddet blir høyere i 2003 og lavere i 2004 enn det fire prosentregelen isolert sett skulle tilsi. Finansiering av offentlige investeringer og utgifter på andre måter enn over statsbudsjettet vil trekke i samme retning.

Aksjekursene har falt kraftig siden forrige strategidiskusjon. Det kan blant annet forklares med tillitsvikt etter regnskapsskandaler, og med at utsiktene for amerikansk økonomi har forverret seg. Dette har smittet over på børsene i de fleste andre land, også i Norge. Selv om aksjer utgjør en liten del av norske husholdningers formue, kan det påvirke sparsadferden til de gruppene som er særlig eksponert. For kommunene og enkelte bedrifter kan krav om å etterfylle pensjonskasser og -fond føre til økte kostnader. Børsfallet betyr videre at det blir vanskeligere å hente inn ny egenkapital for bedriftene. Dette vil kunne dempe realinvesteringene.

Veksten ute er moderat. Utviklingen i amerikansk økonomi er av stor betydning for den globale veksten. Utsiktene for amerikansk økonomi er svekket i løpet av sommeren. Det kraftige aksjekursfallet vil trolig bidra til å dempe styrken i oppgangen i andre halvår i år og neste år. I tillegg kan USAs rekordstore underskudd på driftsbalansen og stor usikkerhet føre til ytterligere korreksjoner i valuta- og aksjekurser. Det vil kunne dempe veksten framover. Utsiktene for euroområdet er også svakere nå enn før sommeren. Hos viktige handelspartnere som Sverige og Storbritannia er det noe sterkere vekst enn i euroområdet. Det forventes uendret eller lavere styringsrente i flere av landene. Det bidrar til at rentedifferansen mot utlandet fremdeles er høy og til at kronen har holdt seg sterk. Med lav økonomisk vekst vil produsentprisene ute fortsatt ha en moderat utvikling.

Oljeprisen har økt gjennom sommeren, og markedet har priset inn en høyere oljepris framover enn vi la til grunn i forrige strateginotat. Det er priset inn en betydelig risikopremie i oljeprisen knyttet til situasjonen i Persiabukta. Trekker en avklaring av situasjonen ut i tid, kan oljeprisen bli liggende på et høyt nivå i noe tid framover. På den andre siden kan de relativt svake utsiktene for verdensøkonomien bidra til lavere oljeetterspørsel. Dette kan gi et press nedover på oljeprisen. Vi anslår at oljeprisen vil falle noe fra dagens nivå, og nærme seg 20 dollar fatet i løpet av et par år. Oljeprisen er nærmere drøftet i vedlegg 3.<sup>1</sup> Vedvarende høy oljepris vil virke negativt på veksten hos våre handelspartnere. Den vil også trekke internasjonale produsentpriser opp. I Norge vil derimot en fortsatt høy oljepris både bidra til økt innenlandsk aktivitet og prisvekst.

### *Usikkerheten i inflasjonsanslaget for gitt kronekurs*

Med uendret rente og uendret kronekurs er det etter vår vurdering like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent som at den blir høyere. Risikoen knyttet til anslagene for *lønnsveksten, internasjonal økonomi, oljeprisen, offentlig etterspørsel* samt *privat innenlandsk etterspørsel og produksjon* vurderes alle som balanserte.

### *Pengepolitikken framover*

Den innenlandske økonomien har siden slutten av 1990-tallet vært preget av press på realressursene og høy kostnadsvekst. Lønnskostnadene har økt mer enn det som på lang sikt er forenlig med inflasjonsmålet. Pengepolitikken har derfor en innretning som gradvis bidrar til å gjenopprette realøkonomisk balanse<sup>2</sup>.

Handlingsregelen for finanspolitikken vil innebære at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet øker jevnt og gir positive etterspørselsimpulser inn i norsk økonomi i mange år framover. Det kan innebære en vedvarende knapphet på realressurser. Dette stiller ytterligere krav til pengepolitikken om å avdempe etterspørselen etter norskproduserte varer og tjenester slik at realøkonomisk balanse, når den er gjenopprettet, også kan opprettholdes.

Svake konjunkturer ute har imidlertid bidratt til lav vekst i etterspørselen fra utlandet, selv om den høye oljeprisen bidrar til at konsekvensene for norsk økonomi av utviklingen ute så langt har vært relativt beskjedne. Styrkingen av kronekursen vil også virke negativt på aktiviteten i norsk økonomi og gi lavere prisvekst framover.

Med en foliorente på 7 prosent og et troverdig inflasjonsmål på 2½ prosent, er realrenten 4½ prosent. Det er ½ - 1½ prosentpoeng høyere enn det vi tidligere har ansett som nøytral realrente.<sup>3</sup> Våre analyser tyder på at inflasjonen om to år blir 2½ prosent med dagens rente og kronekurs. Det kan tilsi at pengepolitikken nå er godt tilpasset. Vi har beregnet to varianter av Taylor-regelen. Beregningene gir ikke holdepunkter for en annen innretning, jf. vedlegg 2.

Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ta hensyn til stabilitet i realøkonomien. Utviklingen i terminrentene og i kronekursen indikerer at denne tilliten er til stede. Erfaringene fra siste lønnsoppgjør kan imidlertid tyde på at lønnsveksten er i drift. Så lenge denne usikkerheten råder, har vi lite spillerom for å slippe opp veksten i den samlede etterspørselen og akkomodere den høye lønnsveksten.

Effekten av en renteendring på inflasjonen kommer gradvis. En vesentlig del av virkningene kommer i løpet av de to første årene. Derfor har banken valgt en prognosehorisont på to år. En raske måloppnåelse ville kreve større renteutslag og føre til sterkere svingninger i realøkonomien. Avveining mellom hensynet til stabilitet i inflasjon, produksjon og rentenivå er derfor viktig når banken avgjør hvor raskt inflasjonen skal bringes tilbake mot målet.

