

Norges Banks rapportserie
Nr. 3-2006

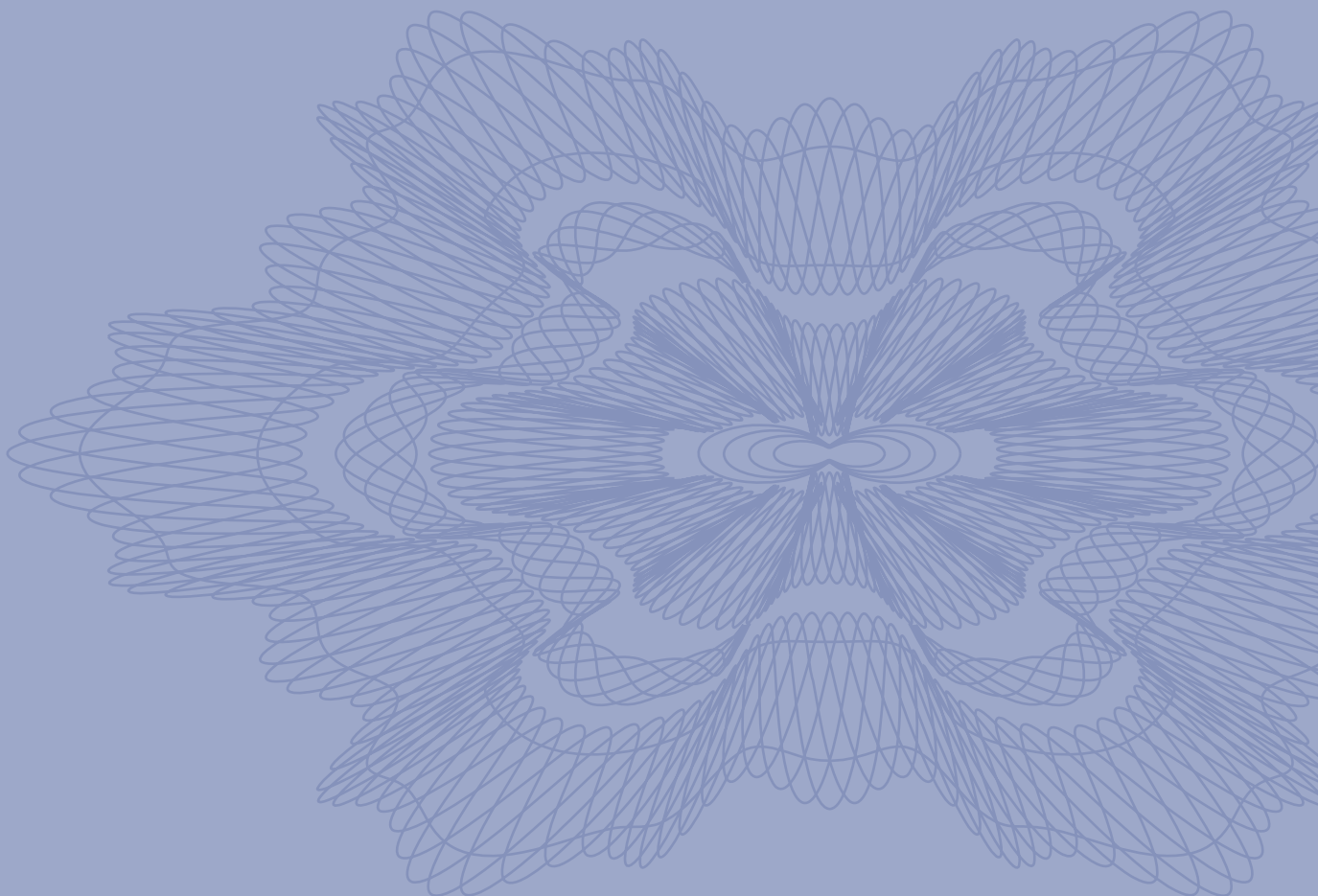


Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

2
06

juni



Norges Banks inflasjonsrapport med pengepolitiske vurderinger

Norges Banks inflasjonsrapport publiseres tre ganger i året, i mars, juni og november. Inflasjonsrapporten gir en vurdering av utsiktene for pengepolitikken. Rapporten inneholder anslag for utviklingen i norsk økonomi, utdypinger av særskilte temaer og et sammendrag fra Norges Banks regionale nettverk.

Hovedstyret i Norges Bank har i møter 14. og 29. juni drøftet hovedlinjene i inflasjonsrapporten og sluttet seg til analysene og anslaget for den fremtidige renteutviklingen i rapporten. På bakgrunn av drøftingen ble det 29. juni vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 1. november. Strategien er gjengitt i kapittel 1. I perioden er det rentemøter i hovedstyret 16. august, 27. september og 1. november.

Inflasjonsrapporten utgjør sammen med rapportene om finansiell stabilitet Norges Banks rapportserie. Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside:

www.norges-bank.no.

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

Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83
Telefaks: 22 41 31 05
E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem (kapittel 1 gjengir hovedstyrets vurderinger).

Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS

Sats og trykk: Reclamo grafisk senter as

Teksten er satt med 11½ pkt. Times

ISSN 0807-8521 (trykk), 1503-8866 (online)

Inflasjonsrapport 2/2006

med pengepolitiske vurderinger

Leder	5
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	6
- Konklusjoner – pengepolitisk strategi	16
2. Internasjonale rammebetingelser	19
3. Nærmere om utviklingen i norsk økonomi	27
Utdypinger	
Penger, kreditt og priser - en monetær kryssjekk	17
Prisutviklingen den siste tiden	41
Anslagene i Inflasjonsrapport 1/06 og 2/06	45
Utenlandsk arbeidskraft i Norge	49
Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i Fastlands-Norge	51
Vedlegg I Regionalt nettverk	55
Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag	61

Rapporten er basert på informasjon fram
til og med 22. juni 2006

Den pengepolitiske strategien i kapittel I ble vedtatt av hovedstyret
29. juni 2006

Pengepolitikken i Norge

Mål

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Gjennomføring

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1–3 år. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Beslutningsprosess

Hovedstyret blir presentert for og drøfter hovedlinjene i analysen i inflasjonsrapporten i et møte om lag to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen og vedtar en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport. Strategien er gjengitt i kapittel 1 i inflasjonsrapporten.

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

Formidling av rentebeslutningen

Utfallet av rentemøtet blir offentliggjort i en pressemelding kl 14.00, og banken holder pressekonferanse kl 14.45 samme dag. I pressemeldingen gjøres det rede for både de vesentlige trekk ved utviklingen i økonomien som har fått betydning for beslutningen om renten og for hovedstyrets avveininger. Pressemeldingen og pressekonferansen er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Rapportering

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

Leder

Samme takt

Konjunkturoppgangen i norsk økonomi fortsetter. Lønnsomheten i næringslivet er god. Bedriftene tar opp lån og investerer. Mange nye bygg føres opp. Høy oljepris gir sterk vekst i aktiviteten langs kysten og i næringer som leverer til oljesektoren. Eksportbedriftene nyter godt av sterke markeder ute. Husholdningenes etterspørsel vokser videre, og boligprisene løfter seg. Også etterspørselen fra kommunene vokser. I denne rapporten har vi oppjustert anslagene for kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi.

Den underliggende prisveksten er fortsatt lav. En stund førte fallende importpriser, moderate lønnstillegg og sterk vekst i produktiviteten til at prisstigningen avtok. Nå har inflasjonen tatt seg opp, men det har gått saktere enn vi hadde ventet. Den underliggende prisveksten har ligget nokså stabilt i området 1 – 1½ prosent siden i fjor sommer. Vårt regionale nettverk rapporterer om høy konkurranse i varehandelen og få bedrifter som har planer om å sette opp prisene på forbruksvarer.

Lenge vokste sysselsettingen målt i personer mindre enn i tidligere oppganger. Fallende sykefravær og flyt av arbeidskraft over landegrensene ga vekst i arbeidstilbudet. Analysene i denne rapporten tyder på at oppgangen i norsk økonomi kan være kommet inn i en ny fase. Nå stiger sysselsettingen raskt, og arbeidsledigheten faller. Sykefraværet øker igjen. Stadig flere virksomheter i Norges Banks regionale nettverk oppgir mangel på arbeidskraft som en skranke. Vi møter tiltakende konkurranse fra andre land om utenlandsk arbeidskraft. Som ventet blir lønnsveksten noe sterkere i år enn i fjor. Råvareprisene er høye selv om de har svingt en del i vår. Prisene på importerte forbruksvarer er blitt mer stabile. Vår vurdering er at pris- og kostnadsveksten etter hvert vil ta seg videre opp.

Også i andre land er konjunkturoppgangen befestet de siste månedene. Unntaket er USA, hvor veksten i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester som ventet avtar. Energiprisene er høye, og inflasjonsforventningene stiger i flere land. Rentene ute øker. Fallet i aksjemarkedene kan være uttrykk for en viss uro om utsiktene for verdensøkonomien. På den annen side er slike korreksjoner ikke uvanlige etter en periode med kraftig kursstigning.

De siste 2-3 årene har rentenivået i Norge vært usedvanlig lavt. Siden i fjor har renten vært på vei opp igjen. I første halvår i år økte vi renten to ganger med 0,25 prosentenheter. Med bare gradvis tiltakende inflasjon er det utsikter til at renten vil øke videre om lag i samme takt. Økonomien vokser raskt, og kapasitetsutnyttningen er høy. I stigende grad vil den økonomiske politikken måtte gjenspeile at norske virksomheter møter kapasitetsskranke.

29. juni 2006
Svein Gjedrem

1 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

Den økonomiske situasjonen

Gjennom en markert rentereduksjon i 2003 og inn i 2004 har pengepolitikken bidratt til betydelig økning i etterspørselen etter varer og tjenester. Økte oljeinvesteringer og gode priser i sterke markeder for våre eksportprodukter har også bidratt til høy vekst i produksjonen av varer og tjenester. Første del av oppgangen var preget av god tilgang på arbeidskraft og høy vekst i produktiviteten. Fallende sykefravær fra sommeren 2004 og tilstrømming av arbeidskraft utenfra bidro til at produksjonen kunne vokse raskt uten at pris- og lønnsveksten tiltok vesentlig.

Den reelle inntektsveksten har vært god både for husholdninger og foretak. Mange norske eksportbedrifter opererer på full kapasitet og har gode marginer til tross for et høyt norsk kostnadsnivå. Høye priser på de varene vi eksporterer, har bidratt til en kraftig bedring av bytteforholdet for Norges handel med utlandet. Investeringsaktiviteten, både i fastlandsbedriftene og i petroleumsvirksomheten, gir solide vekstbidrag. Samtidig er det høy vekst i offentlig etterspørsel etter varer og tjenester. Endringer i handelsmønsteret og prisfall på mange av de konsumvarene vi importerer, har holdt inflasjonen nede. Sterk kronekurs har forsterket prisfallet på importerte konsumvarer.

Økt konkurranse i en del norske produktmarkeder har etter hvert også bidratt til at den underliggende inflasjonen har vært lav. Pris- og lønnsveksten har gradvis tatt seg opp, men saktere enn i tidligere konjunkturoppganger.

I løpet av det siste halvåret er det kommet klarere tegn på knapphet på arbeidskraft i norsk økonomi. Sysselsettingen har skutt fart, og arbeidsledigheten faller nå raskt. Kapasitetsutnyttningen i økonomien øker, og flere virksomheter møter skranker. Lønnsveksten ser ut til å bli noe sterkere i år enn i fjor, men ikke høyere enn ventet.

Verdensøkonomien er nå inne i sin sterkeste oppgang siden begynnelsen av 1970-tallet. Utviklingen er særlig god i Asia, men også i USA har oppgangen vært sterk. Det ser også ut til å gå bedre for flere av landene i Europa. Den økonomiske veksten hos Norges handelspartnere forventes å holde seg høy. De langsiktige rentene i USA, euroområdet og Storbritannia har økt siden forrige inflasjonsrapport. I begynnelsen av mai ble imidlertid oppgangen avbrutt. Muligheten for høyere inflasjon og styringsrenter førte da til økt usikkerhet rundt fremtidige vekstutsikter, og de langsiktige rentene falt noe tilbake. Økt bekymring for vekstutsiktene har samtidig medført et betydelig fall i aksje- og råvaremarkedene. Uroen i aksje- og råvaremarkedene har igjen økt interessen for sikre investeringsobjekter som statsobligasjoner.

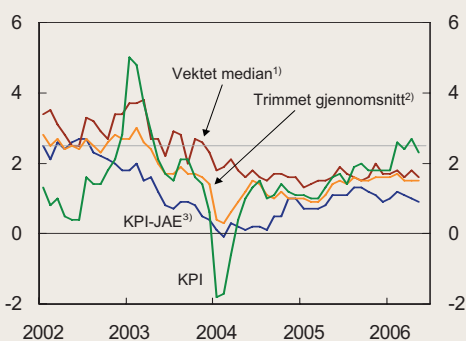
Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten

I vurderingen av om en fremtidig renteutvikling synes rimelig i forhold til målsettingen for pengepolitikken, kan følgende kriterier være til hjelp:

1. Skal pengepolitikken forankre inflasjonsforventningene på målet, må renten settes slik at inflasjonen beveger seg mot målet. Inflasjonen bør stabiliseres nær målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1-3 år. Av samme grunn bør dessuten inflasjonen være på vei mot målet i god tid før utløpet av treårsperioden.
2. Under forutsetning av at inflasjonsforventningene er forankret på målet, bør det også være et rimelig størrelsesforhold mellom inflasjonsgapet og produksjonsgapet fram til disse lukkes.¹⁾ Fram i tid bør inflasjonsgapet og produksjonsgapet normalt ikke være positive eller negative samtidig.
3. Utviklingen i renten, særlig for de nærmeste månedene, bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men realistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens funksjonsmåte.
4. Renten bør normalt endres gradvis, slik at vi kan vurdere virkningene av rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.
5. Rentesettingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan i sin tur gi en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt.
6. Videre kan det som en kryssjekk være nyttig å vurdere rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler. Dersom renten avviker systematisk og mye fra enkle regler, bør årsakene til dette kunne forklares.

¹⁾ Inflasjonsgapet er differansen mellom den faktiske inflasjonen og inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom faktisk og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

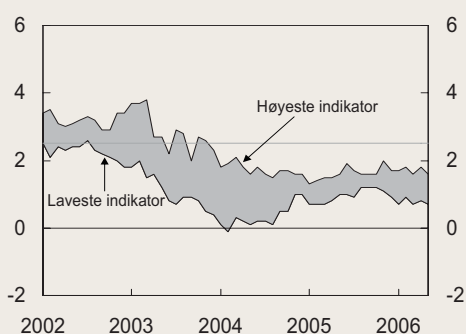
Figur 1.1 KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06



¹⁾ Beregnet på grunnlag av 146 undergrupper av KPI
²⁾ Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget
³⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

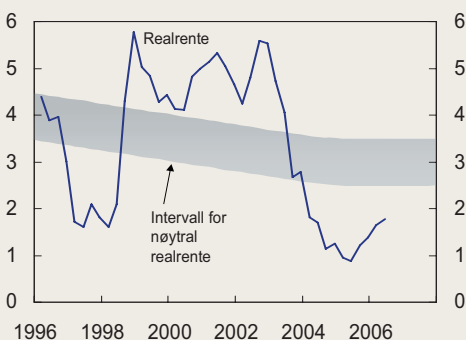
Figur 1.2 Usikkerhetsintervall for underliggende prisvekst. Høyeste og laveste indikator.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06



¹⁾ Høyeste og laveste indikator av KPI-JAE, vektet median, trimmet gjennomsnitt, volatilitetsvektet inflasjon, volatilitetsjustert inflasjon og inflasjon uten de mest volatile komponentene, se egen utdyping om prisutviklingen den siste tiden

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.3 Tremåneders realrente¹⁾ og den nøytrale realrenten i Norge. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 2. kv. 06



¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med inflasjonen målt ved KPI-JAE

Kilde: Norges Bank

Siden forrige inflasjonsrapport har oljeprisen variert en del, men ligget høyere enn vi anslo. Terminprisene for nordsjø-olje indikerer at oljeprisen kan bli liggende rundt 70 dollar per fat i flere år fremover. Det er nesten 10 dollar høyere enn i mars. Den høye oljeprisen synes i hovedsak å være drevet av sterk etterspørsel, men også forhold på tilbuds-siden ser ut til å ha påvirket prisen den siste tiden. Så langt har ikke høy oljepris ført til at veksten i verdensøkonomien har avtatt. Ledig kapasitet i mange land har trolig medvirket til at oljeprisene ikke har slått vesentlig ut i høyere inflasjon. Selv om andre råvarepriser har falt i den senere tid, er de fortsatt høye etter en kraftig økning tidligere i år. Det er nå utsikter til at inflasjonen hos våre handelspartnere blir noe høyere enn tidligere anslått.

Etter at konsumprisveksten avtok markert fra 2003, har pengepolitikken i Norge vært innrettet mot å bringe inflasjonen opp mot målet på 2,5 prosent. Selv om den underliggende veksten i konsumprisene har tatt seg opp fra sitt laveste nivå for to år siden, er den fortsatt moderat og klart lavere enn inflasjonsmålet. Samtidig har kraftig vekst i elektrisitetsprisene ført til at veksten i den samlede konsumprisindeksen (KPI) har vært betydelig sterkere enn ventet hittil i år. I mai var tolv månedersveksten i inflasjonen målt ved KPI 2,3 prosent.

Veksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer, KPI-JAE, var 0,7 prosent i mai regnet fra samme måned i fjor. Korrigeres det også for lavere barnehagesatser, anslås prisveksten til 0,9 prosent i mai. Målt ved KPI-JAE har prisveksten vært noe lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Det har vært uventet lav prisvekst på norskproduserte varer og tjenester.

KPI-JAE utelater ikke bare midlertidige virkninger av endrede avgifter og svingninger i energipriser, men også trendmessige endringer i disse størrelsene. Ulike indikatorer på underliggende prisvekst har ligget i intervallet 1 - 1½ prosent siden i fjor sommer, se figur 1.1 og 1.2 samt egen utdyping om prisutviklingen den siste tiden. Det vil i sanntid alltid være vanskelig å avgjøre hvilke prisbevegelser som vil vare ved og hvilke som bare vil ha kortvarige virkninger på KPI. Ulike mål på underliggende inflasjon kan belyse utsiktene for konsumprisveksten fremover. Det vil ikke være én enkelt indikator som i alle situasjoner kan gi et riktig bilde av det underliggende prispresset.

Referansebanen

Norges Bank satte ned renten til et svært lavt nivå da prisstigningen falt og nærmet seg null samtidig som det var ledig kapasitet i norsk økonomi. Vi stilte i utsikt at renten ville holde seg lav inntil vi så klare tegn til at prisveksten var i ferd med å ta seg opp. Realrentene er fortsatt lavere enn hva vi anser som et nøytralt nivå. Dette avviket – realrentegapet – har vært negativt siden 2004, se figur 1.3.

Den lave inflasjonen er ikke et uttrykk for at etterspørselen i økonomien i dag er for lav, men et resultat av gunstige trekk på produksjonssiden både i norsk og internasjonal økonomi. Utslagene i inflasjonen har likevel vært mindre enn hva vi erfarte på 1980- og 1990-tallet, se figur 1.4. Hadde fallet i inflasjonen vært drevet av nedgangstider i økonomien, ville renten trolig vært satt lavere og holdt lav lenger. Produksjon og sysselsetting har imidlertid vokst sterkt, og de pengepolitiske avveiningene har tilsagt at vi bør bruke tid på å få inflasjonen opp igjen.

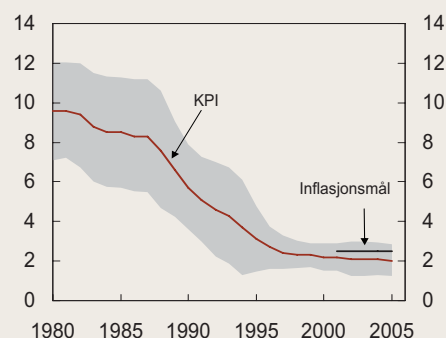
Vi normaliserer nå renten gradvis. I løpet av det siste året er styringsrenten hevet med til sammen 1 prosentenheter, og det er utsikter til videre renteøkninger.

Den underliggende prisstigningen målt ved KPI-JAE har vært lavere enn ventet de siste månedene. Andre mål på underliggende prisvekst ligger høyere og har utviklet seg mer stabilt, men er likevel vesentlig lavere enn inflasjonsmålet. Flere faktorer peker likevel i retning av at prisstigningen vil tilta. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker. Veksten i personsysselsettingen er nå sterk etter at sysselsettingen gjennom fjoråret vokste mindre enn ventet. Inntrykket fra vårt regionale nettverk underbygger at det er knapphet på arbeidskraft i mange sektorer. Den gunstige perioden med god tilgang på arbeidskraft kan være forbi. Sykefraværet øker nå, og som tidligere blir stadig flere uføretrygdet. Økt aktivitet og etterspørsel etter arbeidskraft i resten av Europa, kan begrense tilgangen på arbeidskraft fra andre land fremover. Vi venter at knapphet på arbeidskraft vil bidra til at lønnsveksten tiltar de neste årene. Ifølge det regionale nettverket er det likevel ikke forventninger om høy konsumprisvekst.

Fallende importpriser preget inflasjonsbildet i første del av denne oppgangskonjunkturen. Integrasjon av nye store fremvoksende økonomier, som India og Kina, i den globale handelen førte til fall i prisene på importerte konsumvarer i flere år. Siden årsskiftet har prisfallet ebbet ut, og prisene på importerte konsumvarer har vært noe høyere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Energiprisene har økt. Andre råvarepriser har også steget kraftig så langt i år. Sammen med mindre ledig kapasitet i verdensøkonomien gir dette seg utslag i høyere produsentpriser og konsumpriser hos våre handelspartnere. Selv om den internasjonale konkurransen er sterk, og stadig flere varer og tjenester kan importeres fra land med lave produksjonskostnader, er det utsikter til noe mindre prisfall fremover på varer og tjenester som kjøpes utenfra. Økningen i energi- og råvareprisene gir i tillegg høyere kostnader på innsatsvarer for norske produsenter.

Den høye oljeprisen har også påvirket utsiktene for finanspolitikken. Rask vekst i den beløpsmessige forventede realvækstningen fra Statens Pensjonsfond - Utland innebærer

Figur 1.4 KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾. Prosent. Årstall. 1980 – 2005³⁾



¹⁾ Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og 2 år fram
²⁾ Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
³⁾ I beregningen er anslag for 2006 – 2007 fra denne rapporten lagt til grunn

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Pengepolitikken siden forrige inflasjonsrapport

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i Inflasjonsrapport 1/06 – som ble lagt fram 16. mars 2006 – tilsa en foliorente i intervallet 2¼ - 3¼ prosent i perioden fram til slutten av juni. Den pengepolitiske strategien var betinget av at den økonomiske utviklingen ble om lag som anslått. Hovedstyrets vurdering var at renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – kunne bringes tilbake mot et mer normalt nivå. Forløpet for renten ble antatt å ville gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp mot målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

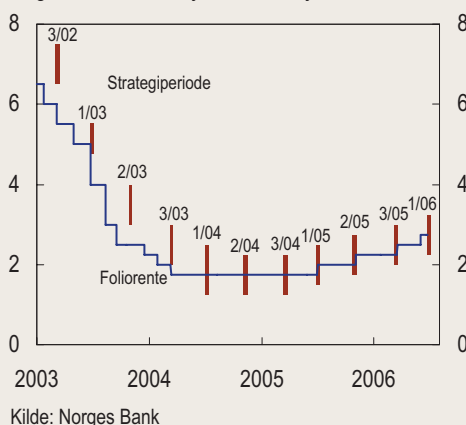
I forrige inflasjonsrapport ble det pekt på at fortsatt sterke vridninger i importmønsteret og økt konkurranse innenlands kunne bidra til at prisveksten ble lavere enn ventet. Det ble også pekt på risikoen for at en lang periode med lav realrente kunne medføre at veksten i produksjon og sysselsetting tiltok og at pris- og kostnadsveksten ble høyere enn anslått.

I rentemøtet 16. mars pekte hovedstyret på at konsumprisveksten hadde vært lavere enn ventet. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake mot målet og forankre inflasjonsforventningene tilsa en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. På den andre siden var veksten i produksjonen sterk, og sysselsettingen steg raskere enn ventet. Den høye veksttakten i økonomien tilsa at pris- og kostnadsveksten etter hvert ville ta seg opp. Foliorenten ble hevet med 0,25 prosentenheter til 2,50 prosent i rentemøtet.

Renten ble holdt uendret i rentemøtet 26. april. Hovedstyret pekte på at sysselsettingen steg raskere enn ventet og at det var sterk vekst i kreditt og boligpriser. Oljeprisen og andre råvarepriser hadde tatt seg ytterligere opp. Den underliggende konsumprisveksten hadde vært om lag som ventet, men tolv månedersveksten var fortsatt lav. Samtidig var kronekursen sterkere enn antatt. Hovedstyret mente at det samlet sett ikke var tilstrekkelig grunnlag for å endre utsiktene for inflasjon og produksjon eller vurderingen av risikofaktorene.

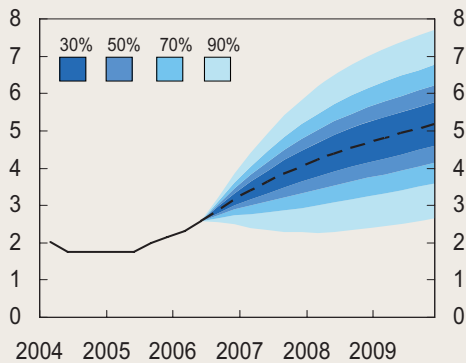
I tråd med prognosene fra forrige inflasjonsrapport var det utsikter til en renteøkning i løpet av andre kvartal – på rentemøtet i mai eller juni – og en videre renteøkning etter dette. Ny informasjon fram mot rentemøtet 31. mai bekreftet at aktiviteten i norsk økonomi var høy. Sysselsettingen økte raskere og arbeidsledigheten hadde falt mer enn anslått. Hovedstyret pekte på at det nå var tegn til kapasitetsskranke i flere virksomheter. Aksjekursene falt en del i mai, men det var så langt ikke utsikter til at uroen i finansmarkedene ville få vesentlige negative virkninger for den økonomiske veksten hjemme og ute. Det var utsikter til at rentene ville bli satt videre opp hos våre handelspartnere. Hovedstyret pekte på at den underliggende konsumprisveksten fortsatt var lav og at kronekursen hadde styrket seg ytterligere. På den andre siden ville utsiktene for inflasjonen bli påvirket av prisoppgangen på en rekke råvarer. Det var også sannsynlig at fortsatt høy vekst i produksjon og sysselsetting ville føre til høyere pris- og kostnadsvekst, men det kunne ta tid. Renten ville derfor bli satt slik at pengepolitikken gradvis ble mindre ekspansiv. Foliorenten ble hevet med 0,25 prosentenheter til 2,75 prosent i rentemøtet.

Figur 1 Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. Prosent. 1. jan. 03 – 22. jun. 06



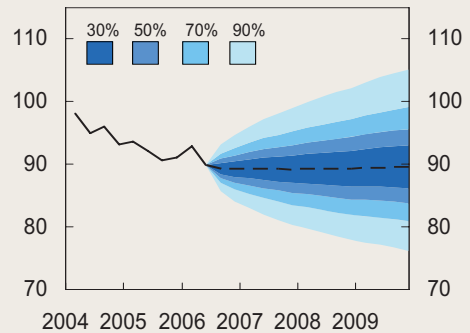
Kilde: Norges Bank

Figur 1.5a Foliorente i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

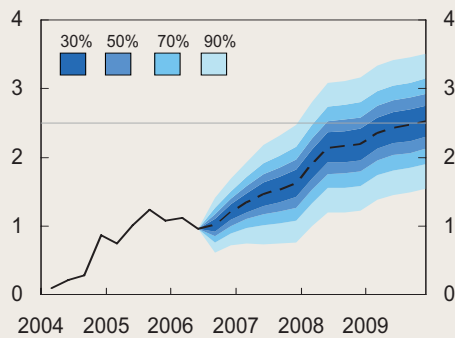
Figur 1.5b Importveid valutakurs (I-44)¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs. Det er lagt til grunn at en gitt prosentvis styrking er like sannsynlig som en tilsvarende prosentvis svekkelse

Kilde: Norges Bank

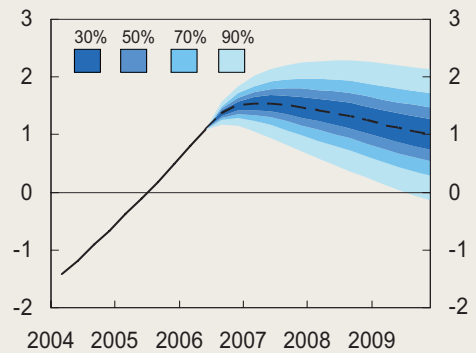
Figur 1.5c Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006. Andre mål på underliggende inflasjon er vist i figur 1.1

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

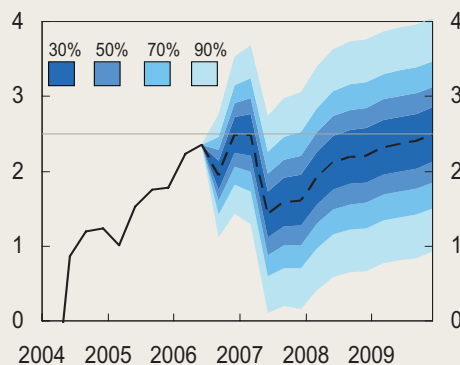
Figur 1.5d Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Det er i beregningen ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen, se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/05

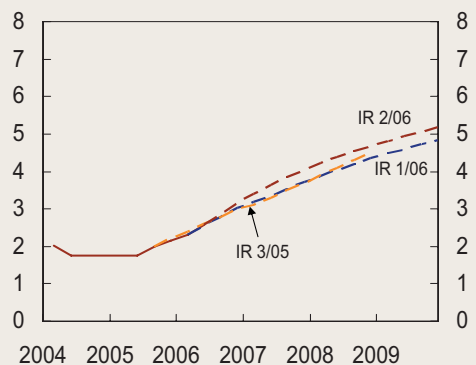
Kilde: Norges Bank

Figur 1.5e Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6 Foliorente i referansebanen i IR 3/05, IR 1/06 og IR 2/06. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

at finanspolitikken kan bli mer ekspansiv. Det kan skje samtidig med at norsk økonomi er i en høykonjunktur.

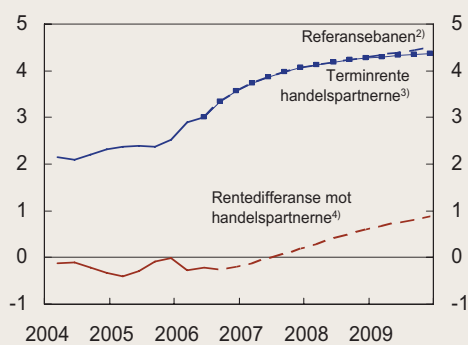
Rentene er fortsatt lave hos flere av våre handelspartnere, men siden forrige inflasjonsrapport er styringsrenten økt blant annet i USA, Sverige, Canada, Kina, euroområdet, Sveits og Australia. Renteutviklingen i USA og Storbritannia tyder på at et normalt rentenivå fortsatt kan ligge i området rundt 5 prosent. Markedsaktørens forventninger til styringsrentene blant våre handelspartnere har økt siden forrige inflasjonsrapport. Det neste året ventes renteøkninger i euroområdet, Storbritannia, Sverige, Sveits, USA, Japan og Australia. En slik utvikling vil dempe virkningen på kronekursen av videre renteøkninger i Norge.

