

Norges Banks rapportserie  
Nr. 4-2005

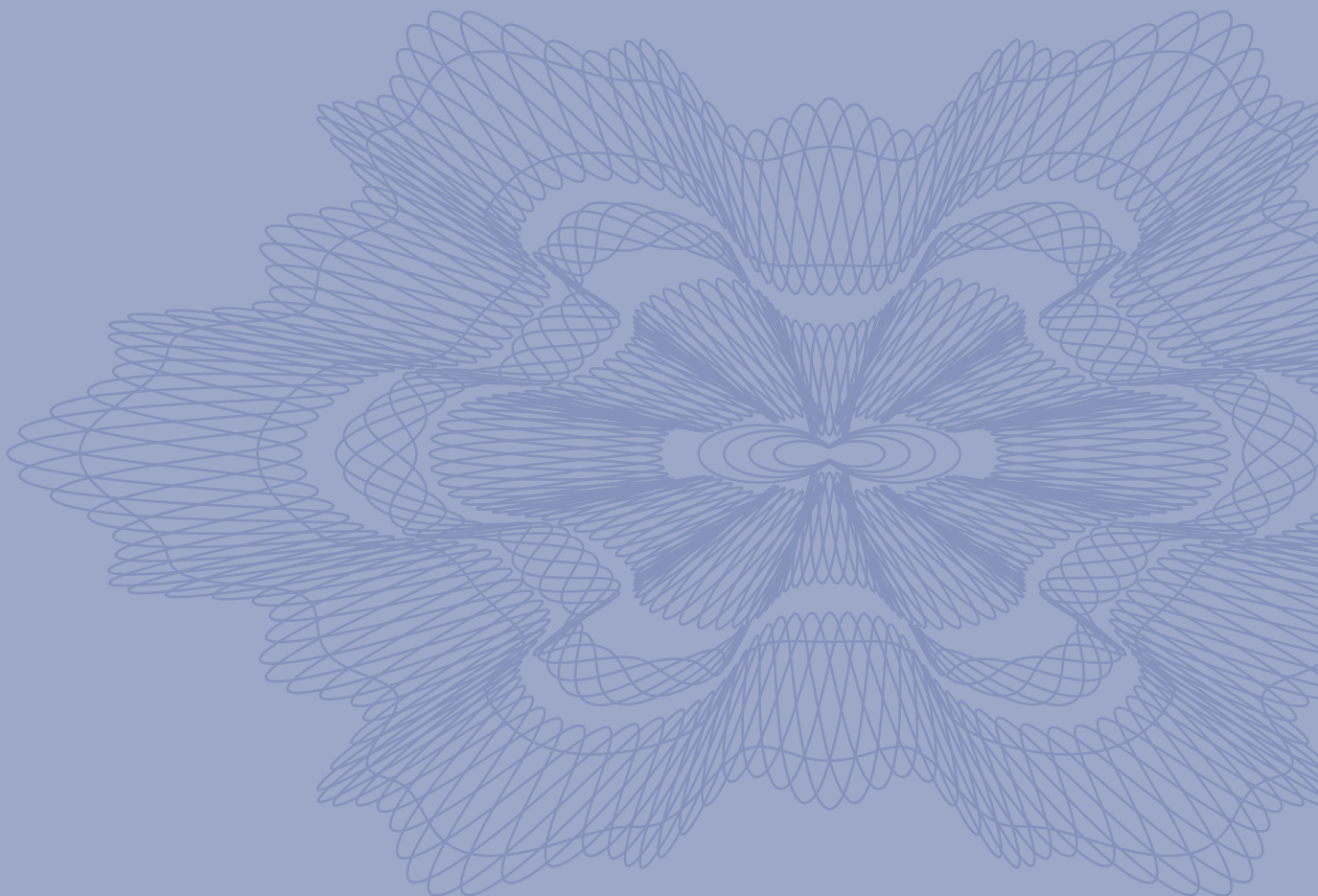


# Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

3  
05

n o v e m b e r



# Norges Banks inflasjonsrapport med pengepolitiske vurderinger

Norges Banks inflasjonsrapport publiseres tre ganger i året, mars, juni og november. I rapporten analyseres utviklingen i inflasjon, produksjon og etterspørsel de tre neste årene.

Hovedstyret i Norges Bank har i møter 17. oktober og 2. november drøftet hovedlinjene i inflasjonsrapporten og sluttet seg til analysene og anslaget for den fremtidige renteutviklingen i rapporten. På bakgrunn av drøftingen ble det 2. november vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 16. mars 2006. Strategien er gjengitt i kapittel 1. I perioden er det rentemøter i hovedstyret 14. desember, 25. januar 2006 og 16. mars 2006.

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

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

Norges Bank, Abonnementservice  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 Oslo

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

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem (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 3/2005

## med pengepolitiske vurderinger

Leder	5
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	6
- Konklusjoner – pengepolitisk strategi	17
2. Den økonomiske situasjonen	23
3. Utsiktene fremover	37
Utdypinger	47
Vedlegg	59

Rapporten er basert på informasjon fram  
til og med 27. oktober 2005.

Den pengepolitiske strategien i kapittel I ble vedtatt av hovedstyret

2. november 2005

# 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](http://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

## *Norges Banks renteanslag*

Den lave renten og forventninger om fortsatt lav realrente bidrar til at konjunkturoppgangen fortsetter. God vekst i andre land, bedret bytteforhold mot utlandet og høyere etterspørsel fra petroleumsnæringen er også viktige faktorer bak oppgangen. Produksjonen i Fastlands-Norge vil vokse markert gjennom hele året, og det er utsikter til fortsatt høy vekst neste år. Kapasitetsutnyttningen i økonomien har tiltatt og er nå trolig blitt høyere enn sitt normale nivå.

Etter en tid med svært lav konsumprisvekst er det utsikter til at inflasjonen igjen stiger raskere. Det er likevel betydelige forskjeller i prisveksten mellom ulike varer og tjenester. Norge nyter på den ene siden fortsatt godt av en stadig åpnere verdenshandel. Importen øker fra land hvor prisnivået er lavt sammenliknet med vårt. Det gir prisfall på flere konsumvarer. På den andre siden har økt produksjon i store land som Kina og India samtidig ført til høyere priser på energivarer. Den samlede konsumprisveksten har derfor tiltatt, både hjemme og ute.

De særskilte argumentene for en svært lav rente i Norge er noe svekket. Utsiktene og analysene taler for en gradvis økning i renten mot et mer normalt nivå, men vi venter at tilpasningen vil skje i små og ikke hyppige skritt. Anslagene i denne rapporten kan tilsi at renten vil øke med om lag 1 prosentpoeng i løpet av det neste året. Dette samsvarer med forventningene blant aktørene i penge- og valutamarkedet. På to til tre års sikt forventer vi en videre gradvis økning i renten. Våre anslag på renten litt lenger fram er noe høyere enn fremtidsrentene i finansmarkedet, men markedsrentene i Norge og andre land kan være trukket ned av særskilte forhold i verdensøkonomien.

Vi må være forberedt på at utsiktene for renten vil endre seg over tid. Uventede forstyrrelser ute og hjemme vil påvirke utsiktene for inflasjonen og produksjonen og dermed også utsiktene for renten. De senere årene har for eksempel veksten i konsumprisene vært svært lav, dels som følge av sterkere konkurranse her hjemme og dels som følge av at norske importører har flyttet sine innkjøp til land med lavt prisnivå. Vi kan ikke utelukke fortsatt økt konkurranse og prisfall på importerte varer. Lavere inflasjon og mindre press i økonomien tilsier eventuelt mindre hyppige renteendringer. På den annen side vil fortsatt høy vekst i økonomien med tiltakende knapphet på ressurser kunne komme til å trekke i motsatt retning. En markert økning i kapasitetsutnyttningen og høyere inflasjon enn vi nå anslår, kan innebære en raskere økning i renten.

Hovedstyret har sluttet seg til analysene og anslaget for den fremtidige renteutviklingen i denne rapporten. Forløpet for renten som skisseres, gir en rimelig avveining mellom de hensyn Norges Bank skal legge vekt på i pengepolitikken. Med utgangspunkt i denne analysen har hovedstyret vedtatt en strategi for pengepolitikken de kommende fire månedene. Det er hovedstyrets vurdering at styringsrenten bør ligge i intervallet 2-3 prosent i perioden fram til midten av mars, gitt at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. Hovedstyret vil vurdere styringsrenten i de kommende rentemøtene med utgangspunkt i den vedtatte strategien.

2. november 2005  
Svein Gjedrem

# 1 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

Norges Bank legger til grunn en fleksibel inflasjonsstyring, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt i rentesettingen. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikens langsiktige oppgave, som er å holde inflasjonen på målet og forankre inflasjonsforventningene, og det mer kortsiktige hensynet til å stabilisere den realøkonomiske utviklingen.

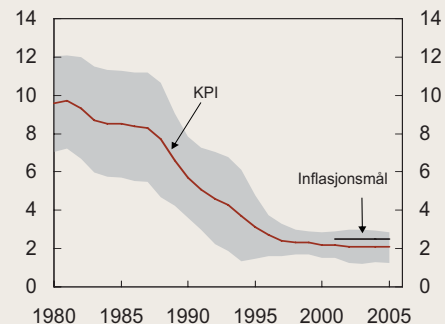
Inflasjonen stabiliserte seg gjennom 1990-tallet, etter å ha kommet ned fra et høyt nivå i tiåret før, se figur 1.1. Samtidig har variasjonen i realøkonomien vært avtakende, se figur 1.2.

Lave renter og forventninger om lav realrente har bidratt til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har tatt seg opp de siste årene. Bedret bytteforhold mot utlandet, oppgang internasjonalt og nye etterspørselsimpulser fra petroleumsnæringen har også vært viktige faktorer bak konjunkturoppgangen. Veksten i økonomien er høy, og kapasitetsutnyttningen har etter hvert kommet noe over sitt normale nivå. Inflasjonen, som i fjor vår var nær null, har tatt seg opp.

Siden forrige inflasjonsrapport har produksjonen utviklet seg om lag som ventet. Antall sysselsatte har vokst mer moderat de siste årene enn i den tilsvarende fasen av konjunkturoppgangene på 1980- og 90-tallet. Samtidig vokser arbeidsstyrken. Erfaringene kan tilsi høyere vekst i sysselsettingen i 2006, det tredje året i oppgangen. Veksten i totalt utførte timeverk har derimot så langt vært vesentlig høyere enn i de forrige oppgangene. Dette må blant annet ses i sammenheng med at sykefraværet falt kraftig i fjor. To år med høy etterspørsels- og produksjonsvekst ser likevel ikke ut til å ha gitt vesentlig press i arbeidsmarkedet. En stor del av virksomhetenes etterspørsel etter arbeidskraft synes hittil langt på vei å være dekket av at den gjennomsnittlige arbeidstiden har økt. Det har samtidig vært tilgang på arbeidskraft fra andre land, særlig fra Sverige og Polen. Utviklingen kan tyde på at økonomien kanskje tåler noe større aktivitet enn tidligere antatt før pris- og kostnadspress kommer klart til syne.

Veksten hos handelspartnerne synes samlet å være om lag som ventet i siste inflasjonsrapport. Prisene for levering av olje om 6-7 år har holdt seg på et høyt nivå. En del av prisøkningen på olje siden 2004 kan tilbakeføres til økt etterspørsel etter energivarer fra land i Asia, men oljeprisen har den senere tid også vært påvirket av redusert produksjon etter flere orkaner i USA. I begynnelsen av oktober falt spotprisen på olje og kom tilbake til nivået fra forrige inflasjonsrapport. Fallende etterspørsel i flere markeder bidro til fallet. Selv om den høye oljeprisen har bidratt

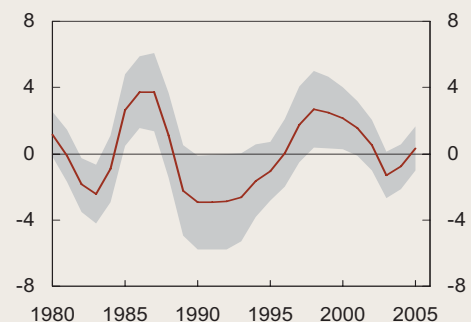
**Figur 1.1** KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup>. Prosent. Årstall. 1980 – 2005<sup>3)</sup>



<sup>1)</sup> Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og 2 år fram.  
<sup>2)</sup> Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik.  
<sup>3)</sup> I beregningen er anslag for 2005 – 2007 fra denne rapporten lagt til grunn.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.2** Anslag på produksjonsgap. Nivå<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup>. Prosent. Årstall. 1980 – 2005

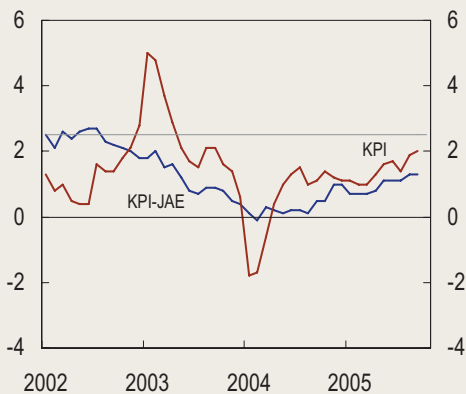


<sup>1)</sup> Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
<sup>2)</sup> Båndet viser variasjonen i produksjonsgapet målt ved  $\pm$  ett standardavvik. Variasjonen er beregnet som gjennomsnittlig standardavvik i en ti års periode, 7 år tilbake og 2 år fram

Kilde: Norges Bank



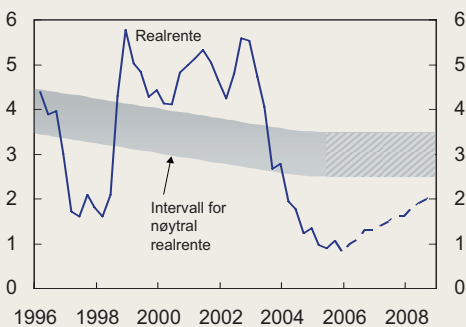
**Figur 1.3** KPI og KPI-JAE<sup>1</sup>). Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



<sup>1</sup>KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 1.4** Tremåneders realrente<sup>1</sup>) og den nøytrale realrenten i Norge. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 4. kv. 08<sup>2</sup>)



<sup>1</sup> Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med inflasjonen målt ved KPI-JAE

<sup>2</sup> Anslag for realrenten for perioden 4. kv. 05 – 4. kv. 08 er basert på referansebanen

Kilde: Norges Bank

til en viss avdemping, er vekstutsiktene ute fortsatt gode. Det er imidlertid en risiko for at vedvarende høy oljepris kan få større negative effekter på veksten hos våre viktigste handelspartnere enn Norges Bank legger til grunn. Avmatningen kan komme gradvis, men det er nå en økende bekymring for at høy oljepris kan slå ut i sterkere inflasjon og økte inflasjonsforventninger.

Siden forrige inflasjonsrapport har stigende energipriser ført til at veksten i prisindekser som også omfatter energivarer har vært noe høyere enn anslått både hjemme og ute. Økt import av konsumvarer fra Asia og Sentral-Europa har samtidig bidratt til at andre konsumpriser har falt her hjemme. Justert for avgifter og energivarer var tolvmånedersveksten i konsumprisene (KPI-JAE) i september 1,3 prosent, som anslått i forrige inflasjonsrapport. Korrigert for at renten direkte har medvirket til å trekke ned husleiene, var veksten 1,5 prosent. Fallet i prisene på importerte konsumvarer har avtatt noe raskere enn ventet. Norges Bank tror imidlertid de prisdempende effektene av vridninger i verdenshandelen mot lavkostsland vil være ved og også virke dempende på konsumprisveksten fremover. Høy oljepris og høye råvarepriser trekker i motsatt retning. Tolvmånedersveksten i konsumprisene totalt (KPI) var 2,0 prosent i september, se figur 1.3. Det var 0,7 prosentpoeng høyere enn anslått i sommer.

Samlet trekker disse effektene i retning av at de ulike målene for inflasjon kan sprike fremover. KPI-veksten anslås nå å kunne komme opp mot 3 prosent tidlig neste år. Veksten i KPI-JAE anslås å ligge mellom 1¼ og 1¾ prosent det neste året.

Styrringsrenten har en periode vært svært lav. Den kortsiktige realrenten er vesentlig lavere enn hva vi anser som et nøytralt nivå, se figur 1.4.<sup>1</sup> Hovedstyret har begrunnet det lave rentenivået med utsikter til lav inflasjon og ledig kapasitet i økonomien. De siste rentereduksjonene vinteren 2003/2004 ble begrunnet med en særskilt risiko for at inflasjonsforventningene kunne få feste på et for lavt nivå. Hovedstyret uttalte at når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det gi grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss opp mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge.<sup>2</sup>

Den ekspansive pengepolitikken har bidratt til høy vekst i etterspørselen etter varer og tjenester. Den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien har økt, og inflasjonen har tatt seg opp. Det kan tyde på at pengepolitikken har virket om lag som ventet.

<sup>1</sup> Beregninger kan på usikkert grunnlag indikere at den nøytrale realrenten for Norge for tiden ligger i den nedre delen av området 2½ til 3½ prosent.

<sup>2</sup> Se for eksempel Norges Banks pressemelding 11. mars 2004.

## Referansebanen

Rentesettingen har siden i vår vært innrettet mot at renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – skal settes opp mot et mer normalt nivå. Basert på Norges Banks vurdering av drivkreftene i økonomien fremstår denne strategien som robust. Det er for eksempel ikke trekk ved utviklingen som peker i retning av at renten igjen burde reduseres.

Veksten i produksjonen er sterk og kan isolert sett tale for en raskere økning i renten fremover. Det ville redusere risikoen for flaskehalser i økonomien med tiltakende kostnadsvekst og fortsatt oppbygging av gjeld. På den annen side ville en forsering av renteoppgangen øke risikoen for sterkere kronekurs som kunne motvirke at inflasjonen tar seg opp mot målet på 2,5 prosent.

Anslagene i denne rapporten er basert på en utvikling i renten som etter hovedstyrets vurdering gir en rimelig avveining av de hensyn pengepolitikken skal ivareta. I referansebanen øker renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – opp mot et mer normalt nivå, se figur 1.5.a. Norges Bank har lagt til grunn at pengemarkedsrenten blant våre handelspartnere også øker gradvis de neste tre årene, se figur 1.6a-b. Som i de foregående inflasjonsrapportene i år er Norges Banks prognoser basert på at renten ute og hjemme på lengre sikt stiger noe raskere enn hva dagens beregnede terminrenter kan tyde på. Dette har sitt utspring i at særskilte markedsf forhold, med midlertidig høy etterspørsel etter obligasjoner, har bidratt til å holde de langsiktige rentene lave.<sup>3</sup> Utviklingen i kronekursen er vanskelig å anslå. Forløpet for renten hjemme og ute kan være forenlig med at kronekursen vil holde seg om lag uendret, se figur 1.5b. Basert på en slik utvikling i renten, kronekursen og andre drivkrefter som er beskrevet i kapittel 3, viser figur 1.5c-d Norges Banks anslåtte forløp for norsk økonomi.

Med en utvikling i renten som skissert over, anslås inflasjonen målt ved KPI-JAE å kunne øke gradvis fra om lag 1½ prosent i dag til opp mot 2 prosent i begynnelsen av 2007. Det er utsikter til at inflasjonen vil øke videre og nå målet på 2,5 prosent i annet halvår av 2008. Med en gradvis reduksjon i arbeidsledigheten venter Norges Bank at lønnsveksten etter hvert vil ta seg opp. Samtidig ventes fortjenestemarginene å ta seg noe opp i takt med at etterspørselen og kapasitetsutnyttningen øker. Fortsatt lav rente vil bidra til at produksjonen også neste år trolig vil øke mer enn den langsiktige veksttakten i norsk økonomi. Selv om en gradvis økning av renten etter hvert vil gi noe svakere vekstimpulser vil pengepolitikken fortsatt være ekspansiv. Produksjonsgapet, som er et mål på kapasitetsutnyttningen i økonomien, anslås å bli positivt i år og øke til om lag 1 prosent i 2006, se kapittel 2 for en nærmere drøfting av

<sup>3</sup> Se egen utdyping i Inflasjonsrapport 1/05 for en nærmere drøfting.

## Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten

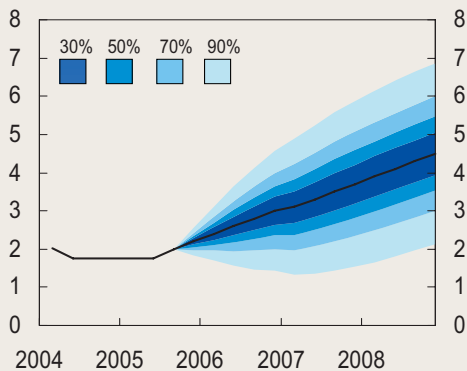
I vurderingen av om en fremtidig renteutvikling synes rimelig i forhold til målsettingen for pengepolitikken, kan følgende kriterier være til hjelp:

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 tidshorison, 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.<sup>1)</sup> 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 lenger sikt.
6. Videre kan det som en kryssjekk være nyttig å vurdere ratesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler. Dersom renten avviker systematisk og mye fra enkle regler, bør årsakene til dette kunne forklares.

<sup>1)</sup> 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.

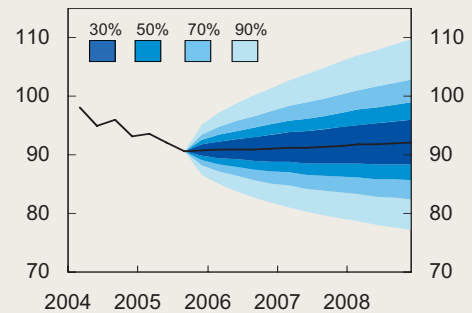


**Figur 1.5a** Foliorente i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

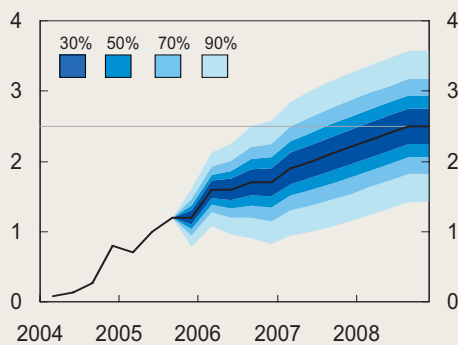
**Figur 1.5b** Importveid valutakurs (I-44)<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs. Det er lagt til grunn at en gitt prosentvis styrking er like sannsynlig som en tilsvarende prosentvis svekkelse

Kilde: Norges Bank

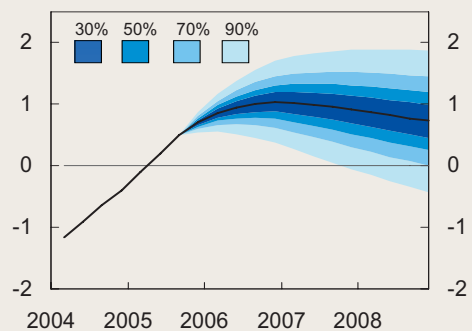
**Figur 1.5c** Anslag på KPI-JAE i referansebanen<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Andre mål på underliggende inflasjon er vist i egen utdypping i kapittel 2

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

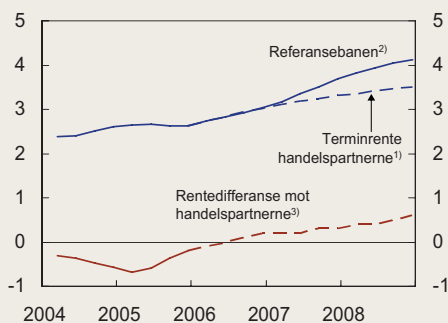
**Figur 1.5d** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Det er i beregningen ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen

Kilde: Norges Bank

**Figur 1.6a** Renteprogner for handelspartnerne og rentedifferanse. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



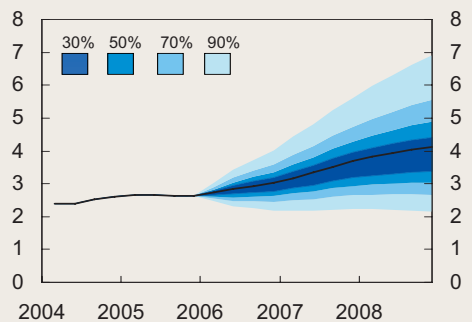
<sup>1)</sup> Beregnet som et veid gjennomsnitt av terminrentene for handelspartnerne. Terminrente per 27. oktober

<sup>2)</sup> Som i de to foregående rapportene er terminrenten noe justert fra 2007 og utover

<sup>3)</sup> Rentedifferanse mot handelspartnerne i referansebanen fra og med 4. kvartal 2005 (stiplet)

Kilde: Norges Bank

**Figur 1.6b** Handelspartners rente<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente

<sup>2)</sup> Usikkerhetsviften er beregnet med utgangspunkt i priser på renteopsjoner

Kilder: Reuters og Norges Bank

produksjonsgapet. En gradvis økning av renten mot et mer normalt nivå vil trolig etter hvert gi lavere vekst i etterspørselen etter varer og tjenester. Veksten i husholdningenes disponible inntekt vil trolig bli redusert, og veksten i boliginvesteringene vil avta. Etter hvert vil veksten i foretakenes realinvesteringer avta i takt med annen etterspørsel og produksjon. Kapasitetsutnyttningen i økonomien kan etter hvert komme noe ned og stabiliseres. Det vil bremse oppgangen i inflasjonen, slik at prisveksten vil stabilisere seg nær målet.