Når inflasjonen bringes bort fra inflasjonsmålet, vil egenskaper ved forstyrrelsen også ha betydning for hvor raskt en bør søke å nå tilbake til inflasjonsmålet. Forhold som har betydning for valg av horisont diskuteres nærmere i vedlegg 1. I vedlegg 2 illustrerer vi med utgangspunkt i modellbaserte renteregler at ensidig fokus på inflasjonsmålet kan ha kostnader i form av økte svingninger i produksjon.

<sup>1</sup> Vedleggene til strateginotatet er tilgjengelige på Norges Banks nettsider.

<sup>2</sup> I et eget vedlegg drøfter vi ulike begreper for balanse eller likevekt i økonomien.

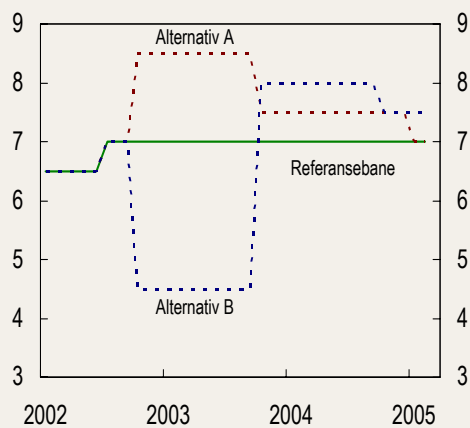
<sup>3</sup> Begrepet nøytral rente er nærmere drøftet i en artikkel i Penger og Kreditt 2/2000 av Grete Hammerstrøm og Ingunn Lønning: "Kan vi tallfeste den nøytrale renten?"



## Alternative baner for renten - med endogen kronkurs

Prisfallet på importerte konsumvarer motvirker for tiden den sterke innenlandske kostnadsveksten. Det vil ikke vedvare. Med mer normal prisutvikling for importerte varer må lønnsveksten etter hvert bringes ned mot et nivå som er forenlig med inflasjonsmålet. Skulle vi ha ønsket en raskere avdemping av lønnsveksten, måtte vi ha ført en mer aggressiv pengepolitikk. Alternativ A i figur 2 viser en bane der renten holdes 1½ prosentpoeng høyere gjennom 2003, og deretter reduseres gradvis mot 7 prosent. Tilhørende inflasjonsbane er vist i figur 3, mens endringene i BNP i forhold til referansebanen er vist i figur 4. Aktivitetsnivået målt ved BNP reduseres raskt i forhold til referansebanen og lønnsveksten bringes raskere ned. I forhold til referansebanen, oppnås realøkonomisk balanse raskere. Endringer i renten påvirker kronkursen. I tråd med udekket renteparitet appresierer kronen umiddelbart, for deretter gradvis å svekkes. Valutakursutslaget bidrar til ytterligere prisfall på importerte konsumvarer. Inflasjonen blir liggende under nivået i referansebanen og først mot slutten av 2005 nærmer inflasjonen seg målet på 2½ prosent. Med en slik rentebane prioriteres hensynet til stabilitet i produksjon så høyt at det går på bekostning av stabilitet i inflasjon og rente.

Figur 2 Alternative rentebaner.

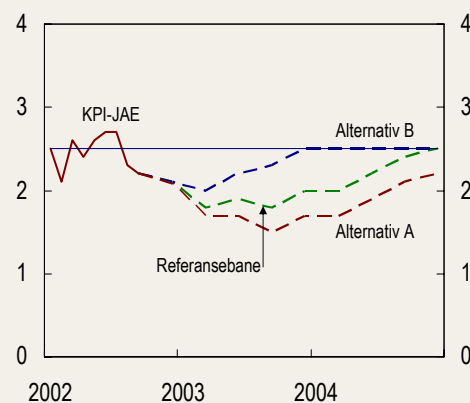


Kilde: Norges Bank

Våre anslag viser at inflasjonen i år og neste år blir liggende lavere enn 2½ prosent, jf. figur 1. Det har sammenheng med at virkningene av kronestyrkingen på inflasjonen er størst etter 1- 2 år. En kraftig reduksjon i renten ville kunne bringe inflasjonen opp mot 2½ prosent allerede neste år. Denne rentebanen er illustrert i alternativ B i figur

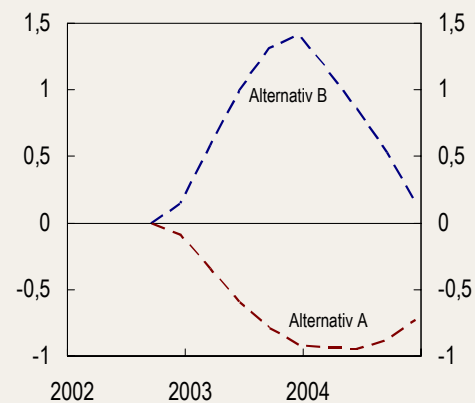
2. Vi legger til grunn at rentereduksjonen på 2½ prosentpoeng fører til en umiddelbar depresiering, som gradvis reverseres i tråd med udekket renteparitet. Gjennomslaget fra valutakursen bidrar til at inflasjonen kommer opp i 2½ prosent ved utgangen av 2003. Blir gjennomslaget mindre enn antatt, må renten settes ytterligere ned. Rentenedgangen vil samtidig forsterke presset mot realressursene og øke ubalansen mellom innenlandsk etterspørsel og produksjon. Den sterke veksten i innenlandsk aktivitet tilsier at renten relativt raskt måtte settes opp igjen til et nivå som ligger over referansebanen. Dette gir et kraftig utslag i aktivitetsnivået. Rentøkningen mot slutten av 2003 gir tilsvarende en appresiering. Med denne rentebanen blir kostnadene i form av svingninger i realøkonomien og brå kast i renten store i forhold til gevinsten i form av stabil inflasjon.

Figur 3 KPI-JAE med ulike rentebaner. Faktisk og anslag. Tolv månedersvekst i prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 BNP ved alternativ rentebane. Avvik i prosent fra nivå i referansebanen.