Veksten i norsk økonomi i år synes å bli høyere enn tidligere anslått. Det er utsikter til at inflasjonen vil ta seg opp, men det kan ta tid. Den lave veksten i konsumprisene på norskproduserte varer og tjenester de siste månedene kan være tegn på fortsatt sterk produktivitetsvekst i økonomien og økt konkurranse. Samtidig er kronekursen sterk. Utviklingen siden forrige inflasjonsrapport gir likevel grunn til å tro at inflasjonen etter hvert vil tilta. I stigende grad vil den økonomiske politikken måtte gjenspeile at vi møter kapasitetsskranke i den innenlandske økonomien. En samlet vurdering tilsier derfor at vi bør sikte mot en videre økning i renten. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport kan det være utsikter til at renten kan ligge noe høyere fremover, se figur 1.5 og 1.6.

Utviklingen i valutakursen er vanskelig å anslå, og kronekursen er nå sterkere enn anslaget i forrige inflasjonsrapport. Appresieringen synes ikke å ha direkte motstykke i forskjellig renteutvikling mellom Norge og handelspartnere. Norges Bank har lagt til grunn at pengemarkedsrenten hos våre handelspartnere øker gradvis opp mot 4,5 prosent de neste tre årene, se figur 1.7. Som i de foregående inflasjonsrapportene er prognosene basert på at renten ute og hjemme på lengre sikt stiger noe raskere enn hva dagens beregnede terminrenter kan tyde på. Forløpet for renten hjemme og ute trekker trolig i seg selv ikke i retning av store endringer i kronekursen.

Figur 1.5a-e viser Norges Banks anslåtte forløp for norsk økonomi basert på renteprognosen, kronekursen og andre drivkrefter som er nærmere beskrevet i kapittel 2 og 3. KPI-JAE, justert for endringer i barnehageprisene, anslås å øke fra dagens nivå på rundt 1 prosent opp mot 1 $\frac{3}{4}$ prosent i slutten av 2007. Høye elektrisitetspriser og høy oljepris vil bidra til at den samlede prisstigningen målt ved KPI kan holde seg over 2 prosent gjennom 2006. Veksten i energiprisene vil gradvis avta, og vi legger til grunn en vekst i disse prisene om lag på linje med veksten i KPI-JAE i årene fremover. Det er utsikter til at inflasjonen vil være nær målet på 2,5 prosent på tre års sikt.

Figur 1.7 Renteprognoser for handelspartnere og rentedifferanse. Pengemarkedsrente¹⁾. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Pengemarkedsrentene ligger anslagsvis 0,2 prosentenheter høyere enn foliorentene

²⁾ Som i de foregående rapportene er terminrenten noe justert på lengre sikt

³⁾ Vektet gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnere per 22. juni

⁴⁾ Rentedifferanse i referansebanen fra og med 2. kvartal 2006 (stiplet)

Kilde: Norges Bank

Produksjonsgapet uttrykker vår vurdering av den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien i forhold til et normalnivå. Utnyttingen av kapasiteten i økonomien er nå høyere enn normalt. God vekst ute gir både høy etterspørsel og gode priser for norsk eksportsektor. Selv om oljeinvesteringene trolig passerer toppen inneværende år, vil utsikter til et fortsatt høyt nivå på oljeprisen bidra til at etterspørselen fra petroleumssektoren holder seg sterk. Høy oljepris øker også avsetningene til Statens Pensjonsfond – Utland. Vi legger til grunn at finanspolitikken vil gi større bidrag til samlet etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009. En gradvis økning av renten vil etter hvert dempe veksten i etterspørselen.

Husholdningenes gjeld og boligpriser har vokst sterkt i mange år til historisk høye nivåer. Boligprisene kan nå synes noe høye sett i forhold til utviklingen i inntekter, renter, arbeidsledighet og nybygging. Utsiktene til en gradvis normalisering av renten kan bidra til å dempe utviklingen i kreditt og boligpriser. Rentebelastningen er lav, men den vil øke etter hvert som renten stiger, se figur 1.8. Sterkere konkurranse i finanssektoren har gitt lavere rentemarginer på utlån. Det har et stykke på vei dempet økningen i renteutgiftene. En videre økning i renten vil redusere husholdningenes disponible inntekter og kan bremse veksten i husholdningenes etterspørsel.

Utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning i figur 1.9 synes å gi en rimelig avveining av de ulike hensynene pengepolitikken skal ta. Renten er tilstrekkelig lav til å bidra til at inflasjonen kan tilta og nærme seg målet på 2,5 prosent samtidig som renten øker tilstrekkelig til å motvirke at kapasitetsutnyttningen blir for høy.

Usikkerhet i prognosene

Vi har illustrert usikkerheten i anslagene for rente, kronekurs, inflasjon og produksjonsgap med sannsynligheter, se figur 1.5a-e.¹ Jo bredere viftene er, desto mer usikre er prognosene. Bredden på usikkerhetsbåndene er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk.² Usikkerheten i renten gjenspeiler at pengepolitikken reagerer på forstyrrelser til de andre variablene. Det bidrar til å øke usikkerheten om den fremtidige renten, men bidrar samtidig til å begrense usikkerheten i de øvrige variablene.

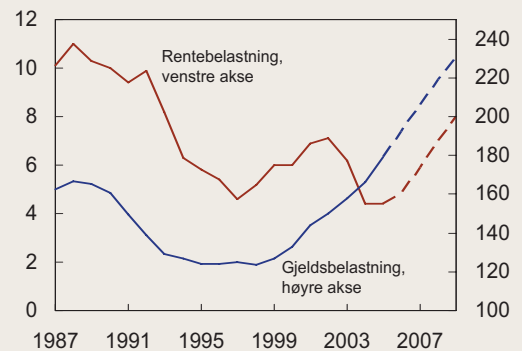
Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. I enkelte situasjoner kan det være riktig å gardere seg mot spesielt ugunstige utviklingstrekk.

¹ Det er også usikkerhet om nåsituasjonen, se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/05.

² En nærmere gjennomgang av usikkerhetsbåndene er gitt i Bergo, J. (2006):

”Prognoser, usikkerhet og valg av renteforutsetning i pengepolitikken”, Penger og Kreditt 1/2006 s. 15, Norges Bank.

Figur 1.8 Fremskrivninger av husholdningenes rentebelastning¹⁾ og gjeldsbelastning²⁾. Prosent. Årstall. 1987 - 2009

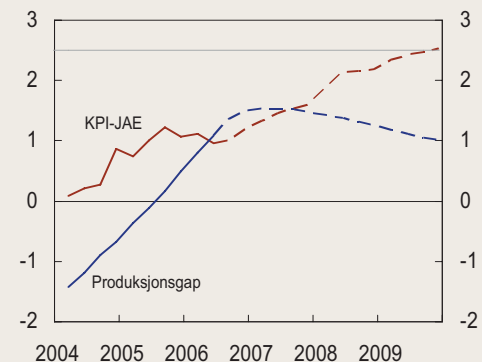


¹⁾ Renteutgifter etter skatt i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte, fratrukket avkastning på forsikringskrav og pluss renteutgifter

²⁾ Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte, fratrukket avkastning på forsikringskrav

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

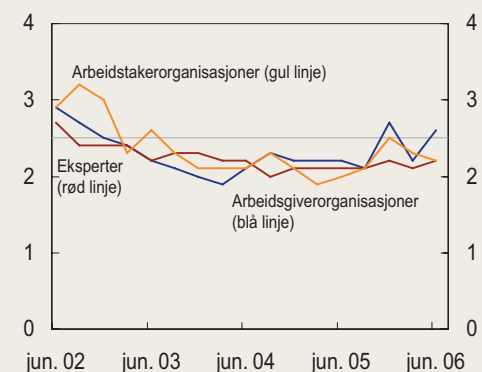
Figur 1.9 Anslag på KPI-JAE¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10 Forventet konsumprisvekst om to år. Arbeidslivsorganisasjoner og eksperter¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 – 2. kv. 06

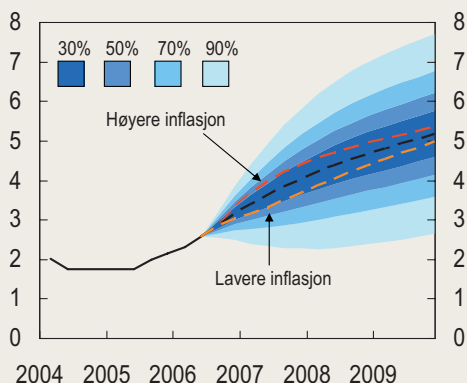


¹⁾ Ansatte i finansnæringen, makroanalytikere og akademikere

Kilde: TNS Gallup

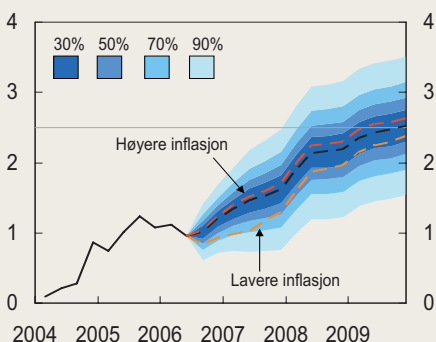
Figur 1.11a Foliorente i referansebanen og i alternativene med lavere (gul linje) og høyere (rød linje) inflasjon. Prosent.

Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

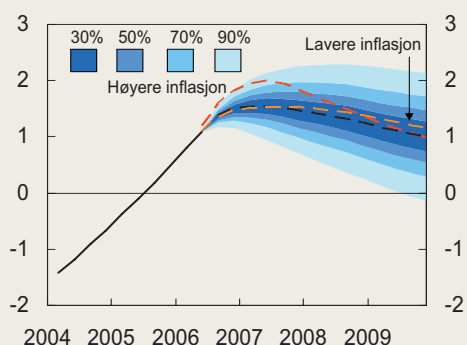
Figur 1.11b Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen og i alternativene med lavere (gul linje) og høyere (rød linje) inflasjon. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11c Anslag på produksjonsgapet i referansebanen¹⁾ og i alternativene med lavere (gul linje) og høyere (rød linje) inflasjon. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Det er i beregningen av usikkerhetsviften ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen

Kilde: Norges Bank

En situasjon der inflasjonen ikke tiltar, men festner seg på et lavt nivå, vil være særlig ugunstig dersom det også inntreffer et kraftig fall i etterspørselen. Et slikt fall kan for eksempel skje som følge av en internasjonal nedgangskonjunktur. Stigende eller vedvarende høy oljepris kan etter hvert dempe veksten hos våre viktigste handelspartnere. En avmatning kan komme gradvis. Ubalansene i verdensøkonomien kan likevel lede til korreksjoner i valutakurser eller spreadferd som kan bli så sterke at den økonomiske veksten svekkes vesentlig. Med en sterk reell kronekurs og et høyt norsk kostnadsnivå kan norsk industri være særlig sårbar for tilbakeslag i verdensøkonomien. Faren for en slik utvikling kan isolert sett tilsi at pengepolitikken i forkant skal være mer ekspansiv enn ellers for å forankre inflasjonsforventningene på målet. Det er ikke tegn til at aktørenes forventninger om prisveksten ligger vesentlig lavere enn inflasjonsmålet til tross for at vi har bak oss en periode med lav inflasjon, se figur 1.10.

En annen ugunstig utvikling vil være om kostnadsveksten tiltar raskt i en situasjon hvor det er omfattende ressursknapphet og husholdningene har bygget opp mye gjeld. Det vil da kunne være nødvendig med en betydelig økning i renten for å få pris- og kostnadsveksten ned. Med høy gjeldsbelastning vil en slik renteøkning gi et betydelig fall i disponibel inntekt. Risikoen for ustabilitet i økonomien øker. For å gardere seg mot en slik situasjon vil det være riktig å sette renten høyere enn en ellers ville gjort.

Det er betydelig usikkerhet om hvor nær norsk økonomi er å komme inn på alternative utviklingsbaner. Prognosene i denne rapporten er basert på en nokså jevn utvikling i nominelle og reelle størrelser. Vi er usikre på økonomiens virkemåte og på hvor lang tid det tar før ressursknappheten vi ser i deler av norsk økonomi, vil slå ut i økt prispress. Risikoen for at den lave prisstigningen skal avløses av fall i prisnivået – deflasjon – synes mindre fremtredende enn tidligere.

I referansebanen bringes renten gradvis opp mot et mer normalt nivå. Norges Bank vil løpende kunne vurdere virkningene av rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen. Forstyrrelser til økonomien kan føre til endringer i prognosene. Det kan være vanskelig å skille tilfeldige utslag i løpende statistikk fra mer varige forstyrrelser. Det kan derfor ta tid før vi kan bygge rentesettingen på at økonomien utvikler seg annerledes enn det som er lagt til grunn.

I figurene 1.11a-c analyseres utviklingen med alternative forløp for økonomien. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for, og den forventede varigheten av forstyrrelsene. Jo senere pengepolitikken reagerer på slike forstyrrelser, desto større blir svingningene i produksjon og inflasjon.

Vi kan ikke utelukke at vridningene i importmønsteret blir sterkere enn lagt til grunn, og at det kan ta lenger tid før veksten i prisene på importerte varer tar seg opp. Høy konkurranse innenlands kan dempe prisveksten på norsk-produserte varer og tjenester. Figurene illustrerer en utvikling der prisveksten blir om lag ½ prosentenheter lavere enn i referansebanen uten at dette har sitt motstykke i endrede anslag på realøkonomien.³ Lavere inflasjon tilsier isolert sett en renteutvikling som ligger under referansebanen. Den lavere renten innebærer at produksjonsgapet etter hvert blir høyere enn i referansebanen. Inflasjonen tiltar gradvis, men blir lavere enn i referansebanen de neste tre årene, se figur 1.11a-c.

Det kan heller ikke utelukkes at veksten i økonomien tiltar raskere enn ventet. Realrentene har vært svært lave. Vi har liten erfaring med så lave renter over lang tid, og effekten på norsk økonomi kan være sterkere enn lagt til grunn i referansebanen. Det er usikkert hvor fort priser og lønninger vil stige når veksten i produksjon og sysselsetting tiltar. Vi har tidligere erfart at lønnsveksten kan stige kraftig. Høy oljepris kan også få større gjennomslag til konsumprisene enn vi har sett så langt. Sterkere prisimpulser fra våre handelspartnere kan i tillegg slå ut i høyere importert prisvekst enn ventet.

En mulig pengepolitisk reaksjon på en slik alternativ utvikling, hvor veksten i økonomien blir sterkere enn antatt og inflasjonen tiltar raskere enn ventet, er illustrert i figur 1.11a.⁴ Det samlede resultatet for inflasjonen og produksjonsgapet er illustrert i figur 1.11b-c.⁵ En slik utvikling taler isolert sett for en raskere renteoppgang enn i referansebanen for å hindre at det høye produksjonsgapet varer ved og at prisstigningen etter hvert skyter over målet.

Kryssjekker

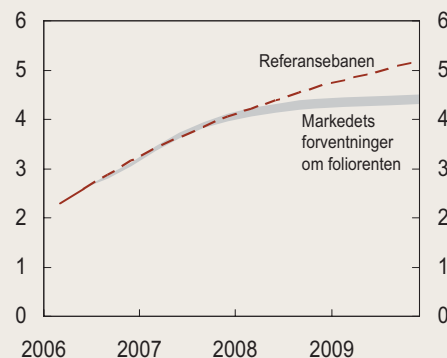
Markedsforventningene, slik de kommer til uttrykk ved terminrentene, vil være en kryssjekk for bankens renteprog-nose. De beregnede terminrentene har steget noe siden forrige inflasjonsrapport. Langsiktige terminrenter har steget mest, med om lag ½ prosentenheter. Det er nå forventninger om at styringsrenten øker gradvis til 4½ prosent i 2009, se figur 1.12. Renteprog-nosen i denne rapporten følger i stor grad forventningene blant markedsaktørene fram til andre halvdel av 2008. Deretter ligger Norges Banks renteprog-nose noe høyere enn markedsaktørenes renteforventninger.

³ Det er lagt til grunn at sentralbanken de første månedene holder fast ved renten i referansebanen og ikke svarer på forstyrrelsene før høsten 2006. Heller ikke andre markedsaktører, husholdninger eller foretak er sikre på at økonomien følger en annen utviklingsbane før dette. Bakgrunnen for den forsinkede reaksjonen er at det kan ta tid å bli klar over at økonomien er kommet inn på et annet spor.

⁴ Det er lagt til grunn at produksjonsgapet øker med 1 prosentenheter i forhold til referansebanen.

⁵ Det er også i dette tilfellet antatt at det tar tid før årsakene til utviklingen avdekkes og politikken justeres.

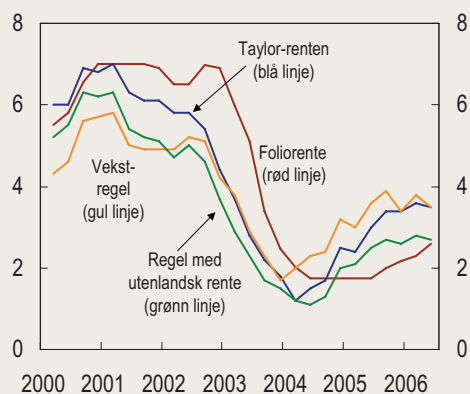
Figur 1.12 Foliorenten i referansebanen og markedets forventninger om foliorenten¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 09



¹⁾ Utleidet fra beregnede terminrenter. I omregningen til foliorente er det trukket fra en kredittrisikopremie samt en beregningsteknisk differanse på 0,20 prosentenheter. Det grå skraverte intervallet viser høyeste og laveste rente på markedets foliorentebane i tidsrommet 9. – 22. juni 06

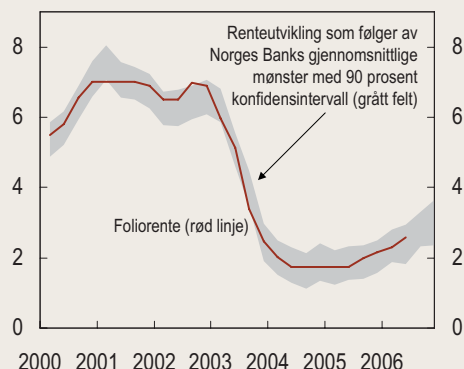
Kilde: Norges Bank

Figur 1.13 Foliorente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 2. kv. 06



Kilde: Norges Bank

Figur 1.14 Foliorente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen¹⁾. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 4. kv. 06



¹⁾ Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremånedersrente hos handelspartnere. Nærmere utdyping er gitt i Inflasjonsrapport 3/04
Kilde: Norges Bank

Markedsaktørene kan ha en annen oppfatning av hvilken renteutvikling som må til for å stabilisere inflasjonen på målet. Avviket i renteforventningene langt fram i tid er om lag uendret siden forrige rapport.

Enkle pengepolitiske regler synes å gi uttrykk for at renten nå er for lav, se figur 1.13. Taylor-regelen⁶ tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen⁷ bygger i stedet på den observerte BNP-veksten og inflasjonen. Reglene har noen begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. Et umiddelbart løft i rentenivået i samsvar med reglene ville trolig føre til en markert styrking av kronen slik at det tar vesentlig lenger tid før inflasjonen kommer opp til målet.

Regelen med utenlandsk rente bør i utgangspunktet være mer egnet for en liten åpen økonomi.⁸ Denne regelen gir en noe lavere rente enn de andre reglene fordi rentenivået ute er lavt.

Norges Bank har også beregnet en reaksjonsfunksjon basert på bankens tidligere rentesetting, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. En regel basert på denne reaksjonsfunksjonen taler for en viss tilstramming fram mot utgangen av 2006, se figur 1.14. Det er i første rekke høy BNP-vekst som bidrar til at reaksjonsfunksjonen gir høyere rente fremover. Reaksjonsfunksjonen gir om lag samme rente som i forrige inflasjonsrapport.

Også andre, mer langsiktige utviklingstrekk kan belyse sammenhenger mellom pengepolitikken og inflasjonen. Historisk sett har det vært en viss sammenheng mellom prisutviklingen og veksten i pengemengden (M2), se egen utdyping for en nærmere analyse.

⁶ Taylor-regelen: $\text{Rente} = \text{inflasjonsmål} + \text{likevektsrealrente} + 1,5 \cdot (\text{inflasjon} - \text{inflasjonsmål}) + 0,5 \cdot \text{produksjonsgap}$. Se Taylor J.B. (1993): "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, s. 195–214. Vi har brukt KPI-JAE som mål på inflasjonen. Andre mål på underliggende inflasjon, som har ligget over KPI-JAE, ville gitt en høyere rentebane.

⁷ Vekstregel: $\text{Rente} = \text{inflasjonsmål} + \text{likevektsrealrente} + 1,5 \cdot (\text{inflasjon} - \text{inflasjonsmål}) + 0,5 \cdot \text{vekstgap}$. Athanasios Orphanides foreslår å erstatte produksjonsgapet med differansen mellom faktisk vekst og trendvekst i økonomien (vekstgapet). Grunnen til dette er blant annet at Taylor-regelen er sårbar for feil i beregningen av produksjonsgapet. Se Orphanides A. (2003): "The quest for prosperity without inflation", Journal of Monetary Economics, vol. 50, nr 3 s. 633-663.

⁸ Regel med utenlandsk realrente: $\text{Rente} = \text{inflasjonsmål} + \text{likevektsrealrente} + 1,5 \cdot (\text{inflasjon} - \text{inflasjonsmål}) + 0,5 \cdot \text{produksjonsgap} + 1,0 \cdot (\text{realrente hos Norges handelspartnere} - \text{realrente i Norge})$.

Konklusjoner – pengepolitisk strategi

Hovedstyrets vurdering er:

- Veksten i norsk økonomi i år synes å bli høyere enn tidligere anslått. Det er utsikter til at inflasjonen vil ta seg opp, men det kan ta tid. Den lave veksten i konsumprisene på norskproduserte varer og tjenester de siste månedene kan være tegn på sterk produktivtvekst i økonomien og økt konkurranse. Samtidig er kronekursen sterk. Utviklingen siden forrige inflasjonsrapport gir likevel grunn til å anta at inflasjonen etter hvert tar seg opp.
- Forløpet for renten som skisseres i denne rapporten, vil gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp mot målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, betinget av den informasjonen Norges Bank nå har.
- Renten kan gradvis – i små og ikke hyppige skritt – bringes tilbake mot et mer normalt nivå.
- Foliorenten bør ligge i intervallet $2\frac{3}{4}$ - $3\frac{3}{4}$ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 1. november, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Sterkere handelsvridninger, høy konkurranse og sterk kronekurs kan på den ene siden gi lav prisvekst. Den lave realrenten kan på den andre siden medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for og varigheten av forstyrrelsene.

Penger, kreditt og priser - en monetær kryssjekk

Den trendmessige veksten i pengemengden kan inneholde informasjon om den trendmessige veksten i prisene og være en grov kryssjekk mot inflasjonsprognoser fra andre modeller.

Nyere forskning på sammenhengen mellom pengemengden og prisutviklingen i euroområdet har tatt utgangspunkt i statistiske metoder som skiller mellom høyfrekvente og lavfrekvente bevegelser i økonomiske tidsserier.¹ Slike metoder kan være hensiktsmessige når økonomiske variabler viser store og tilfeldige utslag på kort sikt som tilslører nyttig informasjon i de trendmessige, lavfrekvente bevegelsene. Studiene for euroområdet tyder på at det over tid kan være en positiv samvariasjon mellom den trendmessige veksten i prisene og den trendmessige veksten i pengemengden.²

Vi har brukt samme metode på data for Norge. Figur 1 viser veksten i konsumprisene og veksten i pengemengden (M2) – samt trenden i de to størrelsene – fra 1961. Fra kvartal til kvartal er det store og tilsynelatende tilfeldige utslag i både prisveksten og veksten i pengemengden, men de lavfrekvente komponentene viser at det over tid har vært en viss positiv samvariasjon mellom trenden i de to størrelsene. Det er en tendens til at høyere pengemengdevekst går sammen med høyere prisvekst og lavere pengemengdevekst med lavere prisvekst.³

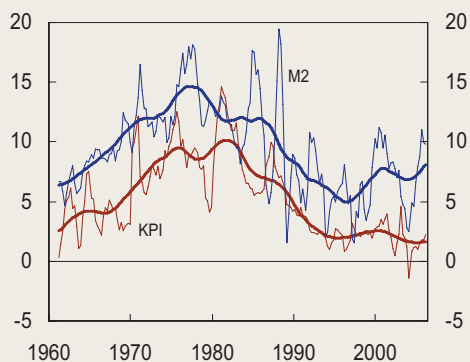
De siste årene har veksten i konsumprisene vist en fallende trend. Lavere vekst i konsumprisene kan knyttes til gunstige forhold på tilbudssiden i norsk og internasjonal økonomi. Prisene på importerte varer har falt. Konkurransen i produktmarkedene har økt, og produktivitetsveksten har vært høy ute og hjemme.

Trenden i pengemengdeveksten har derimot økt. Høyere vekst i pengemengden må ses i lys av den sterke veksten vi har hatt i norsk økonomi med ekspansiv pengepolitikk og høy kredittvekst. Figur 2 viser utviklingen i bankenes utlån til publikum og pengemengden. Kreditt og penger er komplementære størrelser, henholdsvis bankenes utlån og bankenes innskudd. Figuren indikerer at høy kredittvekst har vært en viktig faktor bak økningen i pengemengdeveksten. Høye utlån brukes til å finansiere konsum og investeringer – blant annet i boliger – og avleirer seg som økt pengemengde.

Mens gunstige trekk på produksjonssiden både i norsk og internasjonal økonomi demper konsumprisene, har høy kredittvekst bidratt til vekst i pengemengden.

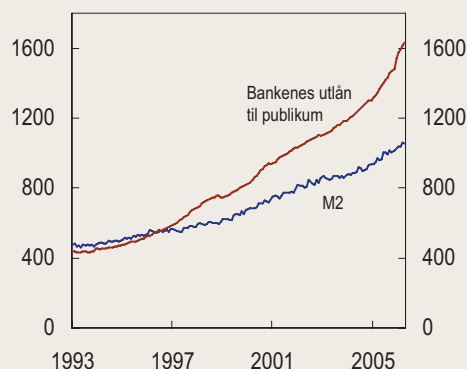
De siste årene er det oppstått et større avvik mellom trenden i pengemengdeveksten og trenden i prisveksten, se figur 1.⁴ Samvariasjonen mellom disse størrelsene i Norge gir ikke noe klart bilde av årsakssammenhengen mellom dem.⁵ Implikasjonen av det store avviket er derfor ikke opplagt. Det kan

Figur 1 Konsumpriser (KPI) og pengemengde (M2). Beregnet trendvekst. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 61 – 1. kv. 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Pengemengden (M2) og bankenes utlån til publikum. Milliarder kroner. Månedstall. Jan. 93 – apr. 06



Kilde: Norges Bank

på den ene siden ikke utelukkes at den lave inflasjonen de siste årene gradvis vil trekke veksten i pengemengden ned. Den høye veksten i pengemengden kan imidlertid også indikere at etterspørselsveksten i økonomien er sterk og at inflasjonen etter hvert vil tilta.

Referanser

Bårdsen, G., Ø. Eitrheim, E. S. Jansen og R. Nymoen (2005) "The Econometrics of Macroeconomic Modelling", Oxford University Press.

Bruggeman, A., G. Camba-Mendez, B. Fischer og J. Sousa (2005) "Structural filters for monetary analysis: The inflationary movements of money in the euro area", Working Paper 470, Den europeiske sentralbanken, se www.ecb.int.

Eitrheim, Ø. (1998) "The demand for broad money in Norway, 1969 – 1993", *Empirical Economics*, 23, 339-354.

Pill, H. (2006) "Communication, money and monetary policy", presentasjon holdt på konferansen "Evaluating monetary policy" i Norges Bank 30. mars 2006, se www.norges-bank.no

¹ Mer presist kan en økonomisk tidsserie splittes i tre komponenter, (i) lavfrekvente, langsiktige bevegelser, (ii) bevegelser som følger konjunktorene og (iii) kortsiktig støy. Det er de lavfrekvente bevegelsene som uttrykker den langsiktige trenden i serien. Pill (2006) viste anvendelser av metoden i en presentasjon holdt på konferansen "Evaluating monetary policy" i Norges Bank 30. mars 2006. For nærmere beskrivelse av metoden, se for eksempel Bruggeman, Camba-Mendez, Fischer og Sousa (2005).

² Se Pill (2006).

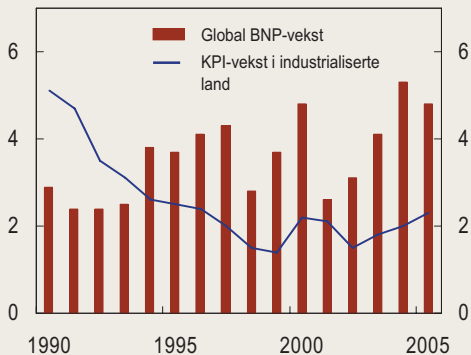
³ Korrelasjonen mellom prisveksten og pengemengdeveksten er antakelig sterkest når inflasjonen enten stiger eller faller mye, som på 1970- og 80-tallet. Likevel er det rimelig å tro at det må være en sammenheng mellom trenden i prisveksten og trenden i pengemengdeveksten også når inflasjonen over tid holder seg lav og stabil.

⁴ I følge kvantitetsteorien reflekterer avviket mellom pengemengdeveksten og prisveksten veksten i økonomien og endringer i pengenes omløpshastighet.

⁵ Se Eitrheim (1998) for en empirisk analyse av disse årsakssammenhengene på norske data og kapittel 8 i boken *The econometrics of macroeconomic modelling* av Bårdsen, Eitrheim, Jansen og Nymoen (2005) for mer utdypende analyser av sammenhengen mellom pengemengdevekst og inflasjon både med utgangspunkt i norske data og data for euroområdet.

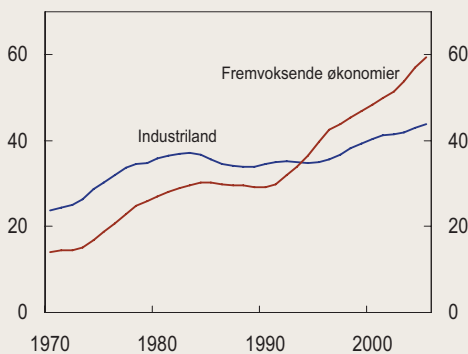
2 | Internasjonale rammebetingelser

Figur 2.1 Globalt BNP¹⁾ og konsumpriser i industrialiserte land. Årsvekst. Prosent. 1990 – 2005



¹⁾ Vekstrater beregnet med BNP-vekter etter kjøpekraftsparitet
Kilde: IMF

Figur 2.2 Internasjonal handel¹⁾ som andel av BNP. 5-års glidende gjennomsnitt. Årstall. 1970 – 2005



¹⁾ Summen av import og eksport
Kilde: IMF

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

	2006	2007	2008	2009
USA	3¼	2¾	3	3
Japan	3	2	1½	1¼
Tyskland	1¾	1½	1½	1½
Frankrike	2	2	2	2
Storbritannia	2¼	2½	2½	2½
Sverige	3¾	2¾	2½	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	3	2½	2½	2½
Euroområdet ²⁾	2	2	2	2
Kina ³⁾	10	9	9	8

¹⁾ Eksportvekter

²⁾ Vekter fra Eurostat

³⁾ Anslag fra Consensus Forecasts

Kilder: Consensus Forecasts og Norges Bank

Den økonomiske utviklingen

Den globale veksten har vært høy de siste årene. Samtidig har veksten i konsumprisene i industrialiserte land vært lav, se figur 2.1. Økt globalisering med høy vekst i internasjonal handel og sterkere konkurranse har trolig bidratt til å holde konsumprisveksten nede, se figur 2.2. For enkelte varer har høy produktivitetsvekst gitt prisfall eller svært lav prisvekst. Økt troverdighet i pengepolitikken har også bidratt til at inflasjonen har holdt seg lav.