Renten har vært tilstrekkelig lav til at inflasjonen kan nå målet på 2,5 prosent. Samtidig vil vi søke å unngå at kapasitetsutnyttningen blir for høy. Den utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning som er anslått, se figur 1.7, synes å gi en rimelig avveining av de to hensynene.

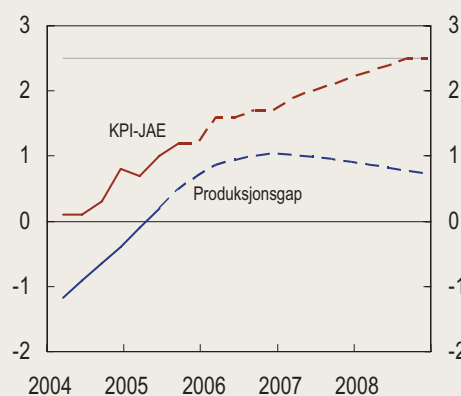
Anslagene tar utgangspunkt i den informasjonen Norges Bank nå har om økonomien hjemme og ute, og Norges Banks syn på hvordan økonomien fungerer. Erfaringsmessig utsettes økonomien for forstyrrelser som gjør at utviklingen kan bli annerledes. Vurderingen av vår nære fortid og nå-situasjonen kan endre seg etter hvert som tiden går, og bedre statistikk blir tilgjengelig. Også økonomiens virkemåte vil kunne endre seg. Vi må derfor være forberedt på at utsiktene for renten kan endre seg over tid.

Basert på de forstyrrelsene økonomien har vært utsatt for de siste 10-15 årene og Norges Banks syn på hvordan økonomien fungerer, har vi beregnet usikkerheten i anslagene for rente, kronekurs, inflasjon og produksjonsgap, se egen utdyping side 19. Den anslåtte usikkerheten er vist som vifter i figurene 1.5a-d. Pengepolitikken er rettet inn mot å stabilisere inflasjonen og veksten i produksjonen. Etter hvert som pengepolitikken får gjennomslag vil derfor utslagene i inflasjon og produksjon begrenses. Dette har sitt motstykke i usikkerheten rundt renten.

Når renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – bringes opp mot et mer normalt nivå, vil Norges Bank løpende kunne vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Rentesettingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt. Utviklingen i leiemarkedet for kontorlokaler er positiv, med en økning i leieprisene i store deler av landet, inkludert Oslo. Arealledigheten er fortsatt høy, men på vei ned. En modell for boligprisene beregnet på norske data kan indikere at boligprisene nå er noe høyere enn historiske forklaringsfaktorer tyder på.<sup>4</sup> Andre indikatorer for å

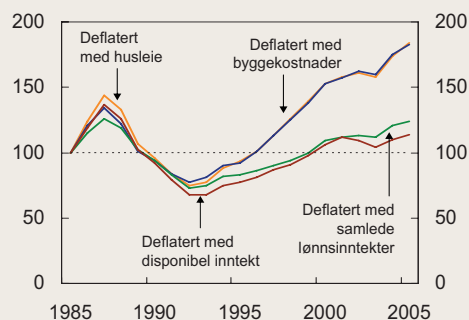
**Figur 1.7** Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet i referansebanen. Kvartalstall. Prosent.  
1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>4</sup> For en nærmere beskrivelse av modellen, se Jacobsen, D. H. og B. Naug (2004): "Hva driver boligprisene?". *Penger og Kreditt* nr. 4/2004, s. 229-40 og *Finansiell stabilitet* 1/04.

**Figur 1.8a** Boligpriser deflatert med husleieindeks i KPI, byggekostnader, husholdningenes disponible inntekt og samlede lønnsinntekter. Indekser, 1985=100. Årstall. 1985 – 2005<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes Forening (EFF), FINN.no, ECON og Norges Bank

vurdere dagens boligpriser er forholdet mellom boligpriser og husleie, byggekostnader og husholdningenes inntekter se figur 1.8.a. Disse indikatorene er nå noe høyere enn sine gjennomsnitt siden 1985. Figur 1.8b-c viser fremskrivninger av veksten i boligpriser og kreditt til husholdningene basert på referansebanen. Det er utsikter til at veksten i eiendomspriser og kreditt avtar gjennom prognoseperioden.

Hensynet til finansiell stabilitet tilsier at renten bør bringes opp mot et mer normalt nivå. Med en økonomisk utvikling som anslått i referansebanen vil det være utsikter til en gunstig finansiell utvikling i bankene og foretakene. Utlånstapene i bankene er samtidig historisk lave, og resultatene er svært gode. Bankene er godt rustet til å tåle en økning i tapene opp mot et mer normalt nivå.

Foretakenes lønnsomhet bedret seg kraftig fra 2003 til 2004 som følge av høyere driftsmarginer i de fleste næringer. Foretakene dro i 2004 nytte av fortsatt lave renter, og en klar nedgang i netto finanskostnader. Egenkapitalavkastningen steg i fjor til 18 prosent. Egenkapitalandelen i norske foretak var om lag 37 prosent i 2004, en økning i forhold til året før. I foretak som er notert på Oslo Børs har egenkapitalen økt ytterligere i første halvår i år.

Hovedindeksen på Oslo Børs har falt markert i det siste. Indeksen er imidlertid 4 prosent høyere enn da den forrige inflasjonsrapporten ble lagt fram, og 25 prosent høyere enn ved siste årsskifte. Sett i forhold til et gjennomsnitt av inntjeningen de siste fem årene er norske aksjer dyrere enn ved siste årsskifte, mens det er små endringer siden slutten av juni. Oppgangen i norske aksjekurser i år kan ses i sammenheng med økning i rapportert inntjening og forventet inntjening i selskapene i 2005 og 2006.

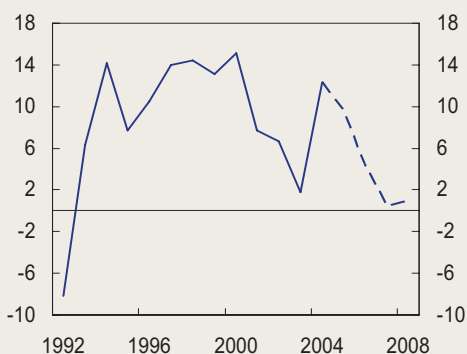
Usikkerheten med hensyn til finansiell stabilitet på lengre sikt er i hovedsak knyttet til den historisk høye gjeldsbelastningen i husholdningene og utviklingen i formuespriser.

## Usikkerhet i prognosene

Det er stor usikkerhet knyttet til anslagene. Fremskrivingene ovenfor, herunder anslagene for renten, bygger på den informasjonen Norges Bank har i dag og hvordan Norges Bank tror økonomien virker. Med uventede forstyrrelser må vi være forberedt på at en annen utvikling i renten kan gi en bedre måloppfyllelse. Usikkerhetsviftene i figur 1.5a-d illustrerer den usikkerheten som kan ventes med utgangspunkt i vår nære historie.

Fra tid til annen vil økonomien bli utsatt for større forstyrrelser. Uventet fall i inflasjonen, den kraftige økningen i oljeprisen og store svingninger i kronekursen har de siste

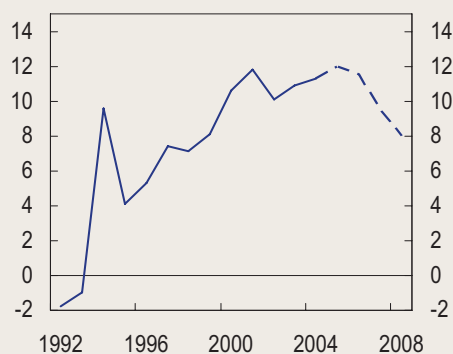
**Figur 1.8b** Boligpriser. Årlig vekst. Prosent. 1992 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Fremskrivninger for 2005 – 2008

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

**Figur 1.8c** Kreditt til husholdninger (K2). Årlig prosentvis beholdningsendring. 1992 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Fremskrivninger for 2005 – 2008

Kilde: Norges Bank

årene vært hendelser som vanskelig kunne fanges opp i Norges Banks anslag på forhånd. Ofte vil slike forstyrrelser kunne ha sitt opphav utenfor Norge. Vi må være forberedt på at uventede hendelser vil kunne inntreffe også fremover, og hovedstyret må løpende vurdere hvilke konsekvenser det kan få for pengepolitikken. Utslagene kan også vise seg å bli større enn de vi har erfaring fra i vår nære fortid. Den pengepolitiske strategien bør gi en akseptabel inflasjon og en akseptabel utvikling i realøkonomien under alternative, men ikke urealistiske forutsetninger om den økonomiske situasjonen og økonomiens virkemåte.

Løpende statistikk og nyheter om norsk økonomi vil kunne avdekke om utviklingen samsvarer med bildet som ligger til grunn for den pengepolitiske strategien. Informasjonen vil ikke nødvendigvis være entydig, og informasjon om ulike sider ved den økonomiske utviklingen kommer på forskjellige tidspunkter. Det kan være vanskelig å skille tilfeldige utslag i løpende statistikk fra reelle forstyrrelser. Det kan derfor ta tid før det oppdages at økonomien utvikler seg annerledes enn det som er lagt til grunn.

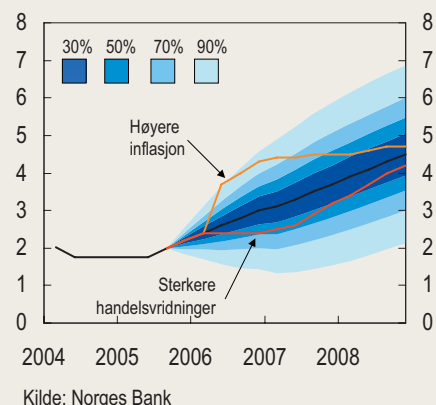
I figurene 1.9a-c analyseres utviklingen under ulike alternative utviklingsbaner. Disse banene ble også drøftet i forrige inflasjonsrapport. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for, og den forventede varigheten av forstyrrelsene. Jo senere pengepolitikken reagerer på slike forstyrrelser, desto større blir svingningene i produksjon og inflasjon.

### Alternativ utviklingsbane (1): Sterkere handelsvridninger og lavere lønnsvekst

De siste årene har prisveksten vært lavere enn ventet. Det er særlig prisveksten på importerte konsumvarer som har vært lav. Den er blitt trukket ned av økt import fra lavkostland i Asia og i Sentral- og Øst-Europa. Utviklingen skyldes i stor grad at toll- og kvotereguleringen i handelen med tekstiler ble tatt bort i siste halvdel av 1990-tallet og tidlig i dette tiåret. Nå ses også tilsvarende handelsvridninger i import av lyd- og bildeutstyr. Det er imidlertid vanskelig å anslå presist når virkningene av dette er uttømt. I dag er det vesentlige av slike reguleringer for industrivarer avvirket, men det skjer fortsatt vridninger i importmønsteret. I denne rapporten har Norges Bank i referansebanen lagt til grunn at de prisdempende effektene av vridningene varer ved, men gradvis avtar i styrke. Det kan likevel ikke utelukkes sterkere vridninger i importmønsteret og at det kan ta lenger tid før veksten i prisene på importerte varer tar seg opp.

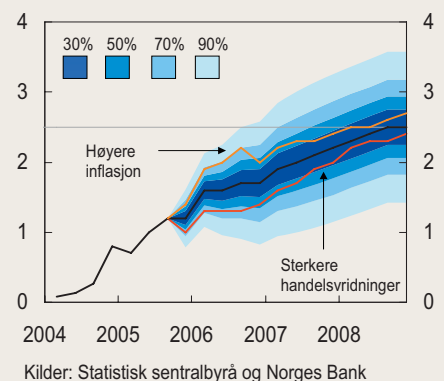
Økt arbeidsinnvandring kan påvirke utsiktene for lønnsveksten. Konkurransen i arbeidsmarkedet har økt. Det vil kunne dempe veksten i norske lønninger. I tillegg kan økt tilgang

**Figur 1.9a** Foliorente i referansebanen og i alternativene med sterkere handelsvridninger og lavere lønnsvekst (rød linje) og høyere inflasjon (gul linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



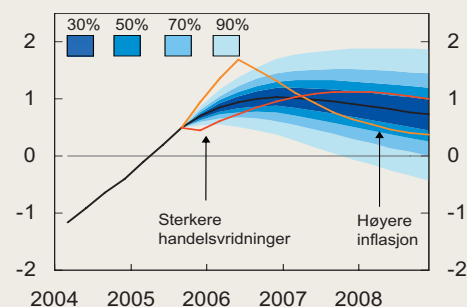
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.9b** Anslag på KPI-JAE i referansebanen og i alternativene med sterkere handelsvridninger og lavere lønnsvekst (rød linje) og høyere inflasjon (gul linje). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.9c** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen<sup>1)</sup> og i alternativene med sterkere handelsvridninger og lavere lønnsvekst (rød linje) og høyere inflasjon (gul linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Det er i beregningen ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen

Kilde: Norges Bank

på arbeidskraft og økt konkurranse gi større produksjons-  
potensial.<sup>5</sup> Norsk økonomi vil da kunne tåle høyere vekst  
i etterspørsel og produksjon uten at det oppstår prispress.  
Ulike tiltak i arbeidsmarkedet med proteksjonistiske virk-  
ninger vil imidlertid kunne dempe arbeidsinnvandringen.

Siden forrige inflasjonsrapport ble lagt fram, er det ikke  
klare holdepunkter for å si at dette alternativet er blitt  
vesentlig mer sannsynlig. Fallet i prisene på importerte  
konsumvarer har avtatt noe raskere enn ventet. Den nye  
referansebanen tar høyde for fortsatt økt import fra lav-  
kostland. I figur 1.9a-c er det illustrert hvordan renten kan  
settes dersom det gjennom første halvår neste år blir klart  
at virkningene av økt internasjonal konkurranse og globa-  
lisering blir enda kraftigere enn antatt i referansebanen.  
Det er lagt til grunn at økt konkurranse på arbeidsmarkedet  
bidrar til lavere lønnsvekst og lavere innenlandsk inflasjon.  
Sterkere handelsvridninger antas å bidra til lavere importert  
inflasjon. Samlet bidrar dette til at prisveksten blir om lag  
½ prosentpoeng lavere enn referansebanen i 2006.

Det er lagt til grunn at sentralbanken de første månedene  
holder fast ved renten i referansebanen og ikke svarer på  
forstyrrelsene før fram mot sommeren 2006. Heller ikke  
andre markedsaktører, husholdninger eller foretak ser at  
økonomien følger en annen utviklingsbane før dette. Det  
kan bygge på at det er vanskelig å skille tilfeldige utslag  
i løpende statistikk fra reelle forstyrrelser og at det derfor  
kan ta tid å bli klar over at økonomien er kommet inn på et  
annet spor.

Lavere inflasjon og mindre press i økonomien tilsier isolert  
sett mindre hyppige renteendringer enn i referansebanen.  
Renten holdes her uendret i 2006. Produksjonsgapet blir  
etter hvert høyere enn i referansebanen fordi produksjonen  
tar seg opp som følge av den lavere renten. Inflasjonen blir  
lavere enn i referansebanen de neste to årene.

### *Alternativ utviklingsbane (2): Inflasjonen tiltar raskere enn ventet*

Det er også forhold som kan bidra til at inflasjonen blir  
høyere enn ventet. Realrenten er lav og pengepolitikken  
er ekspansiv. Så langt synes ikke virkningene sterkere enn  
ventet, men vi har liten erfaring med så lave renter over  
lang tid. Det er usikkert hvor raskt priser og lønninger vil  
reagere når veksten i produksjon og sysselsetting tiltar.  
Det er også usikkert hvor lenge aktørene i økonomien for-  
venter at den lave renten vil vare ved. Det er risiko for at  
en rente som holdes lav i en lengre periode, i seg selv kan  
føre til forventninger om vedvarende lav rente. Slike skift i  
forventningene kan medføre at veksten i produksjon, etter-  
spørsel, lønninger og konsumpriser tiltar og blir høyere enn

<sup>5</sup> Dette er her illustrert (se figur 1.9c) ved at produksjonsgapet reduseres i 4. kvartal  
2005 og 1. kvartal 2006.

anslått. Siden forrige inflasjonsrapport har den underliggende prisveksten vært om lag som ventet, men høy vekst i energiprisene øker isolert sett risikoen for at et oppdemmet press kan få utløp i konsumprisene.

En mulig pengepolitisk reaksjon på en slik alternativ utviklingsbane med press i norsk økonomi er illustrert i figur 1.9a. Det samlede resultatet for inflasjonen og produksjonsgapet er illustrert i figur 1.9b-c.<sup>6</sup> Det er også i dette tilfellet antatt at det tar tid før årsakene til utviklingen avdekkes og politikken justeres. Det er i starten av fremskrivningsperioden lagt til grunn både høyere vekst i produksjonen og en sterkere kostnads- og prisvekst enn i referansebanen. Med et oppdemmet press er det også mulig at utslaget i prisene kommer senere enn vist i figuren, men desto kraftigere. Høyere inflasjon kan skyldes økte marginer og tiltakende vekst i lønningene. Det 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.

Basert på Norges Banks usikkerhetsanslag vil en slik utvikling, med en markert økning i produksjonsgapet og høyere inflasjon, innebære en utvikling som er vesentlig forskjellig fra referansebanen. Viftene i figur 1.9a-c illustrerer usikkerheten i referansebanen.

## Kryssjekker

Utviklingen i renten bør kryssjekkes mot ulike enkle regler og indikatorer som er mindre avhengig av et bestemt analyseapparat og en spesifikk prognose for norsk økonomi. Enkle renteregler og indikatorer vil ikke fange opp alle detaljer i anslagene, men kan gi en pekepinn på om dagens rentenivå er rimelig tilpasset den økonomiske situasjonen. Dersom referansebanen har et vesentlig annet renteforløp enn disse, bør årsakene kunne forklares.

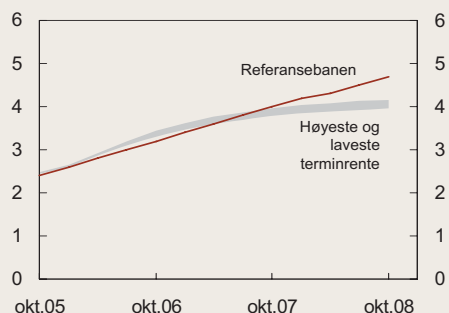
Nedenfor ses rentesettingen i lys av ulike kryssjekker som renteforventningene i valutamarkedet, enkle pengepolitiske regler og utviklingen i pengemengden. De enkle kryssjekkene tyder på at det fremover kan være riktig å øke renten gradvis mot et mer normalt nivå.

De beregnede terminrentene gir normalt et uttrykk for markedsaktørenes forventninger til den fremtidige renteutviklingen. De norske terminrentene er noe høyere enn ved forrige inflasjonsrapport. Det er forventninger om at renten øker med om lag 1 prosentpoeng det neste året, men deretter tyder terminrentene på en mer forsiktig renteøkning. I forhold til Norges Banks vurderinger av de økonomiske utsiktene synes terminrentene litt lave mot slutten av frem-

<sup>6</sup> Det er lagt til grunn at produksjonsgapet øker med ¼ prosentpoeng i forhold til referansebanen i hvert av de tre neste kvartalene. Samtidig legges det til grunn at prisveksten øker raskere og blir om lag ½ prosentpoeng høyere enn referansebanen i 2006.



**Figur 1.10** Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og bånd med høyeste og laveste terminrente siste ti dager.<sup>2)</sup> Prosent. Kvartalstall. 4. kv. 05 – 4. kv. 08

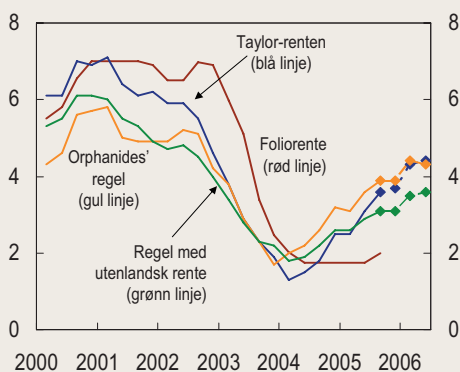


<sup>1)</sup> Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

<sup>2)</sup> Høyeste og laveste terminrente i perioden 14. – 27. okt. 2005

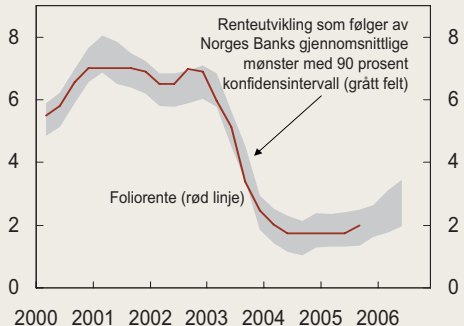
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.11** Foliorente, Taylor-rente og Orphanides' regel og regel med utenlandsk rente. Utvikling i inflasjon som i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 2. kv. 06



Kilde: Norges Bank

**Figur 1.12** Foliorente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 2. kv. 06



<sup>1)</sup> Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og 3-månedersrente hos handelsparterne. Nærmere utdyping er gitt i Inflasjonsrapport 3/04

Kilde: Norges Bank

skrivingsperioden, se figur 1.10. Det kan ha sammenheng med at markedsrentene er påvirket av særskilte forhold på tilbuds- og etterspørselssiden som ikke har sammenheng med utsiktene for den underliggende økonomiske utviklingen eller pengepolitikken.

Enkle pengepolitiske regler har i mange tilfeller vist seg mindre sårbare for mangler ved informasjonsgrunnlaget, selv om de har andre åpenbare svakheter. Pengepolitiske regler må tolkes med varsomhet og gir bare omtrentlige indikasjoner på i hvilket område renten bør ligge. Felles for mange enkle renteregler er at renten settes med sikte på at prisstigningen over tid skal holdes rundt et bestemt mål, samtidig som renten skal bidra til å stabilisere produksjonen. Reglene som vises er avhengige av anslag på BNP og inflasjon. Erfaringsmessig kan det være store revisjoner i BNP-tallene.

Taylor-regelen<sup>7</sup>, slik Norges Bank har beregnet den, sier at renten nå er for lav, se figur 1.11. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet. Produksjonsgapet kan imidlertid ikke observeres direkte og er dermed en usikker størrelse, se kapittel 2 for en nærmere drøfting av alternative mål på produksjonsgapet. Orphanides-regelen<sup>8</sup> bygger derfor i stedet på den observerte BNP-veksten. Også denne regelen sier at renten nå er for lav. Det har sammenheng med den høye veksten i norsk økonomi og at inflasjonen er på vei opp. At inflasjonen ligger under målet på kort sikt, tilsier likevel at pengepolitikken også ved utgangen av året skal ha en ekspansiv innretning. Reglene har imidlertid begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. En renteøkning i tråd med reglene kan føre til en markert styrking av kronen og at det derfor tar vesentlig lenger tid før inflasjonen når målet. Regelen med utenlandsk rente<sup>9</sup> gir en noe lavere rente enn de andre reglene. Det skyldes at rentenivået ute er lavt.

Norges Bank har også beregnet en reaksjonsfunksjon basert på bankens tidligere handlinger, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. Denne regelen indikerer en viss tilstramming fram mot sommeren 2006, men mindre enn de andre enkle reglene, se figur 1.12. Det er i første rekke høy BNP-vekst og utsikter til høyere inflasjon som bidrar til at reaksjonsfunksjonen gir høyere rente fremover.

<sup>7</sup> Taylor-regelen: Rente = inflasjonsmål + likevektsrealrente + 1,5·(inflasjon - inflasjonsmål) + 0,5·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.