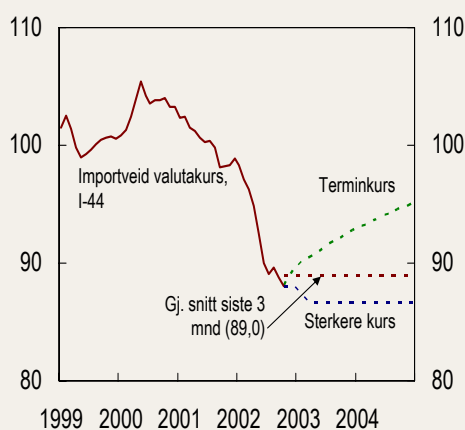


Kilde: Norges Bank

## Alternative baner for kronkursen – med uendret rente

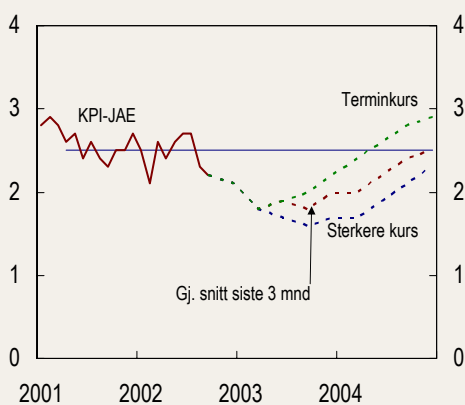
Det er usikkerhet om utviklingen i den nominelle kronkursen. Vi må være forberedt på at svingningene i kronkursen kan bli minst like store framover som i de siste årene. I figur 5 har vi illustrert tre mulige baner for kronkursen. I referansebanen er kronkursen uendret på gjennomsnittet for de siste tre månedene. Terminkursen tilsier at kronkursen vil svekke seg med om lag 7 prosent på to års sikt. Vi viser også en bane der kronen styrker seg med 3 prosent i løpet av første kvartal 2003.

Figur 5 Alternative baner for kronkursen (I-44)



Kilde: Norges Bank

Figur 6 Inflasjon ved alternative baner for kronkursen. Tolv månedersvekst i KPI-JAE. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I referansebanen anslås inflasjonen på to års sikt til 2½ prosent. Virkningene på inflasjonen av de alternative banene er illustrert i figur 6. Det er kun valutakursforutsetningen som er endret i forhold til referansebanen. Dersom terminkursen realiseres,

vil inflasjonen kunne øke til nær 3 prosent på to års sikt. I banen med sterkere kurs vil inflasjonen på to års sikt kunne bli om lag 2¼ prosent. Renten vil måtte benyttes for at målet om 2½ prosents inflasjon skal nås. Renteendringene vil gi tilbakevirkninger på kronkursen. De skisserte banene for valutautviklingen vil derfor ikke bli realisert.

En eventuell ytterligere kronestyrking utover dagens nivå vil isolert sett bidra til at inflasjonen blir lavere enn anslått ved utgangen av 2004. Prisbanen gjennom 2003 blir svært lav. Vurderes kursstyrkingen som varig, trekker den isolert sett i retning av et lavere rentenivå. Hvis kronkursen svekkes, må vi oppnå en tilsvarende stramhet i pengepolitikken gjennom en høyere rente. Det er imidlertid viktig å vurdere årsakene til en eventuell kursendring før renten endres.

## Andre hensyn – Finansiell stabilitet

Aksjekursene internasjonalt målt ved JP Morgans verdensindeks har falt med 25 prosent det siste halvåret. Det er risiko for ytterligere fall. Bankenes tap har økt noe. Bankenes kapitaldekning økte imidlertid i 2001. Forhold på tilbudssiden vil derfor neppe bidra til å bremse kredittveksten.

Til tross for fortsatt sterk vekst i husholdningenes gjeld tilsier den sterke veksten i realdisponibel inntekt, at kredittrisikoen knyttet til denne sektoren ikke er blitt nevneverdig større. Boligformuen fortsetter å øke. Denne utviklingen vil imidlertid på lang sikt kunne utgjøre en trussel mot finansiell stabilitet, og vil om den ikke snart bremser opp, isolert sett tilsi en høyere rente. For store deler av husholdningssektoren (de 8 desilene med lavest inntekt) er bruttogjelden i forhold til inntekt nå høyere enn forut for bankkrisen. Fallet i aksjemarkedet har nok i første rekke rammet husholdningene med høyest inntekt. Disse husholdningene er mindre gjeldsutsett enn forut for bankkrisen. Kredittrisikoen for lån til foretakene anses å ha økt noe siden forrige strateginotat. Utsiktene for foretakenes fremtidige inntjeningsmuligheter er blitt mer usikre og finansieringssituasjonen vanskeligere. Omfanget av konkurser har økt.

Finansmarkedene både internasjonalt og i Norge har i de siste månedene vært preget av økende pessimisme og risikoaversjon. Det er vanskelig å peke på forhold i finansiell sektor som på kort sikt skulle stille spesielle krav til rentesettingen. Livsforsikringsselskapene har gjennom sommeren

reduisert sine beholdninger av både norske og utenlandske aksjer og er dermed langt mindre eksponert for ytterligere fall i aksjemarkedet. Gitt den labile situasjonen i finansiell sektor er sannsynligheten for at det skal oppstå en situasjon der Norges Bank vil måtte tilføre likviditet og senke renten for å sikre ordnede markedsforhold, økt litt, men risikoen er fortsatt lav. Vedlegg 5 gir en nærmere vurdering av forhold knyttet til Finansiell stabilitet.

### Vurdering

Vekstanslagene for internasjonal økonomi er nedjustert siden forrige strategidiskusjon. Oljeprisen er blitt høyere. Kronekursen har holdt seg sterk. For uendret rente og kronekurs anslås inflasjonen på to års sikt til 2½ prosent. Vi ser det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent som at den blir høyere.