I USA og Kina har veksten vært høy lenge. I fjor tiltok veksten i Japan og i år ligger det til rette for en oppgang i veksten også i euroområdet. Siden forrige inflasjonsrapport har imidlertid utsikter til økt inflasjonspress bidratt til at forventede styringsrenter og langsiktige renter har økt. Samtidig har volatiliteten i finans- og råvaremarkedene økt noe, og det har i det siste vært et bredt fall i aksjekursene. Dette kan tyde på at aktørene i aksjemarkedet er blitt noe mer usikre på utviklingen fremover og er blitt mindre villige til å ta risiko. Det kan også være en reaksjon på den sterke økningen i aksjekursene tidligere i år, særlig i fremvoksende økonomier. Så langt viser imidlertid løpende statistikk for de fleste land få tegn på avmatning i realøkonomien. Vår vurdering er at veksten internasjonalt vil avta noe fra i år til neste år, men at veksten, i tråd med tidligere anslag, fortsatt vil være god.

Gode vekstutsikter

Oppgangen de siste årene ble hjulpet i gang av ekspansiv økonomisk politikk i mange land. Senere har finanspolitikken blitt strammet noe til, og styringsrentene er økt. Fremover ventes en nøytral finanspolitikk, men fortsatte renteøkninger.

BNP-veksten hos Norges handelspartnere ser ut til å bli høy i år og holde seg godt oppe de neste årene, se tabell 2.1. Vi har tidligere antatt at forskjellene i veksttakten mellom de store OECD-landene vil avta. Utviklingen siden forrige inflasjonsrapport har gått i denne retningen. Dette vil være positivt i lys av de store ubalansene i verdensøkonomien. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport er BNP-veksten hos våre handelspartnere oppjustert litt i 2006, hovedsakelig som følge av at utviklingen i første kvartal ble noe sterkere enn vi anslo.

Veksten i USA har vært sterk de siste årene. Privat konsum har vært en hovedfaktor bak oppgangen, og raskt stigende boligpriser har bidratt til konsumveksten. Det har vært ventet at boligmarkedet etter hvert ville svekkes. Avtakende boligprisvekst og lavere antall igangsatte boliger er klare tegn på at dette nå skjer. Vi legger til grunn at boliginveste-

ringene vil falle fremover og at veksten i konsumet dempes. God lønnsomhet i næringslivet vil imidlertid trolig bidra til økte investeringer og vekst i sysselsettingen, slik at den samlede veksten ikke avtar mye.

I euroområdet har veksten tatt seg opp, se figur 2.3, og ser ut til å være bredt basert. Tillitsindikatorer for industrien er nå høyere enn på lenge, se figur 2.4, og lønnsomheten i næringslivet er god. Vi venter derfor fortsatt vekst i investeringene og økt sysselsetting. Husholdningenes tillit til den økonomiske utviklingen er bedret. Dette tilsier at konsumet vil øke ytterligere fremover. Veksten er imidlertid trolig fortsatt sårbar for en videre styrking av euroen.

I Storbritannia har veksten på ny tatt seg opp, og det er tegn til at industriproduksjonen øker. Samtidig er det fortsatt vekst i tjenestesektoren. Veksten i sysselsettingen er imidlertid lav, og arbeidsledigheten har økt. Til tross for ny oppgang i boligprisene, antar vi at veksten i konsumet blir moderat. God vekst i eksportmarkedene, økte investeringer og fortsatt vekst i konsumet vil bidra til at veksten holdes oppe fremover.

Veksten i Sverige har tatt seg markert opp i år. Sterk vekst hos landets handelspartnere, god lønnsomhet i bedriftene, ekspansiv finanspolitikk og lave renter bidrar til oppgangen. Vi legger til grunn at veksten vil avta mot trendveksten de neste årene.

Den kinesiske økonomien vokser fortsatt svært raskt. Veksten i investeringene er den viktigste drivkraften, men privat konsum øker også kraftig. Vi venter at den sterke veksten vil vare ved.

I Japan tyder fortsatt god lønnsomhet i næringslivet og bedring i arbeidsmarkedet på at den brede oppgangen vil fortsette. Vi antar likevel at veksten gradvis avtar mot økonomiens langsiktige vekstevne.

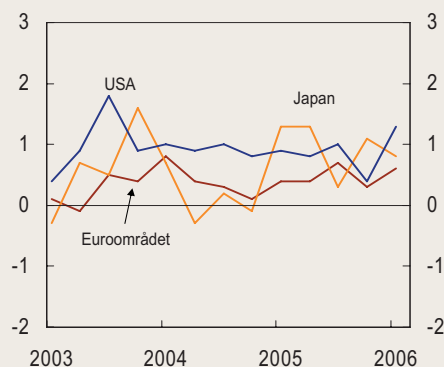
God vekst de siste årene har ført til at kapasitetsutnyttningen nå er omtrent normal i USA og Japan. I Storbritannia har den svake veksten i fjor dempet presset i økonomien, og det er trolig litt ledig kapasitet. I Sverige er det fortsatt noen ledige ressurser. I euroområdet anslår vi at kapasitetsutnyttningen vil være lavere enn normalt også noen år fremover.

Sterkere inflasjonsimpulser, men fortsatt moderat inflasjon

Inflasjonen er fortsatt moderat hos handelspartnerne, selv om høye energi- og råvarepriser har brakt den noe opp.

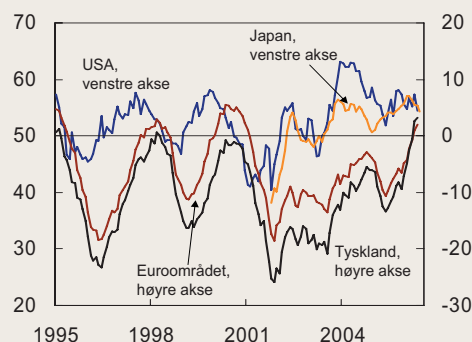
Prisene på energi og råvarer har økt betydelig i flere år, og siden årsskiftet har råvareprisene målt i amerikanske dollar steget med ytterligere 14 prosent, se figur 2.5. Mens økningen i energi- og råvarepriser hittil har hatt liten effekt på

Figur 2.3 BNP vekst i USA, euroområdet og Japan. Sesongjustert volumvekst fra kvartalet før. Prosent. 1. kv. 03 – 1. kv. 06



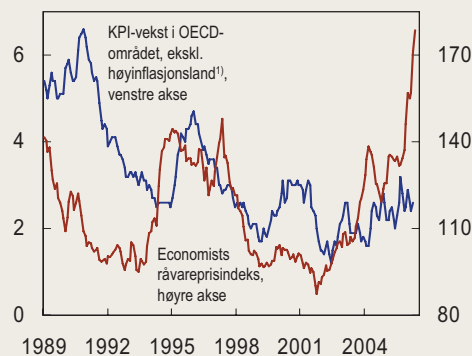
Kilder: EcoWin og Norges Bank

Figur 2.4 Tillitsindikatorer for industrien. Sesongjusterte diffusjonsindekser. Månedstall. Jan. 95 – mai 06



Kilde: EcoWin

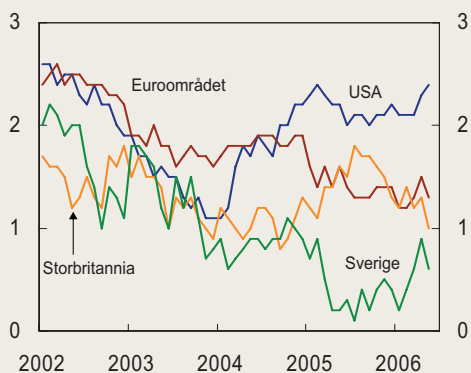
Figur 2.5 Råvarepriser og inflasjon. Råvareprisindeks 2000 = 100. KPI-vekst i prosent siste 12 mnd. Månedstall. Jan. 89 – mai 06



¹⁾ Ekskluderte land er Tyrkia, Tsjekkia, Ungarn og Sør-Korea

Kilder: EcoWin, OECD og Norges Bank

Figur 2.6 Kjerneinflasjon.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – apr. 06



¹⁾ USA: KPI uten mat og energi. Euroområdet, Storbritannia og Sverige: KPI uten mat, energi, alkohol og tobakk

Kilder: EcoWin og Norges Bank

kjerneinflasjonen, se figur 2.6, har gjennomslaget vært større i konsumprisene, særlig i 2004 og 2005. Veksten i konsumprisene over det siste året har økt noe de siste månedene, blant annet fordi prisene på olje og andre råvarer har steget på ny. Veksten i produsentprisene har tatt seg opp. Deler av økningen skyldes at energivarer og andre råvarer inngår direkte i produsentprisindekser. I tillegg kan økningen i prisen på disse varene ha gitt økte priser på andre produkter, særlig der råvarer og energi er viktige innsatsfaktorer.

Da råvareprisene begynte å stige, var det mye ledig kapasitet i verdensøkonomien. Høy arbeidsledighet kan ha dempet krav om lønnskompensasjon for økte priser på energi. Bedriftene i mange land har hatt svært god inntjening. Det kan samtidig ha begrenset bedriftenes behov for å la økte energikostnader slå ut i produktprisene. Økt konkurranse og globalisering kan også ha gjort bedriftene tilbakeholdne med å velte kostnadsøkningen over i prisene og arbeidstakerne forsiktige med å fremme lønnskrav.

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

	2006	2007	2008	2009
USA	3½	2½	2½	2½
Japan	¾	1	1¼	1¼
Tyskland	2	2½	1¾	1¾
Frankrike	2	1¾	2	2
Storbritannia	2¼	2	2	2
Sverige	1½	2¼	2¼	2
Norges handelspartnere ¹⁾	2¼	2¼	2¼	2
Euroområdet ²⁾	2¼	2¼	2	2
Kina ³⁾	2	2½	3	3

¹⁾ Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

²⁾ HKPI. Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

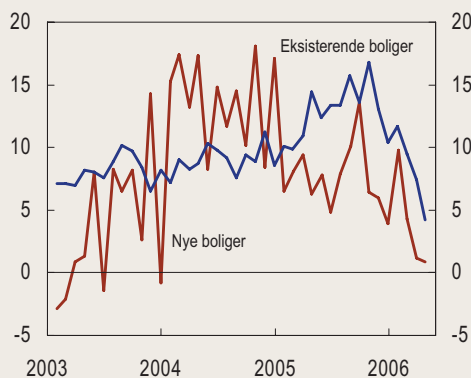
³⁾ Anslag fra Consensus Forecasts

Kilder: Consensus Forecasts og Norges Bank

Når de ledige ressursene etter hvert tas i bruk og presset i økonomiene øker, kan lønnsveksten tilta. Uten økninger i prisene, kan bedriftenes marginer bli redusert. Oppgangen i prisene på olje og andre råvarer kan i større grad enn vi hittil har sett, slå over i andre priser. Den siste utviklingen i inflasjonen enkelte steder kan tyde på at det er i ferd med å skje. Økningen i energi- og råvareprisene siden siste inflasjonsrapport tilsier at prisveksten hos våre handelspartnere kan bli om lag ¼ prosentenheter høyere i år og til neste år enn vi anslo i forrige rapport.

Vi legger likevel til grunn at ledig kapasitet i en del land og tilstramminger i pengepolitikken vil bidra til at inflasjonen forblir moderat, se tabell 2.2. Prisene i terminmarkedet indikerer forholdsvis stabil oljepris fremover. Der høyere energipriser har slått over i konsumprisene, antar vi at konsumprisveksten nokså fort vil avta igjen. Dette vil kunne endres dersom energiprisene skulle øke ytterligere.

Figur 2.7 Boligpriser i USA. Medianpris i USD. Tolv månedersvekst. Jan. 03 – apr. 06



Kilder: EcoWin og Norges Bank

Viktige usikkerhetsmomenter består

Energi- og råvareprisene har holdt seg høye lenge. Så langt kan prisoppgangen på råvarene ha blitt oppfattet som midlertidig. Anses oppgangen nå som mer varig, kan overveltningen av økte kostnader til andre priser bli større enn antatt. Skulle inflasjonsanslagene fremover bli oppjustert, vil trolig rentene stige mer enn det nå er utsikter til. Det vil i så fall dempe veksten hos handelspartnerne. Dempede vekstutsikter kan også gi ytterligere fall i aksjekursene. Dette vil kunne forsterke den negative virkningen på konsum og investeringer.

Det er fortsatt ubalanser i amerikansk økonomi, med store underskudd i utenriksøkonomien og offentlige budsjetter og lav sparing i husholdningene. Det er tegn til avtakende vekst i boligprisene, se figur 2.7, og lavere aktivitet i boligmar-

kedet, noe som gradvis kan føre til økt sparing i husholdningene. Det har også vært en viss svekkelse av dollaren siden siste inflasjonsrapport, uten at det har skapt større problemer for andre land. Blir korreksjonene i spareadferden eller dollarkursen tilstrekkelig brå og sterke, kan veksten svekkes vesentlig. Et kraftig tilbakeslag i USA vil få negative konsekvenser for resten av verdensøkonomien. De eksportdrevne økonomiene i Asia vil være særlig utsatt. Også enkelte euroland har store eksportsektorer som vil bli negativt påvirket.

Det høye investeringsnivået i Kina kan ha ført til investeringer som i ettertid vil vise seg å være ulønnsomme. Dette vil i så fall kunne føre til et brått fall i investeringene og dempe den økonomiske veksten. Får vi et raskt omslag i Kina, vil andre land trolig merke dette først og fremst i form av svekkede eksportmuligheter og svakere råvaremarkeder og fraktmarkeder. En slik utvikling vil kunne slå negativt ut for norsk økonomi.

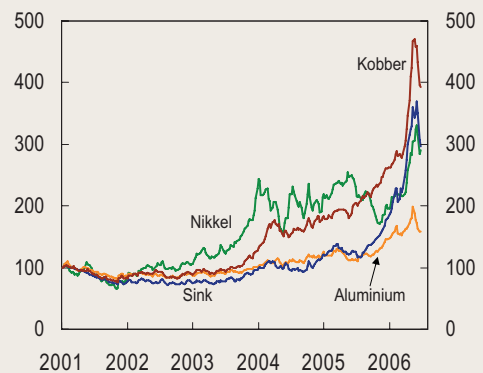
På den andre siden er inntjeningen i bedriftene svært god i mange land, og investeringene kan øke raskere enn vi har lagt til grunn. I Europa er det også muligheter for at økende sysselsetting og tegn til større optimisme kan gi en raskere vekst i konsumet enn antatt.

Råvaremarkedene

Oppgangen internasjonalt har bidratt til at råvareprisene har økt sterkt. Prisveksten har vært særlig høy for metaller, se figur 2.8 og 2.9. Siden nyttår har prisene på kobber og sink steget med 50 og 60 prosent. På tross av at prisene har falt i det siste, er de fortsatt svært høye. Sterk økonomisk vekst og økt etterspørsel etter metaller i Kina er en viktig årsak til at prisene er høye. Noe av oppgangen kan også skyldes prisvekst på viktige innsatsfaktorer som energi og andre råvarer. Finansielle aktørers deltaking i råvaremarkedene har trolig bidratt både til oppgangen i vår og fallet i prisene den siste tiden. Prisene på metaller som skal leveres noe fram i tid, har også økt siden forrige inflasjonsrapport. Prisene i terminmarkedet synes i stor grad å følge utviklingen i spotprisen.

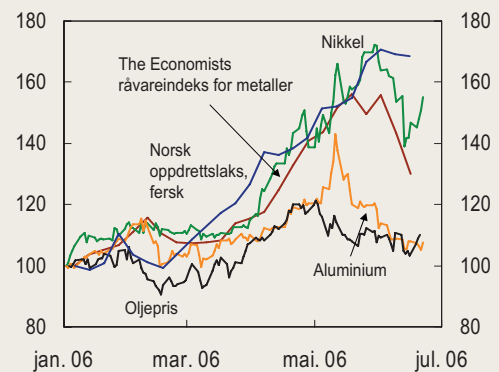
For norske eksportører har effekten av den sterke veksten i metallprisene blitt dempet av fallet i dollarkursen. Figur 2.10 viser utviklingen i en prisindeks for ikke-jernholdige metaller målt i amerikanske dollar og norske kroner. Vektene i indeksen gjenspeiler sammensetningen av norsk eksport. Mens prisene på disse varene har doblet seg siden 2001 målt i amerikanske dollar, er veksten om lag halvparten så stor når vi måler i norske kroner. De høye prisene har likevel bidratt til at Norge har fått en bedring i bytteforholdet mot utlandet de siste årene, også for varer utenom olje og gass.

Figur 2.8 Metallpriser for umiddelbar levering i USD. Indekser, uke 1 i 2001 = 100. Ukestall. Uke 1 2001 – uke 25 2006



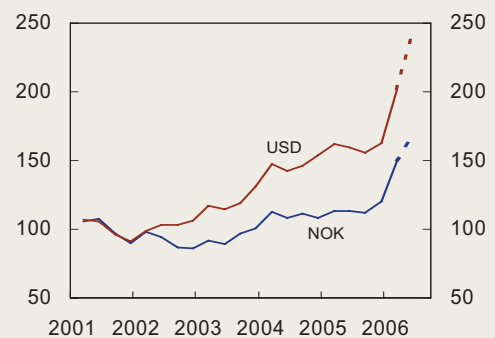
Kilder: EcoWin og Norges Bank

Figur 2.9 Råvarepriser i USD. Indekser, 2. jan. 06 = 100. Dagstall og ukestall. 2. jan. 06 – 22. jun. 06



Kilder: EcoWin og Norges Bank

Figur 2.10 Prisindeks¹⁾ for eksport av ikke-jernholdige metaller²⁾ fra Norge i USD og NOK. 2001 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 2. kv. 06³⁾



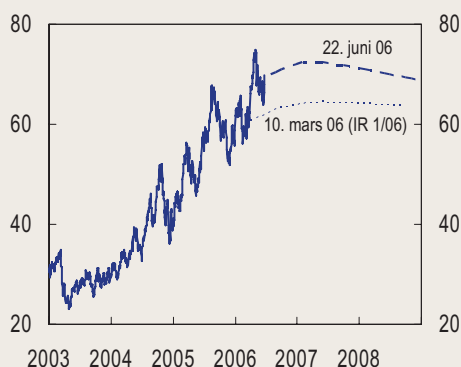
¹⁾ Norges Banks beregninger basert på verdensmarkedspriser

²⁾ Aluminium, nikkel, kobber og sink

³⁾ Anslag for 2. kvartal 2006 på bakgrunn av tall tom. 22. juni

Kilder: EcoWin, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.11 Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. Dagstall. 2. jan. 03 – 22. jun. 06. Terminpriser fra 10. mar. og 22. jun. 06. Månedstall. Apr. 06 – des. 08



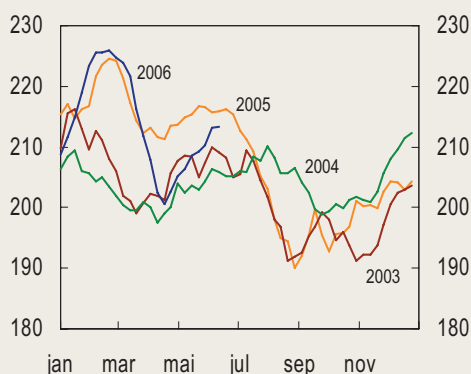
Kilder: EcoWin, Reuters og Norges Bank

Oljemarkedet

I løpet av de siste to årene er oljeprisen doblet målt i amerikanske dollar. Bred og sterk global vekst har ført til høy vekst i etterspørselen etter olje. Produksjonskapasiteten har ikke vokst i takt med etterspørselen. Med lite ledig produksjonskapasitet kan selv mindre forstyrrelser i tilbud eller etterspørsel gi forholdsvis store utslag i prisene.

Økningen i oljeprisen de siste månedene skyldes først og fremst forhold på tilbudssiden. Forstyrrelser i produksjonen i blant annet USA, Russland, Nigeria og Irak har bidratt til at oljeprisen nå ligger rundt 70 dollar per fat. Den spente situasjonen rundt Irans atomprogram har hatt forholdsvis stor innvirkning på oljeprisen. Det er utsikter til at veksten internasjonalt vil holde seg oppe. Dette vil kunne bidra til at oljeprisen blir værende på et høyt nivå. Prisene i terminmarkedet indikerer en oljepris på over 70 dollar per fat de nærmeste årene, se figur 2.11.

Figur 2.12 Amerikanske bensinlagre. Millioner fat. Ukestall. Uke 1 2003 – uke 24 2006

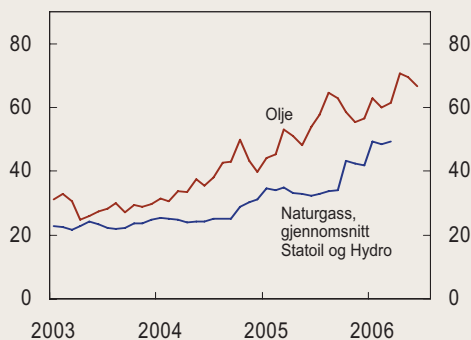


Kilde: Energy Information Administration (EIA)

Forholdene i det amerikanske bensinmarkedet påvirker i stor grad verdensmarkedsprisen på bensin. Bensinlagrene falt raskt gjennom våren, og de er fortsatt lavere enn på samme tid i fjor, se figur 2.12. I løpet av året innføres nye og strengere miljøkrav for drivstoff i USA og det er frykt for at orkaner også i år kan ramme amerikanske raffinerier. Disse forholdene har bidratt til at bensinprisene internasjonalt nå er svært høye, også i forhold til råoljeprisen.

Høy oljepris over lengre tid vil kunne svekke etterspørselen. Forbrukerne kan øke innsatsen for å redusere oljeforbruket, både ved energieffektivisering og ved å bytte til andre energikilder. Det internasjonale energibyrået (IEA) har de siste månedene nedjustert anslaget for veksten i oljeetterspørselen i år. Årsaken er delvis at forbruket så langt i år har vært lavere enn ventet, blant annet på grunn av en forholdsvis varm vinter. IEA legger også til grunn at den høye oljeprisen i seg selv kan dempe etterspørselen. Reduksjon av prissubsidier på oljeprodukter i en del land kan bidra til å forsterke denne effekten.

Figur 2.13 Priser på råolje (Brent Blend) og norsk naturgasseksport. USD per fat oljækvivalent. Månedstall. Jan. 03 – jun. 06¹⁾



¹⁾ Tallet for oljeprisen i juni er gjennomsnittet tom. 22. juni

Kilder: Reuters, Statoil, Hydro og Norges Bank

Eksportprisen på norsk naturgass følger i stor grad utviklingen i oljeprisen med et tidsetterslep. Siden i fjor høst har prisen på norsk gasseksport steget betydelig ifølge kvartalsrapportene til Statoil og Hydro, se figur 2.13. De nærmeste årene vil naturgass utgjøre en stadig større andel av den samlede petroleumproduksjonen på norsk sokkel.

Utviklingen i finansmarkedene

Økt usikkerhet i rentemarkedene

Siden forrige inflasjonsrapport er styringsrentene satt opp med 0,5 prosentenheter i USA, Canada og Sveits og med 0,25 prosentenheter i euroområdet, Sverige og Australia. Forventningene til styringsrentene på kort sikt har økt i de fleste land, se figur 2.14. Både gode vekstutsikter og muligheter for økt inflasjon har bidratt til oppgangen. I USA forventes sentralbanken å sette opp renten med 0,5 prosentenheter i løpet av sommeren. Deretter ser markedsaktørene det som mest sannsynlig at renten holdes uendret. Styringsrenten i euroområdet og Sverige ventes å øke med henholdsvis 0,75 og 1,0 prosentenheter i løpet av de neste tolv månedene. Markedsaktørene venter at styringsrenten i Storbritannia blir satt opp med 0,5 prosentenheter det neste året og at sentralbanken i Japan vil forlate nullrente-politikken i løpet av sommeren og heve renten med til sammen 0,75 prosentenheter det neste året.

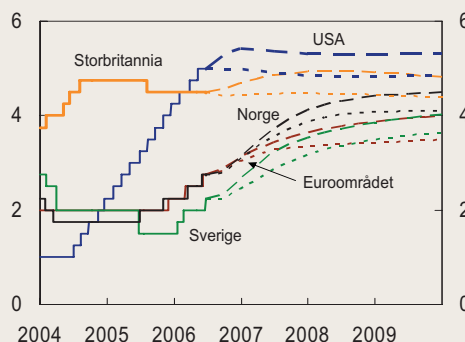
I Norge ble styringsrenten hevet med 0,25 prosentenheter både 16. mars og 31. mai, og er nå 2,75 prosent. Forventningene til fremtidige styringsrenter har økt litt mindre i Norge enn hos våre handelspartnere. Markedsaktørene venter at styringsrenten vil øke med 1,0 prosentenheter det neste året. Ved utgangen av 2009 ventes det at styringsrenten vil være lavere i Norge enn i USA og Storbritannia, men høyere enn i euroområdet og Sverige.

Norske langsiktige renter har stort sett fulgt bevegelsene i rentene internasjonalt. De langsiktige rentene i USA, euroområdet og Storbritannia har økt siden forrige inflasjonsrapport. I begynnelsen av mai ble imidlertid oppgangen avbrutt, se figur 2.15. Muligheten for høyere inflasjon og styringsrenter førte da til økt usikkerhet rundt fremtidige vekstutsikter, og de langsiktige rentene falt noe tilbake. Økt bekymring for vekstutsiktene har samtidig medført et betydelig fall i aksje- og råvaremarkedene. Fallet har vært særlig stort i fremvoksende økonomier. Uroen i aksje- og råvaremarkedene har igjen økt interessen for sikre investeringsobjekter som statsobligasjoner.

Det kan være flere forhold som har bidratt til at de langsiktige rentene har vært svært lave de siste årene. Tidligere har vi blant annet pekt på lave inflasjonsforventninger, høy etterspørsel etter langsiktige papirer samt god tilgang på kortsiktig likviditet som følge av lave styringsrenter. Bidragene fra disse forholdene ser ut til å ha blitt noe redusert siden forrige inflasjonsrapport.

De langsiktige rentene i de fleste industrialiserte land er imidlertid fortsatt relativt lave, se figur 2.16. I euroområdet og i Japan har dette trolig sammenheng med at den potensielle veksten er mindre enn i USA. Flere faktorer kan bidra til å holde de langsiktige rentene nede også i tiden frem-

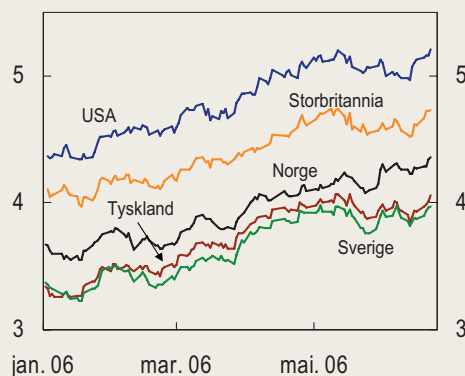
Figur 2.14 Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventede styringsrenter per 10. mars og 22. juni 06.¹⁾ Dagstall og kvartalstall. 1. jan. 04 – 1. jan. 10



¹⁾ Stiplede kurver viser forventninger per 22. juni 2006. Prikkete kurver viser forventninger per 10. mars 2006. Forventningene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

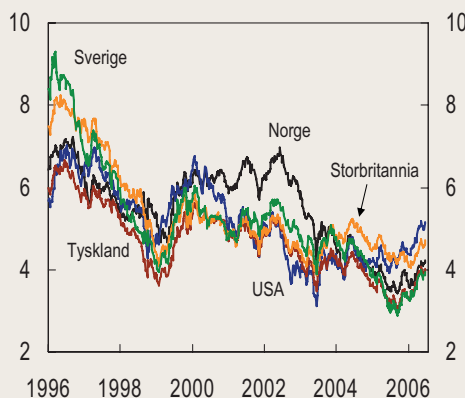
Kilder: Reuters og Norges Bank

Figur 2.15 10-års rente i ulike land. Prosent. Dagstall. 2. jan. 06 – 22. jun. 06



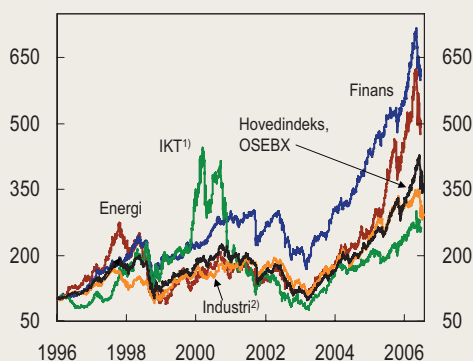
Kilde: Bloomberg

Figur 2.16 10-års rente i ulike land. Prosent. Uketall. Uke 1 1996 – uke 25 2006



Kilde: Bloomberg

Figur 2.17 Utviklingen i delindekser ved Oslo Børs. 2. jan. 96 = 100. Dagstall. 2. jan. 96 – 22. jun. 06



¹⁾ Gjennomsnitt av indeksene for IT og telekom

²⁾ Gjennomsnitt av indeksene for industri og materialer

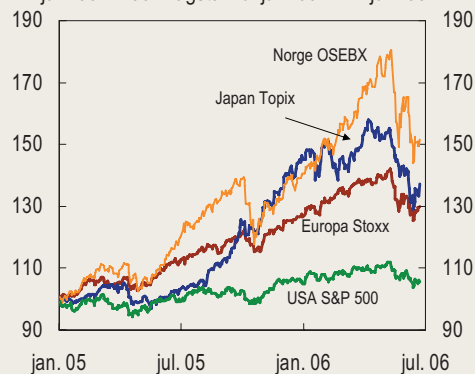
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

over. Den underliggende inflasjonen er fortsatt lav mange steder, og flere land har uløste strukturproblemer som holder det langsiktige vekstpotensialet nede. Lavkostland har tatt større markedsandeler og bidrar til å holde prisimpulsene fra internasjonalt handlede varer nede. Sammen med høy sparing i flere land kan det også fortsatt bidra til lave langsiktige renter.

Store svingninger i aksjemarkedene

Aksjekursene i Norge og internasjonalt har gjennomgående steget siden 2003. Fram til midten av mai steg hovedindeksen på Oslo Børs til nye toppnoteringer, se figur 2.17. Selskapenes resultater var bedre enn ventet, og høy oljepris bidro til økte forventninger til fremtidig inntjening. Også internasjonalt bidro bedre selskapsresultater enn ventet til stigning i aksjekursene. Morgan Stanleys globale aksjeindeks nådde i løpet av mai høyere nivåer enn forrige rekordnotering rett før nedgangen begynte i 1999-2000.