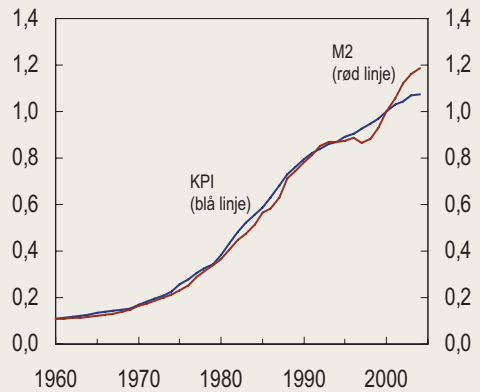
<sup>8</sup> Athanasios Orphanides foreslår å erstatte produksjonsgapet med differansen mellom faktisk vekst og trendvekst i økonomien (vekstgapet). Grunnen til dette er blant annet at Taylor-regelen er sårbar for feil i beregningen av produksjonsgapet. Se Orphanides A., R. D. Porter, D. Reifschneider, R. Tetlow og F. Finan (2000): "Errors in the measurement of the output gap and the design of monetary policy", Journal of Economics and Business, vol. 52, s.117–141.

<sup>9</sup> Regel med utenlandsk rente = 0,5·Taylorrente + 0,5·pengemarkedsrente hos Norges handelspartnere

Historisk sett har det vært en viss sammenheng mellom prisutviklingen på den ene siden, og hvor raskt pengemengden (M2) vokser i forhold til BNP på den andre siden, se figur 1.13. M2 har økt langt mer enn prisene de senere årene. Det kan indikere et likviditetsoverheng. Sammenhengen mellom prisutviklingen og M2 har imidlertid vært ustabil. For eksempel har nye produkter i finansmarkedene, endringer i reguleringene på kredittmarkedene og utviklingen i de internasjonale kapitalmarkedene påvirket sammenhengene.

Veksten i M2 kan benyttes som indikator på prisutviklingen og utviklingen i publikums etterspørsel etter varer og tjenester. Figur 1.14 viser faktisk og trendmessig vekst i pengemengden i perioden 1993-2005, samt den historiske variasjonen rundt trendveksten. Pengemengden vokser nå sterkere enn trendveksten. I forhold til historiske erfaringer er avviket mellom faktisk vekst og trendvekst i M2 nå relativt stort.

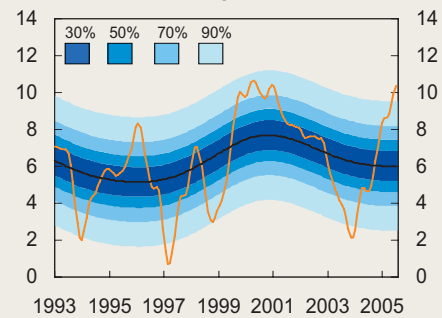
**Figur 1.13** KPI og skalert pengemengde (M2)<sup>1)</sup>. Indeks, 2000 = 1. Årstall. 1960 – 2004



<sup>1)</sup> M2 er skalert med BNP i faste priser

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.14** Pengemengden (M2). Tolvmånedersvekst, beregnet trendvekst og intervaller.<sup>1)</sup> Prosent. Månedstill. Jan. 93 – aug. 05



<sup>1)</sup> Den faktiske M2-veksten er glattet. Trendveksten er beregnet med Hodrick-Prescott-filter ( $\lambda=100\ 000$ ). Konfidensintervallene er basert på standardavviket beregnet på avviket mellom faktisk M2-vekst og trendvekst

Kilde: Norges Bank

## Konklusjoner – pengepolitisk strategi

Hovedstyrets vurdering er:

- Forløpet for renten som skisseres i denne rapporten, vil gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp til 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. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk.
- Foliorenten bør ligge i intervallet 2 - 3 prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 16. mars 2006, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.
- Pengepolitikken må løpende vurderes i forhold til ny informasjon som er av vesentlig betydning for utsiktene for inflasjon og produksjon. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Sterkere handelsvridninger og økt konkurranse på arbeidsmarkedet kan på den ene siden gi lavere pris- og lønnsvekst. Den uvanlig 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 den forventede varigheten av forstyrrelsene.



# Usikkerhet i fremtidig rente

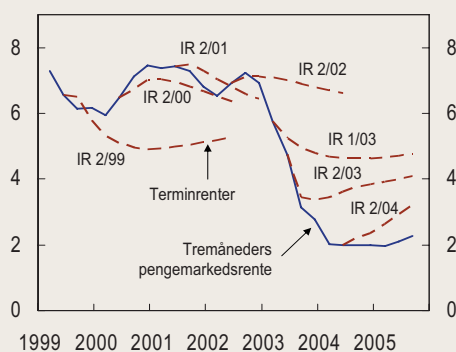
Det er betydelig usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. Vår vurdering av situasjonen i økonomien nå og hvordan de økonomiske sammenhengene virker vil være av vesentlig betydning. Også forutsetninger om utviklingen ute, oljeprisen og finanspolitikken vil påvirke dagens vurdering av renteutsiktene. Forstyrrelser til økonomien som vi i dag ikke kjenner til, eller bedre grunnlag for å vurdere hvilke forstyrrelser økonomien har vært utsatt for, vil med stor sannsynlighet føre til at den faktiske renteutviklingen ikke blir akkurat slik vi i dag anslår den.

Et anslag på fremtidig rente kan likevel gi veiledning til aktørene i det økonomiske livet når det klart kommer fram hva anslaget bygger på. Kommunikasjonen blir bedre om sentralbanken samtidig kan formidle en vurdering av hvor usikkert anslaget er. Ulike tilnærminger kan belyse usikkerheten i renteutviklingen.

## Renteusikkerhet basert på historiske data

Den historiske treffsikkerheten til markedsaktørens renteforventninger gir en enkel tilnærming til usikkerhet. Figur 1 viser tremåneders pengemarkedsrente fra begynnelsen av 1999 og noen utvalgte baner for renteforventninger på tidspunkter for publisering av inflasjonsrapportene. Markedsaktørens renteforventninger måles ved terminrentene, det vil si som implisitte kortsiktige renter i pengemarkedet<sup>1</sup>. Avvikene mellom terminrentene og realisert rente har vært betyde-

**Figur 1** Tremåneders pengemarkedsrente og terminrenter på tidspunkt for publisering av inflasjonsrapportene. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 99 – 3. kv. 05

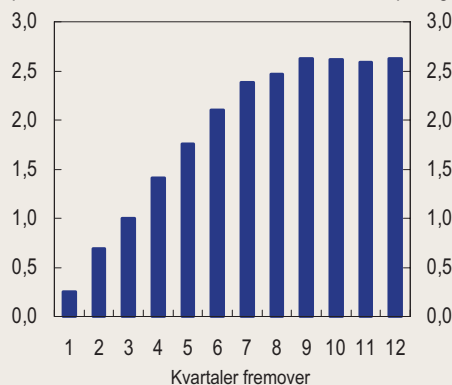


Kilde: Norges Bank

lige i perioder. En viktig årsak til dette er at norsk økonomi og verdensøkonomien er blitt utsatt for uventede forstyrrelser.

Figur 2 gir et mer systematisk bilde og viser det gjennomsnittlige avviket mellom terminrentene og realisert rente fremover i tid (målt i absoluttverdi). I gjennomsnitt har terminrentene ett kvartal fram avveket fra realisert rente med rundt 0,25 prosentpoeng, mens det gjennomsnittlige avviket to kvartaler fram har vært nær  $\frac{3}{4}$  prosentpoeng. Jo lenger horisonten for renteanslaget er, desto større er sannsynligheten for at forstyrrelser inntreffer som pengepolitikken vil reagere på. Avviket mellom terminrentene og realisert rente øker derfor over tid før det synes å stabiliseres etter rundt 10 kvartaler.

**Figur 2** Gjennomsnittlig avvik mellom terminrentene og faktisk tremåneders pengemarkedsrente i perioden 1999 – 2005. Absoluttverdi. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

På grunnlag av de historiske gjennomsnittlige avvikene har vi beregnet en usikkerhetsvifte for fremtidig foliorente, se figur 3a. Figuren angir med hvilken sannsynlighet renten vil ligge innenfor bestemte intervall på ulike tidspunkter fram i tid, med utgangspunkt i renteutsiktene i denne inflasjonsrapporten (og gitt det historiske mønsteret i renten og terminrentene). For eksempel vil et intervall på 0-8½ prosent med 90 prosents sannsynlighet inkludere den faktiske renten i 2008. Historiske data indikerer ut fra denne betraktningen at det er betydelig usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen.<sup>2</sup>

Det kan reises spørsmål om slike historiske avvik gir et rimelig bilde av dagens usikkerhet i renten.

Avvikene vil være spesielt preget av den økonomiske historien i den perioden de er beregnet for. Gjennom 2003 var det et uvanlig stort og uventet fall i renten. Liknende utslag i renten i fremtiden kan selvsagt ikke utelukkes, men den beregnede usikkerheten basert på historiske data i figur 3a er vesentlig større enn hva markedsaktørene så for seg i 2003 og hva de ser for seg i dag.

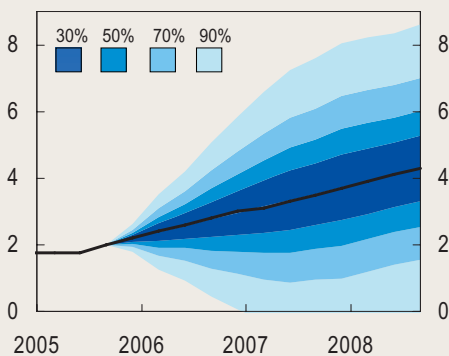
### Renteusikkerhet basert på renteopsjoner

Priser på renteopsjoner gir direkte informasjon om hvordan markedsaktørene vurderer usikkerheten i fremtidig rente, se figur 3b. Disse vurderingene endres over tid og avhenger ikke på samme måte av forhistorien som usikkerhetsviftene basert på historiske data. Aktørene i opsjonsmarkedet forventer nå betydelig mindre usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen enn det som følger av den historiske usikkerheten. En mulig tolkning er at markedsaktørene anser de store økonomiske forstyrrelsene og de påfølgende store renteendringene de siste årene som ekstraordinære og at det

er liten sannsynlighet for at slike forstyrrelser vil inntreffe de neste tre årene.

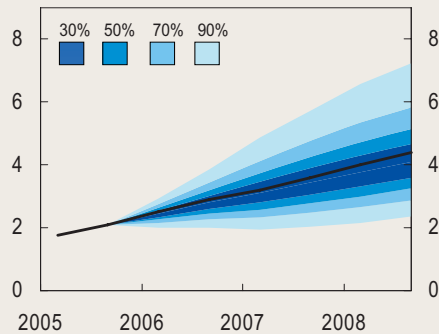
I ettertid ser det ut til at opsjonsprisene undervurderte utfallsrommet for renten forut for 2003. Usikkerhetsviften over basert på historiske data er i stor grad påvirket av de store forstyrrelsene som traff internasjonal og norsk økonomi mot slutten av 2002 og gjennom 2003. Figur 4 viser usikkerhetsvifter basert på opsjonspriser beregnet i midten av 2002 for USA og Norge. I USA var renten allerede blitt redusert kraftig gjennom 2001, og opsjonsprisene i midten av 2002 tilsa at det var betydelig usikkerhet knyttet til den fremtidige renteutviklingen. I løpet av 2003 ble renten likevel redusert til et nivå lavere enn det utfallsrommet en med 90 prosent sannsynlighet ville ha ventet. I Norge var den økonomiske situasjonen preget av den internasjonale utviklingen, og renten ble redusert betydelig gjennom 2003. Det lave rentenivået ble også i Norge ansett som lite sannsynlig slik dette kom til uttrykk i prisene på renteopsjoner året før.

**Figur 3a** Foliorenten i referansebanen med usikkerhetsvifte basert på historisk renteutvikling. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 3. kv. 08



Kilde: Norges Bank

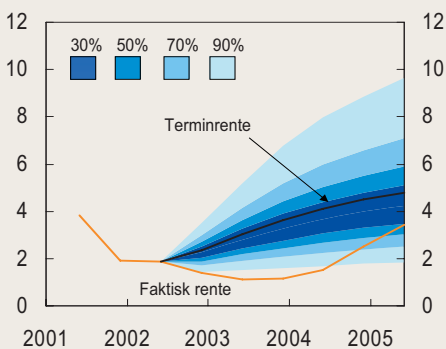
**Figur 3b** Foliorenten i referansebanen med usikkerhetsvifte basert på renteopsjoner<sup>1)</sup>. Prosent. Halvårstall. 1. halvår 05 – 2. halvår 08



<sup>1)</sup> Basert på opsjonspriser per 27. oktober 2005

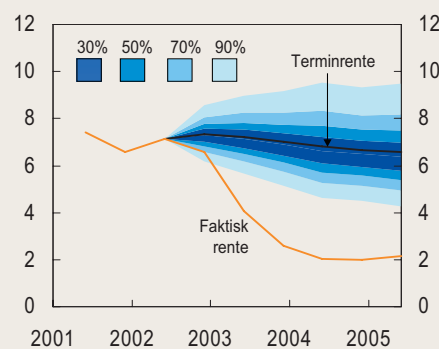
Kilde: Norges Bank

**Figur 4a** USA. Tremåneders pengemarkedsrente og terminrente med usikkerhetsvifte basert på opsjonspriser beregnet i juni 2002. Prosent. Halvårstall. 1. halvår 01 – 1. halvår 05



Kilde: Norges Bank

**Figur 4b** Norge. Tremåneders pengemarkedsrente og terminrente med usikkerhetsvifte basert på opsjonspriser beregnet i juni 2002. Prosent. Halvårstall. 1. halvår 01 – 1. halvår 05



Kilde: Norges Bank



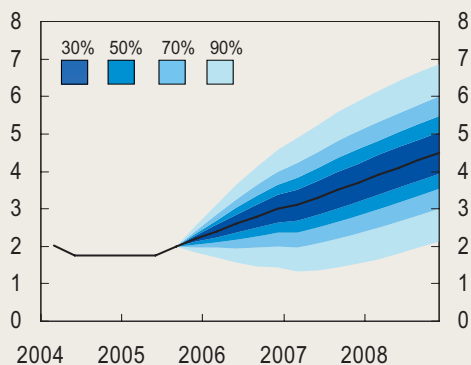
Det kan være vanskelig å vurdere på hvilket grunnlag usikkerheten i opsjonsprisene fremkommer. En makroøkonomisk modell tallfestet på historien kan gi en mer strukturert tilnærming til usikkerheten i renten og knytte denne til usikkerheten i andre økonomiske størrelser.

### Usikkerhet basert på økonomiske modeller

En økonomisk modell kan være til nytte for å tallfeste usikkerheten i de økonomiske fremskrivingene. Innenfor rammen av en liten makroøkonomisk modell<sup>3</sup> har vi forsøkt å tallfeste nærmere usikkerheten i noen sentrale størrelser med utgangspunkt i den historiske utviklingen i norsk økonomi. Innenfor modellens struktur har vi sett på hvor store de historiske forstyrrelsene på tilbuds- og etterspørselssiden i norsk økonomi har vært. Dette gir oss et bilde av den historiske usikkerheten i inflasjonen, produksjonsgapet, valutakursen og i pengepolitikken. Disse erfaringene, tallfestet for perioden 1993-2005, gir et utgangspunkt for å vurdere usikkerheten i prognosene.

Figur 5 viser rentebanen i denne rapporten sammen med en vifte som illustrerer usikkerheten i renteanslaget beregnet ved hjelp av den makroøkonomiske modellen (identisk med figur 1.5a i denne rapporten). Viften illustrerer den usikkerhet vi normalt står overfor med utgangspunkt i erfaringene de siste 12 årene. Det er teknisk lagt til grunn at usikkerheten er normalfordelt rundt banen for fremtidig rente.

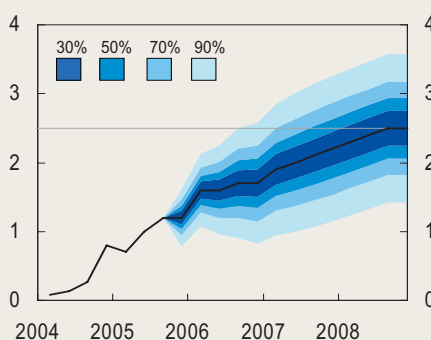
**Figur 5** Foliorente i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Inflasjonen vil ikke være lik inflasjonsmålet til en hver tid, men når pengepolitikken lykkes i å gi økonomien et nominelt anker, vil det over tid begrense usikkerheten til den fremtidige utviklingen i inflasjonen. Dette kommer til uttrykk i figur 6 som viser anslag og usikkerhet for KPI-JAE (identisk med figur 1.5c i denne rapporten). Usikkerheten knyttet til utviklingen i inflasjonen øker utover i prognoseperioden. Som følge av at pengepolitikken reagerer på forstyrrelser, stabiliseres imidlertid usikkerheten på lengre sikt.<sup>4</sup> På tre års sikt vil inflasjonen normalt sett kunne avvike med +/-1.0 prosentpoeng i forhold til inflasjonsmålet på 2,5 prosent.

**Figur 6** Anslag på KPI-JAE i referansebanen<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Andre mål på underliggende inflasjon er vist i en egen utdyping i kapittel 2

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> For nærmere beskrivelse av beregning av terminrenter, se artikkel av Arne Kloster: "Beregning og tolking av renteforventninger", *Penger og Kreditt* nr. 1/2000, s. 29 -36.

<sup>2</sup> Tilsvarende beregninger viser om lag samme usikkerhet i renten for Norges handelspartnere.

<sup>3</sup> For nærmere beskrivelse av denne modellen, se Husebø, T. A., S. McCaw, K. Olsen og Ø. Røisland, "A small, calibrated macromodel to support inflation targeting at Norges Bank", Staff Memo 2004/3, [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

<sup>4</sup> Også for den nominelle renten stabiliseres usikkerheten på lengre sikt (jfr. figur 5), men usikkerheten i denne er generelt større enn usikkerheten i inflasjonen. Det skyldes at usikkerheten i nominell rente påvirkes av usikkerhet i både realrenten og inflasjonen.

# Treffsikkerheten i de kortsiktige renteforventningene

Siden høsten 2002 har Norges Bank gjort kjent hvilket intervall renten bør ligge i de kommende fire månedene. Intervallet ble tidligere gjort kjent i etterkant, men gjøres siden 2004 kjent i forkant av den perioden det gjelder for.<sup>1</sup> Figuren under viser utviklingen i foliorenten og samtlige intervall som Norges Bank har publisert. Den pengepolitiske strategien er betinget av at den økonomiske utviklingen i strategiperioden blir om lag som anslått. I de fleste tilfellene har den faktiske renten ligget nær midten av intervallet ved periodens utløp, men det er enkelte unntak. I 2003 ble foliorenten ved to tilfeller satt lavere enn laveste grense i intervallet (strategiperiodene 3/02 og 2/03). Det måtte ses på bakgrunn av de store forstyrrelsene som norsk og internasjonal økonomi ble utsatt for. Forstyrrelsene førte til lavere renter både internasjonalt og i Norge, og markedsaktørens renteforventninger falt betydelig.<sup>2</sup>

En sammenlikning av tidligere strategiintervaller med hva foliorenten faktisk ble kan gi et uttrykk for usikkerheten i renteforventningene de siste årene. Som et utgangspunkt har vi sammenliknet faktisk foliorente med midtpunktet i strategiintervallet ved utgangen av perioden det gjelder for. Norges Bank har ikke nødvendigvis siktet mot midtpunktet i intervallet. Likevel har utfallet i de fleste tilfellene ligget nær midtpunktet i intervallet. Som en referanse har vi sett på renteforventningene i pengemarkedet på de samme tidspunktene.

**Tabell 1** Treffsikkerhet i kortsiktige renteforventninger

	Norges Bank	Markedet
Gjennomsnittlig feil i renteforventningene	0,37*	0,35**
Nærmest den faktiske foliorenten***	15/20	5/20

\*Gjennomsnittlig avvik mellom foliorenten og midtpunktet i strategiintervallet (absoluttverdi)

\*\*Gjennomsnittlig avvik mellom foliorenten og markedsforventningene (absoluttverdi)

\*\*\*Viser at midtpunktet i Norges Banks strategiintervall har vært nærmest foliorenten i 15 av 20 tilfeller, mens markedet har vært nærmest i 5 av tilfellene

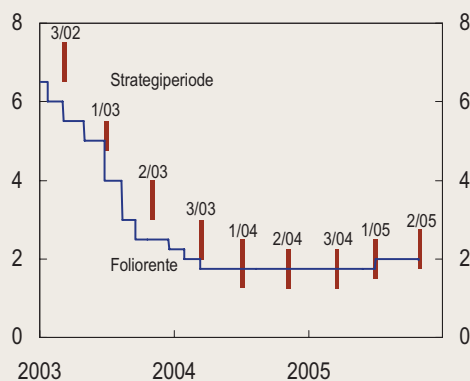
Kilde: Norges Bank

Markedsaktørens anslag på fremtidig foliorente er beregnet med utgangspunkt i implisitte pengemarkedsrenter.<sup>3</sup>

Første rad i tabell 1 viser det gjennomsnittlige avviket mellom foliorenten og midtpunktet i strategiintervallet og det gjennomsnittlige avviket mellom foliorenten og markedsforventningene (begge målt i absoluttverdi). Den gjennomsnittlige prognosefeilen er om lag lik for Norges Bank og markedet, i underkant av 0,4 prosentpoeng. Andre rad i tabellen viser at midtpunktet i bankens strategiintervall har vært nærmest foliorenten i 15 av 20 tilfeller, mens markedet har vært nærmest i 5 av tilfellene.

Samlet sett kan det se ut til at Norges Banks prognosefeil og markedets prognosefeil er om lag like store. En tolkning av dette er at banken og markedsaktørene har tolket konsekvenser av økonomiske forstyrrelser om lag likt og at forstyrrelsene har kommet like overraskende på alle. Spesielt var de store forstyrrelsene til internasjonal økonomi i 2003 uventet og førte til en vesentlig raskere reduksjon i renten enn forventningene tilsa ved inngangen til året.

**Figur 1** Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. Prosent. 1. jan. 03 – 27. okt. 05



Kilde: Norges Bank

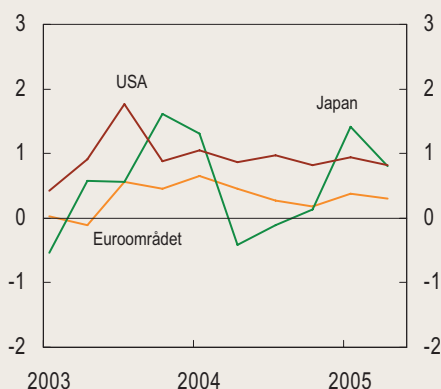
<sup>1</sup> Intervallene ble tidligere publisert i egne strateginotat som vedlegg til inflasjonsrapportene, men legges nå fram i inflasjonsrapportens kapittel 1. Strateginotat 3/02 var det første som ble publisert. Tidligere strateginotat er ikke offentliggjort. Fra og med Inflasjonsrapport 2/04 er strategien blitt publisert ved inngangen til strategiperioden.

<sup>2</sup> I midten av 2002 forventet markedsaktørene at renten i USA skulle stige fra under 2 prosent til rundt 5 prosent mot slutten av 2004. Fram mot sommeren 2003 falt renteforventningene for slutten av 2004 til i underkant av 2 prosent. Tilsvarende utvikling fant sted i euroområdet, se figur 8a og 8b i "Beretning om pengepolitikken 2003 - de første åtte månedene", [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

<sup>3</sup> Under den såkalte forventningshypotesen for rentedannelse kan implisitte renter tolkes som markedets fremtidige renteforventninger. Ved å interpolere implisitte enmånedsrenter med horisont 3-5 måneder fram i tid har vi beregnet markedets anslag på kortsiktig pengemarkedsrente ved utgangen av strategiperioden. Kortsiktige pengemarkedsrenter er vanligvis noe høyere enn foliorenten. For å beregne markedets anslag på foliorenten har vi justert de implisitte pengemarkedsrentene for normalavviket mellom foliorenten og kortsiktige pengemarkedsrenter. Risikopremier i pengemarkedet kan føre til at de implisitte rentene avviker noe fra de faktiske renteforventningene.