Det kan tilsi at pengepolitikken nå er tilpasset den økonomiske situasjonen. Med en kronekurs lik gjennomsnittet for de siste tre måneder, innebærer en rente på om lag 7 prosent en tilstrekkelig stram innretning av pengepolitikken slik vi i dag ser for oss den økonomiske utviklingen og risikobildet. Foliorenten bør derfor settes i intervallet 6,5 – 7,5 prosent ved utgangen av januar 2003. Dersom kronen skulle styrke seg og styrkingen anses som varig, vil det isolert sett gi grunnlag for en lavere rente. Tilsvarende kan vi vurdere en høyere rente dersom kronen skulle svekke seg. En stor endring i kronekursen kan tilsi at renten settes utenfor intervallet. Det er viktig å vurdere årsaken til en eventuell kursendring. Svekkelse kursen som en reaksjon på en mindre ekspansiv finanspolitikk eller et annet negativt etterspørselssjokk, vil forstyrrelsen i seg selv motvirke effekten på inflasjonen av en svakere kurs. Behovet for en renteøkning blir da redusert.

### Strategi

- Pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene på 2½ prosent.
- Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen, normalt et par år fram i tid.
- 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 6,5 – 7,5 prosent ved utgangen av februar i 2003.
- Det er stor usikkerhet knyttet til den videre utviklingen i kronekursen og til effektene av kronestyrkingen på prisvekst og produksjon. Dette tilsier at man går gradvis fram i rentesettingen. Dersom kronekursen svekker seg, kan det gi grunnlag for å vurdere en rente i øvre del av intervallet. Tilsvarende gir det grunnlag for å vurdere en rente i nedre del av intervallet dersom kronen skulle appresiere. En stor endring i kronekursen kan tilsi at renten settes utenfor intervallet. 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			
30. april 2003			
05. mars 2003			
<b>Tidligere rentemøter</b>			
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 høyere.

## Vedlegg III Statistikk

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig kjøp av varer og tjenester	Private real-investeringer F-Norge	Olje-investeringer <sup>1)</sup>	Eksport av trad. varer	Import
1997	5,2	4,9	3,2	2,5	10,2	17,6	8,6	12,4
1998	2,6	4,1	2,7	3,3	8,6	24,5	3,5	8,5
1999	2,1	2,7	3,3	3,2	-0,3	-17,4	4,0	-1,8
2000	2,4	1,9	3,5	1,2	6,7	-20,1	1,7	3,2
2001	1,4	1,2	2,5	2	0,7	-7,4	4,0	0
2001 <sup>2)</sup> 1.kv.	0,3	0,6	1,7	2	0,7	5,0	2,5	2,6
2.kv.	-0,1	-0,2	0,5	-0,1	1,8	3,7	0,8	-0,2
3.kv.	1,0	0,2	0,9	1	-4,6	1,8	-4,4	-2,0
4.kv.	0,3	0,7	-0,1	-0,2	-1,0	-12	6,8	2,5
2002 1.kv.	-0,2	0,5	1,7	2,1	-3,3	7,4	-0,6	-2,9
2.kv.	1,0	0,6	0,6	0,2	0,7	28,5	1,2	5,1
3.kv.	-0,2	-0,2	0,5	0,7	-1,0	-22	1,2	-4,3
Nivå 2001, mrd kroner	1511	1152	651	306	171	56	216	442

1) Inkludert tjenester

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				2,6
1998	2,2				2,0
1999	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	1,8	5,4	1,6	4,2

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

3) KPI-JE: KPI uten energivarer

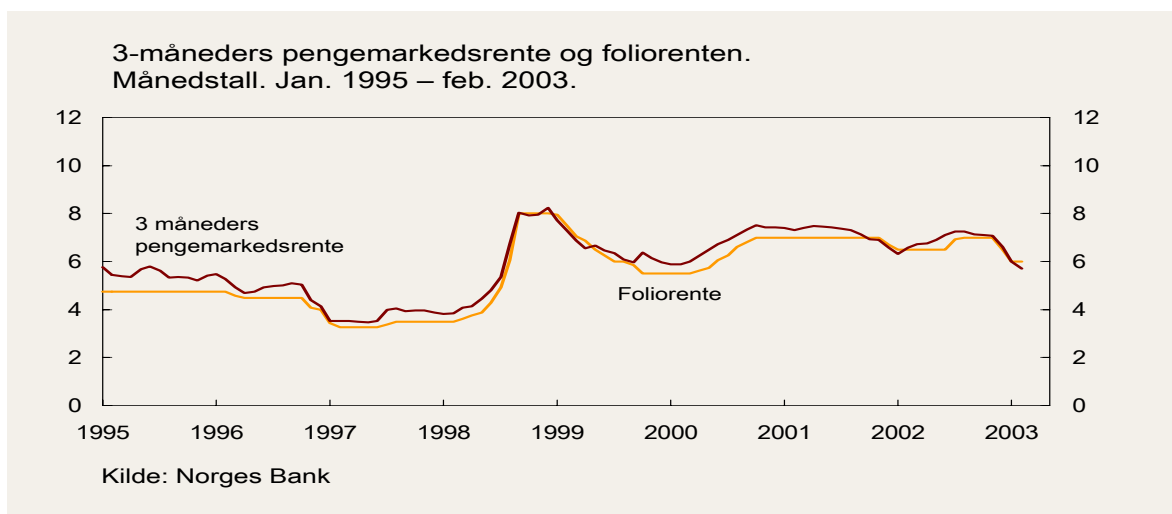
4) HKPI: Harmonisert konsumprisindeks. Indeksen er basert på internasjonale kriterier utarbeidet av EUROSTAT.