Figur 2.18 Utviklingen i internasjonale aksjeindekser. 1. jan. 05 = 100. Dagstall. 3. jan. 05 – 22. jun. 06



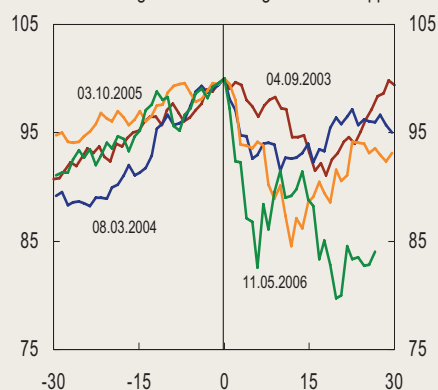
Kilder: EcoWin og Norges Bank

I midten av mai og i juni falt imidlertid aksjekursene kraftig, se figur 2.18. Kursfallet var særlig markert i fremvoksende økonomier og på Oslo Børs. Nedgangen i andre internasjonale aksjemarkeder var noe mindre. Økte inflasjonsforventninger og forventninger om høyere renter bidro til korreksjonen, og utviklingen i råvareprisene medførte at aksjekursfallet ble særlig markert på Oslo Børs, se figur 2.19. De siste ukene har aksjekursene svingt forholdsvis mye. Det er usikkert om nedgangen bare er en kortvarig korreksjon, eller om det er begynnelsen på en mer langvarig nedgangsperiode. Siden forrige inflasjonsrapport har Oslo Børs falt med om lag 2½ prosent. I USA og Europa har aksjemarkedet falt med henholdsvis 3 og 5½ prosent.

Utviklingen i kronekursen

Norske kroner styrket seg gjennom store deler av 2004 og 2005. Mot slutten av fjoråret og i begynnelsen av 2006 svekket kronen seg midlertidig, men de siste månedene har kronen igjen styrket seg, se figur 2.20. Siden forrige inflasjonsrapport har kronekursen målt ved den importveide indeksen I-44 styrket seg med 1,2 prosent. Aktører i valutamarkedet peker blant annet på at gode utsikter for norsk økonomi har bidratt til denne utviklingen. Realvalutakursen har også styrket seg. Målt ved relative lønnskostnader i felles valuta, kan den reelle valutakursen anslås å bli om lag 8,9 prosent sterkere i år enn gjennomsnittet fra 1970-2005, se figur 2.21. Målt ved relative konsumpriser i felles valuta kan realvalutakursen bli om lag 8,7 prosent sterkere. Disse anslagene bygger på kursutviklingen så langt i år og anslagene for valutakurs, pris- og lønnsvekst i denne rapporten.

Figur 2.19 Perioder med store fall i hovedindeksen på Oslo Børs 2003-2006. Toppunkt i perioden (dato ved kurve) = 100. Utviklingen 30 handledager før/etter topp



Kilder: Ecwin og Norges Bank

Siden midten av mars har markedsaktørenes forventninger til fremtidige renter for våre handelspartnere økt noe mer enn forventningene til norske renter. Isolert sett skulle dette

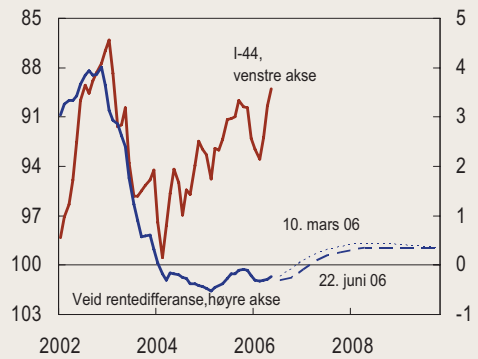
tils en viss svekkelse av kronekursen. Andre faktorer enn renten har derfor vært viktige for utviklingen i kronekursen den siste tiden.

Ifølge valutahandelsstatistikken er utenlandske aktører nå dominerende i kronemarkedet. Figur 2.22 viser at det er relativt godt samsvar mellom utviklingen i kronekursen og utenlandske bankers nettokjøp av kroner. Markedsaktører påpeker at hedgefond og modellbaserte fond har kjøpt kroner, men at disse posisjonene er redusert mot slutten av perioden. Riksbanken har offentliggjort at de av hensyn til diversifisering har økt sin andel av norske kroner i valuta-reservene fra 0 til 10 prosent.

Svekkelse av amerikanske dollar er en av faktorene som har bidratt til at norske kroner har styrket seg. Utsikter til at perioden med rentehevinger nærmer seg slutten i USA, kombinert med forventninger om at rentene skal opp i flere andre land, har gjort det mindre attraktivt å investere i amerikanske dollar. I tillegg har aktørene i valutamar-kedet blitt mer opptatt av det betydelige underskuddet på den amerikanske driftsbalansen. På denne bakgrunn har de solgt amerikanske dollar og kjøpt andre valutaer, deriblant norske kroner. Mot slutten av perioden har imidlertid denne utviklingen blitt noe reversert.

Styrkingen av kronen siden forrige inflasjonsrapport har falt sammen med en relativt kraftig økning i oljeprisen. Historisk har oljeprisen i enkelte perioder påvirket kronekursen mens det i andre perioder ikke har vært noen klar sammenheng. Den sterke økningen i oljeprisen har imidlertid ført til at aktørene i valutamar-kedet nå ser ut til å legge større vekt på utviklingen i oljeprisen. Utsikter til at oljeprisen vil holde seg høy også fremover, slik det kommer til uttrykk i terminprisene, bidrar trolig også til at markedsaktører kjøper norske kroner. De venter at den høye oljeprisen vil gi økt bruk av oljeinntekter i norsk økonomi, fortsatt sterk vekst i investeringene i petroleumsnæringen og høy utenlandsk eierandel på Oslo Børs. Den siste tiden har imidlertid økningen i risikoaversjon blant markedsaktørene bidratt til salg av kroner, og kronekursen har svekket seg noe.

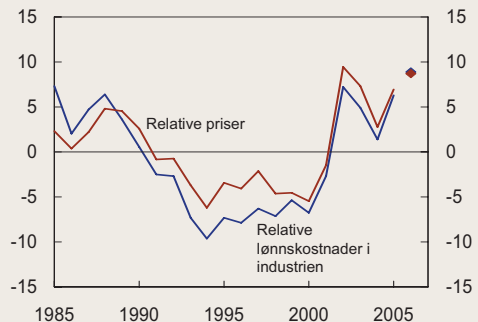
Figur 2.20 Tre måneders rentedifferanse og importveid valutakurs (I-44).¹⁾ Månedstall. Jan. 02 – des. 09



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

Kilder: Reuters og Norges Bank

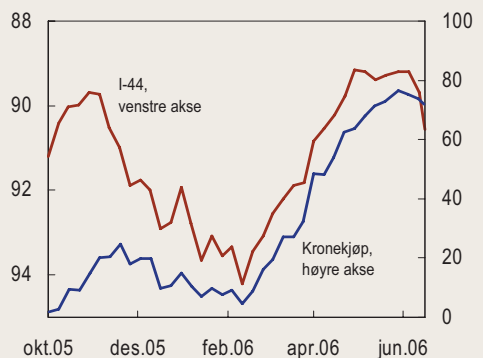
Figur 2.21 Realvalutakurser (relative konsumpriser og lønnskostnader i felles valuta). Avvik fra gjennomsnittet 1970 – 2005. Årstall. Prosent. 1985 – 2006¹⁾



¹⁾ Gjennomsnittlig nominell valutakurs (KKI), konsumprisveksten og lønnsveksten for 2006 er basert på anslagene i referansebanen i IR 2/06

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 2.22 Utenlandske bankers netto akkumulerte kronekjøp (milliarder) og importveid valutakurs (I-44).¹⁾ Ukestall. Uke 40 2005 – uke 25 2006



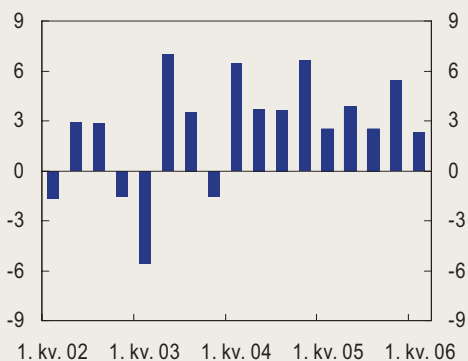
¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

Kilde: Norges Bank

3 | Nærmere om utviklingen i norsk økonomi

Figur 3.1 BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert, annualisert kvartalsvekst. Prosent.

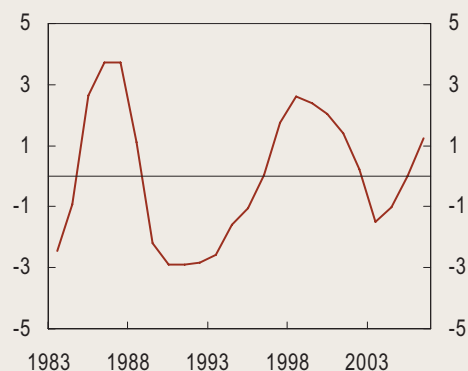
1. kv. 02 – 1. kv. 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Anslag på produksjonsgapet. Prosent.

Årstall. 1983 – 2006

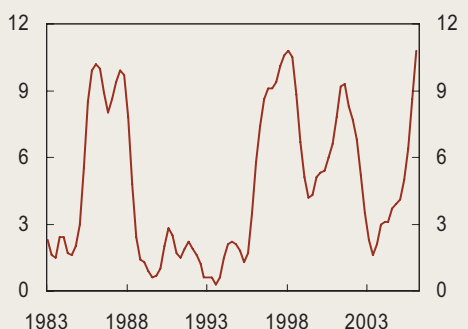


Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Konjunkturbarometer for industrien.

Knapphet på arbeidskraft i industrien.¹⁾ Glattet.

Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 83 – 1. kv. 06



¹⁾ Andelen bedrifter som svarer at knapphet på arbeidskraft er en begrensende faktor for produksjonen

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Den økonomiske situasjonen

Etterspørsel, produksjon og kapasitetsutnyttning

Veksten i norsk økonomi har vært høy siden sommeren 2003. Reduksjonen i Norges Banks styringsrente gjennom 2003 og inn i 2004 ga lave renter. Det lave rentenivået har bidratt til at husholdningenes etterspørsel har økt forholdsvis sterkt i hele oppgangsperioden. Samtidig har god vekst i andre land gitt økt etterspørsel og høye priser for mange norske eksportvarer. Investeringene i petroleumssektoren har steget kraftig. Det har ført til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra bedrifter i Fastlands-Norge. Etter hvert har også realinvesteringene i resten av næringslivet steget.

Fastlandsøkonomien har så langt i konjunkturoppgangen i gjennomsnitt vokst med nær 4 prosent fra kvartal til kvartal, målt i årlig rate, se figur 3.1. I denne perioden har produksjonen økt raskere enn produksjonspotensialet. Anslagene i denne rapporten er basert på at BNP for Fastlands-Norge var noe høyere enn sitt potensielle nivå i 2. kvartal i år. Den ledige kapasiteten er tatt i bruk, og produksjonsgapet er blitt positivt, se figur 3.2. Veksttaket i år synes å bli noe høyere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport.

Produksjonsgapet gir uttrykk for vår vurdering av den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien i forhold til et normalnivå. I vurderingen av størrelsen på produksjonsgapet holdes tekniske beregninger basert på utviklingen i BNP for Fastlands-Norge, opp mot annen informasjon vi har om kapasitetsutnyttningen i økonomien.¹ Blant annet får vi informasjon om kapasitetsutnyttningen hos kontaktbedriftene i vårt regionale nettverk. I siste intervjurunde meldte 53 prosent av disse om kapasitetsproblemer. Denne andelen har økt og støtter opp om at produksjonsgapet er positivt.

Kapasitetsutnyttningen varierer mellom næringene. Fra det regionale nettverket rapporteres det om høy kapasitetsutnyttning i bygge- og anleggsbransjen og i industrien, særlig blant leverandører til oljeindustrien. Det er knapphet på ingeniører og prosjektledere. Også innen tjenesteyting rettet mot næringslivet melder mange av kontaktbedriftene om økende knapphet på kvalifisert arbeidskraft. Det er fortsatt ledig kapasitet i varehandelen og i tjenesteyting rettet mot husholdningene. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer melder en økende andel industriledere om kapasitetsskanker og mangel på kvalifisert arbeidskraft, se figur 3.3. Også Aetats bedriftsundersøkelse for 2006 viser at rekrutteringsproblemene har økt sammenliknet med i fjor, særlig innenfor eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting. Rekrutteringsproblemene er imidlertid fortsatt mindre enn de var i perioden 1998-2002 ifølge denne undersøkelsen.

¹ Se utdypingen "Norges Banks anslag på produksjonsgapet" i Inflasjonsrapport 2/2004 for en nærmere omtale av metoder for å anslå produksjonsgapet.

Utviklingen i arbeidsmarkedet tyder på at ressursutnyttningen er blitt om lag normal og at det er i ferd med å bli begrenset tilgang på ubenyttet arbeidskraft. Normalt vil flere personer melde seg på arbeidsmarkedet når etterspørselen etter arbeidskraft øker. Gjennom første del av konjunkturoppgangen vokste både arbeidsstyrken og sysselsettingen moderat, se figur 3.4. Sysselsettingen og arbeidsstyrken tok seg imidlertid markert opp inn i 2006 og er nå om lag på sine beregnede trendnivåer, se figur 3.5.

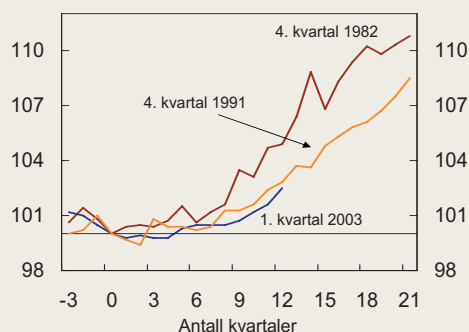
Gjennom første del av konjunkturoppgangen kom produksjonsveksten i stor grad gjennom en sterk økning i utførte timeverk. Dette gjenspeilte dels at den gjennomsnittlige arbeidstiden økte markert da sykefraværet falt i 2004. Økt aktivitet ga dermed ikke en vesentlig tilstrømning i arbeidsmarkedet. Gjennom 2005 var det trolig fortsatt ledige timeverksressurser i økonomien. Sykefraværet øker nå igjen. Selv om veksten i antall utførte timeverk også har avtatt, anslår vi at timeverkene er om lag på sitt trendnivå.

Økt arbeidsinnvandring etter EU-utvidelsen i 2004 bidro også til å øke produksjonspotensialet i økonomien. En vesentlig del av denne arbeidsinnvandringen skjer ved at utenlandske selskaper utfører oppdrag i Norge. Antallet utenlandske arbeidstakere fra de nye EU-landene ser fortsatt ut til å vokse sterkt, se figur 3.6, slik at ressurstilgangen øker, særlig innen bygge- og anleggsbransjen. Økt sykefravær og flere på trygd bidrar på den annen side til å trekke ned produksjonspotensialet i år.

Den økte kapasitetsutnyttningen kommer også til uttrykk ved at arbeidsledigheten har gått markert ned den siste tiden og nå er på et lavt nivå. Ved utgangen av mai var den registrerte ledigheten justert for sesongfaktorer 65 900 personer, eller 2,7 prosent av arbeidsstyrken, se figur 3.7. Dette er 0,8 prosentenheter lavere enn for ett år siden. Arbeidsledigheten har avtatt for alle yrkesgrupper. Nedgangen har vært sterkest innen industriarbeid, bygg og anlegg og ingeniør- og IKT-yrker. Tilgangen av nye arbeidssøkere har avtatt siden begynnelsen av 2003 og var ved utgangen av mai i år den laveste siden Aetat begynte disse registreringene i 1999. Arbeidsledigheten slik den måles i Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU), har også avtatt. Målt i prosent av arbeidsstyrken var den sesongjusterte ledigheten 4,0 prosent i tremånedersperioden februar - april, en sesongjustert nedgang på 0,3 prosentenheter fra tremånedersperioden før.

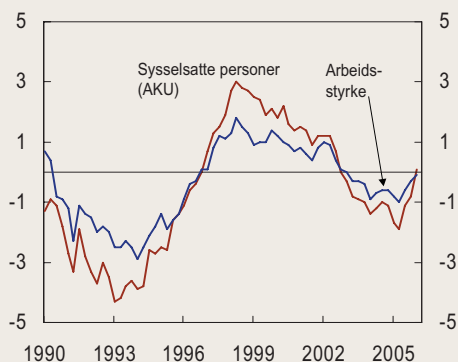
Veksten i reallønningene kan være en indikator på stramheten i arbeidsmarkedet og trekker så langt i retning av at arbeidsmarkedet er noe mindre stramt enn annen informasjon tilsier. Stabil reallønnsvekst, i tråd med utviklingen i produktiviteten, vil være et tegn på at arbeidsmarkedet er i balanse. Hvilket nivå på ledigheten som er forenlig med en slik balanse, er imidlertid usikkert og varierer trolig over

Figur 3.4 Sysselsatte personer (KNR). Utvikling etter starten på en konjunkturoppgang. Indeks, kvartal 0 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

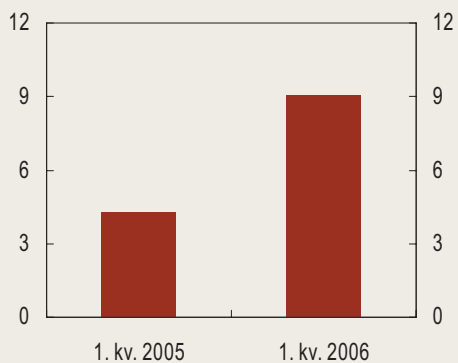
Figur 3.5 Sysselsetting og arbeidsstyrke. Prosentvis avvik fra trend.¹⁾ Kvartalstall. 1. kv. 90 – 1. kv. 06



¹⁾ Trend beregnet med HP-filte. Se Staff Memo 2005/2 (www.norges-bank.no) for nærmere omtale

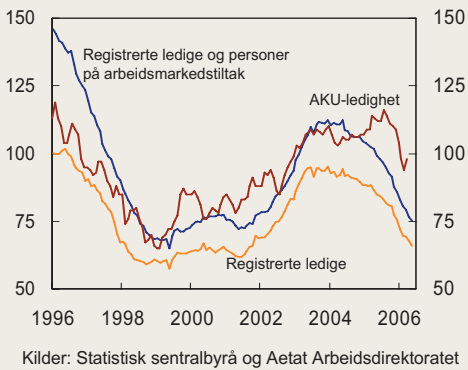
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Utenlandske arbeidere fra nye EU-land på oppdrag i Norge. Antall i tusen

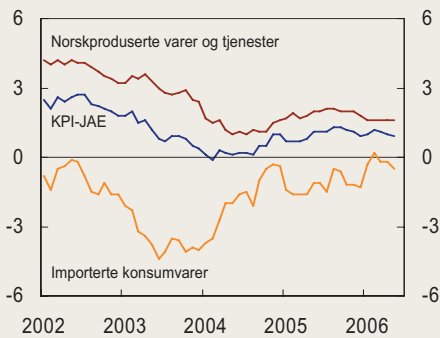


Kilde: Sentralskattkontoret for utenlandssaker

Figur 3.7 Arbeidsledige. AKU-ledighet, registrerte ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Antall i tusen. Sesongjustert. Månedstill. Jan. 96 – mai 06



Figur 3.8 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06

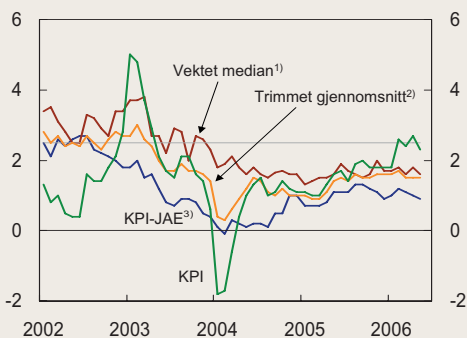


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06



¹⁾ Beregnet på grunnlag av 146 undergrupper av KPI

²⁾ Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget

³⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

tid. Til tross for at ledigheten avtok betydelig mot slutten av fjoråret og har fortsatt å falle så langt i år, ligger det ikke an til økt reallønnsvekst fra 2005 til 2006. God lønnsomhet i foretakene kunne også ført til høyere vekst i reallønningene. På den andre siden har sysselsettingen økt relativt mye, og det rapporteres om mangel på fagfolk i ulike næringer og liten tilgang på nye arbeidssøkere. Det er derfor vår vurdering at arbeidsmarkedet nå er stramt og forenlig med et positivt produksjonsgap.

De nærmeste kvartalene venter vi fortsatt sterk vekst i norsk økonomi og noe sterkere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Statistiske modeller for BNP-veksten fremover underbygger dette bildet, se egen utdyping om kortsiktige prognoser. Høy vekst i husholdningenes etterspørsel vil fortsatt bidra til økt aktivitet. Industriproduksjonen tok seg markert opp mot slutten av fjoråret og har holdt seg på et høyt nivå så langt i år. Konjunkturbarometeret sammen med høy ordretilgang og høye ordreserver peker i retning av at investeringene i industrien vil ta seg ytterligere opp. Vi venter fortsatt god vekst i sysselsettingen de nærmeste kvartalene, selv om veksttakten trolig avtar noe. Timeverkene kan vokse mer moderat som følge av høyere sykefravær. Det er utsikter til at kapasitetsutnyttningen i økonomien øker ytterligere. Produksjonsgapet i år anslås til 1¼ prosent, ¼ prosentenheter høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Endringene i anslagene siden forrige rapport er nærmere omtalt i en egen utdyping.

Prisveksten

Etter hvert som oppgangskonjunkturen fikk bredere feste, tok inflasjonen seg gradvis opp fra begynnelsen av 2004. I andre halvdel av 2005 varierte tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) mellom 1 og 1½ prosent, se figur 3.8. Innføringen av lavere maksimalpriser i barnehager fra januar 2006 bidrar til å trekke KPI-JAE ned med 0,2 prosentenheter. Justert for dette avtok prisveksten litt ved årsskiftet og har i 2006 ligget på rundt 1 prosent. Veksten i energiprisene har i gjennomsnitt over de siste 10-15 årene vært høyere enn veksten i KPI-JAE, og KPI-JAE kan derfor gi et for lavt anslag på underliggende inflasjon. Andre indikatorer for underliggende prisvekst har stort sett ligget mellom 1 og 1½ prosent siden i fjor sommer, og har i hele denne perioden vært høyere enn KPI-JAE, se figur 3.9 og utdyping om prisutviklingen den siste tiden. Vår vurdering er at underliggende inflasjon nå er i dette intervallet.

Fra høsten 2004 til høsten 2005 tiltok prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Siden årsskiftet har innenlandsk prisvekst falt litt tilbake og har vært 1,3 prosent så langt i 2006. Justert for nedgangen i barnehagesatsene i januar i år har tolv månedersveksten i innenlandske priser vært på 1,6 prosent. I inflasjonsrapport 1/06 anslo vi

at den innenlandske prisveksten skulle tilta utover våren og sommeren. Så langt har det ikke skjedd, se figur 3.10. Prisveksten har vært lavere enn ventet både for varer og tjenester. Flere forhold kan ligge bak den lave prisveksten. Sterk konkurranse mellom ulike produsenter innen næringsmiddelindustrien og byggvareindustrien om å få selge sine produkter gjennom de store kjedene, kan ha virket dempende på prisveksten. I tillegg har det vært kraftig vekst i produktiviteten i varehandelen de siste årene. Økt konkurranse kan ha bidratt til å dempe prisveksten på bank- og forsikringstjenester. Internett har gjort det lettere å sammenlikne prisene på disse tjenestene, i tillegg til at det jevnlig publiseres sammenlikninger av priser på finansielle tjenester i media. Et større innslag av utenlandske banker har også økt konkurransen.

Prisene på importerte konsumvarer har falt i flere år, men så langt i 2006 er prisfallet over de siste tolv månedene blitt redusert. Prisveksten på importerte konsumvarer har vært noe høyere enn ventet. Høyere energi- og råvarepriser har gitt seg utslag i høyere produsentpriser og konsumpriser hos våre handelspartnere og bidrar til noe høyere prisimpulser fra utlandet også fremover. Styrkingen av kronkursen siden forrige inflasjonsrapport trekker isolert sett i retning av lavere importert prisvekst, men har trolig liten virkning inneværende år.

KPI økte med 2,3 prosent de siste tolv månedene fram til mai. Det er særlig den kraftige stigningen i elektrisitetsprisene i vinter som har bidratt til den økte forskjellen mellom KPI og KPI-JAE, se figur 3.11, men også bensinprisen er vesentlig høyere enn på samme tid i fjor. Etter at det i slutten av april kom informasjon som tydet på at EU-kvotene for CO₂-utslipp i 2006 ikke vil utgjøre noen begrensning i forhold til de anslåtte utslippene for flere land, falt markedsprisen på strøm kraftig. Det vil føre til lavere KPI-vekst utover sommeren.

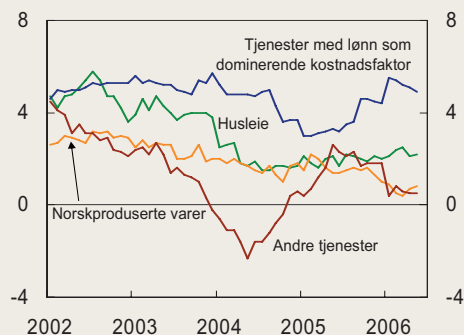
Effekten på tolv månedersveksten i konsumprisene av at prisveksten på matvarer falt sist høst, vil forsvinne utover høsten. I tillegg øker kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi. Vi legger til grunn at prisveksten vil ta seg noe opp fram mot årsskiftet, se figur 3.12. Holdes virkningen av reduserte barnehagepriser utenfor, anslås tolv månedersveksten i KPI-JAE å bli om lag 1½ prosent ved utgangen av året.

Utsiktene for årene fremover

Husholdningene

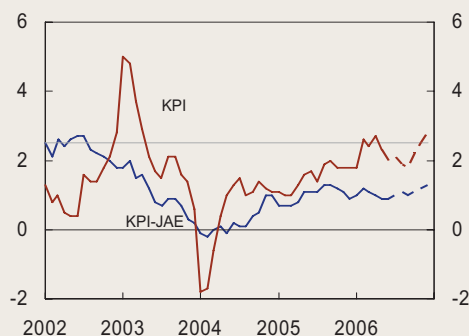
Veksten i husholdningenes etterspørsel har vært høy de siste årene og har vært en viktig faktor bak oppgangen i norsk økonomi. Lavere renteutgifter som følge av nedgangen i rentenivået, og forholdsvis høy reallønnsvekst økte husholdningenes kjøpekraft, se figur 3.13. Stigende formuespriser, både på boliger og på aksjer, kan også ha bidratt til veksten i privat konsum.

Figur 3.10 Prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Fordelt etter leveringssektorer. Avgiftsjustert. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.11 KPI og KPI-JAE.¹⁾ Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 06²⁾

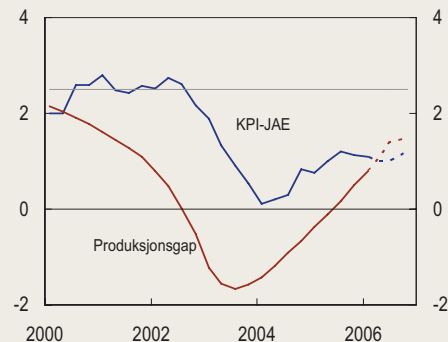


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Anslag for jun. 06 – des. 06

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 KPI-JAE¹⁾ og anslag på produksjonsgapet.²⁾ Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 4. kv. 06³⁾



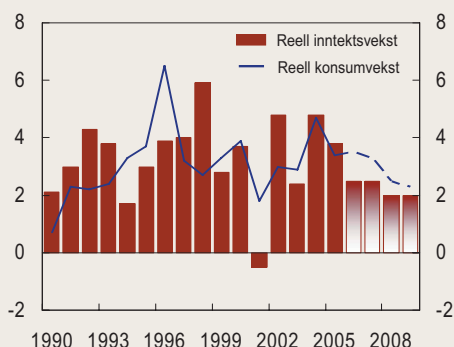
¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstall

³⁾ Anslag for 2. kv. 06 – 4. kv. 06

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

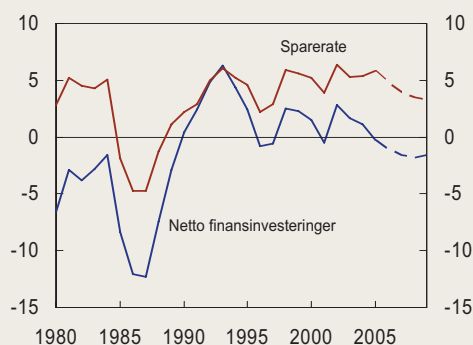
Figur 3.13 Reell vekst i husholdningenes disponible inntekter¹⁾ og konsum. Prosent. Årstall. 1990 – 2009²⁾



¹⁾ Korrigert for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter fra og med 2001
²⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

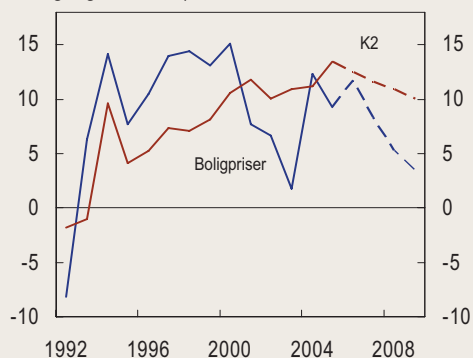
Figur 3.14 Husholdningenes sparinger og netto finansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt.¹⁾ Årstall. 1980 – 2009²⁾



¹⁾ Korrigert for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter fra og med 2001
²⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Boligpriser (årlig vekst) og kreditt til husholdninger (K2, beholdningsendring ved utgangen av året). Årstall. Prosent. 1992 – 2009¹⁾



¹⁾ Anslag for 2006 – 2009

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

Med økt sysselsetting og fallende arbeidsledighet venter vi at veksten i konsumet vil være høy også i inneværende år. Fortsatt stigende boligpriser kan bidra til å holde konsumveksten oppe. Sterkere konkurranse i finanssektoren har bidratt til lavere rentemarginer på bankenes utlån. Det har dempet effekten på renteutgiftene av oppgangen i styringsrenten. Når rentenivået gradvis normaliseres, vil renteutgiftene øke for husholdningene. Sammen med anslått lavere vekst i sysselsettingen og høyere prisvekst vil dette i årene fremover kunne redusere veksten i husholdningenes kjøpekraft. Økt lønnsvekst vil kunne trekke i motsatt retning. Samlet antar vi at moderat vekst i husholdningenes kjøpekraft vil gi lavere vekst i konsumet fremover. Vi har lagt til grunn at tilpasningen vil skje gradvis, slik at spareraten avtar noe gjennom prognoseperioden, se figur 3.14.

Den høye aktiviteten i boligmarkedet ser ut til å fortsette i 2006. I løpet av de to siste årene har boliginvesteringene steget til et svært høyt nivå. Antallet igangsatte boliger var i 2005 det høyeste siden begynnelsen av 1980-tallet. Det kan i seg selv gi lavere vekst i boliginvesteringene fremover. En gradvis økning av renten vil trolig dempe aktiviteten i boligmarkedet. Vi legger til grunn at boliginvesteringene vil vokse gjennom inneværende år, men mindre enn i fjor. Deretter vil veksten dempes ytterligere, og boliginvesteringene kan reduseres noe mot slutten av prognoseperioden. Veksten i boligpriser antas å avta, se figur 3.15

Parallelt med den høye aktiviteten i boligmarkedet har husholdningene økt låneopptaket. Vi venter at høyere rente og lavere boligprisvekst gradvis vil redusere veksten i husholdningenes gjeld de neste årene.