## 2 | Den økonomiske situasjonen

**Figur 2.1** BNP vekst i USA, euroområdet og Japan. Sesongjustert volumvekst fra kvartalet før. Prosent. 1. kv. 03 – 2. kv. 05



Kilder: EcoWin og Norges Bank

### Internasjonal økonomi

Den globale BNP-veksten i 2004 var den høyeste på over 30 år, men den høye oljeprisen har bidratt til en viss avdemping i 2005. Veksten i de fleste nyindustrialiserte landene i Asia er imidlertid fortsatt sterk. Økonomien i Kina ser ut til å vokse med over 9 prosent i 2005 og den indiske med om lag 7 prosent. I Japan var veksten i første halvår sterkere enn ventet, og det ser blant annet ut til at privat etterspørsel er i ferd med å ta seg opp.

I USA holdt veksten seg godt oppe i første halvår, se figur 2.1. Den sterke boligprisøkningen har bidratt til å redusere spareraten og holde konsumveksten oppe. Husholdningenes etterspørsel er fortsatt den viktigste drivkraften, men også realinvesteringene vokser sterkt.

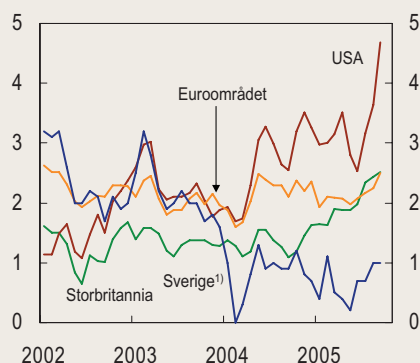
I euroområdet er det fremdeles få tegn til økt vekst i innenlandsk etterspørsel. Til tross for en svak bedring i arbeidsmarkedet, holder konsumentenes tillit seg lav. Samtidig reduseres veksten i husholdningenes realinntekter som følge av økte energipriser. Dette gir seg utslag i lav vekst i det private forbruket. Ulike tillitsindikatorer tyder imidlertid på økende optimisme i bedriftene, blant annet i Tyskland. Også i Storbritannia har den private forbruksveksten vært lav, og den økonomiske aktiviteten ser ut til å avta mer enn ventet. Trolig bidrar de høyere rentene og et svakt boligmarked til å dempe etterspørselen fra husholdningene. Industriproduksjonen utviklet seg svakt gjennom første halvår. Også i Sverige har BNP-veksten avtatt i 2005.

Det ser ut til at den høye oljeprisen slår ut i noe høyere konsumprisvekst hos flere av våre handelspartnere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. Det er klare tegn til at konsumprisene øker raskere i USA, Storbritannia og til en viss grad i euroområdet, se figur 2.2. Foreløpig har de høye energiprisene i liten grad forplantet seg til andre konsumpriser. Mål for kjerneinflasjonen i USA og euroområdet har så langt steget lite, se figur 2.3. I Storbritannia er imidlertid kjerneinflasjonen nå over 1,5 prosent og ser ut til å være økende. Foreløpig tyder moderat lønnsutvikling i både Europa og USA på at arbeidstakerne ikke har blitt kompensert for økte energipriser. Dersom oljeprisøkningen etter hvert blir oppfattet som varig, kan det føre til høyere inflasjonsforventninger, økte lønnskrav og en større smitteeffekt over på andre priser.

### Oljemarkedet

Gjennom store deler av sommeren beveget oljeprisen seg mellom 55-60 dollar per fat nordsjøolje, men i august steg prisene til nye rekordnivåer. Nordsjøoljen Brent Blend

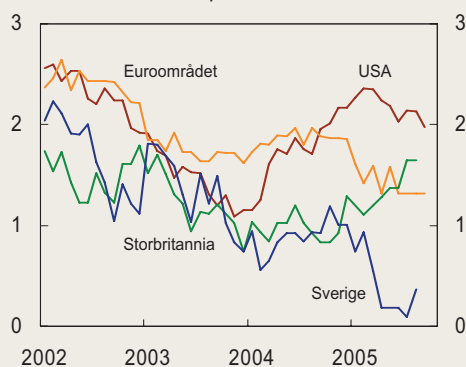
**Figur 2.2** Konsumprisindekser. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



<sup>1)</sup> UNDI1X

Kilde: EcoWin

**Figur 2.3** Kjerneinflasjon<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



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

Kilde: EcoWin

ble 16. august omsatt til 67,8 dollar per fat, se figur 2.4. Utviklingen i oljeprisen har vært påvirket av nyheter som terroraksjoner, revalueringen av Kinas valuta og orkanene Katrina og Rita som førte til omfattende ødeleggelser både på installasjoner som produserer råolje og naturgass i Mexico-gulven, og på raffinerier i området. Etter orkanene var det spesielt prisene på raffinerte produkter som økte, og særlig bensinprisen steg kraftig, se figur 2.5. Prisøkningen på råolje ble etter hvert reversert, blant annet som følge av at USA og Det internasjonale energibyrådet (IEA) samlet besluttet å frigjøre råolje fra sine strategiske lagre. IEA frigjorde også noe bensin og andre produkter, men ikke nok til å kompensere for hele bortfallet av raffineringsevne. Likevel falt bensin- og råoljeprisene forholdsvis raskt tilbake til nivået de var på før orkanene, mens prisene på naturgass i USA fortsatt ligger høyere.

I begynnelsen av oktober falt oljeprisen med 5 dollar per fat på få dager og kom dermed tilbake til nivået fra forrige inflasjonsrapport. Prisfallet skyldes særlig fallende vekst i etterspørselen etter olje fra flere markeder. IEA har redusert sitt anslag for etterspørselsveksten i 2. halvår i år i forhold til tidligere anslag. Dette kan være et tegn på at oljeprisen nådde en grense for hvor høy den kan være uten at det får merkbare effekter på etterspørselen etter olje og annen økonomisk aktivitet. I slutten av oktober var oljeprisen i underkant av 60 dollar per fat nordsjøolje på tross av at oljeproduksjonen i Mexico-gulven fortsatt er redusert med rundt 60 prosent i forhold til det normale produksjonsnivået, se figur 2.6. Årets uvær har dermed ført til langt større produksjonsbortfall enn orkanen Ivan for ett år siden.

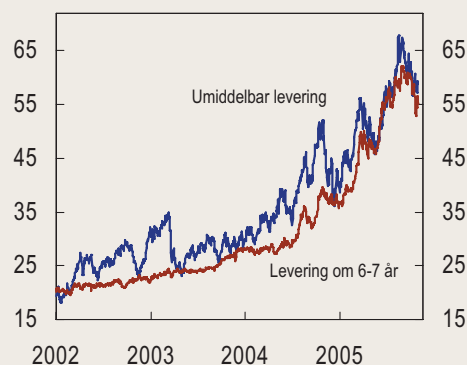
På møtet 19. september besluttet OPEC å holde sine produksjonskvoter uendret på 28 millioner fat per dag. Organisasjonen har i lengre tid hevdet at det er mangel på raffineringsevne som er den viktigste årsaken til de høye energiprisene, og ikke mangel på råolje. Likevel vil produksjonskvotene kunne bli økt med inntil 2 millioner fat per dag dersom økt etterspørsel skulle gjøre det nødvendig.

## Finansmarkedene

### *Oljeprisen påvirker renteutviklingen*

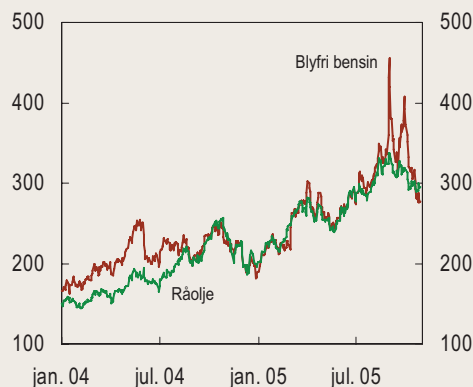
Siden forrige inflasjonsrapport er styringsrentene i USA og Canada blitt hevet med henholdsvis 0,75 og 0,50 prosentpoeng. I New Zealand er styringsrenten hevet med 0,25 prosentpoeng, mens styringsrenten i Storbritannia er redusert med 0,25 prosentpoeng. Styringsrentene er fortsatt lave hos flere av våre handelspartnere. Markedsaktørene ser ut til å vente at styringsrentene vil øke gradvis i tiden fremover, og noe raskere enn de forventet i sommer, se

**Figur 2.4** Oljepris. Brent Blend for umiddelbar levering og lett råolje for fremtidig levering. USD per fat. Dagstall. 1. jan. 02 – 27. okt. 05



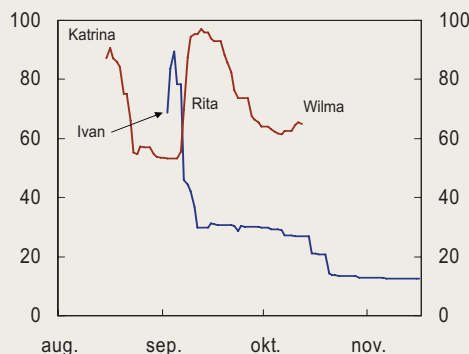
Kilder: Reuters og EcoWin

**Figur 2.5** Bensin- og råoljepriser. Indeks, jan. 02 = 100. Dagstall. 1. jan. 04 – 27. okt. 05



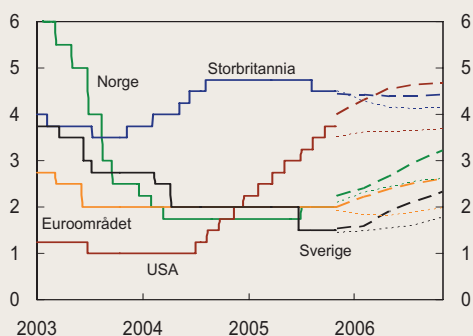
Kilde: EcoWin

**Figur 2.6** Nedstengt råoljeproduksjon i Mexico-Gulven som følge av orkaner. Andel av total produksjonskapasitet. Prosent. Dagstall. 29. aug. – 30. nov. for 2004 (Ivan) og 2005 (Katrina, Rita og Wilma)



Kilde: Energy Administration Information

**Figur 2.7** Renteforventninger. Faktisk utvikling og forventet styringsrente<sup>1)</sup> per 27. okt. 05 og 24. jun. 05. Dagstall. 2. jan. 03 – 1. nov. 06



<sup>1)</sup> Stiplede kurver viser forventninger per 27. oktober 2005. Prirkete kurver viser forventninger per 24. juni 2005 (IR2/05). Basert på rentene på FRA- og futureskontrakter justert for anslått differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente og styringsrenten

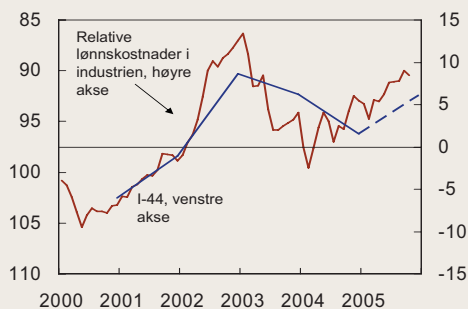
Kilder: Reuters og Norges Bank

figur 2.7. Mot slutten av 2006 ventes styringsrentene i USA og Storbritannia å ligge rundt 4½ prosent. I euroområdet og Sverige forventes rentene å være vesentlig lavere, i underkant av henholdsvis 2¾ og 2½ prosent.

Etter at de langsiktige rentene internasjonalt steg noe gjennom sommeren som følge av flere positive nøkkeltall, falt de tilbake mot nivåene de var på ved forrige inflasjonsrapport. En årsak til rentefallet var økt usikkerhet rundt vekstutsiktene. De siste månedene har de langsiktige rentene steget noe igjen. Det gjenspeiler økte inflasjonsimpulser som følge av de høye energiprisene. Markedsaktørenes langsiktige inflasjonsforventninger, målt som renteforskjellen mellom statsobligasjoner med nominell og reell avkastning, har økt litt siden i sommer.

I Norge ble styringsrenten hevet med 0,25 prosentpoeng, til 2 prosent, på rentemøtet i juni. Markedsaktørenes renteforventninger i oktober er noe høyere enn de var ved publiseringen av forrige inflasjonsrapport. Terminrentene indikerer forventninger om at styringsrenten er i overkant av 2¼ prosent ved utgangen av 2005 og mellom 3¼ og 3½ prosent ved utgangen av 2006. Målt ved terminrentene venter markedsaktørene at rentene i Norge vil være høyere enn for et gjennomsnitt av våre handelspartnere fra begynnelsen av 2006, men at rentedifferansen ikke vil være særlig stor. De langsiktige norske rentene har fulgt utviklingen i resten av Europa og er noe høyere enn ved forrige rapport. Effektiv rente på norske statsobligasjoner med ti års gjenværende løpetid ligger nå rundt 3,8 prosent.

**Figur 2.8** Kronekursen (I-44)<sup>1)</sup>. Månedstall. Jan. 00 – okt. 05<sup>2)</sup>. Relative lønnskostnader i felles valuta<sup>3)</sup>. Årstall. Prosent. 2000 – 2005<sup>4)</sup>



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

<sup>2)</sup> Tall for okt. 05 er gjennomsnittet av perioden 1. – 27. okt. 2005

<sup>3)</sup> Avvik fra gjennomsnittet for perioden 1970 – 2004

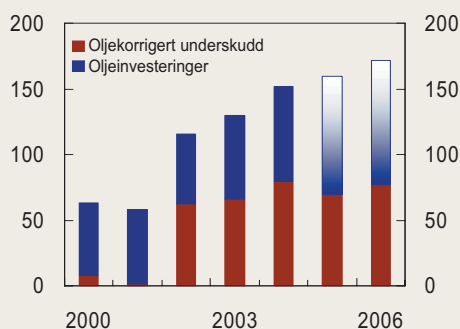
<sup>4)</sup> 2005 er basert på lønnsveksten i referansebanen og KKI fra 1. jan. – 27. okt. 2005

Kilde: Norges Bank

### Fortsatt sterk kronekurs

Målt ved den importveide indeksen I-44 er kronekursen om lag 1½ prosent sterkere enn ved forrige inflasjonsrapport. Siden våren 2004 har kronen gjennomgående styrket seg, se figur 2.8. Aktørene har pekt på at utsiktene for norsk økonomi er gode. Samtidig bidrar den høye oljeprisen og bruken av oljeinntekter i norsk økonomi til etterspørsel etter norske kroner. Investeringene i petroleumsnæringen vokser sterkt, og bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet har økt de siste årene, se figur 2.9. Forventninger blant markedsaktører om at bruken av oljeinntekter i norsk økonomi kan øke ytterligere i årene fremover har trolig bidratt til å styrke kronen. Høy oljepris virker også positivt på aksjekursene på Oslo Børs. Eierandelen blant utenlandske investorer på Oslo Børs har økt. Isolert sett har dette bidratt til en sterkere krone. Den reelle kronekursen er sterkere enn gjennomsnittet siden 1970, både når den måles ved relative lønnskostnader i felles valuta og ved relative konsumpriser i felles valuta. Historisk har realkursen vist en tendens til å vende tilbake til dette gjennomsnittet.<sup>1</sup>

**Figur 2.9** Oljekorrigert underskudd på statsbudsjettet og oljeinvesteringer. Milliarder kroner. Årstall. 2000 – 2006<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2006

Kilder: Statistisk Sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

<sup>1</sup> For en nærmere drøfting av tilbakevendingsmekanisme i realkursen, se Staff Memo 2005/3 og Working Paper 2002/4, begge fra Norges Bank ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no))



## Store svingninger i aksjekursene

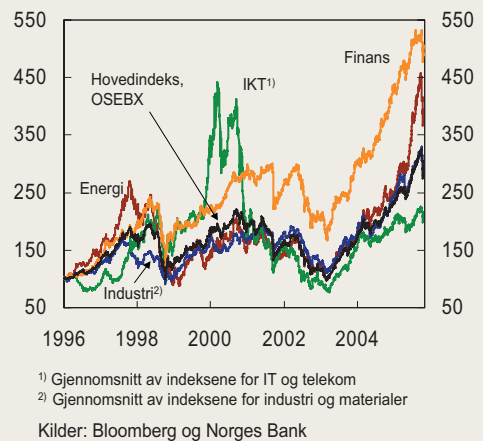
Oppgangen på Oslo Børs fortsatte i takt med den økte oljeprisen gjennom sommeren og første del av høsten. I første del av oktober falt aksjekursene markert, men hovedindeksen er fortsatt rundt 4 prosent høyere enn da forrige inflasjonsrapport ble lagt fram. IKT- og energi-indeksen har steget mest med en oppgang på henholdsvis 10 og 8 prosent, se figur 2.10. På børsene i Europa har aksjekursene steget mellom 1 og 5 prosent, mens aksjekursene i USA er 1 prosent lavere enn ved forrige inflasjonsrapport.

## Norsk økonomi

### Etterspørselen

Veksten i norsk økonomi har vært sterk siden 2. kvartal 2003. I begynnelsen av oppgangen bidro fallende rentenivå og forventninger om lav realrente fremover til at privat forbruk økte. Svakere kronekurs og internasjonal oppgang stimulerte eksporten av tradisjonelle varer. Samtidig har realinvesteringene i petroleumssektoren økt kraftig. Det har

**Figur 2.10** Utviklingen i delindekser ved Oslo Børs. Indeks, 2. jan. 96 = 100. Dagstall. 2. jan. 96 – 27. okt. 05



¹) Gjennomsnitt av indeksene for IT og telekom  
²) Gjennomsnitt av indeksene for industri og materialer  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

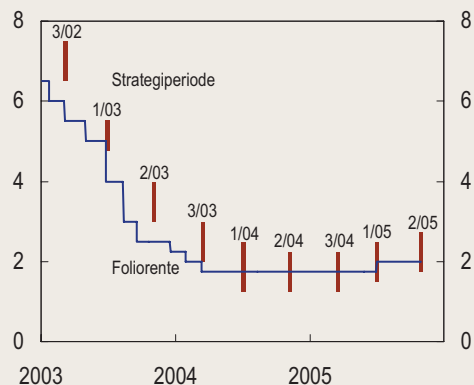
# Pengepolitikken siden 30. juni 2005

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i Inflasjonsrapport 2/05 tilsa en foliorente i intervallet  $1\frac{3}{4}$  -  $2\frac{3}{4}$  prosent i perioden fram til begynnelsen av november inneværende år. Analysene var basert på at renten utviklet seg om lag i tråd med terminrentene slik de var i slutten av juni. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsa en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting trakk isolert sett i retning av høyere rente. Hovedstyrets vurdering var at renten gradvis, i små og ikke hyppige skritt, kunne bringes opp mot et mer normalt nivå.

I rentemøtet 30. juni ble foliorenten hevet med 0,25 prosentpoeng til 2 prosent. Renten ble holdt uendret på rentemøtene 11. august og 21. september. I rentemøtet 21. september pekte hovedstyret på at en mulighet hadde vært å øke renten allerede i det møtet. Utviklingen i produksjon, etterspørsel og underliggende inflasjon hadde i hovedsak vært i samsvar med det bildet som ble tegnet i Inflasjonsrapport 2/05. Veksten hos handelspartnerne syntes samlet å være om lag som ventet. Den høye oljeprisen kunne gi noe høyere prisvekst ute enn tidligere anslått.

I inflasjonsrapporten ble det pekt på risikoen for at en lang periode med lav rente etter hvert kunne gi sterkere press i økonomien enn i referansebanen. Det ble også pekt på en viss sannsynlighet for at inflasjonen fortsatt kunne holdes nede gjennom prisdempende effekter av økt konkurranse og økt import fra lavkostland i Asia og i Sentral- og Øst-Europa. Siden forrige inflasjonsrapport har den importerte prisstigningen svingt en del, men verken disse tallene eller øvrig informasjon har gitt grunnlag for å endre vurderingene av usikkerhetsfaktorene.

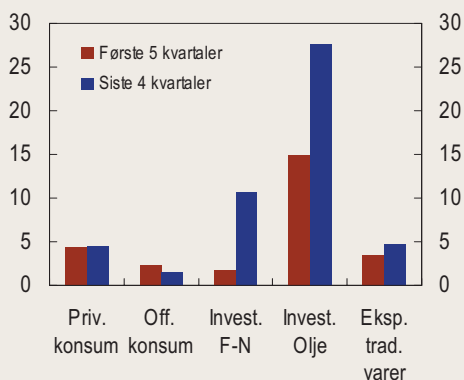
**Figur 1** Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. Prosent. 1. jan. 03 – 27. okt. 05



Kilde: Norges Bank



**Figur 2.11** Etterspørsel. Gjennomsnittlig kvartalsvekst (annualisert) i konjunkturoppgangen siste 9 kvartaler<sup>1)</sup>. Prosent



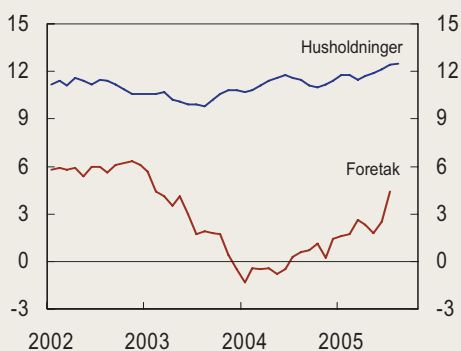
<sup>1)</sup> 2. kv. 03 – 2. kv. 05

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ført til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra bedrifter i Fastlands-Norge. Etter hvert har også realinvesteringene i Fastlands-Norge steget. Oppgangen i norsk økonomi er nå bredt basert, se figur 2.11.

Husholdningenes disponible realinntekter har økt betydelig de siste årene, til tross for moderat nominell lønnsvekst. Både lav prisvekst, fallende netto renteutgifter og skattelettelser har bidratt. Siden oppgangen startet i 2. kvartal 2003 har det private forbruket i gjennomsnitt økt med 3,7 prosent på årsbasis. Boligprisene har økt ytterligere og husholdningenes gjeld øker raskt, se figur 2.12. Igangsettingen av nye boliger er høy, men ser nå ut til å avta. Salgstakten for nye boliger har falt gjennom 2005, se figur 2.13. Omsetningstiden for brukte boliger har imidlertid holdt seg lav. TNS Gallups forventningsindikator for 3. kvartal viser at husholdningene vurderer sin økonomiske stilling som sterk. Fram mot årsskiftet er det utsikter til fortsatt god vekst i husholdningenes forbruk, mens veksten i boliginvesteringene ser ut til å kunne avta.

**Figur 2.12** Kreditt til husholdninger<sup>1)</sup> og foretak<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – aug. 05



<sup>1)</sup> Kreditt fra innenlandske kilder (K2)

<sup>2)</sup> Samlet kreditt til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (K3)

Kilde: Norges Bank

Lav rente, økende etterspørsel og moderat lønnsvekst har styrket bedriftenes lønnsomhet. Fra Norges Banks regionale nettverk meldes det om ytterligere bedring. Aksjekursene på Oslo Børs utenom energisektoren er mer enn dobbelt så høye som ved starten av oppgangskonjunkturen. Etterspørselen etter kreditt fra bedriftene i Fastlands-Norge fortsetter å øke. I juli var tolv månedersveksten 4,4 prosent. Samtidig er veksten i pengemengden sterk. Økningen i pengemengdeveksten det siste året skyldes særlig at foretakssektoren har økt sine beholdninger av likvide midler. Det gjenspeiler god lønnsomhet og et forholdsvis moderat investeringsnivå.

**Figur 2.13** Salgstakt<sup>1)</sup> for nye boliger på Østlandet. Prosent. Feb. 02 – okt. 05



<sup>1)</sup> Solgte boliger siste to måneder i prosent av totalt antall nye boliger til salgs i byggeprosjekter

Kilde: ECON

Investeringsstillingen for industrien indikerer høy vekst i industriinvesteringene i år. I kraftsektoren ser investeringene ut til å vokse moderat i år, men tellingen tyder på sterk vekst i 2006. Utbygging av gasskraftverket på Kårstø og oppgradering av vannkraftverket i Sauda bidrar til dette. Samtidig tyder god vekst i ordretilgangen i anleggssektoren og for andre bygg enn boliger på en videre oppgang i foretaksinvesteringene den nærmeste tiden. Den gode lønnsomheten og den store beholdningen av likvide midler i bedriftene trekker i samme retning.

Den nominelle utgiftsveksten over statsbudsjettet var høyere enn verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge fra 2001 til 2004. Samtidig økte det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet. For i år anslås det kun en liten økning i det strukturelle underskuddet. Målt i verdi ventes utgiftene over statsbudsjettet å øke noe mindre enn BNP for Fastlands-Norge. Etter flere år med stimulans vil budsjettpolitikken dermed virke mer nøytralt på samlet etterspørsel i år.