Tabell 3 Renter

		Norges Banks inn- skuddsrente overfor bankene (gjennomsnitt)	Pengemarkedsrenter NIBOR <sup>1)</sup>			Statsobligasjons- rente <sup>2)</sup>
			Foliorenten	1 uke	3 mnd	
1997		3,4	3,6	3,7	4,1	5,9
1998		5,5	5,9	5,8	5,6	5,4
1999		6,4	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
2001	aug	7,0	7,1	7,3	7,3	6,5
	sep	7,0	7,1	7,1	7,0	6,4
	okt	7,0	7,2	6,9	6,6	6,1
	nov	7,0	7,1	6,9	6,4	5,9
	des	6,7	6,9	6,6	6,2	6,2
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	7,2	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
2003	7. feb	6,0	6,1	5,8	5,4	5,4
	14. feb	6,0	6,1	5,8	5,4	5,3
	21. feb	6,0	6,1	5,7	5,3	5,4
	28. feb	6,0	6,0	5,5	5,1	5,2

1) NIBOR= Norwegian interbank offered rate, gjennomsnitt av daglige noteringer

2) Effektiv rente representativ 10 års statsobligasjon. Gjennomsnitt av daglige noteringer. Renten er beregnet ved at en til to statsobligasjoner er vektet med gjestående løpetid



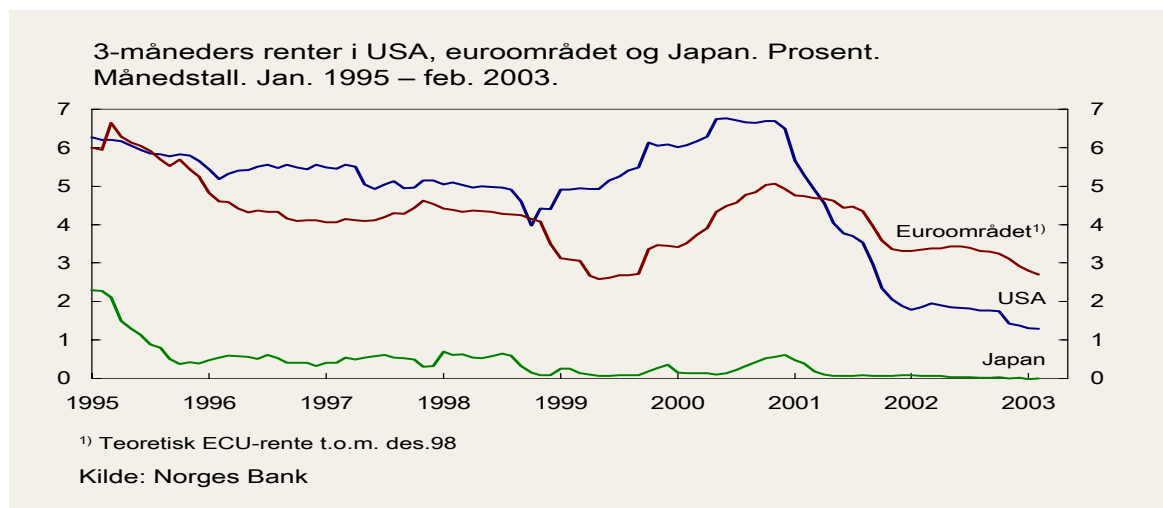
Tabell 4 Internasjonale renter

	Kortsiktige rentesatser <sup>1)</sup> for sentrale valutaer i euromarkedet						Rente-differanse <sup>2)</sup> NOK/handels-partnerne	Statsobligasjons-renter <sup>3)</sup>		
	USD	JPY	EUR	GBP	SEK	Handels-partn.		USA	Tyskland	
1997	5,2	0,5		6,8	4,2	4,1	-0,5	6,5	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	
2001	aug	3,5	0,1	4,3	4,9	4,3	4,1	3,1	5,1	4,9
	sep	3,0	0,1	4,0	4,6	4,1	3,7	3,3	4,9	4,9
	okt	2,4	0,1	3,6	4,4	3,8	3,4	3,5	4,6	4,7
	nov	2,1	0,1	3,4	3,9	3,8	3,2	3,6	4,7	4,5
	des	1,9	0,1	3,3	4,0	3,8	3,1	3,3	5,1	4,8
2002	jan	1,8	0,1	3,3	4,0	3,8	3,1	3,1	5,2	4,9
	feb	1,9	0,1	3,3	4,0	3,9	3,2	3,3	5,0	5,0
	mar	2,0	0,1	3,4	4,1	4,1	3,2	3,4	5,4	5,2
	apr	1,9	0,1	3,4	4,1	4,3	3,3	3,4	5,3	5,2
	mai	1,9	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,5	5,2	5,2
	jun	1,8	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,7	4,9	5,1
	jul	1,8	0,0	3,4	4,0	4,4	3,3	3,9	4,6	4,9
	aug	1,7	0,0	3,3	3,9	4,3	3,2	4,0	4,2	4,7
	sep	1,8	0,0	3,3	3,9	4,3	3,2	3,9	3,9	4,5
	okt	1,8	0,0	3,2	3,9	4,3	3,1	3,9	3,9	4,6
	nov	1,4	0,0	3,1	3,9	4,1	3,0	4,0	4,1	4,6
	des	1,4	0,0	2,9	4,0	3,8	2,9	3,6	4,1	4,4
	jan	1,3	0,0	2,8	3,9	3,8	2,8	3,1	4,1	4,3
	feb	1,3	0,0	2,7	3,7	3,7	2,7	2,9	3,9	4,0
2003	7.feb	1,3	0,0	2,7	3,8	3,8	2,7	2,9	3,9	4,0
	14.feb	1,3	0,0	2,7	3,7	3,7	2,7	3,0	3,9	4,0
	21.feb	1,3	0,0	2,7	3,7	3,7	2,7	2,9	3,9	4,0
	28.feb	1,3	0,0	2,5	3,6	3,6	2,6	2,8	3,8	3,9

1) 3-måneders renter, gjennomsnitt av daglige noteringer. Prosent

2) 3-måneders rentedifferanse mot Norges 18 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter). Prosentpoeng