Offentlig sektor

Handlingsregelen for budsjettpolitikken innebærer at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med forventet realavkastning – anslått til 4 prosent – av Statens pensjonsfond - Utland. Retningslinjene for bruken av oljeinntekter presiserer at bruken bør tilpasses konjunktursituasjonen.

Finanspolitikken ble mindre ekspansiv i 2005 enn tidligere lagt til grunn, blant annet som følge av høyere skatte- og avgiftsinntekter. I Regjeringens forslag til revidert budsjett for 2006 (RNB 06) anslås det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, målt i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, å øke fra 4,0 prosent i 2005 til 4,5 prosent i 2006. Målt ved denne indikatoren vil budsjettet for 2006 ha en mer ekspansiv virkning på økonomien enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Revidert budsjett for 2006 innebærer en underliggende verdivekst i utgiftene over statsbudsjettet på 5,3 prosent

fra 2005, se figur 3.16. Dette er en økning på 0,8 prosentenheter i forhold til anslaget i Tilleggsproposisjonen til statsbudsjettet fra Regjeringen Stoltenberg. Utgiftsveksten er noe høyere enn Regjeringenes anslag for den nominelle veksten i BNP for Fastlands-Norge på 5,1 prosent.

Opplegget for 2006 innebærer at det brukes 10,3 milliarder kroner mer enn forventet realavkastning av Statens pensjonsfond - Utland. Vi legger til grunn uendret strukturelt, oljekorrigert underskudd fra 2006 til 2007. Anslaget for bruken av oljeinntekter i 2007 vil dermed være om lag 4 prosent av den anslåtte verdien av Statens pensjonsfond - Utland, se figur 3.17. I regjeringserklæringen ble det uttalt at det samlede skatte- og avgiftsnivået skal bringes tilbake til 2004-nivå. Vi legger derfor til grunn en skatte- og avgiftsøkning på rundt 2 milliarder kroner fra 2006 til 2007.

Det er utsikter til at Statens pensjonsfond - Utland vil vokse sterkt i årene som kommer. Med vår forutsetning for oljeprisutviklingen fremover (terminprisen), innebærer en bruk i tråd med forventet realavkastning av fondet at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet kan øke med nær 15 milliarder 2006-kroner i både 2008 og 2009. Med en høykonjunktur i norsk økonomi vil det være i tråd med retningslinjene for finanspolitikken om bruken av petroleumsinntekter blir noe lavere. I anslagene har vi lagt til grunn at finanspolitikken vil gi en viss stimulans til samlet etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009, men noe mindre enn den forventede avkastningen av fondet.

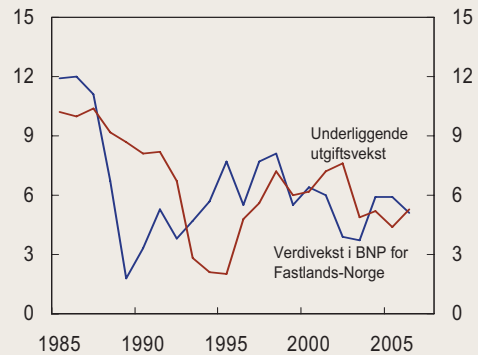
Petroleumsinvesteringene

Investeringene i petroleumsvirksomheten har kommet opp på et høyt nivå etter 3 år med sterk vekst, se figur 3.18. I 2005 var investeringene nesten 87 milliarder kroner, og vi legger til grunn at de vil øke noe også i inneværende år. De store utbyggingene av Ormen Lange og Snøhvit har bidratt til høye petroleumsinvesteringer, og den høye oljeprisen har ført til høy aktivitet også på felt som har vært i drift lenge.

Opplysninger fra vårt regionale nettverk tyder på at petroleumsinvesteringene gir betydelige impulser til aktiviteten langs store deler av kysten. Ifølge nettverket venter bedriftene innen oljeleverandørnæringen fortsatt sterk vekst de nærmeste månedene.

Vi legger til grunn at nivået på investeringene vil holde seg oppe neste år, før det avtar noe året etter når Ormen Lange og Snøhvit etter planene skal være ferdigstilt. Det er foreløpig ikke vedtatt nye prosjekter av tilsvarende størrelse, men vi venter at fortsatt høy oljepris vil bidra til høye investeringer både til leting og på felt i drift i årene som kommer.

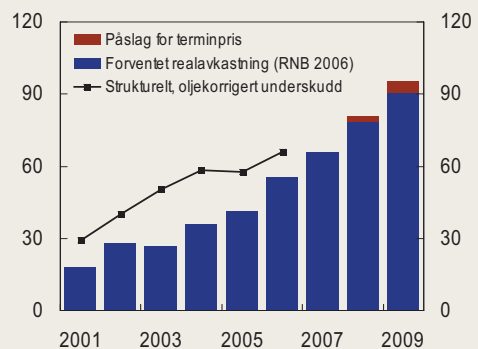
Figur 3.16 Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Prosent. Årstall. 1985 – 2006¹⁾



¹⁾ Anslag for 2006 fra Finansdepartementet

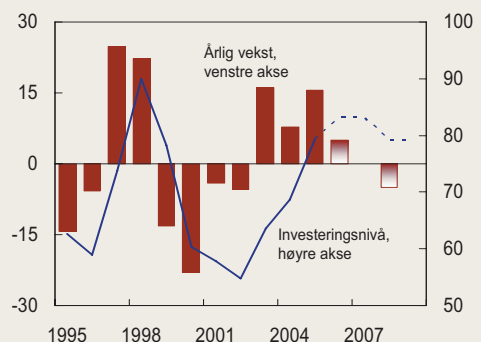
Kilder: Finansdepartementet (Revidert nasjonalbudsjett 2006) og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.17 Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond - Utland. Milliarder 2006-kroner. Årstall. 2001 – 2009



Kilder: Finansdepartementet (Revidert nasjonalbudsjett 2006) og Norges Bank

Figur 3.18 Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringsnivå i milliarder kroner (faste 2003-priser) og årlig vekst i prosent. 1995 – 2009¹⁾

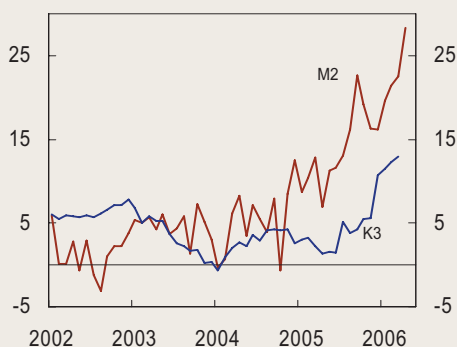


¹⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.19 Kreditt til foretak¹⁾ og foretakenes likvide midler.²⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent.

Jan. 02 – apr. 06



¹⁾ Samlet kreditt til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (K3). K3-tallene er betydelig revidert fra tidligere versjoner som følge av en omlegging i utenlandskomponenten i K3, se <http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/k3/k3metan.htm> for nærmere forklaring

²⁾ Ikke-finansielle foretaks beholdning av pengemengden (M2)

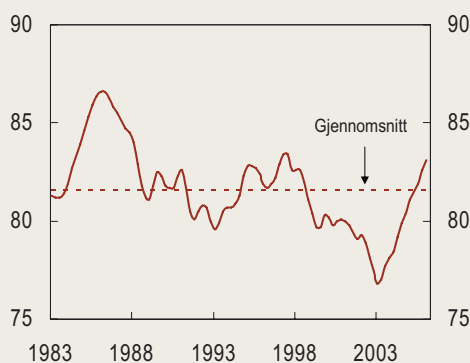
Kilde: Norges Bank

Fastlandsbedriftenes investeringer

Økte investeringer i foretakene i Fastlands-Norge har de siste par årene bidratt til oppgangen i norsk økonomi. Lønnsomheten i norsk næringsliv er god, og bedriftene er positive til utsiktene fremover. I intervjurunden i Norges Banks regionale nettverk i mai meldte de fleste næringene om økt lønnsomhet. Ifølge TNS Gallups forventningsundersøkelse for 2. kvartal ventes fortsatt god lønnsomhet det neste året. Foretakenes beholdning av likvide midler (M2) har økt med årssater på over 20 prosent de siste månedene, se figur 3.19.

Ordresituasjonen for industrien er svært god, og optimismen synes å være stor i de fleste industrinæringene. Kapasitetsutnyttningen har økt til et høyt nivå, se figur 3.20, og bedriftene planlegger å utvide produksjonskapasiteten gjennom både økte investeringer og ansettelser. Foretakenes gjeld øker.

Figur 3.20 Kapasitetsutnyttingsgrad i industrien. Trend. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 83 – 1. kv. 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Ifølge vårt regionale nettverk er markedssituasjonen positiv også innenfor tjenesteytende næringer som er rettet mot næringslivet. Mange av kontaktbedriftene har planer om å øke investeringene. Byggenæringens ordreserver av andre bygg enn boliger har steget mye. Fortsatt vekst i sysselsettingen i tjenesteytende næringer kan gi en betydelig økning i investeringer i forretningsbygg.

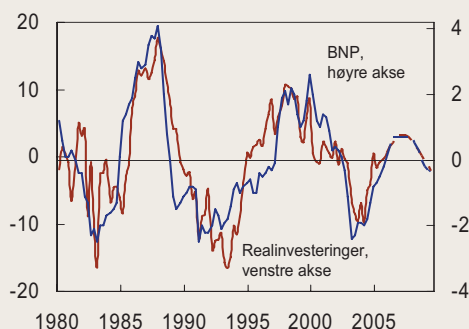
Realinvesteringene i Fastlands-Norge svinger normalt mer enn BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.21. Med utsikter til fortsatt høy kapasitetsutnyttning i norsk økonomi, god lønnsomhet, god likviditet og stor optimisme i foretakene, venter vi sterk vekst i investeringene også i inneværende år. Etter hvert som veksten i økonomien gradvis avtar, venter vi at veksten i investeringene også blir dempet.

Handelen med utlandet

Det er utsikter til fortsatt god vekst hos våre viktigste handelspartnere. Med en kapasitetsutnyttning internasjonalt som øker mot et mer normalt nivå, vil etterspørselen rettet mot norske eksportbedrifter kunne holde seg oppe. Styrkingen av kronkursen de siste månedene trekker i motsatt retning. Samtidig gjenspeiler en sterkere kronkurs trolig i noen grad høye priser på de varene Norge eksporterer og bedring av bytteforholdet overfor utlandet.

Flere eksportbedrifter møter kapasitetskranker. Særlig gjelder dette innenfor produksjonen av metaller og raffinerte oljeprodukter. Veksten i eksporten de kommende årene vil trolig komme innen næringer som verksteds- og skipsbyggingsindustrien. I disse næringene er produksjonsveksten nå høy, og sysselsettingen vokser etter å ha falt i flere år.

Figur 3.21 BNP og realinvesteringer. Fastlands-Norge. Prosentvis avvik fra trend.¹⁾ Kvartalstall. 1. kv. 80 – 2. kv. 09²⁾



¹⁾ Trend beregnet med HP-filter. Se Staff Memo 2005/2 (www.norges-bank.no) for nærmere omtale

²⁾ Basert på årsanslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vanligvis vokser importen mer enn bruttoproduktet i perioder med sterk innenlandsk etterspørsel. Dels skyldes dette at etterspørselen vris mot varer med høyere importinnhold, blant annet feriereiser. I tillegg kan innenlandske produsenter ha vanskeligheter med å møte den økte etterspørselen etter varer og tjenester. Styrkingen av valutakursen siden forrige inflasjonsrapport bidrar isolert sett også til økt import. Vi legger derfor til grunn at importandelen vokser noe mer i prognoseperioden enn hva den har gjort i gjennomsnitt over de siste par tiårene.

Produksjon

Norsk økonomi er inne i en høykonjunktur. Fortsatt lav rente, høyt aktivitetsnivå internasjonalt og store oljeinvesteringer vil bidra til at produksjonen i Fastlands-Norge vil øke mer enn produksjonspotensialet både i år og neste år, se tabell 3.1. Etter hvert vil økte renter, avdempet vekst internasjonalt og utviklingen i oljeinvesteringene bidra til lavere vekst i etterspørselen. I tillegg vil presset på realressursene trekke lønnsveksten opp. Økte kostnader kan i seg selv legge en demper på produksjonsveksten fremover. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at produksjonsgapet vil falle noe, men holdes oppe av positive stimulanser fra finanspolitikken.

Arbeidsmarkedet

Sysselsettingen øker nå raskt. Veksten er særlig sterk i forretningsmessig- og finansiell tjenesteyting og i helse-, pleie- og omsorgssektoren. Sysselsettingen anslås å øke med 2¼ prosent fra 2005 til 2006. Dette vil i så fall bli den sterkeste veksten siden 1998. Også arbeidsstyrken har tatt seg markert opp siden midten av fjoråret. Vi venter en vekst på 1½ prosent fra 2005 til 2006. Ifølge våre anslag vil arbeidsledigheten, målt ved AKU, avta fra 4,6 prosent i fjor til 3¾ prosent i år.

Antall utførte timeverk økte mer enn sysselsettingen både i 2004 og 2005, blant annet som følge av at sykefraværet falt sterkt gjennom 2004. Ved utgangen av 2005 utgjorde sykefraværet 6,7 prosent av antall avtalte dagsverk, en nedgang på 1,8 prosentenheter fra utgangen av 2003, se figur 3.22. Sykefraværet øker nå igjen, og var 7,4 prosent i 1. kvartal i år. Vi legger til grunn at økningen i sykefraværet etter hvert stopper opp, samt at overtidsbruken, som var høy i fjor, blir noe redusert. Samlet venter vi en vekst i timeverkene på 1½ prosent i år.

Befolkningen i arbeidsfør alder vil vokse nokså sterkt i årene fremover, se tabell 3.2. Eldre som i gjennomsnitt har lavere yrkesdeltaking, vil imidlertid utgjøre en stadig større andel. Dette vil bidra til å trekke tilgangen på arbeidskraft noe ned. I tillegg venter vi at antall uføretrygdede vil fortsette å øke fremover i om lag samme takt som de 10-15

Tabell 3.1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år (der ikke annet fremgår)

	2006	2007	2008	2009
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4¼	3	2½	2½
Privat konsum	3½	3¼	2½	2¼
Offentlig konsum	3	1¾	3¼	3¼
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	8	4¾	2¼	1½
Oljeinvesteringer	5	0	-5	0
Tradisjonell eksport	6¼	3¾	3¼	3¼
Import	6¼	3¾	2	2¾
BNP, Fastlands-Norge	3¾	2¾	2¼	2¼
Produksjonsgap ¹⁾ , F-Norge	1¼	1½	1¼	1
Sysselsetting	2¼	1	½	¼
AKU-ledighet ²⁾	3¾	3½	3½	3¾
KPI-JAE ³⁾	1	1½	2	2½
Årslønn ⁴⁾	4	4¾	4¾	4¾

¹⁾ Prosentvis avvik mellom faktisk og anslått potensielt BNP F-Norge

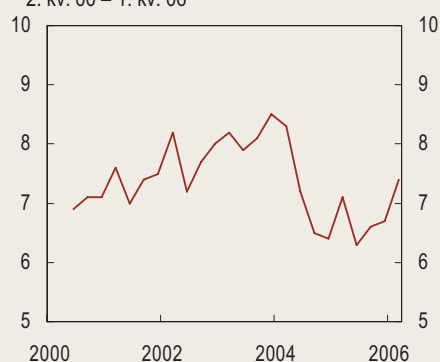
²⁾ Prosent av arbeidsstyrken

³⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

⁴⁾ Basert på TBUs definisjoner og beregninger. Inkluderer kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenstepensjon

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.22 Tapte dagsverk på grunn av egenmeldt og legemeldt sykefravær for arbeidstakere 16 - 69 år. Prosent av avtalte dagsverk. Kvartalstall. 2. kv. 00 - 1. kv. 06



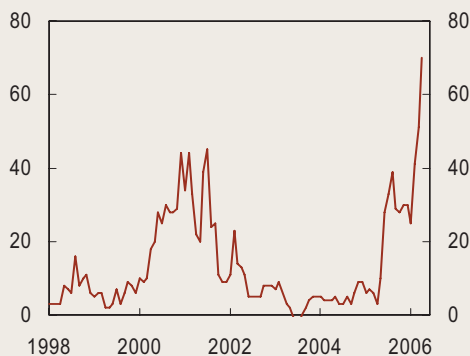
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 3.2 Vekst i befolkning og arbeidsstyrke

	2006	2007	2008	2009
Vekst i befolkningen i alderen 16-74 år	0,8	0,9	0,9	0,9
Bidrag fra demografisk endring i arbeidsstyrken	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Bidrag fra økning i antall uføretrygdede	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Bidrag fra konjunkturelle forhold	1	¼	0	0
Vekst i arbeidsstyrken	1½	¾	½	½

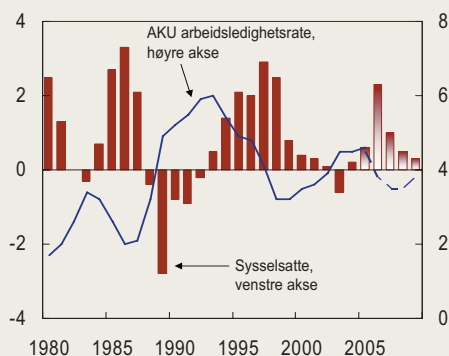
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 Andel av bedriftene i byggenæringen i Sverige som oppgir at arbeidskraft er den viktigste begrensning for økt produksjon. Sesongjustert. Prosent. Månedstall. Jan. 96 – apr. 06



Kilde: Konjunkturinstituttet

Figur 3.24 Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet¹⁾ i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980 – 2009²⁾



¹⁾ AKU-ledighet

²⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

siste årene. På den andre siden har vi tidligere erfart at yrkesfrekvensene øker noe når etterspørselen etter arbeidskraft er stor. Samlet antar vi at arbeidsstyrken vokser med $\frac{3}{4}$ prosent i 2007. Etter hvert som veksten i sysselsettingen avtar, vil konjunkturelle forhold ikke bidra særskilt til veksten i arbeidsstyrken. I 2008 og 2009 anslår vi at arbeidsstyrken vokser med $\frac{1}{2}$ prosent.

Tilgangen på arbeidskraft påvirkes også av arbeidsinnvandringen. Arbeidsinnvandringen fra andre nordiske land har lenge vært betydelig, men de siste par årene har i tillegg bruken av arbeidskraft fra de nye EU-landene økt. Endringene er vanskelige å måle i offisiell arbeidsmarkedsstatistikk, men på usikkert grunnlag anslår vi at bruken av utenlandsk arbeidskraft vil øke med vel 5 500 årsverk i 2006, se egen utdyping. Dette omfatter personer som ikke er registrert bosatte i Norge og som enten er sysselsatte i norske virksomheter eller tar oppdrag i Norge for virksomheter registrert i andre land.² Økt aktivitet og etterspørsel etter arbeidskraft i resten av Europa kan begrense tilgangen på arbeidskraft fra andre land fremover. Blant annet melder 70 prosent av bedriftene i byggenæringen i Sverige at arbeidskraft er den viktigste begrensningen for å øke produksjonen, se figur 3.23.

Vi venter at arbeidsledigheten i Norge avtar ytterligere fra 2006 til 2007. Mot slutten av prognoseperioden anslår vi at veksten i sysselsettingen blir mindre enn veksten i arbeidsstyrken, og ledigheten stiger svakt fra 2008 til 2009, se figur 3.24.

Produktiviteten

I en oppgangskonjunktur vil bedriftene normalt dekke deler av den økte etterspørselen gjennom bedre utnytting av den eksisterende arbeidsstokken, før de ansetter flere. Produktiviteten vil i så fall øke noe sterkere enn den langsiktige trenden. Dette skjedde ikke i denne oppgangskonjunkturen. Fallet i sykefraværet tilførte bedriftene ekstra arbeidskraft i form av timeverk, slik at den økte etterspørselen kunne møtes uten at timeverksproduktiviteten økte i første omgang. Vi venter at sykefraværet vil øke noe i år slik at timeverksproduktiviteten øker med om lag $2\frac{1}{4}$ prosent. Etter hvert som virksomhetene tilpasser arbeidsstokken og veksten i aktiviteten avtar mot et mer normalt nivå, ventes produktiviteten å nærme seg en trendmessig vekst på 2 prosent.

Lønnsveksten

Arbeidsledigheten blir trolig om lag $\frac{3}{4}$ prosentenheter lavere i år enn i fjor. Basert på tidligere erfaringer vil det gi økt lønnsvekst. De ferdigforhandlede sentrale tilleggene i

² I nasjonalregnskapsstatistikken registreres arbeid utført i Norge for virksomheter hjemmehørende i andre land som import av tjenester.

årets lønnsoppgjør tilsier en årslønnsvekst i år på 4 prosent, i tråd med anslagene i forrige inflasjonsrapport og noe høyere enn lønnsveksten i fjor, se figur 3.25. Anslaget inkluderer også kostnader knyttet til innføringen av obligatorisk tjenstepensjon. Sammen med den anslåtte prisveksten i år, målt med KPI, gir dette en reallønnsvekst, inkludert obligatorisk tjenstepensjon, på 1¾ prosent, om lag det samme som i fjor.

Flere forhold kan forklare at lønnsveksten trolig blir moderat i år. Økt arbeidsinnvandring og bruk av mulighetene et internasjonalt arbeidsmarked gir, kan ha ført til at det er lagt større vekt på det høye lønnsnivået i Norge relativt til våre handelspartnere. Arbeidsinnvandringen har også bidratt til å redusere flaskehalsen i en del næringer. Deler av fallet i arbeidsledigheten kom etter at lønnsoppgjøret var i gang. Det kan derfor være at de avtalte tilleggene ikke fullt ut reflekterer stramheten i arbeidsmarkedet. Det innebærer i så fall en risiko for at glidningen gjennom året og tilleggene neste år kan bli høyere enn vi legger til grunn. Mens bedriftene i vårt regionale nettverk tidligere i vår ventet en moderat lønnsvekst i tråd med fastlagte budsjetter, var det i mai flere som ventet at lønnsglidning gjennom året kan gi høyere lønnsvekst enn de har budsjettet med.

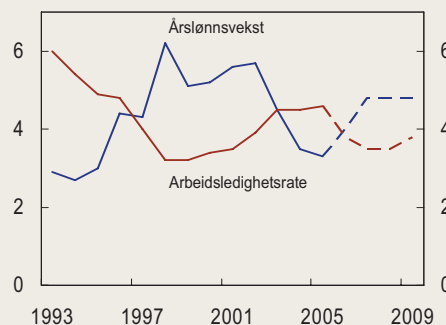
Arbeidsinnvandringen vil trolig fortsatt bidra til å dempe presset på realressursene i Norge. Vi venter imidlertid at de modererende virkningene dette har på lønnsveksten vil avta. Blant annet er det innført allmenngjøring av tariffavtaler innen flere områder. Dessuten varsler regjeringen flere tiltak som vil svekke konkurransefortrinnet til utenlandske virksomheter med oppdrag i Norge. Vi venter at et relativt stramt arbeidsmarked vil bidra til økt reallønnsvekst fremover, før veksten igjen avtar når arbeidsmarkedet blir noe mindre stramt mot slutten av prognoseperioden.

Priser

Flere forhold i økonomien peker i retning av at innenlandsk prisvekst vil tilta fremover. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker, og dette vil bidra til høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester, se figur 3.26. Tilstrømmingen i arbeidsmarkedet vil trolig gi høyere lønnsvekst de neste årene. Økningen i oljeprisen gir høyere kostnader på innsatsvarer for produsentene, og vi anslår at dette kan bidra til å øke veksten i konsumprisene med om lag ¼ prosentenheter i år og neste år. Økte kostnader til elektrisitet det siste året kan også slå ut i høyere priser på norskproduserte varer og tjenester. Samlet anslås veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester å stige gradvis fremover og stabilisere seg i overkant av 3 prosent i 2009, se figur 3.27.

Prisimpulsene fra importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta har vært negative i nesten alle årene siden

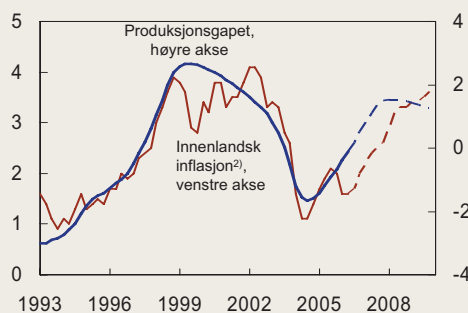
Figur 3.25 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. Årstall. 1993 – 2009²⁾



¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenstepensjon
²⁾ Anslag for 2006 – 2009

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

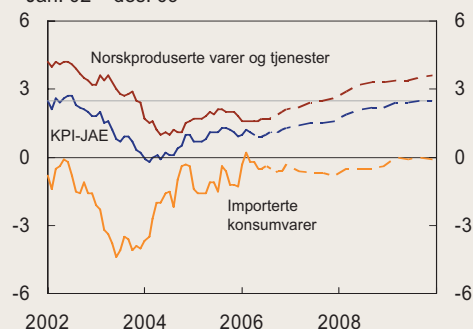
Figur 3.26 Innenlandsk inflasjon (firekvartalersvekst) og nivå på produksjonsgapet (forskjøvet fire kvartaler tilbake). 1. kv. 93 – 4. kv. 09¹⁾



¹⁾ Anslag for 2. kv. 06 – 4. kv. 09
²⁾ Det er justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

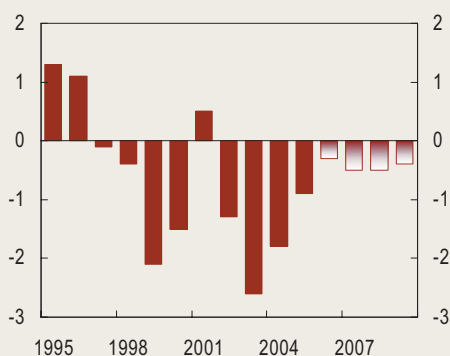
Figur 3.27 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 09³⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006
²⁾ Norges Banks beregninger
³⁾ Anslag for jun. 06 – des. 09

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.28 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Prosent. Årstall. 1995 – 2009¹⁾

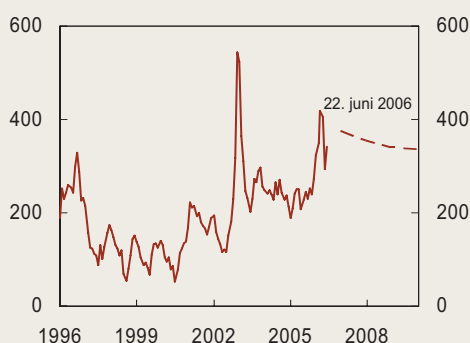


¹⁾ Anslag for 2006 – 2009

Kilde: Norges Bank

midten av 1990-tallet, se figur 3.28. Dette skyldes blant annet liberalisering av handel og vridning av importen mot lavkostland. I anslagene har vi lagt til grunn at handelsvridningene vil avta noe fra neste år, men fortsatt bidra til å dempe prisveksten. Økningen i prisene på olje og andre råvarer ventes å gi høyere vekst i produsent- og eksportprisene hos våre handelspartnere den nærmeste tiden. De importerte prisimpulsene ventes derfor å falle vesentlig mindre i år enn i årene før. En sterkere krone trekker i retning av lavere prisvekst på importerte konsumvarer i hele prognoseperioden, og bidrar til at disse prisene fremdeles vil falle noe i 2007. Prisene på importerte konsumvarer påvirkes også av utviklingen i kostnadene ved distribusjon og salg i Norge. Ettersom innenlandsk prisvekst tar seg opp, anslår vi at dette vil bidra til høyere priser også på importerte konsumvarer. Fra 2008 anslår vi en prisvekst nær null på importerte konsumvarer.

Figur 3.29 Elektrisitetspris. Kroner/MWh. Månedstall. Jan. 96 – jun. 06.¹⁾ Terminpriser 2006 – 2009

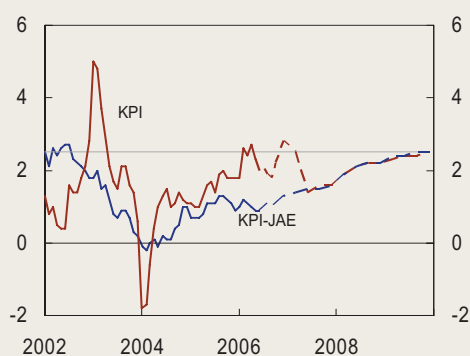


¹⁾ Månedspris for juni 2006 basert på spotpriser t.o.m. 22. juni og terminpriser resten av måneden

Kilder: Nordpool og Norges Bank

Vi venter at lønnsveksten tiltar de neste to-tre årene. Økt konkurranse både fra utenlandske konkurrenter og internt i norsk økonomi har bidratt til å holde prisveksten nede. Økt etterspørsel kan etter hvert gi rom for å øke prispåslaget i enkelte produktmarkeder. Utsikter til noe lavere vekst i produktiviteten i varehandelen i Norge kan også gradvis bidra til å trekke prisveksten på konsumvarer opp. Samlet sett antar vi at prisveksten målt ved KPI-JAE gjennom de tre neste årene vil ta seg gradvis opp mot 2½ prosent. Etter hvert som pengepolitikken gjøres mindre ekspansiv, vil veksten i etterspørselen og sysselsetting avta og lønnsveksten flater ut. Det vil dempe oppgangen i inflasjonen lenger fram, slik at prisveksten vil bli stabilisert nær målet.

Figur 3.30 KPI og KPI-JAE.¹⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 09²⁾



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Anslag for jun. 06 – des. 09

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den samlede prisstigningen, målt ved KPI, ventes å bli høyere i år enn i 2005. Elektrisitetsprisene i 2006 er på et nivå som er vesentlig høyere enn i 2005, se figur 3.29, og sammen med høye oljepriser vil det bidra til at veksten i KPI stort sett vil holde seg over 2 prosent gjennom 2006. Veksten i energiprisene vil trolig avta gradvis, og fra 2008 har vi lagt til grunn at KPI vokser på linje med veksten i KPI-JAE, se figur 3.30.

Utdypinger

Prisutviklingen den siste tiden

Anslagene i Inflasjonsrapport 1/06 og 2/06

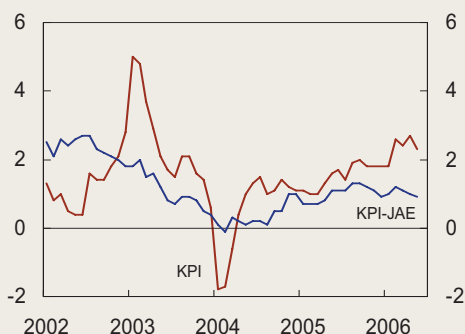
Utenlandsk arbeidskraft i Norge

Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i

Fastlands-Norge

Prisutviklingen den siste tiden

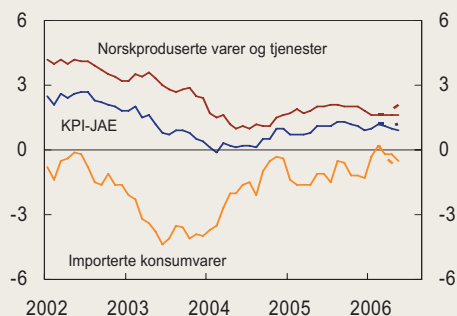
Figur 1 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE¹⁾. Totalt og fordelt etter leveringssektorer²⁾. Historisk prisvekst og anslag IR 1/06 (stiplet). Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06

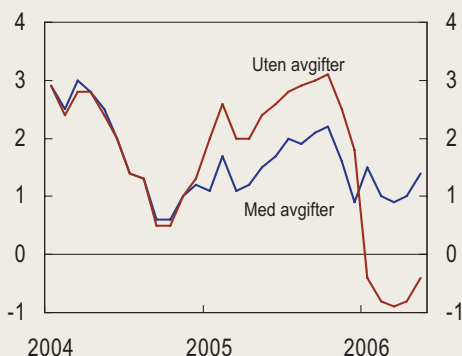


¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Priser på matvarer og alkoholfrie drikkevarer. Med og uten avgifter. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 04 – mai 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konsumprisindeksen (KPI) økte med 2,3 prosent fra mai i fjor til mai i år, se figur 1. Prisveksten målt ved KPI har vært høyere enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Det skyldes at energiprisene har økt mer enn ventet.