Eksportvolumet av tradisjonelle varer utenom raffinerte oljeprodukter falt noe tilbake i første halvår etter kraftig vekst gjennom 2004, se figur 2.14. Det var sterk vekst i eksporten av verkstedprodukter. Månedstall for utviklingen i eksportverdien i 3. kvartal tyder på at veksten er på vei opp igjen.

Veksten i importen har holdt seg høy, både som følge av økte realinvesteringer i oljevirkosomheten og veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge. Lav prisvekst, eller prisfall, på en del importerte varer bidrar til høy etterspørsel. Importinnholdet i etterspørselen fra Fastlands-Norge synes å ha økt de siste årene.

Samlet sett er det utsikter til at veksten i etterspørselen holder seg forholdsvis høy den nærmeste tiden. Forventninger om fortsatt lavt rentenivå og vekst i realinntektene bidrar til at veksten i husholdningenes forbruk og realinvesteringer kan vare ved. Sterk økning i investeringene i petroleumsnæringen, moderat lønnsvekst og god lønnsomhet i mange foretak trekker i retning av at bedriftene i Fastlands-Norge vil øke sine investeringer ytterligere.

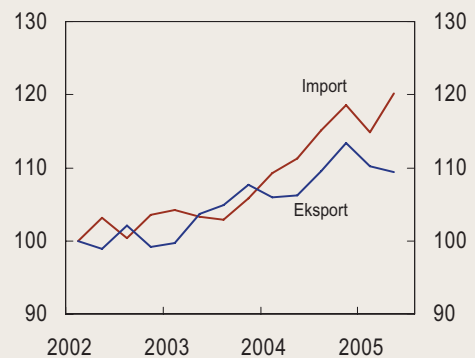
### Produksjon og kapasitetsutnyttning

Siden oppgangen startet, har BNP for Fastlands-Norge vokst med i gjennomsnitt 3½ prosent fra kvartal til kvartal, målt som årlig rate. Veksten har vært jevn. Veksten i innenlandsk etterspørsel vil vare ved den nærmeste tiden. Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester anslås å ta seg litt opp. I 2. halvår i år anslår vi at BNP for Fastlands-Norge vokser i om lag samme tempo som i 2. kvartal i år, se figur 2.15.

I industrien er ordrebeholdningen på et rekordhøyt nivå. Dette tilsier fortsatt vekst i produksjonen de nærmeste kvartalene. Konjunkturbarometeret for industrien peker i samme retning. I bygge- og anleggsbransjen har aktiviteten vært høy lenge. Næringens ordretilgang øker, og gir utsikter til at produksjonen vil øke ytterligere. Veksten i omsetningen innen eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting har økt til et høyt nivå. Økt aktivitet i de vareproduserende næringene og utsikter til god vekst i etterspørselen fra husholdningene gir grunnlag for fortsatt vekst i de tjenesteytende næringene.

Veksten i sysselsatte personer har vært forholdsvis lav gjennom hele konjunkturoppgangen, se figur 2.16. Sysselsettingen har økt mindre enn i konjunkturoppgangene på 1980- og 90-tallet, se figur 2.17. I de første kvartalene av den inneværende oppgangen var det god vekst i produktiviteten, målt som BNP per timeverk. Etter hvert har antall utførte timeverk økt mye, særlig fordi sykefra-

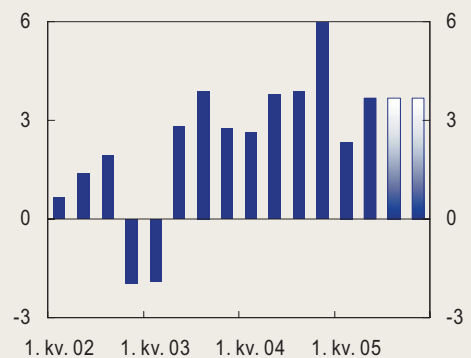
**Figur 2.14** Import i alt og eksport av tradisjonelle varer og tjenester<sup>1)</sup>. Volumindeks, 1. kv. 02 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 02 – 2. kv. 05



<sup>1)</sup> Reisetrafikk og andre tjenester

Kilde: Statistisk sentralbyrå

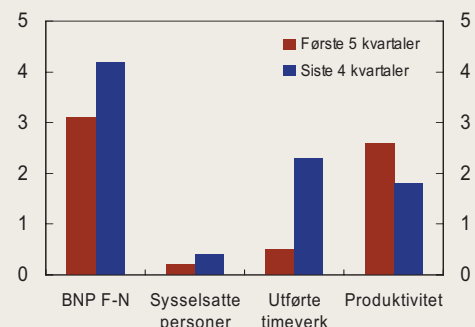
**Figur 2.15** BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert, annualisert kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 02 – 4. kv. 05<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 3. kv. 05 og 4. kv. 05

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.16** BNP, sysselsetting og produktivitet<sup>1)</sup> for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig kvartalsvekst (annualisert) i konjunkturoppgangen siste 9 kvartaler<sup>2)</sup>. Prosent

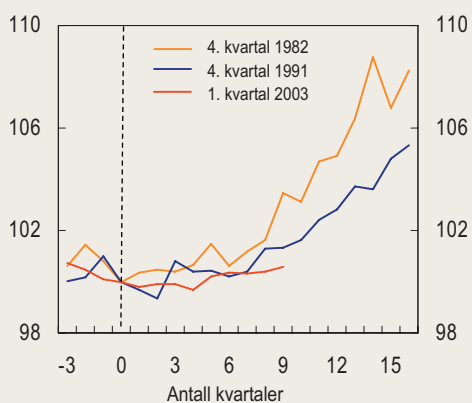


<sup>1)</sup> Bruttoprodukt per timeverk

<sup>2)</sup> 2. kv. 03 – 2. kv. 05

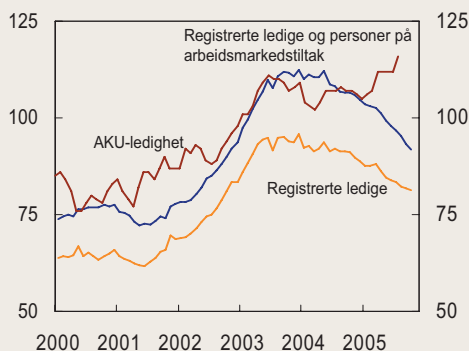
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.17** Sysselsatte personer. Utvikling etter starten på en konjunkturoppgang. Indeks, kvartal 0 = 100



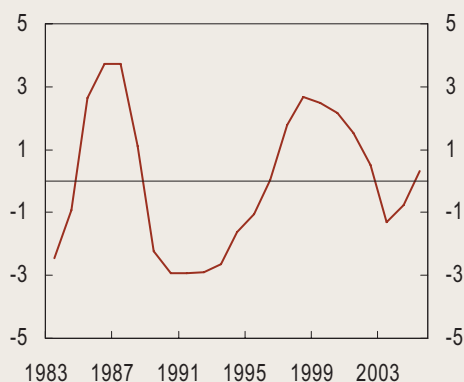
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.18** Arbeidsledige. AKU-ledighet, registrerte ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Antall i tusen. Sesongjustert. Månedstall. Jan. 00 – okt. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet

**Figur 2.19** Anslag på produksjonsgapet. Prosent. Årstall. 1983 – 2005



Kilde: Norges Bank

været falt kraftig i fjor.<sup>2</sup> Veksten i produktiviteten har etter hvert avtatt.

Fra 2. kvartal i fjor til 2. kvartal i år har sysselsettingen økt med 3 000 personer ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU). Arbeidsstyrken har økt med 9 000 personer i samme periode. Dette er mindre enn den demografiske tilveksten, og yrkesfrekvensen har gått noe ned. Siden begynnelsen av 2005 har arbeidsledigheten målt ved AKU økt. I samme periode har arbeidsledigheten registrert hos Aetat gått ned, se figur 2.18. Ifølge Statistisk sentralbyrå og Aetat bidrar flere forhold til å forklare den avvikende utviklingen. Blant annet er det stor usikkerhet i utvalgsundersøkelser som AKU. Dessuten pekes det på at yrkeshemmede får mer aktiv oppfølging av Aetat enn tidligere, og at AKU nå teller en større andel yrkeshemmede som arbeidsledige. Det kan ha bidratt til å trekke opp ledigheten slik den måles i AKU.

Både den offisielle statistikken og vårt regionale nettverk gir inntrykk av at mange bedrifter har vært tilbakeholdne med å ansette flere. Det er nå tegn til en viss endring i denne holdningen. Veksten i sysselsettingen, slik den måles i AKU, har tatt seg opp de siste månedene. En større andel av kontaktene i vårt regionale nettverk vurderer å øke bemanningen, og færre vurderer å redusere den. Svarene fra næringslivslederne i TNS Gallups forventningsundersøkelse for 3. kvartal viste et lignende bilde. Det er også tegn til en økning i tilgangen på utlyste stillinger i media. Dette tyder på økende etterspørsel etter arbeidskraft, og kan tilsi en viss tilstrømming i arbeidsmarkedet den nærmeste tiden.

Produksjonsgapet i inflasjonsrapportene uttrykker vår vurdering av den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien, se figur 2.19. Produksjonsgapet defineres som det prosentvise avviket mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon. Potensiell produksjon er en uobserverbar størrelse, og angir det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil pris- og kostnadsvekst. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen har tatt seg opp de siste to årene, og at den nå er noe over et normalnivå.

I vurderingen av produksjonsgapet holdes resultatet av tekniske beregninger opp mot andre kilder til informasjon om kapasitetsutnyttningen i økonomien.<sup>3</sup> I konjunkturbarometeret beregnes en gjennomsnittlig kapasitetsutnyttning i industrien. Konjunkturbarometeret for 2. kvartal viste at kapasitetsutnyttningen har økt betydelig i denne oppgangen,

<sup>2</sup> I 2. halvår i fjor bidro økt antall virkedager til å trekke opp veksten i timeverkene målt fra samme periode året før. Veksten i timeverkene holdt seg imidlertid høy også i 1. halvår i år. Da var det like mange virkedager som i 1. halvår i fjor

<sup>3</sup> Se utdypingen "Norges Banks anslag på produksjonsgapet" i Inflasjonsrapport 2/2004 for en nærmere omtale av metoder for å anslå produksjonsgapet.

se figur 2.20. Kapasitetsutnyttningen var imidlertid fortsatt klart lavere enn midt på 1990-tallet.

Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk kan tyde på at kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien sett under ett er nær et normalnivå. Det er imidlertid tendenser til flaskehals i produksjonen i visse deler av økonomien. Blant annet er kapasitetsutnyttningen i bygge- og anleggsbransjen svært høy, særlig på sørvestlandet. Det er tegn til knapphet på visse typer arbeidskraft i bygge- og anleggsbransjen, i industrien og i enkelte tjenesteytende næringer.

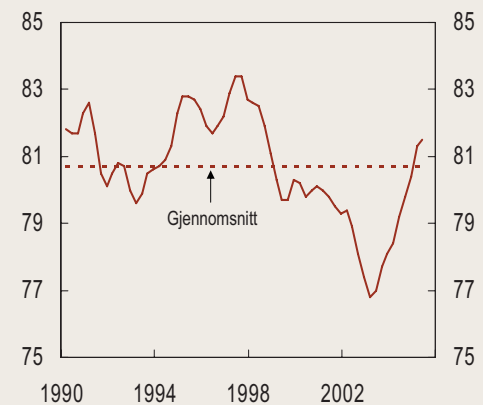
Utviklingen i sysselsettingen og i arbeidsledigheten kan peke i retning av at det ikke har oppstått vesentlig knapphet på arbeidskraft i økonomien sett under ett. Lønnsutviklingen tyder heller ikke på vesentlige presstendenser. Så langt er det få tegn til at veksten i reallønningene er i ferd med å tilta. På den annen side har utnyttningen av arbeidsstokken i bedriftene økt gjennom oppgangskonjunkturen. Antall utførte timeverk har økt kraftig, se figur 2.21. En stor del av økningen skyldes fallet i sykefraværet i fjor, som trolig har sammenheng med strukturelle forhold. Bruken av overtid har imidlertid også økt, til et nokså høyt nivå. Det kan indikere at ressursutnyttningen er noe høyere enn nivået på sysselsettingen og arbeidsledigheten isolert sett skulle tilsi.

Utsiktene til fortsatt høy vekst den nærmeste tiden tilsier at produksjonsgapet vil øke ytterligere. Produksjonsgapet anslås imidlertid å være litt lavere ved utgangen av 2005 enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Utviklingen i arbeidsmarkedet gir ikke inntrykk av at det har oppstått vesentlige presstendenser. Fallet i sykefraværet gjennom fjoråret kan ha tilført bedriftene mer ressurser enn vi tidligere har lagt til grunn. Så langt er det få tegn til at lønnsveksten tiltar, verken samlet sett eller i enkelt næringer der kapasitetsutnyttningen er høy. Den senere tiden har det imidlertid vært tegn til økt konsumprisvekst på enkelte tjenester med lønn som dominerende prisfaktor.

### Priser og lønninger

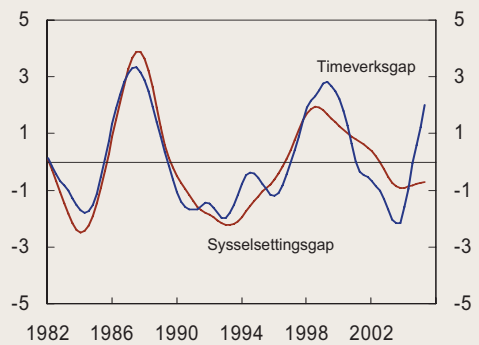
Inflasjonen har tatt seg gradvis opp siden begynnelsen av 2004. Fallet i prisene på importerte konsumvarer har avtatt, blant annet som følge av at kronkursen svekket seg gjennom 2003. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har økt. Noen av de forholdene som bidro til at inflasjonen falt i 2004 har avtatt i betydning, eller blitt reversert. Blant annet har prisene på flyreiser økt markert igjen. Den sterke priskonkurransen på enkelte dagligvarer i fjor virker ikke lenger inn på tolv månedersveksten i konsumprisene. I september var tolv månedersveksten i konsumprisene utenom avgifter og energivarer (KPI-JAE) 1,3 prosent. Korrigert for den beregnede direkte virkningen av rentefallet på husleiene kan prisveksten anslås til 1,5 prosent

**Figur 2.20** Kapasitetsutnyttingsgrad i industrien. Trend. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 90 – 2. kv. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

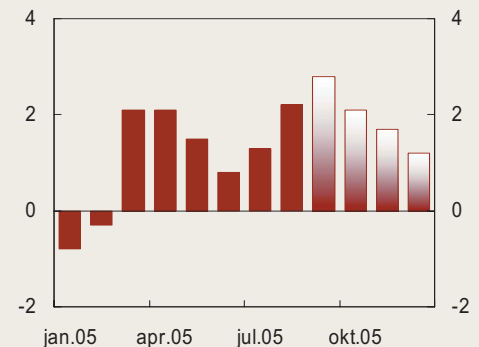
**Figur 2.21** Sysselsetting og utførte timeverk. Prosentvis avvik fra trend<sup>1)</sup>. Kvartalstall. 2. kv. 82 – 2. kv. 05



<sup>1)</sup> Trend beregnet med HP-filer. Se Staff Memo 2005/2 ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)) for nærmere omtale

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

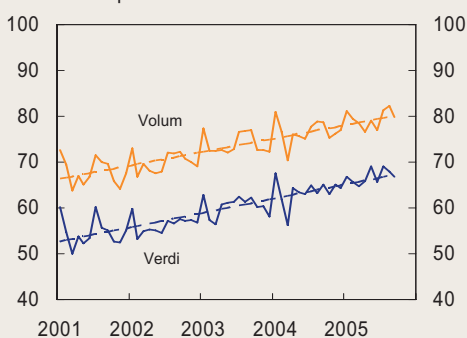
**Figur 2.22** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Sesongjustert månedsvkst. Tremåneders glidende gjennomsnitt (sentrert) omregnet til årlig rate. Jan. – des. 05<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Anslag for sep. 05 – des. 05

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

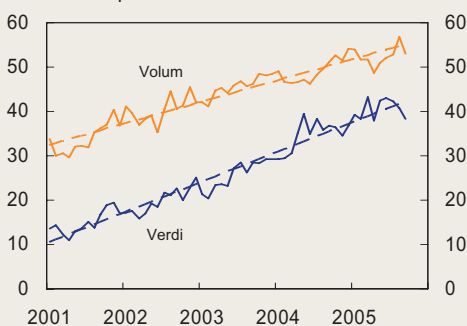
**Figur 2.23** Importandel for klær og sko fra lavkostland<sup>1)</sup>. Prosent. Månedstall. Jan. 01 – sep. 05



<sup>1)</sup> Estland, Latvia, Litauen, Moldova, Polen, Romania, Slovenia, Tsjekkia, Tyrkia, Ungarn, Bangladesh, Filippinene, Hong Kong, India, Indonesia, Kambodsja, Kina, Malaysia, Singapore, Sør-Korea, Thailand, Taiwan og Vietnam

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

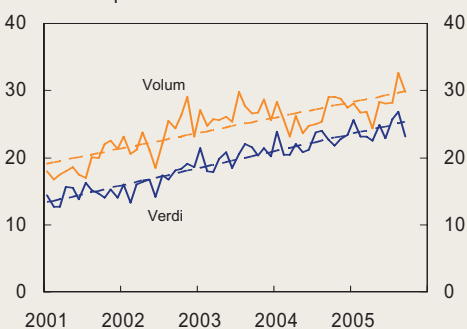
**Figur 2.24** Importandel for lyd- og bildeutstyr fra lavkostland<sup>1)</sup>. Prosent. Månedstall. Jan. 01 – sep. 05



<sup>1)</sup> Estland, Latvia, Litauen, Moldova, Polen, Romania, Slovenia, Tsjekkia, Tyrkia, Ungarn, Bangladesh, Filippinene, Hong Kong, India, Indonesia, Kambodsja, Kina, Malaysia, Singapore, Sør-Korea, Thailand, Taiwan og Vietnam

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.25** Importandel for møbler og hvitevarer fra lavkostland<sup>1)</sup>. Prosent. Månedstall. Jan. 01 – sep. 05



<sup>1)</sup> Estland, Latvia, Litauen, Moldova, Polen, Romania, Slovenia, Tsjekkia, Tyrkia, Ungarn, Bangladesh, Filippinene, Hong Kong, India, Indonesia, Kambodsja, Kina, Malaysia, Singapore, Sør-Korea, Thailand, Taiwan og Vietnam

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i september. Målt ved 3 måneders glidende gjennomsnitt omregnet til årlig rate, har prisstigningstakten variert rundt 1½ prosent siden mars i år, se figur 2.22.

Tolv månedersveksten i konsumprisene totalt (KPI) var 2,0 prosent i september. Bensinprisene har steget markert gjennom sommeren, og i september var prisene 17,5 prosent høyere enn i september i fjor.

Prisene på importerte konsumvarer faller fortsatt i forhold til samme periode året før. Sterkt økende produksjonskapasitet i verdensøkonomien som følge av høye investeringer i mange lavkostland, har gitt lav prisvekst på mange internasjonalt handlede varer. Samtidig har nedbygging av handelshindre bidratt til økt import av konsumvarer fra land med lave kostnadsnivåer. Blant annet har importandelen for klær fra disse områdene økt markert de siste årene, se figur 2.23. Dette har bidratt til et vesentlig prisfall på klær. I august og september i år økte imidlertid klesprisene mer enn normalt. Dette kan være ringvirkninger av at EU i sommer på nytt innførte kvoter på klesimport fra Kina, og at det oppsto usikkerhet rundt leveranser av klær fra Kina på kort sikt. Norges kleshandel med Kina er ikke belagt med kvoter som i EU. På noe lengre sikt er det derfor grunnlag for å vente ytterligere vridning av klesimporten.

Det er ikke bare klesimporten som har økt sterkt fra land med lave produksjonskostnader. Andelen av vår import fra disse landene ser ut til å øke også for andre varer. Blant annet øker importandelen for lyd- og bildeutstyr og for møbler og hvitevarer, se figur 2.24 og 2.25. Det bidrar til å trekke ned prisveksten på importerte konsumvarer. I en egen utdyping på side 49 omtales nye beregninger av indikatoren for internasjonale prisimpulser til konsumvarer.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester over de siste tolv månedene var 2,0 prosent i september. Prisveksten på norskproduserte konsumvarer med internasjonal konkurranse har vært svært lav i år. I september var prisene på disse varene 0,5 prosent høyere enn samme måned i fjor. Dette reflekterer trolig den sterke konkurransen norske produsenter av konsumvarer møter fra internasjonale aktører. Samtidig stimuleres den innenlandske etterspørselen av et lavt rentenivå, og i en del næringer øker kapasitetsutnyttningen. Dette gir rom for økte priser og høyere marginer. Tjenestepreisene, som bare økte med 0,5 prosent i fjor, ser i år ut til å øke med om lag 2½ prosent.

Årslønnsveksten i 2005 ble anslått til 3½ prosent i forrige inflasjonsrapport. Det har foreløpig ikke kommet vesentlig ny informasjon om utviklingen i lønnsveksten. SSBs lønnsstatistikk for andre kvartal peker i retning av lav lønnsvekst i de fleste grupper. Disse tallene svinger erfaringsmessig



mye fra kvartal til kvartal. Hovedtrekkene i lønnsstatistikken vurderes å være i tråd med anslaget for lønnsveksten i forrige inflasjonsrapport.

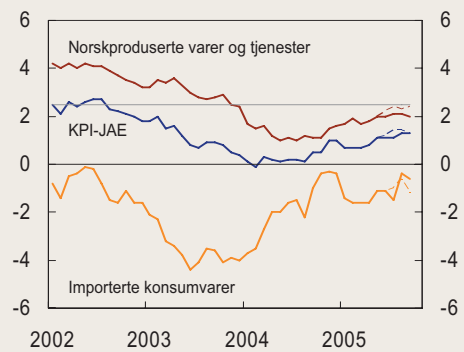
Samlet sett har prisene målt ved KPI-JAE steget som anslått i forrige inflasjonsrapport, se figur 2.26. Fallet i prisene på importerte konsumvarer har avtatt noe mer enn anslått, mens prisene på norskproduserte varer og tjenester har steget noe mindre enn ventet. Anslaget for tolv månedersveksten i KPI-JAE mot slutten av året er om lag som i forrige inflasjonsrapport.

Dersom økningene i satsene for merverdiavgift som ble foreslått av Regjeringen Bondevik II vedtas av Stortinget, vil KPI-veksten kunne bli noe høyere ved inngangen til neste år enn vi har lagt til grunn. Tidligere erfaringer tilsier imidlertid at endringer i merverdisatsene ikke slår ut i prisene til konsumentene umiddelbart, slik det forutsettes i beregningen av KPI-JAE. Dersom momsøkningene ikke medfører tilsvarende økning i utsalgsprisene fra januar, vil KPI-JAE kunne vokse noe mindre enn vi har lagt til grunn.

Figur 2.27 oppsummerer vår vurdering av situasjonen i norsk økonomi uttrykt ved produksjonsgapet og inflasjonen målt ved KPI-JAE. Slik vi vurderer det, er produksjonsgapet positivt. Inflasjonen målt ved KPI-JAE har tatt seg opp, men er fortsatt lavere enn inflasjonsmålet. Den nærmeste tiden er det utsikter til at produksjonsgapet vil øke ytterligere. Veksten i KPI-JAE vil trolig endre seg lite fram mot årsskiftet. De kommende månedene anslås konsumprisindeksen (KPI) å øke mer enn KPI-JAE som følge av økningen i energiprisene. Rundt årsskiftet kan tolv månedersveksten i KPI komme opp mot 3 prosent. Dersom oljeprisen ikke øker ytterligere fra dagens nivå, er det imidlertid utsikter til at veksten i KPI vil avta igjen gjennom 1. halvår 2006. Tall fra TNS Gallup fra august tyder på at de høye oljeprisene fram til da ikke hadde gitt seg utslag i økte inflasjonsforventninger.

Anslaget for produksjonsgapet er usikkert, blant annet fordi nivået på den potensielle produksjonen i økonomien er uobserverbart og må anslås. Det gjør at også den historiske utviklingen i produksjonsgapet er usikker, se nærmere omtale i egen utdyping på side 36. I tillegg til KPI-JAE finnes det en rekke andre indikatorer for den underliggende inflasjonen. Disse er omtalt i utdypingen på neste side.