3) Effektive statsobligasjonsrenter med gjenstående løpetid på 10 år. Gjennomsnitt av daglige noteringer. Prosent



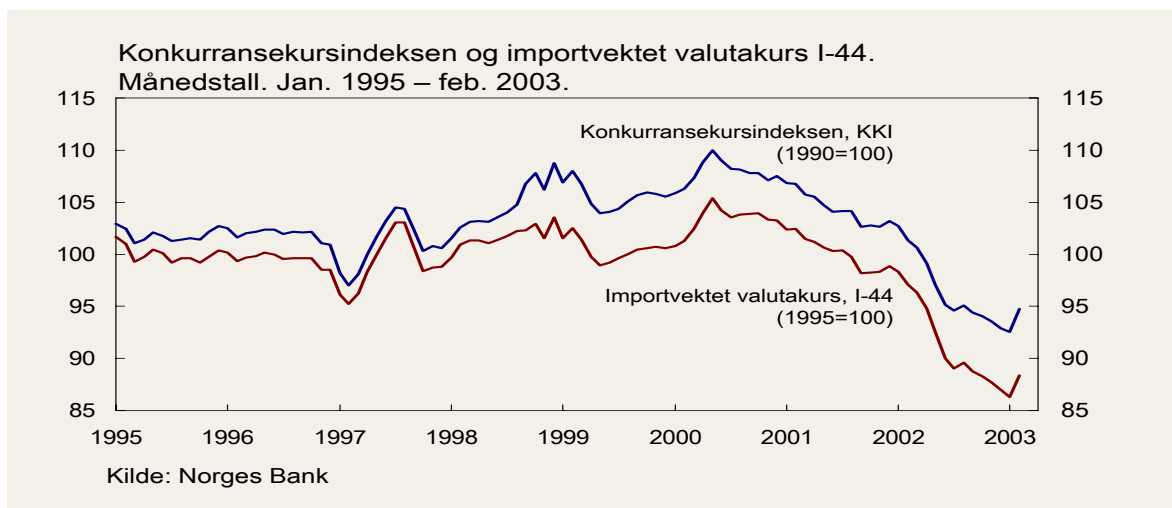


Tabell 5 Valutakurser

		Effektive kurser		Bilaterale kurser		
		Importvirket 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		7,6	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	8,1	9,0	87,0
2002		91,6	96,7	7,5	8,0	82,0
2001	aug	99,8	104,2	8,1	8,9	86,5
	sep	98,2	102,6	8,0	8,8	82,7
	okt	98,3	102,8	8,0	8,8	83,5
	nov	98,3	102,6	7,9	8,9	84,1
	des	98,9	103,2	8,0	9,0	84,8
2002	jan	98,3	102,7	7,9	9,0	85,8
	feb	97,1	101,3	7,8	9,0	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
2003	7. feb	87,8	94,2	7,5	6,9	81,4
	14. feb	87,7	94,1	7,5	7,0	82,0
	21. feb	88,2	94,6	7,5	7,0	82,6
	28. feb	89,6	96,0	7,6	7,1	83,9

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.

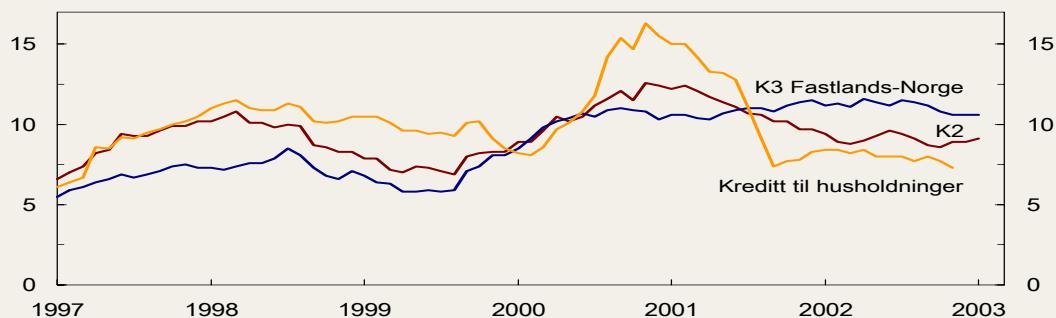
2) Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter)



Tabell 6 Monetære størrelser

Prosentvis vekst fra foregående år	Penge- mengden M2	Innenlandsk kreditt (K2)			Samlet kreditt (K3)		
		Totalt	Til hushold- ningene	Til ikke-finan- sielle foretak	Totalt	Til Fastlands- Norge	
1997	2,8	8,8	6,7	13,9	9,0	8,7	
1998	5,3	9,6	7,4	13,9	11,3	10,8	
1999	6,7	7,6	6,6	9,7	10,5	9,7	
2000	10,3	10,8	10,3	12,3	9,5	12,0	
2001	8,9	11,0	10,8	10,6	8,8	11,2	
2002	8,3	9,1	11,2	7,6			
<b>Tolv måneders- vekst i prosent</b>							
2001	aug	8,8	10,6	11,0	9,1	6,8	9,1
	sep	7,2	10,2	10,8	8,5	5,9	7,4
	okt	9,1	10,2	11,2	8,3	6,3	7,7
	nov	8,4	9,7	11,4	7,4	7,2	7,8
	des	9,3	9,7	11,5	7,5	8,0	8,4
2002	jan	10,1	9,4	11,2	8,0	8,2	8,4
	feb	8,1	8,9	11,4	7,1	8,0	8,3
	mar	8,8	8,8	11,1	7,3	8,2	8,1
	apr	8,7	9,0	11,6	6,9	8,1	8,4
	mai	7,3	9,3	11,4	7,8	7,6	7,9
	jun	9,8	9,6	11,2	9,0	7,8	8,1
	jul	9,0	9,4	11,5	8,1	7,9	8,0
	aug	7,6	9,1	11,4	7,6	8,2	7,7
	sep	6,3	8,7	11,2	6,6	8,1	8,0
	okt	8,6	8,6	10,8	6,8	7,4	7,7
	nov	7,7	8,9	10,6	7,8	7,0	7,3
	des	8,2	8,9	10,6	7,6		
2003	jan	6,2	9,1	10,6	7,4		
<b>Beholdningstall siste måned. Milliarder kroner</b>		866	1736	1001	606	2152	1964