Inflasjonen målt ved konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har vært lavere enn anslått. Avviket skyldes at innenlandsk inflasjon ikke har tatt seg opp som ventet. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE, som var 1,0 prosent i februar, falt til 0,7 prosent i mai. Korrigert for at barnehagesatsene ble satt ned i januar i år var prisveksten i mai 0,9 prosent.

Lav innenlandsk prisvekst

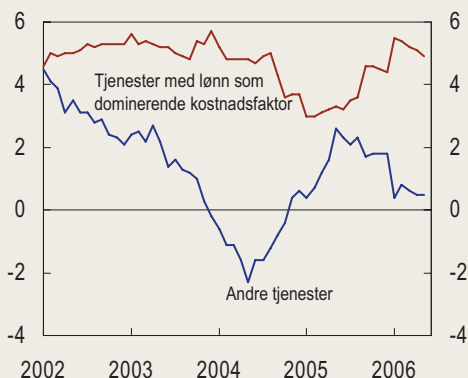
Tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester var uendret på 1,3 prosent i årets fem første måneder, se figur 2. Korrigert for virkningen av reduksjonen i barnehagesatsene i januar i år var innenlandsk prisvekst 1,6 prosent disse månedene. I mai var innenlandsk inflasjon 0,5 prosentener lavere enn anslaget fra forrige inflasjonsrapport. Prisveksten har vært lavere enn ventet for både norskproduserte varer, husleie og andre tjenester.

Prisveksten på matvarer og alkoholfrie drikkevarer har falt kraftig siden høsten 2005, da tolvånedersveksten justert for avgifter var over 3 prosent, se figur 3. I mars 2006 var tolvånedersveksten -0,9 prosent, mens prisetallet er redusert til 0,4 prosent i mai. Prisetallet for denne varegruppen kan se ut til å ha stoppet opp. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at den lave prisveksten på matvarer kan være et resultat av økt konkurranse kjedene imellom, samt lavere kostnader for kjedene som følge av mer effektive innkjøpsordninger. Fra 1. januar 2006 økte momssatsen på matvarer fra 11 til 13 prosent. I Statistisk sentralbyrås beregninger av KPI-JAE forutsettes det at avgiftsøkningen umiddelbart veltes over i utsalgsprisene. I praksis skjer tilpasningen til nye satser trolig over tid, og veksten i matvareprisene i KPI-JAE kan derfor ha vært noe undervurdert de første månedene i 2006. I tillegg kan lavere prisvekst på matvarer også ha sammenheng med at SSB endret metoden for å måle prisveksten på matvarer i august i fjor. I den nye metoden endres vektene hver måned slik at endringer i etterspørselsmønsteret blir fanget opp den måneden de inntreffer. KPI vil nå i større grad enn før fange

opp endringer i husholdningenes forbruksmønster for matvarer, og det kan isolert sett trekke i retning av lavere målt prisvekst på matvarer over tid.

Tolv månedersveksten i husleien har variert rundt 2 prosent siden april i fjor og var i mai 2006 på 2,2 prosent. Prisveksten på tjenester utenom husleie har avtatt så langt i 2006. Tolv månedersveksten i prisene på tjenester med lønn som viktigste kostnadsfaktor har avtatt fra 5,5 prosent i januar til 4,9 prosent i mai, se figur 4. Også for "andre tjenester" har tolv månedersveksten i prisene vært avtakende siden forrige inflasjonsrapport, og den var på 0,5 prosent i mai. Både lavere barnehagesatser og lav prisvekst på blant annet finansielle tjenester har bidratt til denne nedgangen.

Figur 4 Tjenestegrupper i KPI-JAE¹⁾.
Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – mai 06



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

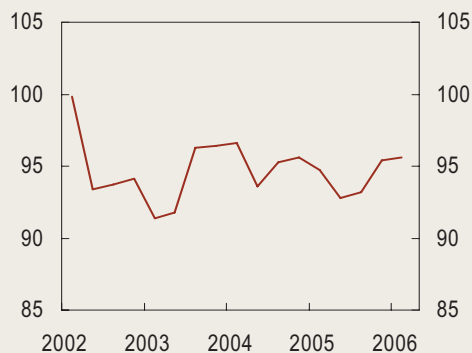
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Mindre fall i prisene på importerte konsumvarer

Prisene på importerte konsumvarer har falt markert i flere år, se figur 2. I perioden fra januar til mai i år var imidlertid disse prisene i gjennomsnitt bare 0,2 prosent lavere enn i samme periode i fjor. Blant annet har prisfallet på klær og sko avtatt det siste året. I mai 2006 var prisene på importerte konsumvarer 0,5 prosent lavere enn i samme måned året før. Dette var 0,4 prosentenheter høyere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Det reduserte fallet i prisene på importerte konsumvarer kan ses i sammenheng med at importprisene på konsumvarer i utenrikshandelsstatistikken har økt gradvis siden 2. kvartal 2005 og fortsatte å øke i

Figur 5 Importpriser på konsumvarer fra utenrikshandelstatistikken. Indeks, 2000 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 02 – 1. kv. 06



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

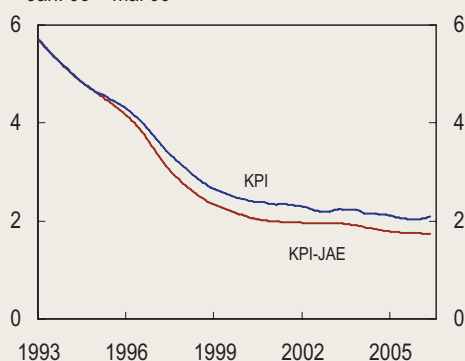
1. kvartal 2006, se figur 5. Økningen skyldes trolig tiltakende prisstigning internasjonalt. Styrkingen av kronkursen siden forrige inflasjonsrapport trekker isolert sett i retning av lavere importert prisvekst fremover, men har trolig liten virkning inneværende år.

Underliggende inflasjon

Vi følger utviklingen i flere prisindekser for å danne oss et bilde av den underliggende prisveksten. Indikatorer for underliggende inflasjon søker blant annet å fange opp den delen av prisstigningen som kan ha betydning for prisveksten fremover. Det vil alltid være vanskelig å avgjøre på et gitt tidspunkt hvilke prisbevegelser som vil vare ved og hvilke som bare vil ha kortvarig effekt på prisveksten. Ingen enkeltindikator vil være et fullgodt mål på den underliggende inflasjonen. Vurderingen av det underliggende prispresset må derfor bygge på flere ulike indikatorer.¹

Norges Bank har jevnlig publisert tre mål på underliggende inflasjon i inflasjonsrapportene – KPI-JAE, vektet median og trimmet gjennomsnitt. I KPI-JAE holdes effekter av endringer i reelle avgifter og energipriser utenfor. Siden tidlig på 1990-tallet har KPI-JAE undervurdert inflasjonen målt ved KPI fordi energiprisene i gjennomsnitt har økt mer enn andre konsumpriser og avgiftsnivået har blitt litt høyere, se figur 6. Fra 1993 til 2005 har tolv månedersveksten i KPI-JAE i gjennomsnitt vært om lag 0,3 prosentenheter lavere enn tolv månedersveksten i KPI. De siste årene er det særlig den høye veksten i strømprisene som har bidratt til avviket mellom KPI og KPI-JAE. Andre indikato-

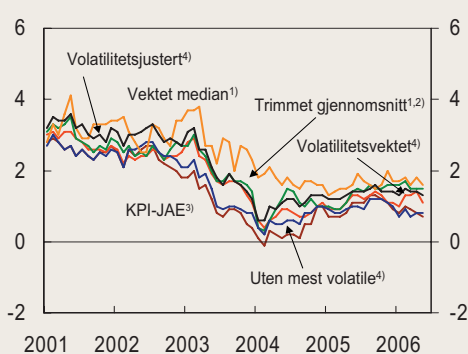
Figur 6 KPI og KPI-JAE¹⁾. 10 års glidende gjennomsnitt. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 93 – mai 06



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 7 Ulike indikatorer for underliggende prisvekst. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 06



¹⁾ Beregnet på grunnlag av 146 undergrupper av KPI

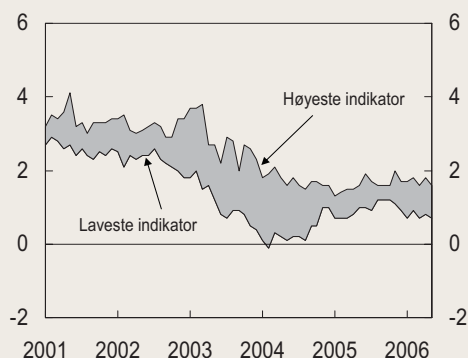
²⁾ Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget

³⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

⁴⁾ Beregnet på grunnlag av 96 undergrupper i KPI

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 8 Usikkerhetsintervall for underliggende prisvekst. Høyeste og laveste indikator.¹⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 01 – mai 06



¹⁾ Høyeste og laveste indikator av KPI-JAE, vektet median, trimmet gjennomsnitt, volatilitetsvektet inflasjon, volatilitetsjustert inflasjon og inflasjon uten de mest volatile komponentene, se figur 7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

rer for underliggende inflasjon har i gjennomsnitt ligget nærmere KPI over tid.

I figur 7 har vi vist tolvånedersveksten i KPI-JAE, trimmet gjennomsnitt og vektet median² sammen med tolvånedersveksten i tre nye indikatorer utviklet i Norges Bank.

- *Uten de mest volatile komponentene.* Vi har tatt utgangspunkt i 96 undergrupper i KPI og perioden fra januar 1993 til desember 2005. De undergruppene som har variert mest i denne perioden, er tatt ut permanent.³ I alt har vi utelatt undergrupper som tilsvarer 10 prosent av vektgrunnlaget i KPI. Utenom energivarer har vi blant annet fjernet flyreiser og teleutstyr (mobiltelefoner).
- *Volatilitetsvektet.* Denne indikatoren er basert på de 96 underindeksene i KPI. Vi har erstattet KPI-vektene med vektene som gir mindre vekt til de underindeksene som historisk sett har svingt mye, men ingen indekser tas helt ut.⁴ Det betyr at energiprisene er med, men at de har betydelig mindre vekt enn i KPI.
- *Volatilitetsjustert.* Denne indikatoren skiller seg fra den *volatilitetsvektede* indikatoren ved at vektene er en kombinasjon av de opprinnelige KPI-vektene og vektene som er brukt i den *volatilitetsvektede* indikatoren. Siden energiprisene har forholdsvis høy vekt i KPI, vil de derfor ha noe større vekt i den *volatilitetsjusterte* enn i den *volatilitetsvektede* indikatoren. I begge indikatorene har imidlertid energiprisene betydelig mindre vekt enn i KPI.

Målt ved tolvånedersendringen i et trimmet gjennomsnitt var inflasjonen på 1,5 prosent i mai. Vektet median steg med 1,6 prosent de siste tolv månedene, mens den volatilitetsvektede indikatoren var 1,1 prosent høyere enn samme måned året før. Den volatilitetsjusterte indikatoren var 1,3 prosent høyere. Indikatoren hvor de 10 prosent mest volatile undergruppene er tatt ut, viste en tolvånedersvekst på 0,8 prosent. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var 0,7 prosent i mai.

Med utgangspunkt i de ulike indikatorene har vi anslått et intervall for underliggende inflasjon i figur 8. Grensene for intervallet er satt ved den indi-

katoren som er høyest og lavest til enhver tid. Det har vært en tendens til at KPI-JAE har ligget lavest av de ulike målene på underliggende inflasjon. Alle målene indikerer samtidig at inflasjonen har vært moderat de senere årene.

Bredden på intervallet kan være en indikasjon på hvor stor usikkerhet det er om den underliggende inflasjonen på et gitt tidspunkt. Sammenliknet med 2005 har avviket mellom de ulike indikatorene blitt større. Det kan tyde på usikkerheten om den underliggende inflasjonen er noe større nå enn i 2005.

¹ For en bred diskusjon av ulike mål på underliggende inflasjon, se for eksempel Silver, M. (2006): Core Inflation Measures and Statistical Issues in Choosing Among Them, IMF Working Paper No. 06/97. Se også Jonassen, M. og E.W. Nordbø (2006): Alternative indicators of core inflation for Norway. Tilgjengelig på <http://www.unece.org/stats/documents/2006.05.cpi.htm>.

² Trimmet gjennomsnitt og vektet median er basert på 146 undergrupper i KPI. Hver måned rangeres tolv månedersveksten i de ulike undergruppene i stigende rekkefølge, fra de prisene som falt mest til de prisene som økte mest. I det trimmede gjennomsnittet fjernes prisendringene som svarer til 10 prosent av KPI-vektene både øverst og nederst i fordelingen. Til sammen tas altså 20 prosent av vektgrunnlaget ut. Prisveksten beregnes på grunnlag av de resterende prisobservasjonene. Vektet median er et spesialtilfelle av trimmet gjennomsnitt. Her fjernes alle prisobservasjonene unntatt den midterste når det tas hensyn til varegruppens vekt i KPI.

³ Volatilitetsmålet vi har benyttet er standardavviket til den månedlige forskjellen mellom tolv månedersveksten i KPI og tolv månedersveksten i den respektive underindeksen.

⁴ Vektene er basert på volatilitetsmålet i den foregående indikatoren. Vekten til en underindeks i et gitt år bestemmes av den historiske volatiliteten i de ti foregående årene.

Anslagene i Inflasjonsrapport 1/06 og 2/06

I denne utdypingen analyseres endringene i anslagene fra forrige inflasjonsrapport. Endringene skyldes dels at utviklingen siden mars er blitt noe annerledes enn vi anslo. Det har også kommet ny informasjon om forhold som vil virke på økonomien i tiden fremover. I tillegg sammenliknes Norges Banks anslag for 2006 med andre institusjoners anslag.

Nyheter siden forrige inflasjonsrapport

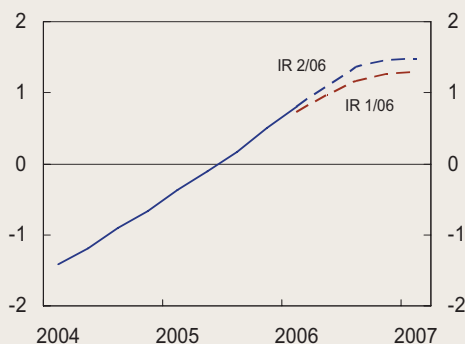
Den viktigste nye informasjonen siden forrige inflasjonsrapport er:

- Vårt anslag på produksjonsgapet det nærmeste året er oppjustert som følge av at veksttakten i BNP for Fastlands-Norge nå anslås noe høyere enn sist, se figur 1. Oppjusteringen av veksten skyldes i hovedsak høyere fastlandsinvesteringer og økt offentlig konsum.
- Sysselsettingen er blitt noe høyere enn anslått sist.
- Kronekursen har styrket seg, men høye eksportpriser demper de negative virkningene på lønnsomheten i eksportnæringene.
- Målt ved KPI-JAE har prisveksten vært noe lavere enn anslått. Prisveksten på norskpro-

duerte varer og tjenester har ikke tatt seg opp som ventet, se figur 2.

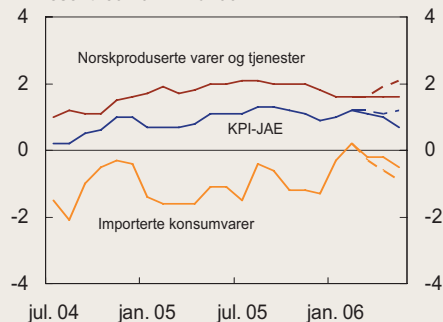
- Prisveksten målt ved KPI har vært høyere enn ventet. Det skyldes at energiprisene har økt mer enn ventet.
- Veksten hos Norges handelspartnere har så langt i 2006 vært noe sterkere enn ventet.
- Prisveksten internasjonalt ser ut til å bli litt høyere i år og neste år enn anslått sist. Dette reflekterer at kapasitetsutnyttningen internasjonalt har økt noe mer enn ventet, og at prisene på energi og andre råvarer er blitt noe høyere enn lagt til grunn.
- Våre anslag på veksten i offentlige utgifter er justert noe opp i 2008 og 2009, som følge av utsikter til at Statens pensjonsfond – Utland vil øke mer enn antatt de neste årene.

Figur 1 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i IR 1/06 og IR 2/06. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 1. kv. 07



Kilde: Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE.¹⁾ Totalt og fordelt etter leveringssektorer.²⁾ Faktisk prisvekst og anslag fra IR 1/06. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jul. 04 – mai 06



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Effektene på rentebanen

Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport er renteprognosen i denne rapporten noe høyere, anslagsvis $\frac{1}{4}$ prosentenheter som gjennomsnitt for 2007 og 2008, se figur 3.

Det største bidraget til endringen i rentebanen fra forrige inflasjonsrapport kommer fra sterkere vekst i norsk økonomi, som også vil bidra til høyere inflasjon. Sysselsettingen har skutt fart, og arbeidsledigheten faller nå raskt. Den høye oljeprisen har påvirket utsiktene for finanspolitikken. Dette trekker isolert sett i retning av en høyere rentebane enn i forrige rapport.

Lavere prisstigning og sterkere kronekurs enn ventet har trukket i retning av at prisveksten også fremover kan bli lavere enn tidligere anslått. Det har isolert sett trukket rentebanen ned. Samtidig kan mindre ledig kapasitet i verdensøkonomien og høye råvarepriser bidra til høyere prisstigning på varer som importeres til Norge. Det vil trekke rentebanen i motsatt retning.

Sterkere kronekurs vil også medføre at eksportbedriftenes inntekter reduseres. Det vil normalt dempe veksten i produksjonen og sysselsettingen og tilsi en lettere pengepolitikk. Mange eksportbedrifter opererer imidlertid nå på full kapasitet og har gode marginer til tross for den sterke kronen og et høyt norsk kostnadsnivå. Disse forholdene bidrar til å dempe de negative virkningene av sterkere kronekurs på produksjonen.

Endringer i anslagene fremover

Anslagene i denne rapporten bygger på at renten følger en utvikling som etter hovedstyrets vurdering gir en rimelig avveining av de hensyn Norges Bank skal legge vekt på i rentesettingen. I referansebanen øker renten – i små og ikke hyppige skritt – opp mot et mer normalt nivå, se figur 3. Denne utviklingen er nærmere omtalt i kapittel 1. Utenlandske renter forutsettes å øke gradvis de neste tre årene. Som i de foregående inflasjonsrapportene er Norges Banks prognoser basert på at rentene ute og hjemme på lengre sikt stiger noe raskere enn hva dagens beregnede terminrenter kan tyde på. Utviklingen i valutakursen er vanskelig å anslå, og kronekursen er nå sterkere enn anslaget i forrige rapport. Forløpet for renten hjemme og ute trekker trolig i seg selv ikke i retning av store endringer i kronekursen, se figur 4.

I denne inflasjonsrapporten anslår vi litt høyere vekst i BNP for Fastlands-Norge i år enn vi gjorde i den forrige rapporten, se tabell 1. Dette gir et høyere produksjonsgap, se figur 5. I 2007 ventes produksjonsgapet å være om lag $\frac{1}{4}$ prosentenheter høyere enn vi anslo sist.

Arbeidsledigheten har så langt utviklet seg om lag som anslått. Høyere etterspørsel og produksjon fremover bidrar imidlertid til at arbeidsmarkedet blir noe strammere i de to neste årene enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Med noe lavere arbeidsledighet vil veksten i reallønningene bli noe høyere i årene fremover enn det vi sist så for oss.

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Inflasjonsrapport 2/06. Endring fra anslag i Inflasjonsrapport 1/06 i parentes

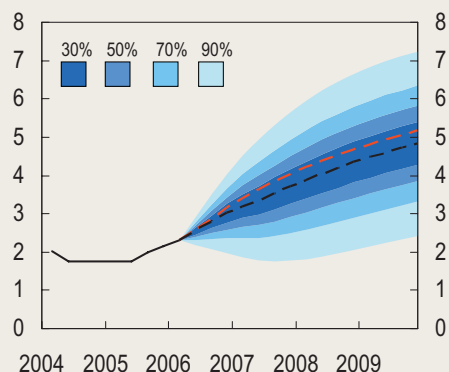
	2006	2007	2008	2009
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	$4\frac{1}{4}$ ($\frac{1}{2}$)	3 (0)	$2\frac{1}{2}$ (0)	$2\frac{1}{2}$ (0)
BNP Fastlands-Norge	$3\frac{3}{4}$ ($\frac{1}{4}$)	$2\frac{3}{4}$ (0)	$2\frac{1}{4}$ ($-\frac{1}{4}$)	$2\frac{1}{4}$ (0)
Sysselsetting	$2\frac{1}{4}$ ($\frac{1}{2}$)	1 (0)	$\frac{1}{2}$ ($-\frac{1}{4}$)	$\frac{1}{4}$ ($-\frac{1}{4}$)
AKU-ledighet (rate)	$3\frac{3}{4}$ (0)	$3\frac{1}{2}$ ($-\frac{1}{4}$)	$3\frac{1}{2}$ ($-\frac{1}{4}$)	$3\frac{3}{4}$ (0)
KPI-JAE ¹⁾	1 ($-\frac{1}{4}$)	$1\frac{1}{2}$ ($-\frac{1}{4}$)	2 ($-\frac{1}{4}$)	$2\frac{1}{2}$ (0)
KPI	$2\frac{1}{4}$ ($\frac{1}{2}$)	$1\frac{3}{4}$ (0)	2 ($-\frac{1}{4}$)	$2\frac{1}{2}$ (0)
Årslønn	4 (0)	$4\frac{3}{4}$ ($\frac{1}{4}$)	$4\frac{3}{4}$ (0)	$4\frac{3}{4}$ (0)

¹⁾ Justert for at reduserte maksimalpriser i barnehager reduserer veksten i KPI-JAE med anslagsvis 0,2 prosentenheter i 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Foliorente i referansebanen i IR 1/06 med usikkerhetsvifte og foliorente i referansebanen i IR 2/06 (rød linje). Prosent.

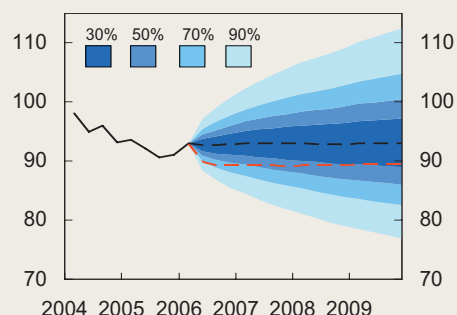
Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

Figur 4 Importveid valutakurs (I-44)¹⁾ i referansebanen i IR 1/06 med usikkerhetsvifte og I-44 i referansebanen i IR 2/06 (rød linje).

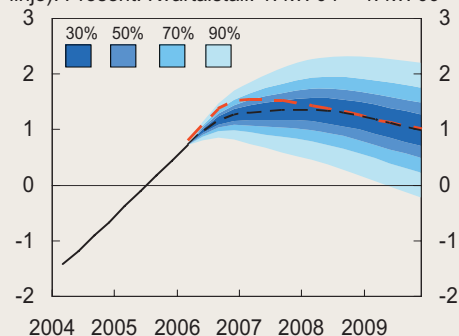
Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronekurs. Det er lagt til grunn at en gitt prosentvis styrking er like sannsynlig som en tilsvarende prosentvis svekkelse

Kilde: Norges Bank

Figur 5 Anslag på produksjonsgapet i referansebanen i IR 1/06 med usikkerhetsvifte¹⁾ og produksjonsgapet i referansebanen i IR 2/06 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09

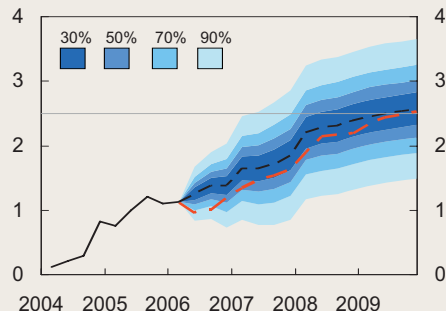


¹⁾ Det er i beregningen ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen

Kilde: Norges Bank

Figur 6 Anslag på KPI-JAE¹⁾ i referansebanen i IR 1/06 med usikkerhetsvifte og KPI-JAE i referansebanen i IR 2/06 (rød linje).

Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006. Andre mål på underliggende inflasjon er vist i en egen utdyping

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi har ikke gjort store endringer i anslagene for de ulike etterspørselskomponentene. Høyere boligpriser og aktivitet i boligmarkedet bidrar til at anslaget på veksten i boliginvesteringene er oppjustert i år og neste år. Sammen med noe sterkere økning i foretaksinvesteringer enn anslått sist ligger det an til relativt høy vekst i fastlandsinvesteringene de kommende årene. Anslagene for eksporten av tradisjonelle varer og tjenester er justert ned som følge av styrkingen av kronekursen den siste tiden.

Anslaget for inflasjonen målt ved KPI-JAE er justert ned. Endringen i inflasjonsanslaget er størst for inneværende år, se figur 6. En viktig grunn er at prisveksten så langt i år har vært lavere enn vi anslo i forrige rapport. Prisveksten i denne rapporten øker etter hvert noe raskere enn vi anslo i mars.

Høyere kapasitetsutnyttning og lønnsvekst bidrar til dette. Den sterkere kronekursen legger en demper på prisveksten i år og neste år, men deretter fases denne effekten ut. Som tidligere anslår vi at den gradvise økningen i renten etter hvert vil bringe kapasitetsutnyttningen ned slik at inflasjonen stabiliseres nær inflasjonsmålet.

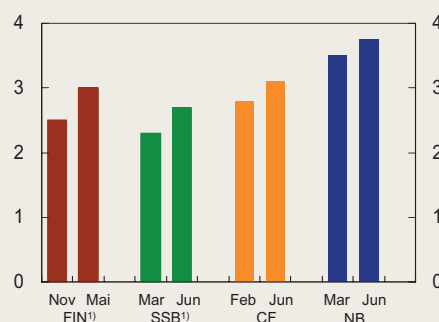
Andre institusjoners anslag

Norges Banks anslag på den økonomiske veksten i 2006 er høyere enn anslagene fra Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og gjennomsnittet i Consensus Forecast, se figur 7. Norges Bank anslår veksten i Fastlands-Norge til 3¾ prosent i år. Dette er ¼ prosentenheter høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Da Statistisk sentralbyrå publiserte sine prognoser i midten av juni, anslø de BNP-veksten for Fastlands-Norge til 2,7 prosent. Dette er opp fra 2,3 prosent i Økonomiske analyser fra mars. Finansdepartementet anslår i Revidert nasjonalbudsjett 2006 en BNP-vekst på 3 prosent for inneværende år. Dette er ½ prosentenheter høyere enn i Tilleggsproposisjonen fra november i fjor. For 2006 har SSB og Finansdepartementet redusert sine anslag for BNP-FN med henholdsvis 0,3 og 0,4 prosentenheter på grunn av lavere anslått kraftproduksjon. Norges Bank tar ikke hensyn til en mulig nedgang i kraftproduksjonen i sitt anslag for 2006. Gjennomsnittsanslaget fra Consensus Forecast er oppjustert siden forrige inflasjonsrapport. I februar var det gjennomsnittlige anslaget for veksten i Fastlands-Norge 2,8 prosent, mens det i juni var kommet opp på 3,1 prosent.

I denne inflasjonsrapporten anslår Norges Bank at prisveksten målt ved KPI-JAE i 2006 vil bli 1 prosent når det justeres for virkningen av reduserte maksimalpriser i barnehagene fra 2006, se figur 8. Reduserte barnehagepriser trekker ned veksten i KPI-JAE med anslagsvis 0,2 prosentenheter i 2006. Finansdepartementet anslår en vekst i KPI-JAE på 1¼ prosent i 2006. Anslaget er justert ned med ¼ prosentenheter siden november. Siden mars har Statistisk sentralbyrå nedjustert sitt anslag på KPI-JAE i 2006 med 0,4 prosentenheter til 0,9 prosent i 2006. Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå tar ikke hensyn til reduserte maksimalpriser i barnehagene i sine beregninger av KPI-JAE. Consensus Forecast samler ikke inn anslag på KPI-JAE.

Finansdepartementets anslag er fra 10. november 2005 og 12. mai 2006. Statistisk sentralbyrå offentliggjorde anslag 16. mars og 15. juni i år. Consensus Forecast samlet inn sine anslag 13. februar og 12. juni. Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene være ulik.

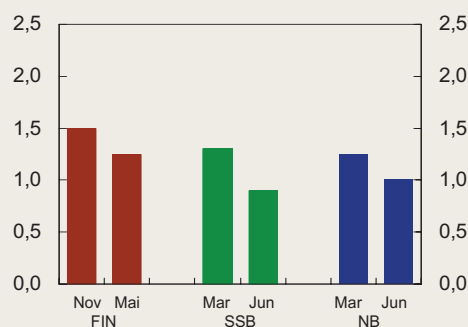
Figur 7 BNP Fastlands-Norge. De to siste publiserte anslagene for 2006. Prosentvis vekst



¹⁾ SSB og Finansdepartementet har redusert sine anslag for BNP-FN med hhv. 0,3 og 0,4 prosentenheter pga. lavere kraftproduksjon

Kilder: Tilleggsproposisjonen 2006, Revidert nasjonalbudsjett 2006, Økonomiske analyser 1/2006 og 3/2006, Inflasjonsrapport 1/06 og 2/06, Consensus Forecasts februar 2006 og juni 2006

Figur 8 KPI-JAE.¹⁾ De to siste publiserte anslagene for 2006. Prosentvis vekst



¹⁾ KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. I Norges Banks anslag er det i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Tilleggsproposisjonen 2006, Revidert nasjonalbudsjett 2006, Økonomiske analyser 1/2006 og 3/2006, Inflasjonsrapport 1/06 og 2/06

Utenlandsk arbeidskraft i Norge

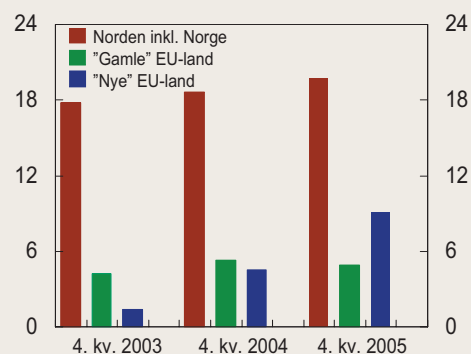
I de siste årene har utenlandsk arbeidskraft bidratt til å dempe presset på realressursene i Norge. I denne utdypingen gir vi en kort oversikt over hvor mange utlendinger som utfører arbeid i Norge og Norges Banks anslag på hvor mange årsverk denne arbeidskraften representerer.

Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) inkluderer alle sysselsatte personer som er registrert bosatte i Norge (Folkeregisteret). Ifølge AKU var 2 298 000 personer sysselsatte i 4. kvartal 2005. Nesten 160 000 av disse hadde annen landbakgrunn enn Norge. Nesten hele veksten i sysselsettingen fra 4. kvartal 2004 til 4. kvartal 2005 kom fra denne gruppen, se tabell 1a.