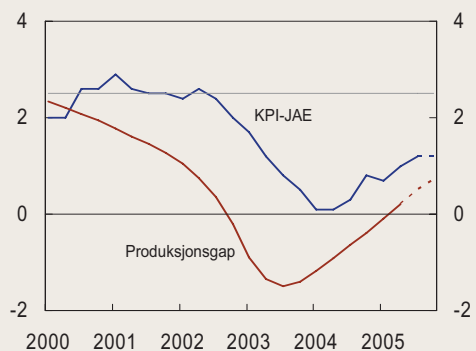
**Figur 2.26** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Med anslag fra IR2/05 (stiplet). Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.27** KPI-JAE<sup>1)</sup> og anslag på produksjonsgapet<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 4. kv. 05<sup>3)</sup>



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstall

<sup>3)</sup> Anslag på KPI-JAE for 4. kv. 05

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



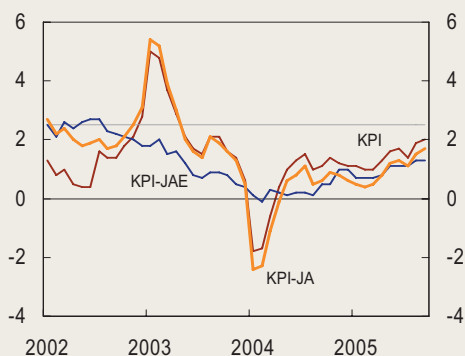
# Prisutviklingen den siste tiden

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. I KPI-JAE holdes effekter av endringer i avgifter og energipriser utenfor og kan således være en indikator for det underliggende inflasjonspresset i økonomien. Andre prisindikatorer og prisveksten på varer og tjenester fra ulike sektorer kan imidlertid også gi nyttig informasjon om inflasjonsutviklingen.

Konsumprisindeksen (KPI) økte med 2 prosent fra september i fjor til september i år, se figur 1. Tolvmånedersveksten var da ett prosentpoeng høyere enn i begynnelsen av året. De siste månedene har veksten i KPI vært høyere enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Det skyldes først og fremst en markert oppgang i bensinprisene i sommer.

Figur 1 KPI, KPI-JA<sup>1)</sup> og KPI-JAE<sup>2)</sup>.

Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



<sup>1)</sup> KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

<sup>2)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilde: Statistisk sentralbyrå

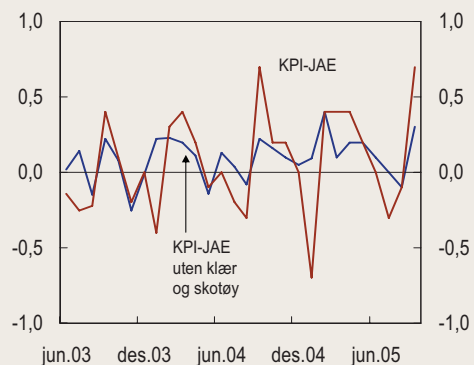
Den underliggende inflasjonen målt ved konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), har økt fra 0,8 prosent i april til 1,3 prosent i september. Dette var som anslått i den forrige inflasjonsrapporten. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester var nede i 1,0 prosent sommeren 2004, men tiltok gradvis fram til våren i år. Siden har prisstigningen på slike varer og tjenester variert rundt 2,0 prosent sammenlignet med samme måned året før. Prisveksten dempes av lav prisstigning på varer som møter utenlandsk konkurranse. Prisene på importerte konsumvarer har falt

på årsbasis siden begynnelsen av 2002. Det skyldes blant annet at prisene på konsumvarer som importeres, har falt målt i utenlandsk valuta. Svekkelsen av kronkursen gjennom 2003 bidro til at prisfallet på importerte konsumvarer avtok markert gjennom høsten 2004, men prisfallet tiltok på nytt i januar år. De siste månedene har prisfallet avtatt noe igjen, som følge av en markert oppgang i klesprisene fra juli til september i år. I september var prisene på importerte konsumvarer 0,6 prosent lavere enn i samme måned i fjor.

## Store variasjoner i prisveksten på importerte konsumvarer

Prisene på klær og sko endres nokså mye fra måned til måned, og bidrar mye til variasjonen i KPI-JAE, se figur 2. Selv om prisene på klær varierer, har det vært en klar trend i retning av lavere klespriser. Siden 1998 har prisene på klær falt med 30 prosent. Tolvmånedersveksten har vært negativ siden august 2001. I august og september i år avtok prisfallet på klær. Prisfallet på lyd- og bildeutstyr har imidlertid tiltatt, se figur 3. I september var disse prisene 8,8 prosent lavere enn i september året før. Årsveksten i bilprisene har vært om lag uendret i år. I september var bilprisene 1,5 prosent høyere enn ett år tidligere. Prisveksten på hvitevarer har tiltatt de siste månedene.

Figur 2 KPI-JAE<sup>1)</sup> med og uten prisene for klær og skotøy<sup>2)</sup>. Månedsvkst. Prosent. Jun. 03 – sep. 05

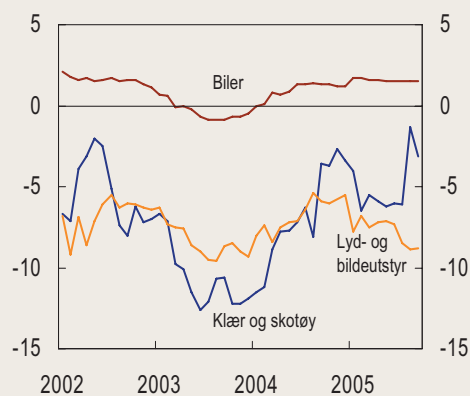


<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3** Priser på noen importerte konsumvarer. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



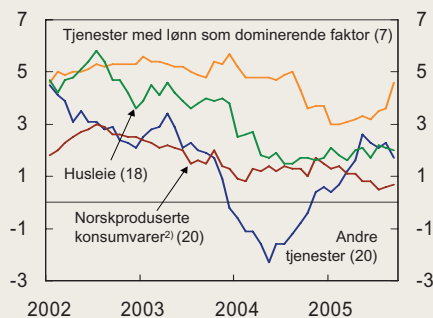
Kilde: Statistisk sentralbyrå

### Økt prisvekst på tjenester

Prisveksten på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor avtok gjennom fjoråret, se figur 4. Til tross for lav lønnsvekst har prisveksten på slike tjenester økt nokså mye igjen i år. I september var årsveksten 4,6 prosent. Oppgangen i september kan særlig knyttes til økte priser på håndverkstjenester og utdanningstjenester. Prisstigningen på tjenester utenom husleie og med andre dominerende kostnadsfaktorer enn lønn ("andre tjenester") økte markert fram til sommeren, men var noe mer avdempet i september. Dette gjenspeiler særlig utviklingen i flyprisene. De har steget siden sommeren 2004, men falt litt igjen fra august til september. Veksten i husleiene har vært nokså stabil i år. I september var årsveksten 2,0 prosent.

Prisveksten på norskproduserte konsumvarer utenom jordbruksvarer har avtatt noe. Dette reflekterer lav prisvekst på norskproduserte varer som møter

**Figur 4** Priser på norskproduserte varer og tjenester<sup>1)</sup>. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



<sup>1)</sup> Justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes. Norges Banks beregninger fram til desember 2003

<sup>2)</sup> Unntatt energiprodukter og jordbruks- og fiskevarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

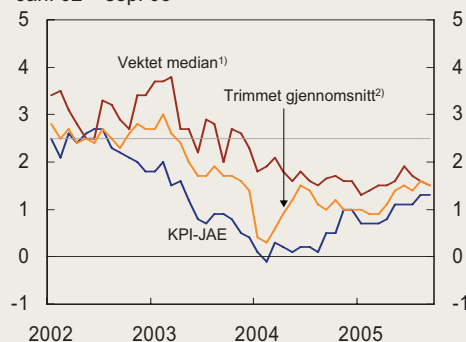
internasjonal konkurranse. Over det siste året fram til september steg prisene på slike varer med 0,2 prosent. Prisveksten på varer som er skjermet for konkurranse var i september også noe mer avdempet enn tidligere i år. Tolvmånedersveksten i prisene på slike varer var 1,6 prosent i september.

Tolvmånedersveksten i produsentprisindeksen for konsumvarer levert til hjemmemarkedet falt gjennom fjoråret og fram til mars i år. Etter dette har prisveksten økt, og i september var prisindeksen 1,8 prosent høyere enn ett år tidligere. Dette gjenspeiler en økning i produsentprisene på ikke-varige konsumvarer. Produsentprisene på varige konsumvarer var i september noe lavere enn i samme måned året før.

### Indikatorer for underliggende inflasjon

Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var 1,3 prosent i september. Korrigeres det for effekten endringer i renten har på husleiene, kan prisveksten anslås til 1,5 prosent i september. Andre indikatorer for underliggende prisvekst peker også i retning av at den underliggende inflasjonen var nær 1,5 prosent i september. Trimmet gjennomsnitt<sup>1)</sup> og vektet median<sup>2)</sup> er indikatorer som legger mindre vekt på de mest ekstreme prisendringene. Begge disse viste en tolv månedersendring i september på 1,5 prosent, se figur 5.

**Figur 5** Indikatorer for underliggende prisvekst. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – sep. 05



<sup>1)</sup> Beregnet på grunnlag av 93 undergrupper av KPI

<sup>2)</sup> Samlet fjernes prisendringer som utgjør 20 prosent av vektgrunnlaget

Kilde: Statistisk sentralbyrå

### Økte energipriser i KPI

Konsumprisveksten inkludert avgiftsendringer og energivarer har tiltatt de siste månedene. Tolvmånedersveksten i KPI økte fra 1,0 prosent i mars til 2,0 prosent i september. De siste årene

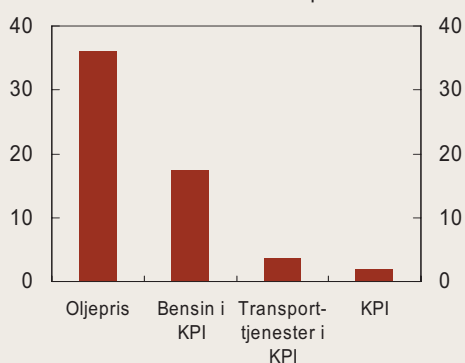
har KPI variert mer enn KPI-JAE, se figur 1. Det er særlig store variasjoner i energiprisene som har bidratt til forskjellen. Strømprisene falt noe atypisk gjennom høsten og vinteren i fjor. En normal sesongøkning i elektrisitetsprisene de nærmeste månedene vil bidra til at konsumprisveksten øker noe.

Bensinprisene i KPI var i september 17,5 prosent høyere enn i tilsvarende måned i fjor. Økningen i bensinprisene de siste månedene reflekterer økte oljepriser, og at det var en særlig økning i priser på raffinerte oljeprodukter på det internasjonale markedet som følge av orkanene Katrina og Rita. Bensinprisene varierer nokså mye. I det siste har de internasjonale bensinprisene falt noe igjen, men nivået er fortsatt høyt. Bensinprisene vil dermed bidra til å trekke opp årsveksten i konsumprisene den nærmeste tiden.

I beregningen av KPI-JAE blir prisveksten på energiprodukter som husholdningene forbruker holdt utenfor. Etter hvert vil likevel høyere energipriser kunne smitte over i andre konsumpriser via økte priser på innsatsvarer, priser på transport og gjennom økte lønninger. Den høye oljeprisen har foreløpig ikke slått ut i vesentlig høyere priser på transporttjenester, se figur 6. Prisene på reiser med fly og båt har økt noe, mens prisene på buss- og drosjereiser bare har økt med 0,7 prosent det siste året.

**Figur 6** Oljepris<sup>1)</sup> og komponenter i KPI som særlig påvirkes av oljepris.

Tolv månedersvekst. Prosent. Sep. 05



<sup>1)</sup> Brent Blend for umiddelbar levering

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Reuters

<sup>1</sup> Et trimmet gjennomsnitt for prisveksten beregnes ved at de varer og tjenester som har de største prisendringene utelates når prisveksten beregnes. Hvilke varer og tjenester som tas ut varierer fra måned til måned.

<sup>2</sup> Vektet median for prisveksten beregnes ved å sortere prisendringene på de enkelte varene og tjenestene etter stigende verdi. Medianen er den midterste verdien når det tas hensyn til vektene i KPI.

# Usikkerheten i produksjonsgapet

Produksjonsgapet er forskjellen mellom faktisk produksjon og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid (potensiell produksjon).

I anslagene for fremtidig usikkerhet i kapittel 1 er det ikke tatt hensyn til usikkerhet om hva produksjonsgapet er i dag. Det er to kilder til at dette er usikkert:

- *Datausikkerhet.* Nasjonalregnskapstall revideres, ofte betydelig. Det skaper usikkerhet om dagens nivå på BNP og dermed produksjonsgapet.
- *Usikkerhet om potensiell produksjon.* Potensiell produksjon kan ikke observeres direkte og må derfor anslås på usikkert grunnlag. Norges Bank foretar en samlet vurdering av nivået på potensiell produksjon basert på flere metoder og datakilder.<sup>1</sup>

Et mål på datausikkerheten er standardavviket i anslag på produksjonsgapet som følger av revisjoner i BNP. Bernhardsen *et al.* (2004)<sup>2</sup> anslår dette standardavviket til et sted mellom  $\frac{1}{2}$  –  $1\frac{1}{2}$  prosentpoeng. Usikkerheten om størrelsen på potensiell produksjon anslås i den nevnte studien å være større enn datausikkerheten. Den samlede usikkerheten er anslått til mellom  $1\frac{1}{2}$  –  $3\frac{1}{2}$  prosentpoeng (målt ved standardavviket).

Norges Banks anslag på produksjonsgapet er basert på bruk av flere metoder og datakilder. Det kan bidra til å redusere usikkerheten i anslagene.

Tabell 1 viser hvordan Norges Banks anslag for produksjonsgapet har endret seg over tid som følge av reviderte BNP-tall og nye vurderinger av potensiell produksjon. I løpet av en toårsperiode har anslagene for produksjonsgapene i både 2002 og 2003 endret seg med ett prosentpoeng.

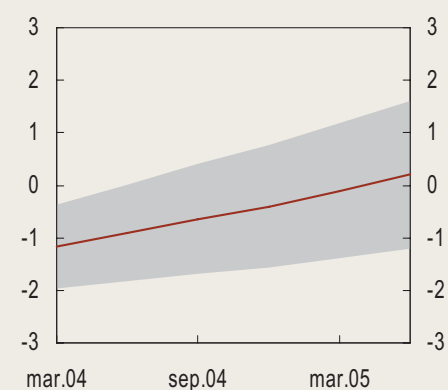
**Tabell 1** Anslag på produksjonsgapet gitt på ulike tidspunkter

	2002	2003	2004
IR 3/03	$1\frac{1}{2}$	$-\frac{1}{4}$	
IR 3/04	1	-1	$-\frac{1}{4}$
IR 3/05	$\frac{1}{2}$	$-1\frac{1}{4}$	$-\frac{3}{4}$

Kilde: Norges Bank

Basert på beregningene i Bernhardsen *et al.* og endringene i Norges Banks egne anslag, har vi i figur 1 illustrert usikkerheten i det historiske produksjonsgapet. Vi har her lagt til grunn et standardavvik på 1 prosentpoeng for dagens produksjonsgap, som gir et 90 prosent sannsynlighetsintervall som vist ved det grå feltet. Etter hvert er det blitt noe klarere hva som var trendmessig og hva som var konjunkturmessig utvikling i produksjonen. I tillegg foreligger det reviderte BNP-tall. Dette er illustrert ved at intervallet er smalere bakover i tid.

**Figur 1** Anslag og usikkerhet for produksjonsgapet. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 2. kv. 05



Kilde: Norges Bank

<sup>1</sup> En beskrivelse av disse er gitt i utdypingen "Norges Banks anslag på produksjonsgapet" i Inflasjonsrapport 2/04.

<sup>2</sup> Bernhardsen, Eitheim, Jore og Røisland, 2004. "Real time Data for Norway: Challenges for Monetary Policy". Discussion Paper No 26/2004, Deutsche Bundesbank.

# 3 | Utsiktene fremover

**Tabell 3.1** Anslag på BNP-vekst i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	2005	2006	2007	2008
USA	3½	3	2¾	2¾
Japan	2¼	1½	1½	1¼
Tyskland	¾	1¼	1¼	1½
Frankrike	1¼	1½	2	2
Storbritannia	2	2	2¼	2¼
Sverige	2½	2¾	2½	2½
Norges handelspartnere <sup>1)</sup>	2¼	2½	2½	2½
Euroområdet <sup>2)</sup>	1¼	1½	2	2
Kina <sup>3)</sup>	9,2	8,1	8,3	9,1

<sup>1)</sup> Eksportvekter

<sup>2)</sup> Vekter fra Eurostat

<sup>3)</sup> Anslag fra Consensus Forecasts

Kilder: Consensus Forecasts og Norges Bank

**Tabell 3.2** Anslag på konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	2005	2006	2007	2008
USA	3½	3¼	2½	2½
Japan	-¼	¼	½	¾
Tyskland <sup>1)</sup>	2	1¾	1½	1¾
Frankrike <sup>1)</sup>	2	1¾	2	2
Storbritannia <sup>1)</sup>	2	1¾	2	2
Sverige	½	1½	2	2
Norges handelspartnere <sup>2)</sup>	2	2	2	2¼
Euroområdet <sup>3)</sup>	2¼	2	2	2
Kina <sup>4)</sup>	2,2	2,5	4,0	3,9

<sup>1)</sup> HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices

<sup>2)</sup> Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

<sup>3)</sup> HICP. Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

<sup>4)</sup> Anslag fra Consensus Forecasts

Kilder: Consensus Forecasts og Norges Bank

## Internasjonal økonomi

Utsiktene for internasjonal økonomi vurderes som gode. Hos mange av våre handelspartnere er den økonomiske politikken innrettet med sikte på å øke aktiviteten. Det bidrar til å motvirke utslagene av at oljeprisen har økt.

Hos viktige handelspartnere som euroområdet og Sverige, ventes innenlandsk etterspørsel å ta seg noe opp neste år. I euroområdet vil etterspørselsveksten være drevet av god lønnsomhet i næringslivet og av at en bedring i arbeidsmarkedet har ført til økt konsumenttillit. I Sverige ventes økt vekst i etterspørselen på bakgrunn av at både penge- og finanspolitikken er innrettet med sikte på å stimulere aktiviteten.

I USA ventes en viss avmatning i husholdningenes etterspørsel, slik at veksten i amerikansk økonomi avtar noe. De kraftige orkanene i Mexico-Gulfen denne høsten vil trolig redusere BNP-veksten i annet halvår i år. Gjenoppbyggingen vil imidlertid gi et positivt bidrag til veksten i BNP neste år.

Den sterke veksten ventes å vedvare i mange land i Asia. Veksten i Kina er ventet å holde seg oppe. Også i India er det utsikter til høy vekst. I Japan vil sterk vekst i regionen for øvrig kombinert med fortsatt bedring i innenlandsk etterspørsel bidra til en relativt god utvikling. Den demografiske utviklingen i Japan tilsier imidlertid at den trendmessige veksten er nokså lav.

For handelspartnerne samlet ventes veksten å øke noe fra i år til neste år. I årene fremover ventet vi at veksten i BNP for et gjennomsnitt av våre handelspartnere vil være rundt 2½ prosent, se tabell 3.1. Som følge av økte energipriser og høye råvarepriser ser inflasjonen ut til bli noe høyere den nærmeste tiden. Ledige ressurser og lav lønnsvekst i mange land tilsier imidlertid at inflasjonen vil være forholdsvis lav utover i prognoseperioden, se tabell 3.2.

Utviklingen i internasjonal økonomi kan imidlertid bli svakere enn vi anslår. Det er en risiko for at de negative virkningene av vedvarende høy oljepris - lavere vekst og høyere inflasjon - kan bli større enn vi legger til grunn, se omtale i utdyping på side 51. I tillegg kan de store ubalansene i verdensøkonomien føre til brå korreksjoner som vil redusere veksten på kort og mellomlang sikt. Blant annet kan husholdningene i USA komme til å øke sin sparing så raskt at veksten i USA reduseres kraftig. På den annen side kan god lønnsomhet i næringslivet hos våre handelspartnere bidra til at investeringene øker mer enn vi har lagt til grunn.



## Norsk økonomi

Anslagene for utviklingen i norsk økonomi er basert på vår vurdering av nåsituasjonen i økonomien som er beskrevet i kapittel 2 og rente- og valutakursutviklingen i referansebanen diskutert i kapittel 1. Referansebanen er basert på en utvikling i renten som etter hovedstyrets vurdering synes å gi en rimelig avveining av de hensyn Norges Bank skal tillegge vekt i rentesettingen. I referansebanen øker renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – opp mot et mer normalt nivå. Anslagene er basert på at kronekursen vil holde seg om lag uendret gjennom prognoseperioden. Tabell 3.3 viser våre anslag i referansebanen for utviklingen fram til 2008.

### Etterspørselen

#### Husholdningene

Lav prisvekst på konsumvarer har gitt god reallønnsvekst de siste årene, selv om den nominelle lønnsveksten har vært moderat. Sammen med lav rente har dette bidratt til god vekst i husholdningenes disponible realinntekt. Konsumet som andel av BNP har økt, se figur 3.1.

Veksten i realinntektene ventes å avta utover i prognoseperioden, se figur 3.2. Gjelden som andel av disponibel inntekt er høy. Dette vil gi økte renteutgifter for husholdningene etter hvert som rentenivået normaliseres. Selv om lønnsveksten ventes å ta seg opp, anslås prisene å øke tilsvarende slik at den reelle lønnsveksten forblir nær uendret.

Med lavere inntektsvekst vil trolig også veksten i konsumet avta gjennom prognoseperioden. Konsumveksten ventes likevel å holde seg høyere enn veksten i realdisponibel inntekt fram mot 2008. Denne utjevningen av konsumet over tid bidrar til et visst fall i spareraten gjennom prognoseperioden, til tross for at renten øker, se figur 3.3.

Husholdningssektoren har parallelt med den sterke gjeldsveksten bygget opp sine finansielle fordringer. Samlet er husholdningenes netto fordringer høye målt som andel av disponibel inntekt. Den gunstige formuesposisjonen i husholdningene bidrar til at de kan opprettholde forbruksveksten også i perioder med svakere vekst i realinntektene.

Boliginvesteringene har vokst kraftig siden begynnelsen av 2004. Igangsettingen av nye boliger er i dag på et høyt nivå. Med en gradvis økning i renten, avtakende prisvekst på brukte boliger og et stort antall nye boligprosjekter i markedet, vil boligbyggingen trolig dempes noe i løpet av prognoseperioden. De nærmeste årene ventes boliginvesteringene å øke vesentlig mindre, for deretter trolig å falle noe. Nivået vil likevel være høyt. Som følge av at

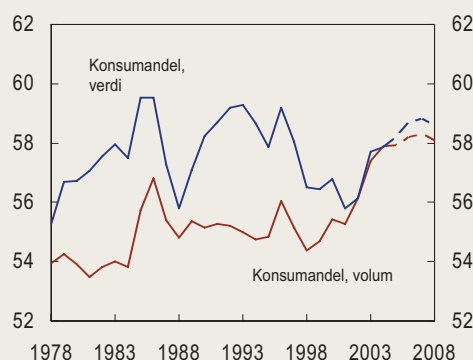
**Tabell 3.3** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra foregående år

	2005	2006	2007	2008
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3¼	3¼	2½	2¼
Privat konsum	3¼	3½	2¾	2
Offentlig konsum	1¾	2	1¾	3
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	7¼	6	3¼	2½
Oljeinvesteringer	20	2½	-2½	-5
Tradisjonell eksport	3½	3¼	3½	3¼
Import	7¼	4¼	2¼	1¾
BNP, Fastlands-Norge	3¼	3¼	2½	2¼
Produksjonsgap <sup>1)</sup> , F-Norge	¼	1	1	¾
Sysselsetting	¾	1½	1	¾
AKU-ledighet <sup>2)</sup>	4½	4	4	4
KPI-JAE <sup>3)</sup>	1	1¾	2	2½
Årslønn <sup>4)</sup>	3½	4¼	4½	4½

<sup>1)</sup> Prosentvis avvik mellom faktisk og anslått potensielt BNP F-Norge  
<sup>2)</sup> Prosent av arbeidsstyrken  
<sup>3)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>4)</sup> Basert på TBUs definisjoner og beregninger. Inkluderer kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon

Kilde: Norges Bank

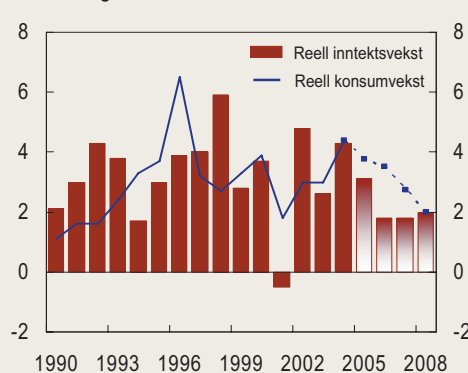
**Figur 3.1** Konsumet som andel av BNP Fastlands-Norge. Faste og løpende priser. Årstall. Prosent. 1978 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.2** Reell vekst i husholdningenes disponible inntekt<sup>1)</sup> og konsum. Årstall. Prosent. 1990 – 2008<sup>2)</sup>



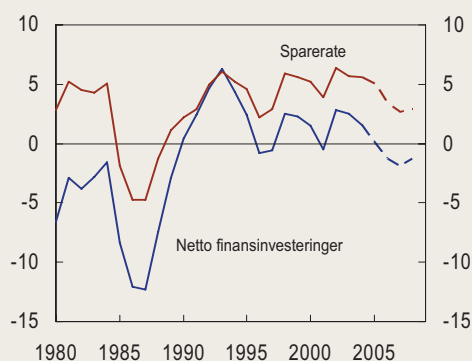
<sup>1)</sup> Korrigeret for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter fra og med 2001

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Figur 3.3** Husholdningenes sparerate og netto finansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt.<sup>1)</sup> Årstall. 1980 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Korrigeret for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter fra og med 2001

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

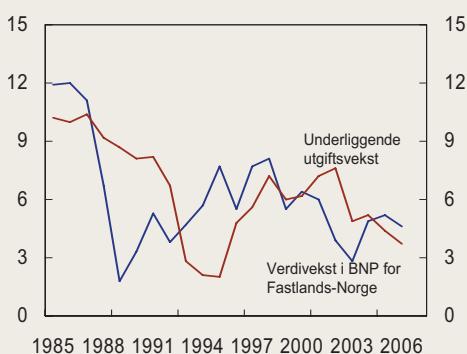
boliginvesteringene ventes å være høye, samtidig som den samlede spareraten avtar, anslår vi et fall i husholdningenes netto finansinvesteringer.