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



Kilde: Norges Bank

## Vedlegg IV

### Detaljerte anslag og forutsetninger

Tabell 7 Beregningstekniske forutsetninger

Historisk utvikling		I-44 <sup>1)</sup>	KKI <sup>2)</sup>	Foliorente	Oljepris <sup>3)</sup>
1996		99,6	102,0	4,5	20,6
1997		99,2	101,0	3,4	19,2
1998		101,7	104,7	5,5	12,8
1999		100,4	105,6	6,4	18,1
2000		103,3	107,8	6,2	28,6
2001		100,2	104,4	7,0	24,4
2002		91,6	96,7	6,7	25,0
2001	1.kv	102,1	106,3	7,0	25,8
	2.kv	100,7	104,8	7,0	27,2
	3.kv	99,4	103,7	7,0	25,4
	4.kv	98,5	102,9	6,9	19,5
2002	1.kv	97,2	101,6	6,5	20,9
	2.kv	92,5	97,1	6,5	24,8
	3.kv	89,2	94,7	7,0	26,9
	4.kv.	87,7	93,5	6,9	26,8
<b>Beregningstekniske forutsetninger</b>					
2003	1.kv	87,7	94,0	5,9	32,0
	2.kv	88,3	94,8	5,5	30,5
	3.kv	88,3	94,8	5,5	29,0
	4.kv	88,3	94,8	5,5	27,5
2004	1.kv	88,3	94,8	5,5	26,0
	2.kv	88,3	94,8	5,5	24,5
	3.kv	88,3	94,8	5,5	23,0
	4.kv	88,3	94,8	5,5	21,5
2005	1.kv	88,3	94,8	5,5	20,0
	2.kv	88,3	94,8	5,5	20,0
	3.kv	88,3	94,8	5,5	20,0
	4.kv	88,3	94,8	5,5	20,0

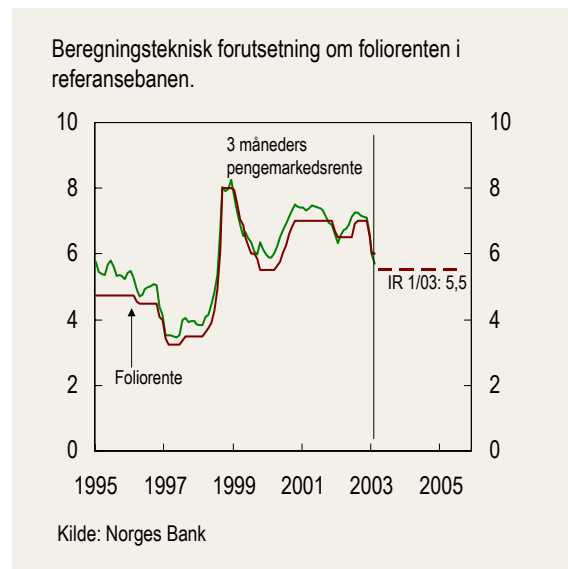
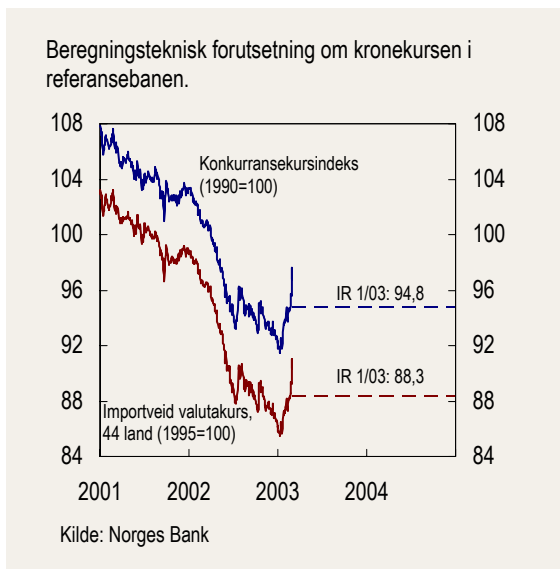
1) Importveid valutakursindeks, 44-land. Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import.

Vektene er løpende og basert på årlige importandeler.

2) Konkurranskursindeksen - et handelsveid gjennomsnitt mot kursene til våre 25 viktigste handelspartnere

3) Brent Blend, USD per fat, spotpris

Kilde: Norges Bank



# Handlingsregelen for budsjettpolitikken og våre 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 anslås med utgangspunkt i en realrente på 4 prosent.

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

Forventet realavkastning av kapitalen i Petroleumsfondet ble i Nasjonalbudsjettet 2003 anslått til 26,6 milliarder kroner, en reell reduksjon på 2 milliarder kroner fra 2002. Reduksjonen skyldtes at den anslåtte verdien av petroleumsfondet ved utgangen av 2002 ble redusert vesentlig gjennom fjoråret som følge av det kraftige fallet i aksjemarkedene og styrkingen av kronen. En mekanisk anvendelse av regelen om å bruke 4 prosent av oljefondet ville med dette tilsi en reell reduksjon i bruken av oljeinntekter fra 2002 til 2003 på 2 milliarder kroner.

I Nasjonalbudsjettet og det vedtatte budsjettet for 2003 ble det imidlertid lagt til grunn en reell økning i bruken av oljeinntekter på om lag 2 milliarder kroner fra 2002 til 2003. Å jevne ut bruken av inntektene på denne måten er i samsvar med handlingsregelen, slik den er utformet. Det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet i 2003 er med dette anslått til 30,7 milliarder kroner, se tabell.