I tillegg kommer utlendinger som er i Norge i mindre enn seks måneder, og personer som reiser over grensen hver dag for å arbeide i Norge. Disse regnes ikke som bosatte og dekkes dermed ikke av den ordinære sysselsettingsstatistikken i AKU. Utenlandsk arbeidskraft på korttidsopphold i Norge registreres i ulike registre som arbeidstakerregisteret, lønns- og trekkoppgaverregisteret og i data fra Sentralskattekontoret for utenlandssaker. Én person kan finnes i flere registre. Statistisk sentralbyrå har koblet sammen de ulike registrene og oppgir tall for antall lønnstakere som ikke er registrert bosatte i Norge.¹ Disse tallene publiseres en gang i året (i juni) og dekker 4. kvartal året før. I 4. kvartal 2005 var det nesten 38 000 lønnstakere som ikke var registrert som bosatte i Norge, se tabell 1b. Antallet har økt de siste årene, særlig for personer

fra de nye EU-landene, se figur 1. Tallene dekker individuelle arbeidstakere samt ansatte i utenlandske firmaer som kommer inn på korttidsoppdrag i Norge. Tallene dekker imidlertid ikke selvstendig næringsdrivende. Statistikken gir kun informasjon om antall personer i 4. kvartal hvert år og ikke hvor mange som har utført lønnet arbeid i løpet av året. Det gis heller ikke informasjon om hvor stor del av året hver enkelt jobber i Norge. For å kunne anslå hvor stor den samlede tilgangen på arbeidskraft er i økonomien, må vi derfor gjøre et anslag på hvor mange normalårsverk arbeid utført av ikke-bosatte utlendinger representerer.

Figur 1 Lønnstakere ikke bosatt i Norge, etter landbakgrunn. Antall i tusen



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 1a Sysselsatte bosatt i Norge etter landbakgrunn. 4. kvartal 2005 og endring fra 4. kvartal 2004

	4. kvartal 2005	Endring	Endring i %
I alt	2 298 000	8 966	0,4
Norge	2 138 740	8	0
Norden	32 251	1 959	6,5
Gamle EU-land	20 920	1 540	7,9
Nye EU-land	10 359	2 563	32,9
Polen	6 738	1 921	39,9
Litauen	1 162	383	49,2
Andre land	95 730	2 896	3,1

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1b Lønnstakere ikke bosatt i Norge etter landbakgrunn. 4. kvartal 2005 og endring fra 4. kvartal 2004

	4. kvartal 2005	Endring	Endring i %
I alt	37 883	5 909	18,5
Norden inkl. Norge	4 012	-17	-0,4
"Gamle" EU-land	15 663	1 058	7,2
"Nye" EU-land	5 883	-396	-7,5
Polen	9 087	4 630	103,9
Litauen	5 879	2 945	102,5
Andre land	2 094	1 098	110,2
Andre land	4 238	634	17,6

Virkningen på ulike nasjonalregnskapsstørrelser av arbeid utført av utlendinger som ikke er bosatte i Norge, vil blant annet avhenge av om de er ansatt i en norsk bedrift eller om de er arbeidstakere i en utenlandsk bedrift som er innleid på oppdrag i Norge. Arbeid utført i norske virksomheter regnes som norsk produksjon, og dermed som del av BNP. Arbeid som utføres i utenlandske virksomheter, regnes som tjenesteimport. I begge tilfeller fører den økte tilgangen på arbeidskraft til at presset på realressursene i Norge reduseres. I våre anslag har vi derfor også tatt med utlendinger som er ansatt i utenlandske virksomheter.

Tabell 2 viser Norges Banks anslag for det årlige antallet arbeidere som ikke er bosatt i Norge. Tabell 3 viser anslag på hvor mange årsverk disse representerer. Anslagene tar utgangspunkt i 4. kvartals-tallene fra Statistisk sentralbyrå. I vårt anslag på det samlede antallet i løpet av året legger vi til grunn at antallet trolig er høyere i andre perioder av året enn i 4. kvartal. Videre tar vi hensyn til at selvstendig næringsdrivende ikke omfattes av statistikken fra Statistisk sentralbyrå. Vårt anslag på antall hele årsverk er basert på at personene gjennomgående er her i mindre enn et halvt år. På den andre siden er trolig den gjennomsnittlige arbeidstiden per uke noe høyere enn en normalarbeidsuke.

Målt i antall personer anslår vi at antall utlendinger² som arbeidet i Norge uten å være registrert bosatt, økte fra vel 46 000 personer i 2004 til om lag 57 000 i 2005. Ifølge våre anslag utgjorde de 2½ prosent av den samlede sysselsettingen i 2005. Hadde den offisielle statistikken for antall sysselsatte i AKU også omfattet disse arbeidstakerne, ville årsveksten i sysselsettingen i 2005 økt fra 0,6 prosent til 1,0 prosent. Vi venter noe lavere vekst fra 2005 til 2006. Dette er blant annet basert på utviklingen så langt i år i antall innvilgede arbeidstillatelser fra UDI og på tall fra Sentralskattekontoret for utenlandssaker. Fra 2007 til 2009 legger vi til grunn at omfanget av utenlandsk arbeidskraft vil holde seg stabilt. Målt i antall årsverk anslår vi at omfanget av utenlandsk arbeidskraft på korttidsopphold i Norge utgjorde 1¾ prosent av det samlede antall årsverk i 2005. Vi legger til grunn at veksten i disse årsverkene fremover vil øke i takt med veksten i antall sysselsatte utlendinger ikke bosatt i Norge.

Tabell 2 Anslag for antall sysselsatte personer ikke bosatt i Norge. Antall i tusen personer. Årstall

	2004	2005	2006
I alt	46,4	57,1	68,3
Norge	4,0	4,0	4,0
Norden	19,1	20,4	21,4
Gamle EU-land	8,5	7,8	8,2
Nye EU-land	9,0	18,2	27,3
Andre land	5,8	6,8	7,8

Kilde: Norges Bank

Tabell 3 Anslag for antall årsverk utført av personer ikke bosatt i Norge. Antall i tusen. Årstall

	2004	2005	2006
I alt	27,3	32,8	38,5
Norge	3,2	3,2	3,2
Norden	12,4	13,2	13,9
Gamle EU-land	4,3	3,9	3,9
Nye EU-land	4,5	9,1	13,6
Andre land	2,9	3,4	4,0

Kilde: Norges Bank

¹ Sysselsatte og arbeidsledige på korttidsopphold i Norge

² Omfatter også nordmenn som er bosatt i utlandet, men pendler til arbeid i Norge

Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i Fastlands-Norge

Norges Banks prognoser er et viktig grunnlag for pengepolitikken. I artikkelen *Prognosearbeidet i Norges Bank* i Penger og Kreditt 2/2006 gjøres det rede for hvordan anslagene i inflasjonsrapportene utarbeides. I arbeidet med anslagene bruker vi en makromodell, men denne modellen er først og fremst egnet for bruk til mer langsiktige prognoser. Anslagene for de nærmeste kvartalene er i stor grad basert på løpende statistikk, informasjon fra Norges Banks regionale nettverk og anslag fra en rekke statistiske og økonometriske modeller. De publiserte anslagene er et resultat av en samlet vurdering.

Vi bruker to ulike tilnæringsmåter for å anslå utviklingen i BNP for Fastlands-Norge i de neste kvartalene. I den første tilnærmingen lager vi anslag på importen og de ulike etterspørselskomponentene, slik som privat og offentlig konsum, realinvesteringer og tradisjonell eksport. Ved å legge sammen etterspørselskomponentene og trekke fra importen får vi anslag på BNP. I tillegg benytter vi enkle statistiske modeller for å anslå BNP-veksten direkte.¹

I denne utdypingen beskriver vi modellene vi bruker til å anslå BNP-veksten direkte. Vi drøfter også prognoseegenskapene til de forskjellige modellene. Videre sammenlikner vi anslagene fra Inflasjonsrapport 2/05 med de anslagene disse modellene ville gitt på det tidspunktet anslagene i rapporten ble laget. Til slutt viser vi hva disse modellene anslår om utviklingen i BNP i de neste tre kvartalene.

Korttidsmodeller for BNP

Vi benytter følgende typer modeller for å anslå BNP-veksten direkte:

- *ARIMA-modeller* (AutoRegressive Integrated Moving Average). Dette er modeller som kun utnytter den historiske variasjonen i en enkelt tidsserie. Anslag fra en ARIMA-modell vil derfor være en funksjon av historiske verdier av variabelen selv og av historiske feil, gitt modellen. Fremskrivninger med denne typen modeller kan dermed ses på som en avansert form for ekstrapolasjon, og har vist seg å gi gode
- kortsiktige prognoser for mange variable. Vi benytter en ARIMA-modell som tar hensyn til BNP-veksten ett til fire kvartaler tilbake.
- *Klassiske VAR-modeller* (Vector AutoRegressive). Slike modeller tar utgangspunkt i historiske sammenhenger mellom to eller flere variable. Modellene tar hensyn til at variablene kan påvirke hverandre gjensidig. En VAR-modell med k endogene variable inneholder derfor et system med k likninger, en for hver variabel i modellen. Alle variablene er en funksjon av tilbake-daterte verdier av seg selv og av de andre variablene. En bivariat VAR-modell inneholder to variable. Vi benytter over 50 bivariate VAR-modeller, der BNP-veksten inngår sammen med blant annet kredittvekst, arbeidsmarkedsdata, produksjonsindekser, Norsk Gallups trendindikator for husholdningene, data fra Konjunkturbarometeret og investeringstillingen for industrien.
- *Bayesianske VAR-modeller; BVAR*. I slike modeller pålegges *a priori* restriksjoner på en VAR-modell. Restriksjonene kan være basert på innsikt fra økonomisk teori, for eksempel at verdien av en variabel går mot sin likevektsverdi på lang sikt. Restriksjonene testes. Vi benytter en BVAR-modell med følgende variabler: BNP, konsumpriser og renter for Norge og handelspartnerne samt konkurransekursindeksen.²
- *Enkle indikatormodeller* for BNP. Det foreligger månedlig indikatorstatistikk før kvartalstallene for BNP publiseres vel to måneder etter kvartalets utløp. Indikatorer som samvarierer med BNP og som dekker hele eller deler av et ikke-publisert kvartal i nasjonalregnskapet, kan brukes til å fremskrive BNP for dette kvartalet. Vi benytter en indikatormodell for BNP som inneholder effekter av industriproduksjon, sysselsetting, detaljhandel, hotellovernattinger og igangsetting av bygg. For å anslå BNP for Fastlands-Norge fremover, kan forklaringsvariablene i indikatormodellen fremskrives ved hjelp av ARIMA-modeller. Vi benytter også en indikatormodell for BNP basert på informasjon fra Norges Banks regionale nettverk.

I tiden fremover vil vi videreutvikle modellene beskrevet ovenfor.³ Vi tar også sikte på å lage liknende modeller for de ulike etterspørselskomponentene av BNP. Videre vil vi utvikle og ta i bruk andre typer modeller for å anslå utviklingen i BNP på kort sikt.

Modellenes prognoseegenskaper

Et viktig element i vurderingen av de ulike modellene er deres prognoseegenskaper. For å undersøke disse egenskapene har vi laget "historiske" anslag og beregnet standardavvikene til prognosefeilene på ett til fire kvartalers sikt, se tabell 1.

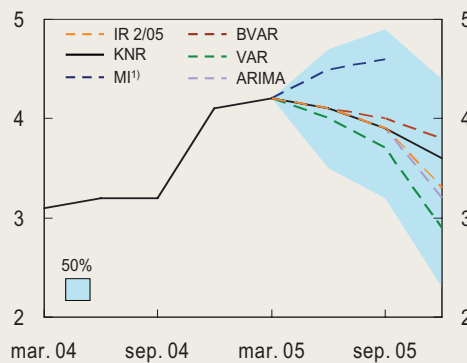
I tabellen rapporteres standardavvikene til prognosefeilene for hver enkelt horisont. Den andre kolonnen viser standardavvikene til prognosefeilene fra ARIMA-modellen. I den tredje kolonnen står standardavvikene til prognosefeilene basert på gjennomsnittlige prognoser fra de ti beste VAR-modellene.⁴ I den neste kolonnen finner vi standardavvikene fra BVAR-modellen. Den nest siste kolonnen viser standardavviket til prognosefeilen fra en "naiv" modell, der den sesongjusterte veksten fremover er lik veksten i det siste kjente kvartalet. For modellen basert på månedsindikatorerne i den siste kolonnen har vi kun laget historiske anslag for ett kvartal fram.

Alle modellene gir bedre anslag enn den "naive" modellen for alle horisonter. ARIMA-modellen og gjennomsnittet av de ti beste VAR-modellene har lavest standardavvik for anslag ett og to kvartaler fram. ARIMA-modellen er også best for horisonter opp til fire kvartaler, mens de beste VAR-modellene gir dårligere prognoser enn de andre modellene for horisonter over to kvartaler.

Sammenlikning av modellanslag med korttidsanslag fra Inflasjonsrapport 2/05

I Inflasjonsrapport 2/05 ble det publisert korttidsanslag for sesongjustert BNP-vekst. BNP-anslagene for 2. til 4. kvartal av 2005 ble laget med utgangspunkt i en samlet vurdering av anslått utvikling i etterspørselen, anslag fra ARIMA-modellen og anslag fra korttidsmodellen basert på månedsindikatorerne (MI-modell). Figur 1 viser de publiserte anslagene sammen med anslagene fra ARIMA- og MI-modellene. Figuren viser også den faktiske BNP-veksten, anslag fra BVAR-modellen og gjennomsnittlige anslag fra de ti beste VAR-modellene. Anslagene er laget på grunnlag av den informasjonen som forelå i juni i fjor. Viften representerer historisk usikkerhet rundt anslagene på BNP-veksten. Det er 50 prosent sannsynlighet for at den faktiske BNP-veksten vil ligge i det blå feltet. Anslagene fra rapporten og anslagene fra de fleste modellene

Figur 1 BNP Fastlands-Norge. Faktisk og anslag for 2. kv. 05 – 4. kv. 05. Firekvartalersvekst. Prosent. Sesongjustert



¹⁾ Månedssindikatormodell

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1 Standardavvik til prognosefeil¹⁾²⁾. Anslag med horisont fra 1 til 4 kvartaler

Horisont	ARIMA	VAR ³⁾	BVAR	Naiv modell	Månedssindikatormodell
1	0,69	0,66	0,78	1,27	0,80
2	0,79	0,77	0,97	2,00	
3	0,95	1,69	1,15	2,53	
4	1,27	1,47	1,44	3,42	

¹⁾ Målvariabelen er firekvartalersveksten i BNP for Fastlands-Norge

²⁾ Prognosefeilene er fremkommet på følgende måte: Modellene ble først estimert på data frem til 1. kvartal 2000. Estimeringsresultatene ble så benyttet til å lage anslag for BNP-veksten for de neste kvartalene. Estimeringsperioden ble deretter utvidet med ett kvartal, og nye anslag for BNP-veksten ble laget. Prosedyren ble gjentatt helt til tredje kvartal 2005 var inkludert i estimeringsperioden. Tallene i tabellen er basert på 20 anslag for hver av de fire prognosehorisontene. Standardavvikene til prognosefeilene er beregnet som $(\sum e^2/N)^{1/2}$ hvor e er prognosefeilen og N (=20) er antall prognosefeil som er summert

³⁾ Gjennomsnitt av de 10 VAR-modellene som har minst prognosefeil på de ulike prognosehorisontene

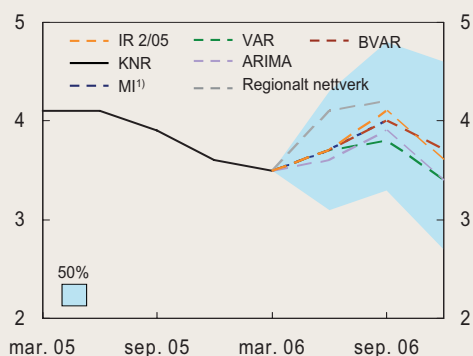
Kilde: Norges Bank

traff den faktiske BNP-veksten godt de første to kvartalene. For 4. kvartal i 2005 traff anslagene fra rapporten og BVAR- og ARIMA-modellene den faktiske veksten rimelig godt, mens anslaget fra VAR-modellene var $\frac{3}{4}$ prosentenheter for lavt.

Korttidsanslag i Inflasjonsrapport 2/06

Figur 2 viser anslag på firekvartalersveksten i BNP Fastlands-Norge fra de statistiske korttidsmodellene, sammen med de anslagene som etter en samlet vurdering er lagt til grunn i denne inflasjonsrapporten. De statistiske modellene gir et forholdsvis likt bilde av BNP-veksten fremover. Modellen basert på informasjon fra Norges Banks regionale nettverk indikerer høyest vekst. Anslagene i Inflasjonsrapport 2/06 er i tråd med anslagene fra de statistiske modellene.

Figur 2 BNP Fastlands-Norge. Anslag for 2. kv. 06 – 4. kv. 06. Firekvartalersvekst. Prosent. Sesongjustert



¹⁾ Månedssindikatormodell

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Referanser

Clements, M.P. og D.F. Hendry (2002): "Pooling of forecasts", *Econometric Journal*, vol. 5, s. 1–26

Gerdrup, K. R., R. Hammersland og B. E. Naug (2006) "Finansielle størrelser og utviklingen i realøkonomien", *Penger og Kreditt*, 2/2006

Kloster, A og K. Solberg-Johansen (2006): "Prognosearbeidet i Norges Bank", *Penger og Kreditt*, 2/2006

¹ Flere sentralbanker, blant dem Sveriges Riksbank, arbeider med slike modeller. Se utdypingen *BNP-indikatorer* i Inflasjonsrapport 2005:3 fra Sveriges Riksbank.

² Beregningene er blant annet basert på et program for estimering og evaluering av VAR- og BVAR-modeller fra Sveriges Riksbank.

³ Vi vil blant annet innarbeide effekter av flere finansielle variable enn de som inngår i modellene i dag. Finansielle størrelser kan være egnet som ledende indikatorer for utviklingen i realøkonomien, se artikkelen *Finansielle størrelser og utviklingen i realøkonomien* i *Penger og Kreditt* 2/2006.

⁴ Studier tyder på at et gjennomsnitt av slike modellanslag kan treffe bedre over tid enn anslag fra enkeltmodeller hver for seg. Se blant andre Clements og Hendry (2002).

Oversikt over utdypinger 2002-2006

2 / 2006:

Penger, kreditt og priser – en monetær kryssjekk
Prisutviklingen den siste tiden
Anslagene i Inflasjonsrapport 1/06 og 2/06
Utenlandsk arbeidskraft i Norge
Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i Fastlands-Norge

1 / 2006:

Valg av rentebane i prognosearbeidet
Prisutviklingen den siste tiden
Produktiviteten i Fastlands-Norge
Rentemarkedet og konjunktursiktene i USA
Anslagene i Inflasjonsrapport 3/05 og 1/06
Etterprøving av anslagene for 2005

3 / 2005:

Usikkerhet i fremtidig rente
Treffsikkerheten i de kortsiktige renteforventningene
Usikkerheten i produksjonsgapet
Økt import fra lavkostland
Virkninger av høy oljepris på verdensøkonomien
Anslagene i Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05

2 / 2005:

Utviklingen i kronekursen
Anslagene i Inflasjonsrapport 1/05 og 2/05

1 / 2005:

Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten
Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?
Lav inflasjon i Norden
Utviklingen i husholdningenes gjeld
Etterprøving av Norges Banks anslag for 2004

3 / 2004:

Estimert relasjon for rentesettingen
Utviklingen i husholdningenes gjeld
En foreløpig vurdering av anslagene i Inflasjonsrapport 2/04
Norges Banks valutakjøp til oppbygging av Statens petroleumsfond
Overskuddet på driftsbalansen og etterspørselen etter norske kroner

2 / 2004:

Økt antall virkedager i 2004
Finansiell stabilitet
Norges Banks anslag på produksjonsgapet
Endrede inflasjonsforventninger?

En foreløpig vurdering av anslagene i Inflasjonsrapport 1/04
Hva ligger bak oppgangen i terminprisene for olje?

1 / 2004:

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

3 / 2003:

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

2 / 2003:

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

1 / 2003:

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

3 / 2002:

Hovedkursteorien i ny form

2 / 2002:

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

1 / 2002:

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

Vedlegg I

Regionalt nettverk

Norges Banks regionale nettverk

Norges Banks regionale nettverk ble etablert høsten 2002, og består av bedrifter, organisasjoner og kommuner i hele landet. Gjennom fem runder i året har vi samtaler med ledere fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter og næringer, til sammen rundt 290 besøk i hver runde. Utvalget av kontakter gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk. Totalt antall kontakter tilknyttet nettverket er om lag 1500 personer. Hver av disse blir kontaktet cirka en gang per år.

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

spesielt opptatt av. I tillegg vil det regionale nettverket kunne gi oss innsikt i virkninger av spesielle hendelser eller brukes til å undersøke aktuelle problemstillinger. Offisiell statistikk vil fortsatt være hovedgrunnlaget for oppfatninger om tilstanden i økonomien, men tidsetterslep og revideringer knyttet til slik statistikk gjør det nyttig med 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 disse 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)	Senter for Økonomisk Forskning ved NTNU
Region Nordvest (Møre og Romsdal, Sogn og Fjordane)	Møreforskning Molde
Region Sørvest (Rogaland og Hordaland)	IRIS
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

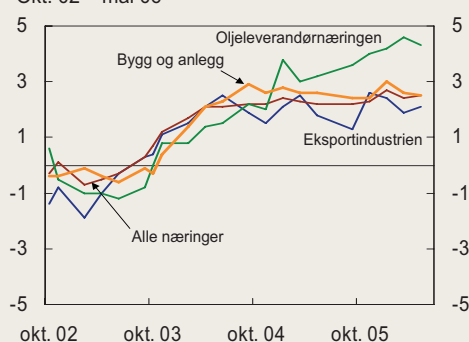
Oppsummering av kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport

I kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport, gjennomført i mars og mai, er det til sammen gjennomført samtaler med om lag 580 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummeringer fra hver region fra runden i mai blir lagt ut på Norges Banks nettsider 30. juni. Sammendraget nedenfor er basert på regionale rapporter fra instituttene som er ansvarlige for de forskjellige regionene, og er ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen.

Etterspørsel, produksjon og markedsutsikter

Inntrykket fra bedriftene i det regionale nettverket er at det fortsatt er god vekst i norsk økonomi, se figur 1. Veksten er sterkest innen bygg og anleggsvirksomhet, næringsrettet tjenesteyting og i oljerelevante virksomheter. Den økonomiske aktiviteten er størst i region Sørvest og lavest i Nord-Norge og Innlandet. Grovt sett synes det som om veksten langs kysten fra sør til Midt-Norge primært er oljedrevet, mens veksten i østlandsregionene stimuleres kraftig av tjenesteyting rettet mot næringslivet.

Figur 1 Norges Banks regionale nettverk. Vekst i etterspørsel og produksjon. Indeks¹⁾. Okt. 02 – mai 06



¹⁾ Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/05 for nærmere omtale

Kilde: Norges Bank

Hjemmemarkedsindustrien rapporterer om god vekst i etterspørsel og produksjon i alle regioner, og veksten i denne næringen er bredt fundert. Både produsenter av varige forbruksvarer som møbler og båter og leverandører til bygg og anlegg melder om økt etterspørsel. Avisene og mediehusene opplever sterk vekst som følge av stor etterspørsel etter annonser i både stillings- og eiendomsmarkedet.

Eksportindustrien er det samlet sett god vekst. Oppdrettsnæringen er optimistisk, med økende etterspørsel etter norsk laks og høye priser. I fiskerinæringen er bildet mer variert. Enkelte produsenter har problemer med råstofftilgangen, og i tillegg preges utviklingen av den sterke kronkursen. Eksportrettet teknologindustri opplever sterk vekst, mens signalene fra prosessindustrien er blandet. Høye priser gir vekst innen aluminium og jernmalm, mens høye kraftpriser har bidratt til redusert produksjon av ferrosilisium. Det er økende bekymring for kronkursen i eksportindustrien og konkurranseutsatt hjemmemarkedsindustri. Samtidig er inntrykket at bedriftenes valutastyring er bedre i dag enn for 3-4 år siden.

Oljeleverandørnæringen rapporterer om fortsatt sterk vekst, både hjemme og i eksportmarkedet. Høy oljepris og store investeringer preger fortsatt aktiviteten for virksomheter som er knyttet opp mot oljesektoren. I tillegg til leting og drift i tradisjonell forstand, er det økt aktivitet på småfelt, lengre driftstid på eksisterende installasjoner og gjenåpning av stengte felt.

Bygg og anlegg melder om fortsatt god vekst til tross for et høyt aktivitetsnivå. Ordreserven i mange bedrifter utgjør minst ett års produksjon. Aktiviteten er høyest langs kysten fra Sør til Nordvest. Det er fortsatt høy boligbygging, og god vekst innen anlegg, næringsbygg og offentlige bygg. Alle bedriftene melder om større eller mindre kapasitetsproblemer. Flere aktører velger sine kunder med omhu og prioriterer lønnsomhet fremfor ytterligere vekst. Mangel på arbeidskraft er en begrensende faktor, og flere søker utenlands for å øke kapasiteten.

I varehandelen er veksttaket god. Salget av boligrelaterte varer som byggevarer, elektronikk og møbler øker, og det er fortsatt sterk vekst i etterspørselen etter fritidsbåter. Utviklingen for klær, sko og dagligvarer er mer moderat.

Veksten i *tjenesteyting rettet mot næringslivet* har stabilisert seg på et høyt nivå. Spesielt sterk er veksten i de tjenestetunge regionene Øst og Sør. Denne næringen gjenspeiler aktiviteten i andre deler av økonomien. I regionene med sterk vekst på områder som industri og oljeleverandørnæringen, øker også etterspørselen innen tjenesteyting rettet mot

næringslivet. Dette gjelder særlig på Vestlandet og i Midt-Norge. Etterspørselen etter konsulent- og rådgivningstjenester har økt i alle regioner, spesielt på Østlandet. Høy aktivitet i økonomien generelt og på børsen spesielt, bidrar også til sterk vekst i finansbransjen. Et strammere arbeidsmarked med til dels sterk konkurranse om arbeidskraft, gir fortsatt kraftig vekst innen arbeidsformidling. Reiseliv og hotell- og restaurantbransjen nyter også godt av det høye aktivitetsnivået i næringslivet og stor reiselyst.

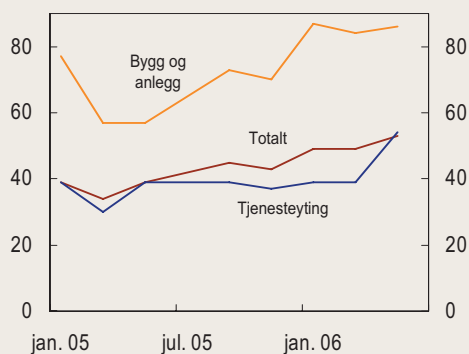
Veksten innen *tjenesteyting rettet mot husholdningene* er lavere enn for næringsrettet tjenesteyting. Det er imidlertid god vekst i det private bankmarkedet, og hoteller og restauranter opplever hyppigere besøk.

Markedsutsiktene for de neste seks månedene peker i retning av at veksten vil holde seg høy i alle sektorer. Størst vekst forventes i oljeleverandørnæringen og tjenesteyting rettet mot næringslivet.

Kapasitetsutnyttning og investeringer

Totalt oppgir 53 prosent av bedriftene i intervju-runden i mai at de vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å møte en vekst i etterspørselen, se figur 2. Dette er en økning fra 49 prosent i de to foregående rundene i år og høyere enn høsten 2005. Fortsatt er det bygg og anlegg og oljerelatert industri som har minst ledig kapasitet, men kapasitetsproblemene innen tjenesteyting har økt fra tidligere intervjurunder.

Figur 2 Kapasitetsutnyttning. Regionalt nettverk. Andel som svarer at de har noen eller betydelige problemer med å møte en etterspørselsøkning. Prosent. Jan. 05 – mai 06



Kilde: Norges Bank

Det meldes om moderat til god vekst i investeringsplanene de neste 6-12 månedene i alle næringene. 40 prosent av virksomhetene planlegger å øke investeringene, mens 10 prosent vil redusere investeringene. Den sterkeste veksten forventes i industrien og kommune- og sykehussektoren. I eksportindustrien investeres det på bred basis i kapasitet, produksjonsutstyr, produktforbedring og effektivisering. I kommune- og sykehussektoren investeres det i barnehager, skoler, sykehjem og psykiatri.

Sysselsetting og arbeidsmarked

Sysselsettingen øker i alle sektorer. Sammenliknet med i vinter registreres det nå også vekst i sysselsettingen i kommune- og sykehussektoren. De neste tre månedene forventes det økt sysselsettingsvekst i alle sektorer unntatt industrien, som venter en noe lavere veksttakt. 40 prosent av alle virksomheter mener tilgangen på arbeidskraft utgjør en begrensende faktor for produksjonen. Dette er en økning fra i vinter og bekrefter tilstrømmingen i arbeidsmarkedet. I bygg og anlegg melder tre av fire bedrifter at mangelen på arbeidskraft legger begrensninger på omsetningen. Industri og tjenesteyting rapporterer i stadig større grad om problemer med tilgang på arbeidskraft. I industrien er det mangel på ingeniører og fagarbeidere, mens det innen tjenesteyting blant annet er vanskelig å skaffe ingeniører og økonomer i konsulent-, revisjons- og rådgivningsbransjen.

Kostnader, priser og lønnsomhet

Forventningene til årslønnsveksten i 2006 er høyere nå enn tidligere i år. I gjennomsnitt ventes det en årslønnsvekst på 4¼ prosent. I privat sektor forventes en lønnsvekst i intervallet 4-5 prosent. Høyest vekst ventes innen tjenesteyting, mens det innen industri og varehandel ventes lavest lønnsvekst. Prisene øker i alle næringer med unntak av varehandel. Prisveksten er sterkest i eksportindustrien, oljerelaterte virksomheter, bygg og anlegg og næringsrettet tjenesteyting. Sammenliknet med i vinter er prisveksten nå høyere innen eksport og tjenesteyting mot næringslivet. I overkant av halvparten av bedriftene venter uendret prisvekst de neste 12 månedene, mens vel en fjerdedel venter høyere prisvekst. Lønnsomheten forbedres i alle sektorer. Offshoreindustrien skiller seg ut med sterk vekst i lønnsomheten, men også eksportindustrien, bygg og anlegg og tjenesteyting har god lønnsomhet.