### Offentlig sektor

I forslaget til statsbudsjett for 2006 la Regjeringen Bondevik II opp til at finanspolitikken vil virke om lag nøytralt på økonomien neste år. Det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet ble anslått til 4,6 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, det samme som i 2005. Vi legger til grunn at budsjettet som legges fram av den nye regjeringen vil ha om lag det samme underskuddet. Anslagene i denne rapporten er basert på at skattenivået blir noe høyere og utgiftsveksten noe sterkere enn i budsjettforslaget fra Regjeringen Bondevik II.

Den underliggende utgiftsveksten over statsbudsjettet for 2006 ble anslått til 3,7 prosent, som er noe lavere enn den anslåtte verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.4.

**Figur 3.4** Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra året før. Prosent. 1985 – 2006<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 og 2006 fra Finansdepartementet

Kilder: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2006) og Statistisk sentralbyrå

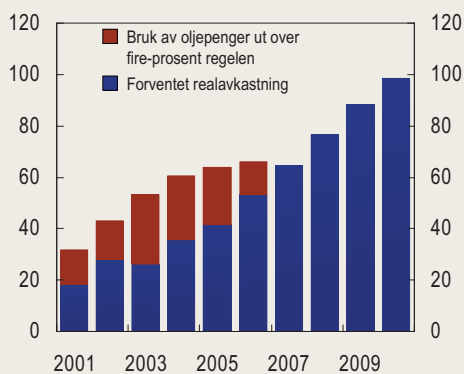
I anslagene har vi lagt til grunn at de foreslåtte skattelettelsene i budsjettforslaget fra Regjeringen Bondevik II blir reversert. Den nye regjeringen har som siktemål at det samlede skatte- og avgiftsnivået skal bringes tilbake til 2004-nivå. Dette vil innebære at skattenivået øker i årene fremover. I anslagene har vi lagt til grunn at virkningen på husholdningenes samlede inntekter dempes av at overføringsene øker. Vi venter en noe sterkere vekst i det offentlige konsumet neste år enn anslått i Nasjonalbudsjettet for 2006. Vi har også oppjustert veksten i offentlig konsum noe for årene fremover i forhold til forrige inflasjonsrapport. Det gir høyere sysselsetting i offentlig sektor.

For 2007 legger vi til grunn en budsjettpolitikk i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken. Dette innebærer om lag uendret strukturelt, oljekorrigeret underskudd også i 2007, se figur 3.5. Med anslagene i Nasjonalbudsjettet 2006 for utviklingen i Petroleumsfondet innebærer en mekanisk bruk av handlingsregelen at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet kan øke med i underkant av 11 milliarder 2006-kroner fra 2007 til 2008. I anslagene har vi lagt til grunn at finanspolitikken vil gi en viss stimulans til samlet etterspørsel og produksjon i 2008, men noe mindre enn en mekanisk bruk av handlingsregelen kunne tilsi.

### Investeringene i petroleumsnæringen

Den anslåtte utviklingen i oljeinvesteringene fremover er basert på at oljeprisen ventes å holde seg høy. Forventningene om vedvarende høy oljepris har blant annet sammenheng med begrensede muligheter for økt produksjon utenfor OPEC-landene og utsikter til betydelig etterspørselsvekst

**Figur 3.5** Strukturelt, oljekorrigeret underskudd og forventet realavkastning av Statens petroleumsfond. Milliarder 2006-kroner. Årstall. 2001 – 2010



Kilde: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2006)

fra transportsektoren i fremvoksende økonomier. I anslagene for årene fremover legger vi til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, slik de var 27. oktober. Dette innebærer en forutsetning om at oljeprisen vil holde seg nær 60 dollar per fat gjennom prognoseperioden, se figur 3.6.

Historisk er det vanskelig å finne noen klar sammenheng mellom oljeprisen og investeringene på norsk sokkel. Flere av oljeselskapene har imidlertid økt sine anslag for oljeprisen fremover. Det kan innebære at felter som før var ulønnsomme å bygge ut nå vurderes som lønnsomme. Dette vil kunne bidra til høyere investeringer i oljevirkosomheten, selv om tilgang til areal og nye funn fortsatt vil være avgjørende for investeringsaktiviteten i årene fremover.

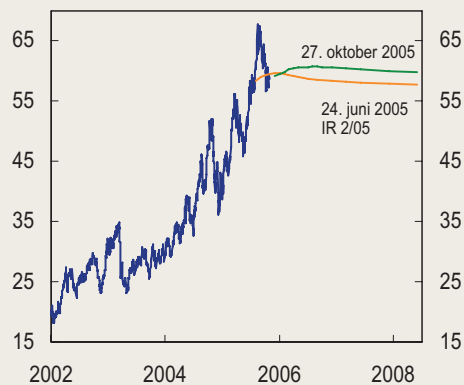
Investeringsstillingen for oljevirkosomheten fra 3. kvartal tyder på litt lavere vekst i investeringene i inneværende år enn tidligere anslått, se figur 3.7. Nedjusteringen for 2005 skyldes særlig lavere anslag for investeringer på felt i drift. Veksten blir likevel svært høy i år, og vi anslår at de samlede petroleumsinvesteringene vil vokse med 20 prosent i forhold til 2004. Det høye nivået på oljeinvesteringene i år har sammenheng med store utbygginger som Kristin, Ormen Lange og Snøhvit. Den nye og oppjusterte kostnadsrammen for Snøhvitutbyggingen bidrar til at vi nå anslår en viss vekst i oljeinvesteringene også til neste år.

Leteinvesteringene ser ut til å bli forholdsvis lave i inneværende år, noe som delvis kan skyldes mangel på ledig kapasitet i riggmarkedet. Antallet letebrønner er på et svært lavt nivå historisk sett. Tall fra Econ viser at det i år ligger an til å bli boret omkring 20 letebrønner. Dette er langt lavere enn tidligere prognoser fra Oljedirektoratet, som pekte mot 30-40 brønner. Lav leteaktivitet kan bidra til færre nye funn og at oljeinvesteringene faller raskere etter hvert som de store, pågående utbyggingsprosjektene ferdigstilles. På den annen side vil trolig den høye oljeprisen stimulere til fortsatt leting i nærheten av eksisterende infrastruktur, noe som kan bidra til økte investeringer på felt i drift. Samlet sett legger vi til grunn at investeringsnivået vil holde seg høyt gjennom fremskrivningsperioden, men at det avtar noe i 2007 og 2008, se figur 3.8.

### Fastlandsbedriftenes investeringer

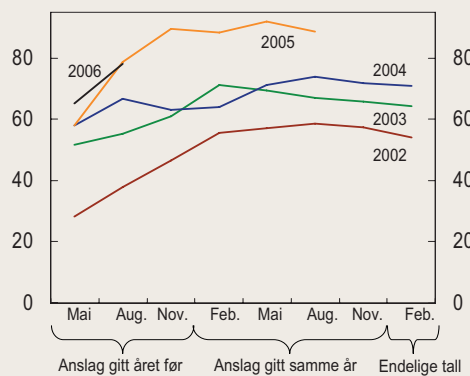
Kapasitetsutnyttningen i bedriftene i Fastlands-Norge har tatt seg opp de siste to årene. Fortsatt vekst i økonomien gir behov for økte investeringer. I industrien er markedsutsiktene gode, spesielt i det innenlandske markedet. Investeringsstillingen indikerer fortsatt sterk vekst i investeringene. Senere i prognoseperioden venter vi avtagende vekst i industriinvesteringene, i takt med at kapasitetsutnyttningen kan avta noe.

**Figur 3.6** Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. Terminpriser fra 24. jun. 05 og 27. okt. 05. Dagstall. 2. jan. 02 – 27. okt. 08



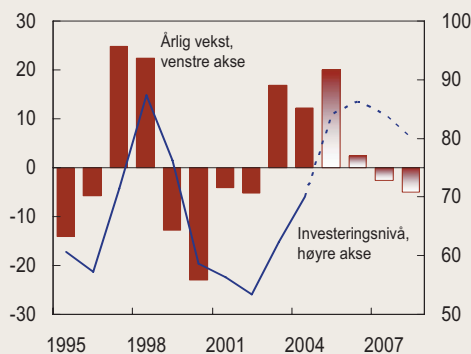
Kilde: Reuters

**Figur 3.7** Investeringsstillingen for olje- og gassvirkosomhet inkl. rørtransport. Antatte og utførte investeringer. Milliarder kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå

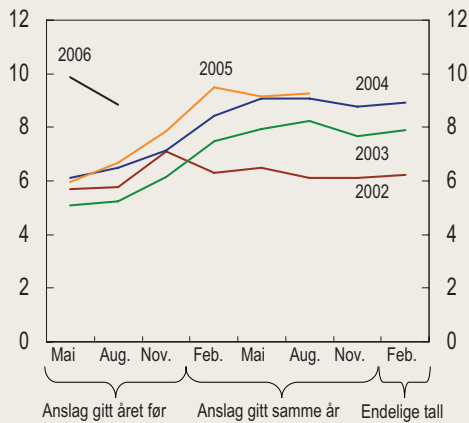
**Figur 3.8** Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringsnivå i milliarder kroner (faste 2002-priser) og årlig vekst i prosent. 1995 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.9** Investeringstelingen for kraftforsyning. Antatte og utførte investeringer. Milliarder kroner

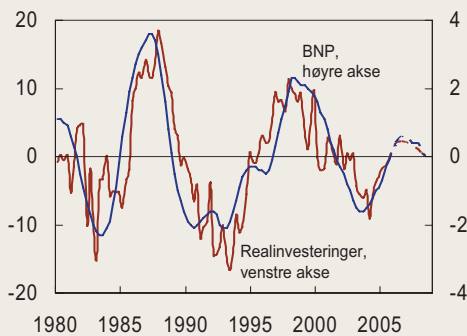


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Innenfor kraftproduksjon ligger det an til sterk investeringsvekst fremover selv om investeringsanslaget for 2006 ble noe nedjustert i siste investeringsteling, se figur 3.9. Den igangsatte oppgraderingen av vannkraftverket i Sauda vil pågå til 2008. Gasskraftverket på Kårstø er under bygging, og hoveddelen av investeringene i dette prosjektet vil bli utført i 2006 og 2007. I tillegg har flere prosjekter fått konsesjon og er under prosjektering. Dette vil trolig bidra til høyere investeringer i kraftnæringen ut prognoseperioden. Et usikkerhetsmoment er at prisen på gassleveranser er høy, og gir lavere lønnsomhet for gasskraftverkene.

Tjenesteytende næringer har god inntjening og lønnsomhet. Norges Banks regionale nettverk rapporterer om økt optimisme, og sysselsettingsplanene i varehandelen er oppjustert siden forrige rapport. I enkelte tjenesteytende næringer medfører økt sysselsetting større behov for kontorlokaler. Arealledigheten for kontorer er fortsatt høy, noe som begrenser behovet for nybygging den nærmeste tiden. Kontorledigheten er imidlertid fallende, og utover i prognoseperioden ventes økte investeringer i form av rehabilitering av eksisterende bygningsmasse. Etter hvert ventet vi at det blir mer investeringer i form av nye forretningsbygg. Høyere realrente og lavere vekst i produksjon og sysselsetting ventes å dempe investeringsveksten mot slutten av perioden.

**Figur 3.10** BNP og realinvesteringer. Fastlands-Norge. Prosentvis avvik fra trend<sup>1)</sup>. Kvartalstall. 1. kv. 80 – 2. kv. 08<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Trend beregnet med HP-filter. Se Staff Memo 2005/2 ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)) for nærmere omtale

<sup>2)</sup> Basert på årsanslag for 2005 – 2008

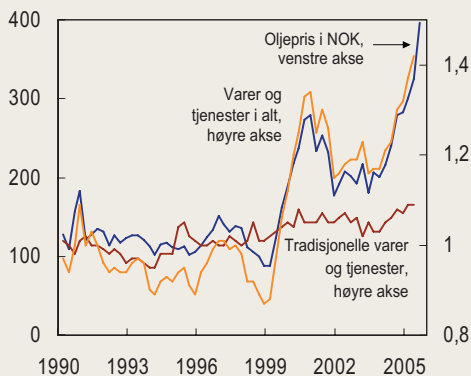
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Samlet ventes realinvesteringene for Fastlands-Norge å vokse mer enn BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.10. Dette er i tråd med erfaringer fra tidligere høykonjunkturer.

### Handelen med utlandet

Norsk økonomi er preget av store endringer i bytteforholdet overfor utlandet. Ikke bare høy oljepris, men også høye priser på flere tradisjonelle eksportvarer, har bidratt til kraftig vekst i eksportprisene de siste årene, se figur 3.11. Samtidig har strukturelle endringer i verdenshandelen ført til lavere priser på mange av de varene vi importerer.

**Figur 3.11** Oljepris i NOK og bytteforhold. Eksportprisindeks relativt til importprisindeks, 1990 = 1. Kvartalstall. 1. kv. 90 – 2. kv. 05



Kilder: EcoWin og Statistisk sentralbyrå

Eksporten av varer og tjenester vil også neste år påvirkes positivt av høy vekst internasjonalt. Høye priser i verdensmarkedet på viktige eksportvarer, også utenom olje, bidrar positivt. Prisene på aluminium har falt noe i det siste som følge av økt produksjon i Kina. Samlet sett har likevel råvareprisene utenom olje fortsatt å øke, se figur 3.12. For en del eksportbedrifter bidrar dette til å holde lønnsomheten oppe selv om kronkursen har styrket seg. Utover i perioden ventet vi imidlertid at fortsatt tap av markedsandeler som følge av et høyt kostnadsnivå, vil dempe eksportveksten.

Høy vekst i innenlandsk etterspørsel, moderat prisvekst på importerte varer som følge av styrket kronekurs og sterk konkurranse internasjonalt vil fortsatt gi høy importvekst neste år. Lengre fram bidrar forutsetningen om at oljeinvesteringene vil falle noe til å trekke den anslåtte importveksten ned. Lavere vekst i etterspørselen fra Fastlands-Norge mot slutten av perioden trekker i samme retning. Våre anslag for importen er basert på at andelen av etterspørselen som dekkes av import ikke endrer seg vesentlig i årene fremover.

### Produksjonen

Siden oppgangen begynte for vel to år siden, har den økonomiske veksten vært sterk. Mye av den ledige kapasiteten er tatt i bruk. Norsk økonomi er nå trolig i en høykonjunktur.

Fortsatt lav rente bidrar til at produksjonen i Fastlands-Norge også neste år vil øke mer enn den langsiktige veksttakten i norsk økonomi. Høye eksportpriser forsterker oppgangen, selv om kronekursen har styrket seg det siste året. I tillegg ser det ut til at de positive impulsene fra oljeinvesteringene varer ved noe lenger enn tidligere anslått. Med høy tillit til den økonomiske utviklingen både i næringslivet og hos husholdningene, er vekstutsiktene for det nærmeste året gode.

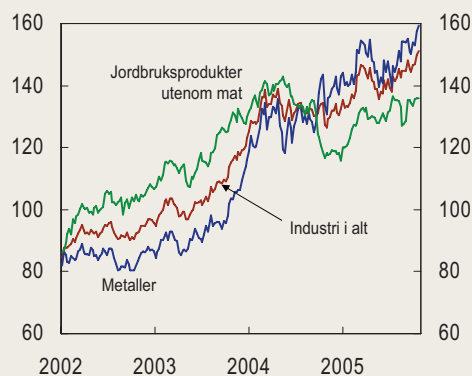
Vi venter at veksten avtar i 2007 og 2008. En gradvis økning i renten bidrar. I tillegg er det utsikter til at oljeinvesteringene faller noe mot slutten av prognoseperioden. Forutsetningen om en viss stimulans fra finanspolitikken i 2008 trekker i motsatt retning. I 2008 anslås BNP for Fastlands-Norge å vokse noe mindre enn produksjonspotensialet, som er anslått til rundt 2½ prosent.

Produksjonsgapet anslås å bli positivt i år og øke til om lag 1 prosent i 2006. Ved utgangen av prognoseperioden er det med våre forutsetninger utsikter til et produksjonsgap på om lag ¾ prosent.

### Arbeidsmarkedet

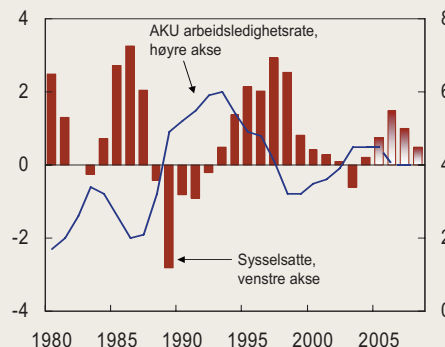
Veksten i sysselsettingen har vært relativt svak så langt i konjunkturoppgangen. Antall sysselsatte i offentlig sektor har økt noe mindre enn tidligere. Samtidig har nedgangen i sykefraværet i fjor trolig bidratt til en utsettelse av veksten i sysselsettingen sammenlignet med tidligere konjunkturoppganger. Antall utførte timeverk har på den annen side vokst markert. Nedgangen i sykefraværet ser nå ut til å ha stoppet opp, og det er tegn til at etterspørselen etter arbeidskraft øker. Vi venter at denne utviklingen vil fortsette fremover. I offentlig sektor kan det være utsikter til noe sterkere vekst i sysselsettingen fremover. Med fortsatt høy vekst i BNP for Fastlands-Norge neste år, anslår vi at

**Figur 3.12** Internasjonale priser på råvarer til industrien i USD. Indekser, 2000 = 100. Ukestall. Uke 1 2002 – uke 42 2005



Kilde: EcoWin

**Figur 3.13** Endring i sysselsetting fra året før i prosent. Arbeidsledighet<sup>1)</sup> i prosent av arbeidsstyrken. Årstall. 1980 – 2008<sup>2)</sup>

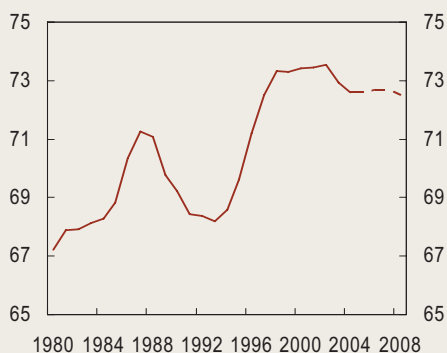


<sup>1)</sup> AKU-ledighet

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

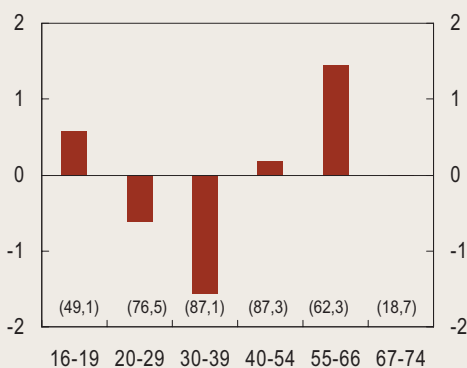
**Figur 3.14** Arbeidsstyrken som andel av befolkningen i alderen 16 – 74 år (yrkesfrekvens). Prosent. Årstall. 1980 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

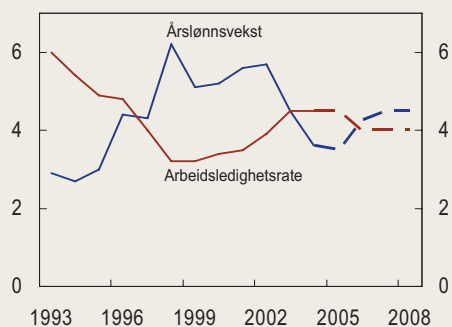
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.15** Befolkningssammensetningen. Andelsendringer for ulike aldersgrupper fra 2004 til 2008. Prosentpoeng. Yrkesfrekvenser for 2004 i parentes



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.16** Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. Årstall. 1993 – 2008<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenstepensjon

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2008

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

veksten i den samlede sysselsettingen vil ta seg opp til 1½ prosent i 2006. Veksten i sysselsettingen ventes deretter å avta noe, se figur 3.13.

Sterkere etterspørsel etter arbeidskraft bidrar normalt også til sterkere vekst i arbeidsstyrken. Vi venter en vekst i arbeidsstyrken på 1 prosent neste år. Dette er ikke vesentlig sterkere enn veksten i befolkningen i alderen 16-74 år. Yrkesfrekvensen holder seg dermed nokså stabil fra 2005 til 2006, se figur 3.14. Våre anslag innebærer at yrkesfrekvensen avtar noe fra 2007 til 2008.

Utviklingen i yrkesfrekvensen må blant annet ses i sammenheng med strukturelle endringer i befolkningen i årene som kommer. En økende andel av befolkningen vil komme i de øvre aldersgruppene, med noe lavere yrkesfrekvenser, se figur 3.15. Effekten vil komme gradvis de nærmeste årene og er sterkest mot slutten av prognoseperioden. Fra 2007 til 2008 vil endringer i alderssammensetningen isolert sett bidra til et fall i arbeidsstyrken på i underkant av 0,2 prosentpoeng.

Antall uførepensjonister har økt sterkt fra siste halvdel av 1990-tallet. Vi har lagt til grunn at antallet fortsatt vil øke noe, men i mindre grad enn tidligere. Også dette vil trekke veksten i arbeidsstyrken noe ned.

Med den anslåtte utviklingen i sysselsettingen og arbeidsstyrken vil arbeidsledigheten falle med ½ prosentpoeng fra 2005 til 2006, til 4 prosent målt ved AKU, se figur 3.16. Vi venter at arbeidsledigheten blir liggende på dette nivået ut prognoseperioden.

### Lønnsveksten

Årslønnsveksten ser ut til å bli om lag 3½ prosent i år. Dette er noe lavere enn gjennomsnittet de siste ti årene. Forholdsvis lav prisvekst innebærer imidlertid en real-lønnsvekst i tråd med gjennomsnittet de siste ti årene. Neste år anslås lønnsveksten å ta seg noe opp både som følge av et strammere arbeidsmarked og en økning i konsumprisveksten.

Våre anslag for lønnsveksten inkluderer kostnader knyttet til innføring av minimumsstandarder for tjenstepensjon. Også kostnader knyttet til en tidligpensjonsordning for alle arbeidstakere, som bygger på en videreføring av AFP, kan gi økte kostnader for bedriftene fremover. I anslagene legger vi til grunn at økte kostnader forbundet med tjenstepensjon og AFP i noen grad vil motsvares av lavere lønns tillegg. Dersom det ikke skjer, kan arbeidskraftkostnadene øke mer enn vi anslår.