## Forutsetningene i inflasjonsrapporten

For 2003 har vi tatt utgangspunkt i det vedtatte statsbudsjettet for i år og anslagene i Nasjonalbudsjettet 2003. For de påfølgende årene har vi lagt til grunn at handlingsregelen følges. I takt med oppbyggingen av Petroleumsfondet vil bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet øke framover. Finanspolitikken forutsettes dermed å virke svakt ekspansivt. Den økte bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet forutsettes å fordele seg på skattelettelse og økte offentlige utgifter. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn en årlig vekst i offentlige utgifter på om lag 2 prosent i 2004 og 2005. Forutsetningene innebærer at offentlige utgifter som andel av BNP for Fastlands-Norge øker marginalt.

**Tabell: Utviklingen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og i Statens Petroleumsfond på mellomlang sikt**

	Strukturelt, oljekorrigeret underskudd mrd. kr, 2003 priser	Strukturelt, oljekorrigeret underskudd, prosent av trend-BNP for fastlands-Norge	Statens petroleumsfond pst. av BNP
2001	23,4	1,9	41,0
2002	28,7	2,3	43,7
2003	30,7	2,5	54,2
2004	32,8	2,6	62,8
2005	37,7	2,9	69,2
2006	41,8	3,2	74,4
2007	45,5	3,4	79,7
2008	48,9	3,6	84,8
2009	52,2	3,8	89,4
2010	55,3	3,9	93,2

Kilde: Nasjonalbudsjettet 2003

Tabell 8 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	1,6	1,7	1,8	2,9	3,7	2,7	2,2
1996	3,6	3,5	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	0,7	2,0	3,2	2,4	4,5	3,2	2,8
2000	3,8	2,6	2,9	4,2	3,1	3,6	3,6	3,6
2001	0,3	-0,3	0,6	1,8	2,0	1,2	1,2	1,5
<b>Anslag</b>								
2002	2½	¼	¼	1¼	1¾	1¾	1¼	¾
2003	2½	½	½	1½	2¼	1¾	1½	1¼
2004	3½	¾	1½	2¼	2½	2½	2¼	2
2005	3	1	2¼	2½	2½	2½	2½	2½

1) Vektet gjennomsnitt, eksportvekter

2) Vektet gjennomsnitt, kjøpekraftskorrigerede BNP-vekter fra IMF

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 9 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	2,8	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	1,4	1,8	2,1	1,3	2,1	2,1
2001	2,8	-0,7	2,0	1,8	2,1	2,6	2,4	2,4
2002	1,6	-0,9	1,4	1,9	2,2	2,4	2,1	2,1
<b>Anslag</b>								
2003	2¼	-½	1¼	1¾	2½	2½	2	1¾
2004	2¼	-½	1½	1½	2½	2	1¾	1¾
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 18 viktigste handelspartnere.

4) HICP for euroområdet

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 10 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser med en foliorente på 5,5 prosent og valutakurs lik gjennomsnittet for februar

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
		Anslag			
	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Realøkonomi</b>					
Privat konsum	651,5	3¾	2¾	3¼	3
Offentlig konsum	306,1	2½	¾	2	2
Bruttoinvesteringer i alt	280,0	-4	1	¼	1½
- Oljevirkosomhet (inkl. tjenester)	56,2	2	20	0	0
- Fastlands-Norge	211,3	-2¼	-4	½	2
Bedrifter	115,5	-8	-6	-1	1
Boliger	55,7	4	-3	2	5
Offentlig forvaltning	40,1	5	¼	2	2
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1)</sup>	1168,9	2¼	1¼	2½	2½
Samlet innenlandsk etterspørsel <sup>2)</sup>	1225,1	2¼	2	2½	2½
Eksport	698,9	½	-1	1½	1½
- Råolje og naturgass	301,6	¾	-2	4	0
- Tradisjonelle varer	215,9	1	-3	-1	2
Import	441,9	2	1	1¼	3½
- Tradisjonelle varer	285,4	2½	1¼	1¼	3½
BNP <sup>3)</sup>	1510,9	1¼	1	2¼	1¾
- Fastlands-Norge <sup>3)</sup>	1152,0	1¼	1¼	2	2¼
<b>Arbeidsmarkedet</b>					
Sysselsetting		½	-½	0	½
Arbeidsstyrke, AKU		¾	0	¼	½
Registrerte ledige (rate)		3¼	4	4¼	4¼
AKU-ledighet (rate)		4	4½	4¾	4¾
<b>Priser og lønninger</b>					
KPI		1,3	3¼	1	2¼
KPI-JAE <sup>4)</sup>		2,3	1¾	2	2¼
Årslønn <sup>5)</sup>		5¾	5	4½	4½
Priser, importerte konsumvarer <sup>6)</sup>		-1	-2	-¾	¼
Eksportpriser, tradisjonelle varer		-9	-5	1¼	1¾
<b>Utenriksøkonomi<sup>7)</sup></b>					
Eksportoverskudd, mrd. kroner (nivå)		223,7	220	170	135
Driftsoverskudd, mrd. kroner (nivå)		209,6	205	155	120
Driftsoverskudd, prosent av BNP		14	14	10	8
<b>Memo</b>					
Husholdningenes sparerate		5½	5	5¼	5½
<b>Tekniske forutsetninger</b>					
Norges Banks Foliorente (årlig gj.snitt) <sup>8)</sup>		6,7	5,6	5,5	5,5
Importvektet valutakurs <sup>9)</sup>		91,6	88,2	88,3	88,3
Råoljepris i USD		25,0	30	24	20

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

2) Privat og offentlig konsum, brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge og oljeinvesteringer

3) Ikke korrigeret for svingninger i kraftproduksjon

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

5) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger.

6) Eksklusive direkte effekter av avgiftsendringer

7) Løpende priser

8) Det legges til grunn uendret foliorente i hele fremskrivningsperioden

9) Den importvektede valutakursen omfatter 44 land. Beregningsteknisk forutsetning: uendret kurs fra gjennomsnittet siste måned.