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

2 brødre
3T Produkter AS
Abeo AS
AC Nielsen Norge AS
Adecco region Øst
Advanced Production and Loading AS
Advokatfirmaet Schjødt AS
Aetat Sør-Trøndelag
Aetat Vest-Agder
Aetat Vestfold
Ahl Sell Norge AS
Air Products AS
Airlift AS
AIT Trykk Otta AS
Ajilon Norway AS
Aker Kværner ASA
Aker Kværner Offshore Partner AS
Aker Kværner Verdalen AS
Aker Langsten AS
Aker Seafoods J. M. Johansen AS
Aker universitetssykehus HF
Aker Yards Aukra AS
Akerhus fylkeskommune
Akershus Universitetssykehus
Akvasmart
Albert E Olsen AS
Alexandra Hotel AS
Alfr. Nesset AS
Allianse AS
Alphatron AS
Alta Kommune
Alu-rehab AS
American Express
Anleggsgartnerfirma Strandman AS
Arendal Auto AS
Arendal kommune
AS Nesseplast
Asker kommune
Askim kommune
Asplan Viak AS
Atlantic Auto AS
Aure Kommune
Axxessit ASA
Bakers AS
Barel AS
Bautas AS
Bennett Bti Nordic Norge AS
Berendsen Tekstil Service AS
Bergen kommune
Berg-Hansen Reisebureau AS
Bertel O. Steen AS
BeWi Produkter AS
Biobag International AS
Birkenes kommune
Bjørn Bygg AS
BKK
Black Design AS
Block Berge Bygg AS
Block Watne AS
Bodø Transport & Caravan AS
Bohus Bomøbler AS
Boliden AS
Borealis Arkitekter AS
Br. Dyrøy AS
Br. Reme AS
Bravida Sørøst AS
Bright ID AS
Brude Safety AS
Brødrene Bakk AS
Brødrene Sperre AS
Buer Entreprenør AS
Bussbygg AS
Bussen Trafikkselskap AS
Byggma ASA
Byggmester Grande AS
Bærum kommune
Bærum Rørleggerbedrift AS
Bølgen og Moi
Båtservice Holding ASA
CC Martn
Charlotte Gaver & Interiør AS
CHC Norway
Christie & Opsahl AS
City Syd AS
Clear Channel Norway AS
Comfort Hotel Hammer AS
Comrod AS
Connex Vest AS
ConocoPhillips Norge
Coop Elektro
Coop Inn-Trøndelag BA
COOP NKL BA
Coop Nordfjord og Sunnmøre BA
COOP Sambo BA
Coop Sunndalsøra BA
CSC Solutions
CTM UTVIKLING AS
Dale of Norway
Dale og Bang kommunikasjon AS
DDB Oslo AS
Deloitte Norge AS
Demex AS
Den Nationale Scene
Den Norske Bank ASA, Region Sørlandet
Destinasjon Skeikampen AS
Diakonhemmet
Dinamo Norge AS
DIPLOM-IS AS
DNH Den Norske Høytalerfabrik AS
Dokka Fasteners
Domstein ASA
Drag Industrier AS
Drammen kommune
E. A. Smith - Bodø A/S
EFD Induction AS
Eidsvaag AS
Eiendomsmegler 1 AS
Eigersund Kommune
Einar Valde AS
Elektrotema Agder AS
Elkem Aluminium ANS
Elkem Mosjøen
Elkjøp Giganten Forus
ELKJØP Stormarked Skien
Eltek Energy AS
Elvemo og Hjertås Bygg AS
Emma EDB AS
Engerdal kommune
Enghav Domstein
Ernst & Young AS
Ernst & Young AS Tromsø
ESMERALDA AS
Euronics Norge AS
Eurosko Norge AS
Evje- og Hornnes kommune
Fagbokforlaget
Fame fotografene AS
Farstad Shipping AS
Ferner Jacobsen AS
Fesil ASA
Findus Norge AS
Finny Sirevaag AS
First Securities ASA
First Victoria Hotel
Fjellpulken AS
Fjord 1
Fjord 1/MRF
Fjord Seafood Norway AS
Fjordkjøkken AS
Fjordline -Bergen
Fjällräven AS
Fokus Bank ASA
Fokus Bank Tromsø
Fosnavaag Seafood AS
Franzefoss Pukk AS
Fresenius Kabi Norge AS
Fritjof Kristiansen AS
Frøya kommune
Fundia Armeringsstål AS
Fundo Wheels AS
Fædrelandsvennen AS
Geelmuyden Kiese AS
Geoservice AS
Gilde Bøndernes Salgslag BA
Gilde Nord Norges Salgslag BA
GILDE Norsk Kjøtt AS
Gilde Vest BA
Gilstad Trelast AS
Gjensidige Forsikring
Gjestal Spinneri ASA
Gjøvik kommune
Glava AS
Goman Bakeriet Trondheim AS
Gozzi AS
Grieg Logistics AS, avd. Kristiansund
Gro Industrier AS
Grunnfjell Nord AS
Grytnes Entreprenør AS
Gunnar Karlsen AS
Gunnar Klo AS
Gyldendal ASA
H.J Økelsrud
Hadsel Kommune
Hafjell Alpsenter AS
Hamar kommune
Hank Sport AS
Harila Tromsø AS
Harstad kommune
Hatteland Group
Hedalm Anebyhus AS, region Nord-Vest
Hedmark Eiendom AS
Helgeland Sveiseindustrier AS
Helly Hansen Spesialprodukter AS
Helse Finnmark
Hepro AS
Herlige Stavanger AS
Hitra kommune
Horn Slakteri AS
Hotell Refsnes Gods AS
Hov Dokka AS
Hovden Møbel AS
Hunter Douglas Norge
H-vinduet Vatne AS
Hydro Aluminium AS
Hydro Aluminium Profiler AS
Hydro Polymers AS
Hydrolift
Haaland Installasjon AS
Hårek
ICA Distribusjon AS
Ikea AS
Ikon AS
InMedia AS
Interfil AS
Intersport Lillehammer AS
Intra AS
IPEC Kristiansand AS
ISS Norge AS
ISS Renhold Region Vest
It Partner Tromsø AS
Itet AS
Ivar Mjåland AS
Iver Bil AS
Jadarhus
JC Jeans & Clothes AS
Jernia ASA
Jiffy Products International AS
Johansen TH & Sønner AS
JOTUN AS
Julius Maske AS
Jørstad AS
Jøtul ASA
K. Haneseth AS
Kantega AS
Kappahl AS
Karmsund Maritime Service AS
KENO reklame AS
Kewa Invest AS
Kino1 Stavanger
Kitron Arendal AS
Kiwi Norge AS
Klausengruppen AS
Kleive Betongbygg AS
Klæbu kommune
Klaastad Brudd DA
Komplett ASA
Kongsberg Automotive ASA
Kongssenteret
Kongsvinger kommune
KPMG Trondheim
Kristiansand Næringsforening
Krogsveen Tromsø AS
Kroken Caravan AS
Kruse Smith AS
Kvestor Eiendomsmegling AS
Kynningsrund AS
Lafopa Industrier AS
Landskapsentreprenørene AS
Landteknikk Fabrik AS
Lefdal Elektromarked AS Lade
Leiv Sand Transport AS
Lerum Fabrikker AS
Lerøy Midnor AS
Lillesand produkter AS
Lindesnes kommune
Lindstrøm Hotel AS
Link Arkitekter AS
Lofoten Not & Trål
Lofoten Pelagiske AS
Lund kommune
Løvenskiold Handel AS
Löwini Bodø AS
M. Peterson & Søn AS
Madsen Bil AS
Majas Salong AS
Maritime Hotell Flekkefjord
Maritime Pusnes AS
Martin M.Bakken AS
Meca Norway AS
Melbu Systems AS
Melby Snekkerverksted AS
Mesta AS
Minera AS
Mjosundet Båt og Hydraulikk AS
Mjøsplast A.S
Moelven Østerdalsbruket
Moi Rør AS
Molde Kommune
Montér
Multimaskin AS
My Travel
Møre Båtservice AS
Møre og Romsdal Fylkeskommune

Møre og Romsdal Kornsilø ANS
Mørekjøtt AS
Nannestad kommune
Narud –Stokke-Wiig Arkitekter AS
NCC Roads AS
Nera Networks AS
Nesje AS
Neste Stopp AS
Nexans Norway AS
NOR- DAN AS
NOR Tekstilservice AS
Norac AS
Norbohus Vinstra AS
Norbook AS
Norconsult AS
Nordea Bank Norge ASA
Nordek AS
Nordic Comfort Products AS
Nordic Semiconductor ASA
Nordlaks AS
Nordlandsbanken ASA
Nordlandssykehuset
Norengros Johs Olsen AS
Norges Handels- og Sjøfartstidende AS
Norisol Norge AS
Norlense AS
Norsk AS
Norsk Sjømat AS
Norsk Systemplan og Enøk AS
Norske Skogindustrier ASA Skogn
Nortroll AS
Notar Eiendom AS
Nycomed Pharma AS
Nygård Trevarefabrikk AS
Nylander Næringsmegling AS
NYMO AS
Næringsforeningen i Trondheim
Næringsråd i Arendal kommune
Nøstet Kjetting AS
Oasen
Oddstøl Elektronikk AS
Olafsen Transport AS
Ole K. Karlsen Entreprenør AS
Oljedirektoratet
Opera Software ASA
Oppland Entreprenør AS
Optimera Vest
Oras Nordland AS
Oras Trondheim AS
Os kommune
Oslo Entreprenør AS
Osram AS
Otta Sag og Høvleri AS
Ottar Kristoffersen Eftf. AS
Owens Corning Fiberglas Norway AS
PA Consulting Group AS
Pareto Securities AS
Partner Møte AS
Partner Reisebyrå AS
Paulsen Eiendom AS
PDC Tangen AS
PEAB AS
Pedersens Lastebiltransport AS
Per Solem Arkitektkontor AS
Per Strand AS
Personalservice AS
Petoro
PGS Production Group
Pitney Bowes avd Eidsiva
PLASTAL AS
Plasto AS
PLAST-sveis AS
Polimoon AS
Pon Power
Porsgrunds Porselænsfabrik AS
Powel ASA
PriceWaterhouseCoopers
PricewaterhouseCoopers DA

Prior Norge BA
Procter & Gamble
Proffice AS
Profil Lakkerings AS
Prosafe ASA
Proxll AS
På Håret AS
Radisson SAS Hotel Tromsø
Rambøll Norge AS
Rana Gruber AS
Rana Kommune
Rana Plast AS
Rapp Hydema AS
Rasmussen K A AS
Rec Sitech AS
Reinertsen Anlegg AS
Reinertsen Engineering AS
Rema 1000
Remvik & Standal AS
Remøy Shipping AS
Restco AS
Rica Hotel Hamar AS
Rica Hotel Norge AS
Rica Hotels ASA
Rica Hotels Midt-Norge AS
Rica Maritim Hotel
Rieber & Søn ASA
Rieber & Søn Elverum
Ring Mekanikk AS
Ringsaker kommune
Rio Doce Manganese Norway AS
Robinson Scandinavia AS
Rockwool AS
Rofiskgruppen AS
Rogaland Elektro AS
Rogaland Fylkeskommune
Rolfsen AS
ROM Eiendomsutvikling AS
Romerike Trelast AS
Romsdals Budstikke AS
Rosenborg Malerforretning AS
Royal Garden Hotell
Rygge kommune
Rød Tråd AS
Safari
Saga Boats AS
Samarbeidende Revisorer AS
Sandefjord kommune
SandnesGarn
Santo AS
SAP Norge AS
Scandic Hotell
ScanPartner AS
Schenker Linjegods AS
Schlumberger
SEB Kort AB, Oslofilialen
Securitas - Regionkontor Bergen
Sengemakeriet Gullaksen Møbler AS
Sentrum Regnskap - Hitra
SG Equipment Finance AS
SG-Finans AS
Siemens AS
Silvinova AS
Simon Møkster Shipping AS
SinkaBerg-Hansen AS
SINTEF konsernstab
Sjåtil og Fornæss AS
Skagen Fondene
Skanska Norge AS
Skarvik AS
Skeidar AS avd. Ålesund
Skien kommune
Skjalg A. Pettersen AS
Skretting AS
Smurfitt Norpapp AS
Solstrand Fjordhotell AS
Sortland Elektro AS
Sortland Reisebyrå AS
Sparebank 1 Nord-Norge, region

Nordland
Sparebank 1 Vestfold
Sparebank1 Romsdals Fellesbank
Sparebanken Hedmark
Sparebanken Ørsta Volda
Sparebanken Øst
Spærre Støperi AS
Sport 1 Gruppen AS
Sportshuset AS
Sprice AS
St. Olavs Hospital
Stabburet AS
Stantek Kongsvinger AS
Star Tour
Statens Vegvesen Region Sør
Stavanger kommune
Steertec Raufoss AS
Stordal kommune
Stordal Møbler AS
Stormoa Butikkssenter
Strømsholm Fiskeindustri AS
Subsea7 AS
Sunnmørsposten AS
Surnadal Transport AS
Sykehuset i Vestfold HS
Sykehuset Telemark HF
Syljuåsen AS
Sylteosen Betongvarefabrikk AS
Sørensen Maskin AS
Sør-Trøndelag fylkeskommune
T.Stangeland Maskin AS
Tanabygg AS
Taubåtkompaniet AS
Technor ASA
Teknisk Bureau AS
Tema Eiendomsselskap AS
Thon Hotel Nordlys
TIBE Reklamebyrå AS
Tine Meierier Vest
Tine Meierier Øst BA
Titania AS
Topp Auto AS
Torpa Bilruter AS
Toten Bygg og Anlegg AS
Toten Transport A/L
Totens Sparebank
Toyota Hell Bil AS
Toyota Nordvik AS
Toyota Norge AS
Trafikk & Anlegg AS
Trioiving AS
Trondheim kommune
Trondheim Stål AS
Trondheim Torg
Trysilfjellet BA
TV 2 Gruppen AS
TV Nordvest AS
Tvedestrand kommune
Tyrholm & Farstad AS
Tønsberg kommune
Umoe Catering AS
Umoe IKT AS
UPC
Valldal Høvleri AS
Valle sparebank
Varden AS
Vefsn Kommune
Vegdirektoratet
Veidekke ASA
Verdal kommune
Vestbase AS
Vesteråls-Revisjon AS
Vestre Toten kommune
Vestvik Reklame AS
Vestvågøy Kommune
Vetco Aibel AS
Vikomar AS
Vital næringseiendom AS
Vizrt

Vokks Installasjon AS
Volmax AS
Våler Bygg AS
Wennberg Trykkeri AS
Wenaas AS
Westnafa Industrier AS
Westres Bakeri AS
Widerøe Internett AS
Widerøes Flyveselskap ASA
Wiersholm Mellbye & Bech Adv. AS
Windy Boats AS
Xerox AS
Yara International ASA
YIT Building Systems AS
Øster Hus Bygg AS
Østerdal Billag AS
Østereng & Benestad AS
Øveraasen AS
Øyer kommune
Åge Nilsen AS
Ålesund Kommune
Ålesund Storsenter AS
Aarbakke AS
Årdal Stålinndustri AS
Aarsland Møbelfabrikk AS
Aas Mek. Verksted AS
Aasen Bygg AS

Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten

Dato	Foliorente ¹⁾	Endring
Kommende møter		
13. desember 2006		
1. november 2006		
27. september 2006		
16. august 2006		
Tidligere rentemøter		
29. juni 2006	2,75	0
31. mai 2006	2,75	+0,25
26. april 2006	2,5	0
16. mars 2006	2,5	+0,25
25. januar 2006	2,25	0
14. desember 2005	2,25	0
2. november 2005	2,25	+0,25
21. september 2005	2	0
11. august 2005	2	0
30. juni 2005	2	+0,25
25. mai 2005	1,75	0
20. april 2005	1,75	0
16. mars 2005	1,75	0
2. februar 2005	1,75	0
15. desember 2004	1,75	0
3. november 2004	1,75	0
22. september 2004	1,75	0
11. august 2004	1,75	0
1. juli 2004	1,75	0
26. mai 2004	1,75	0
21. april 2004	1,75	0
11. mars 2004	1,75	-0,25
28. januar 2004	2	-0,25
17. desember 2003	2,25	-0,25
29. oktober 2003	2,5	0
17. september 2003	2,5	-0,5
13. august 2003	3	-1
25. juni 2003	4	-1
30. april 2003	5	-0,5
05. mars 2003	5,5	-0,5

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig kjøp av varer og tjenester	Real-investeringer F-Norge	Olje-investeringer ¹⁾	Eksport av trad. varer	Import
1998	2,6	4,1	2,7	3,3	8,6	22,2	5,4	8,5
1999	2,1	2,7	3,3	3,2	-0,1	-13,1	2,2	-1,8
2000	2,8	2,5	3,9	1,3	-1,2	-23,0	5,1	2,7
2001	2,7	2,1	1,8	5,8	4,3	-4,1	1,5	0,9
2002	1,1	1,4	3,0	3,7	2,5	-5,3	0,4	0,7
2003	1,1	1,4	2,9	1,3	-3,7	16,1	4,4	1,1
2004	3,1	3,8	4,7	2,2	7,8	7,8	3,4	8,9
2005	2,3	3,7	3,4	1,5	8,8	15,6	5,8	7,4
2005 ²⁾ 1.kv	0,2	0,6	0,2	0,3	-4,6	-1,8	-0,4	-2,0
2.kv	1,0	0,9	2,0	0,4	4,5	9,5	-0,8	3,9
3.kv	0,8	0,6	0,6	-0,2	1,1	-4,9	4,3	3,6
4.kv	0,3	1,3	-0,0	0,4	7,9	14,5	2,1	1,4
2006 ²⁾ 1.kv	0,6	0,6	1,6	1,2	-5,3	-16,0	-1,1	0,9
Nivå 2005, mrd kroner	1904	1410	796	388	252	88	230	534

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Tolvmåneders-vekst i prosent	KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPI-JA ²⁾	KPI-JE ³⁾	HKPI ⁴⁾
1998	2,3			2,9	2,0
1999	2,3			2,3	2,1
2000	3,1			2,3	3,0
2001	3,0	2,6	3,2	2,4	2,7
2002	1,3	2,3	2,2	1,6	0,8
2003	2,5	1,1	2,5	1,0	1,9
2004	0,4	0,3	0,0	0,8	0,6
2005	1,6	1,0	1,2	1,4	1,5
2005 jan	1,1	0,7	0,5	1,2	1,0
2005 feb	1,0	0,7	0,4	1,3	0,8
2005 mar	1,0	0,7	0,5	1,1	0,8
2005 apr	1,3	0,8	0,8	1,3	1,1
2005 mai	1,6	1,1	1,2	1,5	1,4
2005 jun	1,7	1,1	1,3	1,4	1,6
2005 jul	1,4	1,1	1,1	1,4	1,3
2005 aug	1,9	1,3	1,5	1,6	1,8
2005 sep	2,0	1,3	1,7	1,6	2,1
2005 okt	1,8	1,2	1,5	1,4	1,8
2005 nov	1,8	1,1	1,5	1,4	1,8
2005 des	1,8	0,9	1,5	1,3	2,0
2006 jan	1,8	0,8	1,5	1,1	1,8
2006 feb	2,6	1,0	2,3	1,2	2,7
2006 mar	2,4	0,9	2,2	1,1	2,4
2006 apr	2,7	0,8	2,6	1,1	2,8
2006 mai	2,3	0,7	2,1	1,0	2,5

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

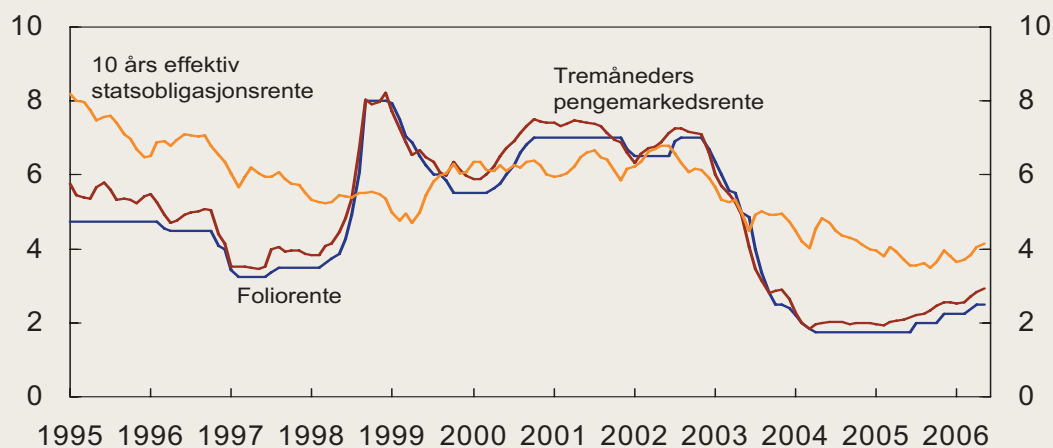
3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

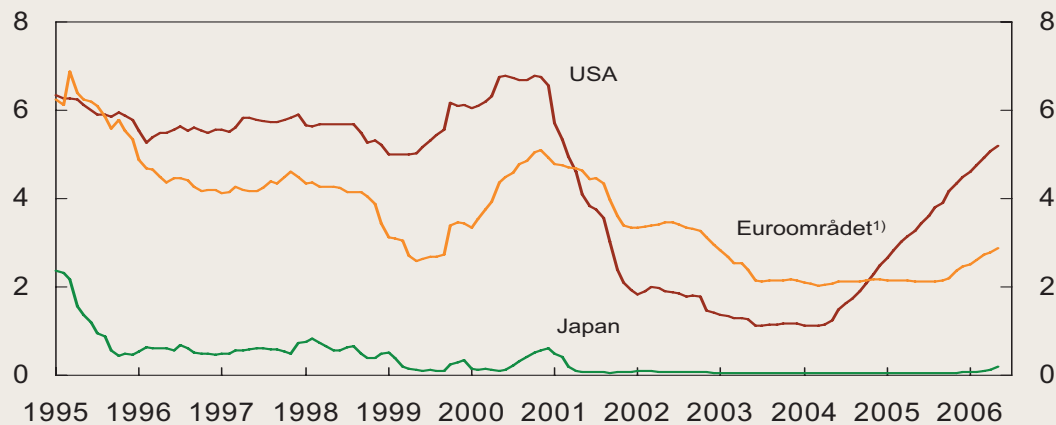
Figurer

Figur 1 Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, foliorenten og 10 års statsobligasjonsrente. Månedstill. Jan. 95 – mai 06



Kilde: Norges Bank

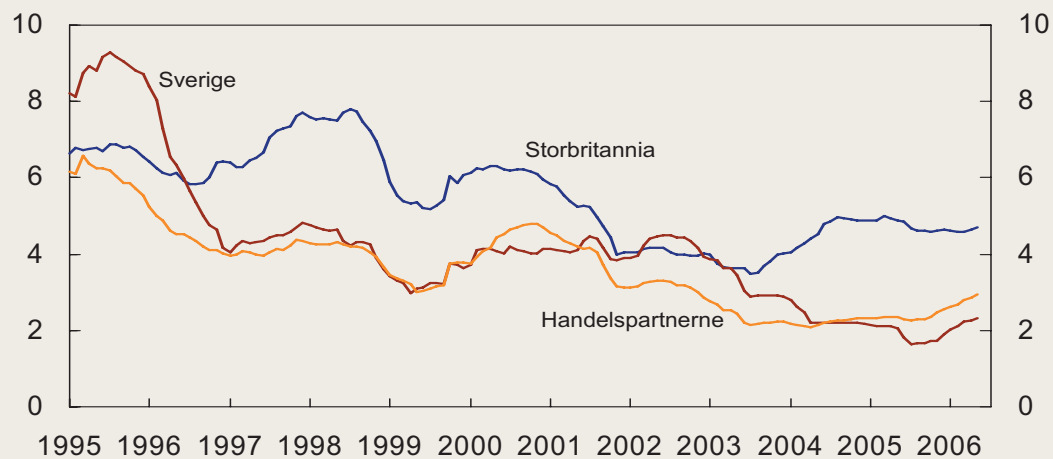
Figur 2 Tremåneders renter i USA, euroområdet og Japan. Månedstill. Jan. 95 – mai 06



¹⁾ Teoretisk ECU-rente tom. des. 98

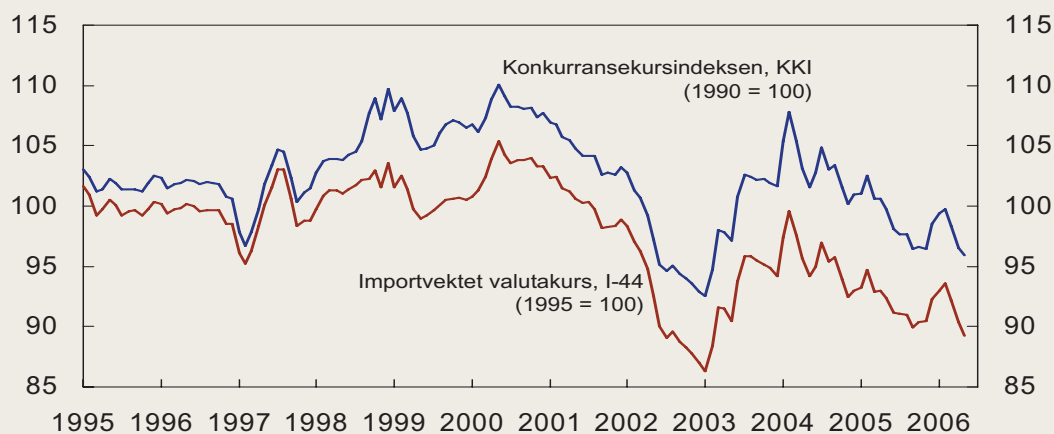
Kilde: EcoWin

Figur 3 Tremåneders renter i Storbritannia, Sverige og hos handelspartnerne. Månedstill. Jan. 95 – mai 06



Kilder: EcoWin og Norges Bank

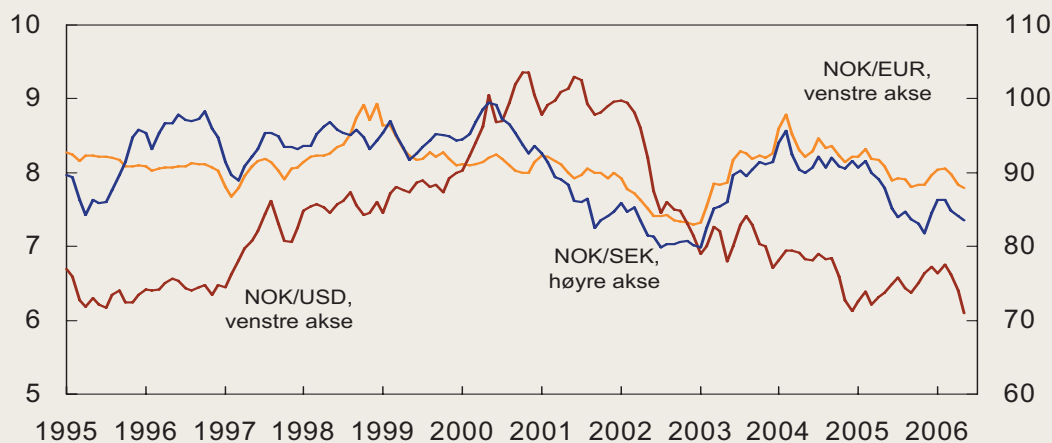
Figur 4 Konkurranskursindeksen og importvættet valutakurs I-44.¹⁾
Månedstill. Jan. 95 – mai 06



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

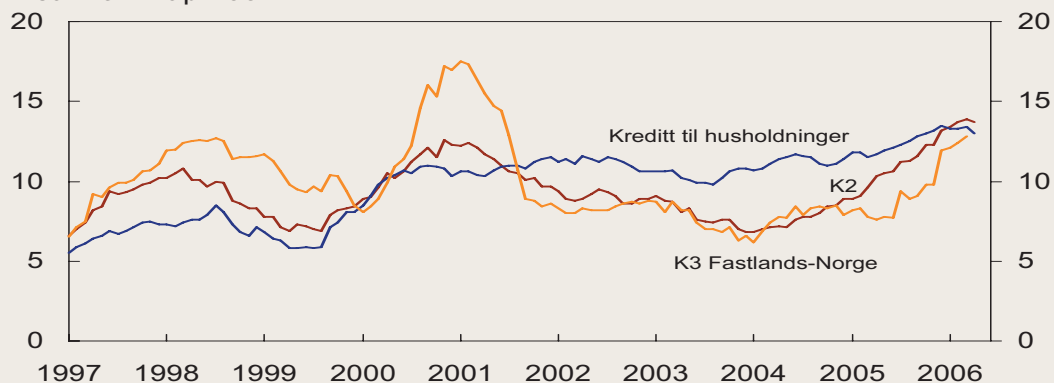
Figur 5 Bilaterale valutakurser.¹⁾ Månedstill. Jan. 95 – mai 06



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

Figur 6 Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3)¹⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent.
Jan. 97 – apr. 06



¹⁾ K3-tallene er betydelig revidert fra tidligere versjoner som følge av en omlegging i utenlandskomponenten i K3, se <http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/k3/k3metan.htm> for nærmere forklaring.

Kilde: Norges Bank

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2006 – 2009

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels- partnerne ¹⁾	Euro- landene ²⁾
2005	3,5	2,7	1,1	1,4	1,8	2,7	2,5	1,4
Anslag								
2006	3¼	3	1¾	2	2¼	3¾	3	2
2007	2¾	2	1½	2	2½	2¾	2½	2
2008	3	1½	1½	2	2½	2½	2½	2
2009	3	1¼	1½	2	2½	2¼	2½	2

1) Eksportvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

2) Vekter fra Eurostat

Kilder: IMF, OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år
Anslag for 2006 – 2009

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels- partnerne ¹⁾	Euro- landene ²⁾
2005	3,4	-0,3	1,9	1,9	2,0	0,5	2,0	2,2
Anslag								
2006	3½	¾	2	2	2¼	1½	2¼	2¼
2007	2½	1	2½	1¾	2	2¼	2¼	2¼
2008	2½	1¼	1¾	2	2	2¼	2¼	2
2009	2½	1¼	1¾	2	2	2	2	2

1) Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

2) HKPI. Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

Kilder: IMF, OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 5 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2005	2005	Anslag			
			2006	2007	2008	2009
Realøkonomi						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	1435	3,8	4¼	3	2½	2½
- Privat konsum	796	3,4	3½	3¼	2½	2¼
- Offentlig konsum	388	1,5	3	1¾	3¼	3¼
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge ²⁾	252	8,8	8	4¾	2¼	1½
Oljeinvesteringer ³⁾	88	15,6	5	0	-5	0
Tradisjonell eksport	313	4,8	6¼	3¾	3¼	3¼
Import ²⁾	534	7,4	6¼	3¾	2	2¾
BNP	1904	2,3	2½	3½	3	1½
BNP Fastlands-Norge	1410	3,7	3¾	2¾	2¼	2¼
Potensielt BNP Fastlands-Norge		2¾	2½	2½	2½	2½
Produksjonsgap Fastlands-Norge ⁴⁾		0	1¼	1½	1¼	1
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting		0,7	2¼	1	½	¼
Arbeidsstyrke, AKU		0,8	1½	¾	½	½
Registrert ledighet (rate)		3,5	2¾	2½	2½	2¾
AKU-ledighet (rate)		4,6	3¾	3½	3½	3¾
Priser og lønninger						
KPI		1,6	2¼	1¾	2	2½
KPI-JAE ⁵⁾		1,0	1	1½	2	2½
Årslønn ⁶⁾		3¼	4	4¾	4¾	4¾
Rente og valutakurs						
Foliorente (nivå)		1,9	2¾	3¾	4½	5
Importveid valutakurs (I-44) ⁷⁾		91,9	90¼	89¼	89¼	89½

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

2) Anslagene omfatter ikke importen av to fregatter i 2006 og en fregatt hvert år i årene 2007-2009. Hver fregatt koster anslagsvis 3,5 milliarder kroner

3) Utvinning og rørtransport

4) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom faktisk og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

5) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for at reduserte maksimalpriser i barnehager reduserer veksten i KPI-JAE med anslagsvis 0,2 prosentenheter i 2006

6) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Prognosene inkluderer anslåtte kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon

7) Nivå. Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

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