I anslagene har vi lagt til grunn at økt mobilitet av arbeidskraft og kapital over landegrensene ikke vil gi vesentlige endringer i lønnsdannelsen i Norge.

Bruken av utenlandsk arbeidskraft i Norge økte markert etter utvidelsen av EU og EØS fra 1. mai i fjor. Tall fra Sentralskattekontoret for utenlandssaker viser at det var vel 1600 personer fra de nye EU-landene på oppdrag i Norge året før EU-utvidelsen. Det første året etter utvidelsen hadde omfanget økt til 6000 personer. Oppdragene er hovedsakelig utført innen bygge- og monteringsarbeid. Selv om omfanget fortsatt er forholdsvis moderat, har det dempet tendensene til flaskehals i bygge- og anleggsbransjen, der aktiviteten har vært svært høy. Dette kan også ha bidratt til å holde lønnsveksten nede. Arbeidsinnvandringen til Norge har vært langt større enn til de andre nordiske landene. Norge tok imot om lag 50 prosent av den registrerte arbeidsinnvandringen i Norden det første året etter utvidelsen.<sup>1</sup>

En vesentlig del av de utenlandske arbeidstakerne tar kortere oppdrag i Norge uten å være ansatt i en norsk virksomhet. Dette kan være utenlandske entreprenører og selvstendige næringsdrivende innen bygg og anlegg som på oppdrag utfører ulike byggearbeider i Norge. Økt omfang av slike kortvarige oppdrag vil fremstå som økt tjenesteimport til Norge. Økt tjenstemobilitet har trolig bidratt til å holde veksten i kostnadene nede selv om veksten i etterspørselen har vært sterk.

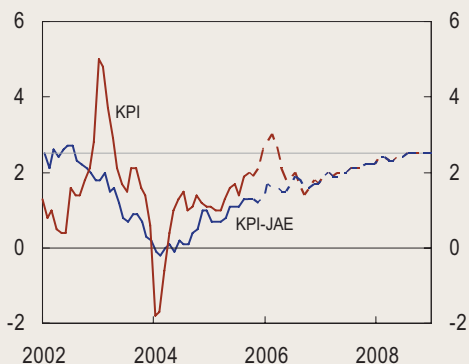
Økt bruk av arbeidskraft fra de nye EU-landene ser ut til å dempe presset på realressursene i Norge i år. Allmenngjøring av tariffavtaler for byggfag og elektrofag i fylkene rundt Oslofjorden fra i sommer bidrar imidlertid til at utenlandske leverandører av tjenester mister mye av sitt konkurransefortrinn i forhold til norske virksomheter. Fra før har tariffavtaler for enkelte petroleumsanlegg på land blitt allmenngjort.

I februar la Regjeringen Bondevik II fram sin odelsingsproposisjon om lov om arbeidsmiljø, arbeidstid og stillingsvern (arbeidsmiljøloven). Den nye arbeidsmiljøloven ble vedtatt av Stortinget 16. juni. Det ble bestemt at den skulle tre i kraft 1. januar 2006. Det ligger an til at den nye regjeringen ønsker å gjøre endringer i den nye arbeidsmiljøloven, og at ikrafttredelsen blir utsatt. Den nye regjeringen vil blant annet gjeninnføre reglene for overtid som de var før 2003 og reversere vedtak om økt adgang til midlertidige ansettelser. Det kan dempe ressurstilgangen til arbeidsmarkedet noe.

<sup>1</sup> Kilde: "Arbeids- og tjenstemobilitet etter EU-utvidelsen. Nordiske forskjeller og felles trekk." Sluttrapport fra en arbeidsgruppe under Nordisk Ministerråd. Rapporten er utarbeidet av Jon Erik Dølvik og Line Eldring.



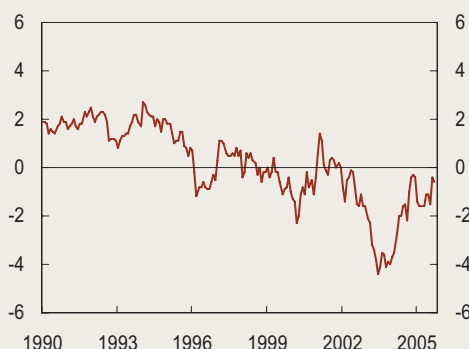
**Figur 3.17** KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 08<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Anslag fra okt. 05 – des. 08

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

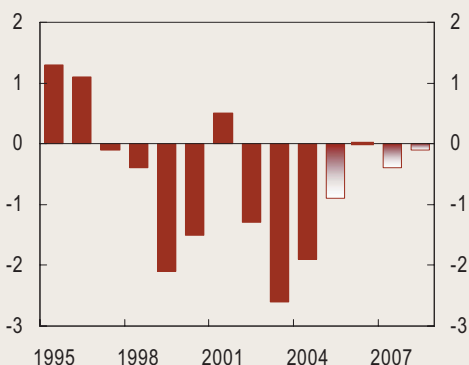
**Figur 3.18** Konsumpriser justert for avgiftsendringer<sup>1)</sup>. Importerte konsumvarer. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 90 – sep. 05



<sup>1)</sup> Norges Banks beregninger fram til desember 2003

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.19** Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Prosent. Årstall. 1995 – 2008<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2008

Kilde: Norges Bank

## Konsumprisveksten

Konsumprisveksten målt ved KPI har økt. Målt fra samme måned året før har prisstigningen tatt seg opp fra 1 prosent i mars til 2 prosent i september. Denne økningen skyldes både en markert økning i bensinprisene og at den underliggende inflasjonen målt ved KPI-JAE har tatt seg opp, se figur 3.17. Økt oljepris har ført til høyere bensinpriser. Terminprisene på olje tilsier at bensinprisene vil holde seg på et høyt nivå også fremover, og bidra til stigende KPI-vekst fram mot sommeren neste år.

Prisstigningen på norskproduserte varer og tjenester ventes å øke fremover. Et strammere arbeidsmarked gir grunnlag for å vente noe høyere lønnsvekst. Samtidig legger vi til grunn at produktiviteten i næringslivet vokser på linje med det historiske gjennomsnittet. Høyere lønnsvekst innebærer dermed økte kostnader for bedriftene. Økningen i oljeprisen medfører også høyere innsatskostnader for norske produsenter, som vi antar også vil føre til økte utsalgspriser. Samtidig ventes fortjenestemarginene å ta seg noe opp, i takt med at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker. Disse forholdene vil bidra til høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester i årene fremover.

Målt fra samme måned året før har prisene på importerte konsumvarer vært nær uendret eller fallende siden midten av 1990-tallet, se figur 3.18. Siden begynnelsen av 2002 har de falt sammenhengende. Etter et særlig kraftig prisfall i 2003, har svekkelsen av kronkursen gjennom 2003 bidratt til å trekke prisene opp. Styrkingen av kronkursen siden våren 2004 vil imidlertid isolert sett bidra til redusert prisvekst på importerte konsumvarer de neste årene.

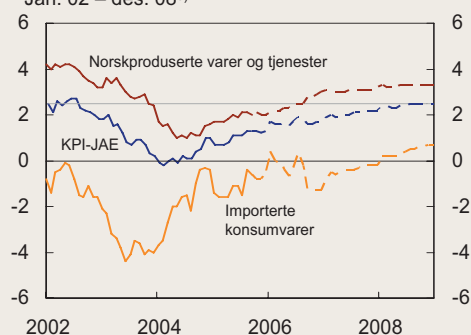
I anslagene er det lagt til grunn at vridningen av importen mot lavkostland vil være ved og virke dempende på prisveksten. Dette motvirkes av at økningen i prisene på olje og andre råvarer ventes å gi noe høyere vekst i produsent- og eksportprisene hos våre handelspartnere. Samlet anslår vi om lag uendrede utenlandske prisimpulser til konsumvarer i prognoseperioden, se figur 3.19.

Prisene på importerte konsumvarer påvirkes også av utviklingen i kostnadene knyttet til distribusjon og salg i Norge. De siste årene har forholdsvis høy produktivitetsvekst i varehandelen trolig bidratt til lav kostnadsvekst. Vi venter at noe høyere lønnsvekst og en noe lavere vekst i produktiviteten i disse næringene vil gi en gradvis oppgang i de innenlandske kostnadene og bidra til å trekke prisveksten på importerte konsumvarer opp gjennom prognoseperioden. Samlet sett anslår vi at prisene på importerte konsumvarer vil falle noe mindre i 2006 og 2007 enn i år. I 2008 legger vi til grunn at prisene på importerte konsumvarer vil stige.

Økningen i oljeprisen ventes isolert sett å bidra til høyere vekst i KPI-JAE fremover. Dette er dels reflektert gjennom oppjusterte anslag for veksten i produsent- og eksportprisene hos våre handelspartnere. I anslagene for lønnsveksten har vi tatt hensyn til at KPI vil øke sterkere i 2006 enn vi tidligere har anslått. I tillegg har vi lagt til grunn at økt oljepris gir høyere kostnader for norske produsenter av konsumvarer og tjenester, og at dette etter hvert veltes over i prisene. På usikkert grunnlag har vi anslått at dette kan bidra til å øke veksten i KPI-JAE med rundt ¼ prosentpoeng i år og neste år.

Inflasjonen målt ved KPI-JAE anslås å øke gradvis fra 1,3 prosent i dag til 2 prosent i begynnelsen av 2007. Med de forutsetningene vi har lagt til grunn, er det utsikter til at inflasjonen vil ligge nær 2½ prosent på tre års sikt, se figur 3.20.

**Figur 3.20** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 08<sup>3)</sup>



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

<sup>3)</sup> Anslag fra okt. 05 – des. 08

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# Utdypinger

Økt import fra lavkostland

Virkninger av høy oljepris på verdensøkonomien

Anslagene i Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05



# Økt import fra lavkostland

Prisene på importvarene i konsumprisindeksen bestemmes i stor grad av valutakursen og prisene på disse varene i utlandet. I tillegg påvirkes de av forhold i Norge, som kostnader og marginer i salgsleddet, utviklingen i handelsmønsteret og endringer i tollsatser. I Inflasjonsrapport 1/04 ble det presentert en indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer.<sup>1</sup> Bedret statistikk i mange fremvoksende økonomier har nå gjort det mulig å forbedre beregningen av indikatoren.

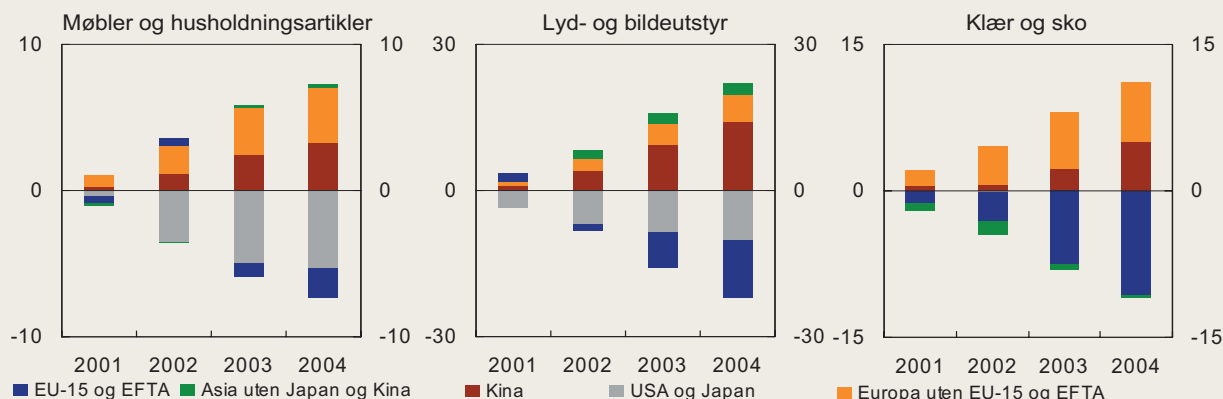
Indikatoren for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK) er beregnet som et veid gjennomsnitt av prisindekser for klær og sko, biler, lyd- og bildeutstyr, møbler og hvitevarer, mat og andre varer. Alle de seks indeksene baseres nå på data for produsent- eller eksportpriser hos våre handelspartnere. På grunn av manglende statistikk måtte vi tidligere benytte konsumpriser som en tilnærming til prisene i produsentleddet for lyd- og bildeutstyr, klær og sko og møbler og hvitevarer. Det er flere fordeler ved å benytte produsent- og eksportpriser i stedet for konsumpriser:

- Konsumprisene inkluderer påslag for innenlandske distribusjonskostnader. Disse kostnadene vil over tid normalt øke mer enn innkjøpsprisene på de handlede varene.
- Produsent- og eksportpriser vil fange opp endrede prisimpulser på et tidligere tidspunkt enn konsumpriser.

Prisnivåene i landene vi importerer fra er svært forskjellige. Når importen vris fra land med høye kostnader til land med lave kostnader, vil forskjellen i prisnivåene isolert sett trekke prisveksten ned. Til nå er det bare tatt hensyn til slike prisnivåeffekter i beregningen av delindeksen for klær og sko. I de siste årene har det imidlertid vært en betydelig vridning av importen mot lavkostland for flere varegrupper, blant annet som følge av Kinas inntreden i WTO i 2001. I tillegg til klær og sko, har vridningen vært stor for lyd- og bildeutstyr og møbler og husholdningsartikler, se figur 1. I den grad konsumprisene hos handelspartnerne også er påvirket av vridningen av importen mot lavkostland, er effektene av vridningen i noen grad blitt fanget opp i de tidligere beregningene. I den nye beregningen anslås vridningseffekter imidlertid mer eksplisitt ut fra vårt handelsmønster også for varegruppene lyd- og bildeutstyr og møbler og husholdningsartikler.

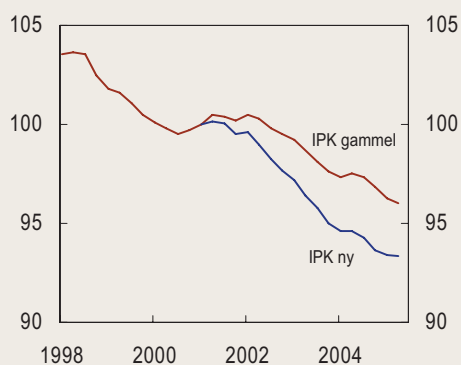
Både den nye og den tidligere indikatoren viser et fall i de internasjonale prisimpulsene til importerte konsumvarer siden 2001, se figur 2.<sup>2</sup> Nedgangen i de internasjonale prisimpulsene reflekterer vridningen i handelsmønsteret mot lavkostland og sterk produktivitetsvekst i produksjon av enkelte varer. I tillegg førte den internasjonale nedgangskonjunkturen etter årtusenskiftet til fall i prisene ute. Fallet i de utenlandske prisimpulsene er midlertidig blitt dempet den seneste tiden. Dette reflekterer prisoppgang på olje og andre viktige råvarer.

Figur 1 Akkumulert endring i importandelen fra ulike områder siden 2000. Prosentpoeng



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** Gammel og ny indikator for internasjonale prisimpulser. Indeks, 1. kv. 2001 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 98 – 2. kv. 05



Kilde: Norges Bank

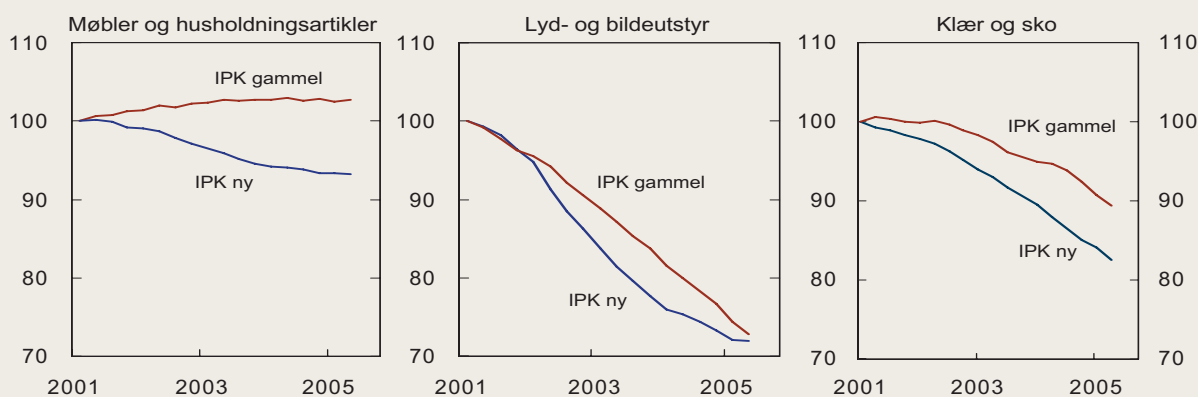
Den nye indikatoren viser et prisfall på 5,7 prosent siden 2001. Dette er 2,7 prosentpoeng mer enn tidligere beregnet. Det viktigste bidraget til forskjellen kommer fra møbler og husholdningsartikler, se figur 3. Vridning av importen mot lavkostland anslås å ha trukket ned den importerte prisveksten for denne gruppen med om lag 2½ prosentpoeng per år siden 2001. I tillegg kan prisveksten i de gamle beregningene ha blitt overvurdert med nær 1 prosentpoeng per år som følge av at konsumprisene ble benyttet som tilnærming til produsentprisene.

Også for de to andre varegruppene har de importerte prisimpulsene tidligere blitt overvurdert. Prisene på klær og sko falt 4,1 prosent per år i de gamle beregningene i perioden 2002 til 2004. De nye beregningene antyder at prisene falt med 7,7 prosent per år i samme periode. For lyd- og bildeutstyr er prisetallet nå beregnet til om lag 9 prosent per år. Dette er 1 prosentpoeng mer enn tidligere anslått.

Det er fortsatt knyttet betydelig usikkerhet til indikatoren for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer. Spesielt er det vanskelig å anslå prisvirkningene av at importen vris i retning av lavkostland. Norges Bank arbeider videre med å bedre det tallmessige grunnlaget for indikatoren. Over tid vil kvaliteten i prisstatistikken for fremvoksende økonomier bedres ytterligere. Indikatoren vil også etter hvert bli revidert for å ta inn fremtidige handelspartnere.

<sup>1</sup> Indikatoren er nærmere beskrevet i Penger og Kreditt 2/2004  
<sup>2</sup> Databegrensinger innebærer at det bare er mulig å beregne den nye indikatoren for internasjonale prisimpulser tilbake til 2001.

**Figur 3** Gamle og nye indikatorer for internasjonale prisimpulser til noen varegrupper. Indeks, 1. kv. 2001 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 01 – 2. kv. 05



Kilde: Norges Bank

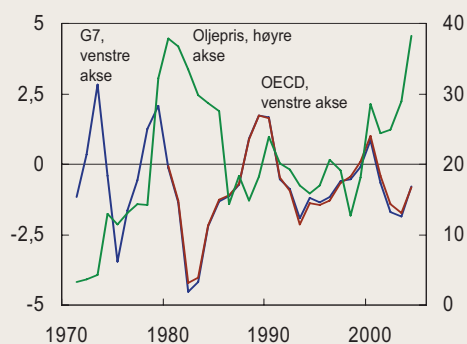


# Virkninger av høy oljepris på verdensøkonomien

Moderate virkninger av økte oljepriser så langt

Erfaringene de siste 30 årene har vist at brå og kraftige økninger i oljeprisen kan gi høyere inflasjon og lavere økonomisk vekst internasjonalt. De fire siste økonomiske tilbakeslagene falt sammen med, og var delvis utløst av, en sterk oljeprisøkning, se figur 1.

**Figur 1** Oljepris og anslag på produksjonsgap (prosent) i OECD-landene og i G7. Oljepris i USD pr fat. Årstall. 1971 – 2004



Kilder: OECD Economic Outlook, EcoWin, Reuters og Norges Bank

Oljeprisen har økt fra under 30 dollar per fat i oktober 2003 til om lag 60 dollar i oktober i år. Tidligere studier tilsa at en slik økning i oljeprisen ville få betydelige virkninger på vekst og inflasjon.<sup>1</sup> Den globale veksten har riktignok avtatt noe, men er fortsatt høy. Inflasjonen er også fremdeles lav, til tross for en viss oppgang i den senere tiden. Nye beregninger fra IMF tyder på at effektene av økningen i oljeprisen bare er om lag halvparten så store som tidligere antatt.<sup>2</sup>

Flere forhold kan forklare at BNP-veksten har holdt seg høy og inflasjonen lav til tross for økningen i oljeprisen:

- *Etterspørselsdrevet prisoppgang*

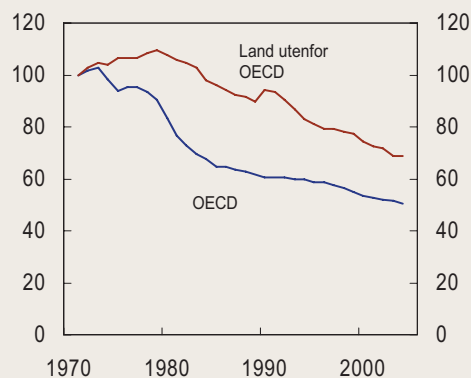
Oppgangen i oljeprisen de siste årene skyldes i stor grad høy vekst i verdensøkonomien og dermed økt etterspørsel etter olje. Høy oljepris har tidligere ofte vært et resultat av bortfall av oljeproduksjon (OPEC I og II og den første Gulfrigen). Den mer gradvise økningen i oljeprisen denne gangen kan i tillegg ha bidratt til

at bedriftenes og husholdningenes tillit til den økonomiske utviklingen i mindre grad har blitt svekket. De negative virkningene på veksten av høyere oljepris i flere asiatiske økonomier har vært dempet av subsidier.

- *Lavere energiintensitet*

Bruken av olje i forhold til BNP i OECD-landene har falt markert over tid, se figur 2. Landene er dermed mindre sårbare for økninger i oljeprisen. Redusert energiintensitet har sammenheng med flere forhold. Blant annet utgjør tjenestesektoren nå en større andel av BNP. Videre har ny teknologi bidratt til at mange aktiviteter og prosesser krever mindre energi enn tidligere.

**Figur 2** Oljeintensitet. Kilo olje per enhet av reelt BNP justert for kjøpekraftsparitet. Indeks, 1971 = 100. Årstall. 1971 – 2004



Kilder: IMF og Norges Bank

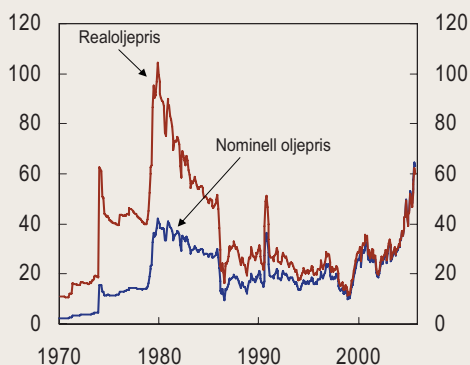
- *Realoljepris og svekket dollar*

Realoljeprisen er fremdeles lavere enn på første halvdel av 1980-tallet, se figur 3. Fram til 2005 svekket også dollaren seg mot en del valutaer - særlig euro og yen. Dette bidro til å dempe virkningen av oppgangen i oljeprisen i disse landene.

- *Små rentereaksjoner*

Økt troverdighet i pengepolitikken har trolig dempet virkningen av økte energipriser på kjerneinflasjon og inflasjonsforventninger. Moderat lønnsutvikling tyder på at arbeidstakerne ikke har krevd kompensasjon for økte energipriser. Det har således så langt vært lite behov for å møte oljeprisoppgangen med noen markert

**Figur 3** Realoljepris og nominell oljepris. USD pr fat. Realoljepris i 2004-dollar, deflatert med KPI i USA. Månedstall. Jan. 70 – sep. 05



Kilder: EcoWin, Reuters og Norges Bank

pengepolitisk reaksjon. Lave lange renter har i tillegg gitt viktige bidrag til etterspørselen.

De begrensede effektene på inflasjonen i industrilandene må også sees i sammenheng med den lave ressursutnyttningen i disse landene de siste årene. Til sammenligning var kapasitetsutnyttelsen forholdsvis høy ved oljeprissjokkene på 70- og 80-tallet, se figur 1. Sterk konkurranse i produktmarkedene og forholdsvis lav ressursutnyttning har begrenset bedriftenes mulighet til å dekke inn de høyere produksjonskostnadene ved å øke utsalgsprisene. Vridning av import til lavkostnadsland har også bidratt til å holde prisveksten nede i industrilandene. I flere asiatiske land har subsidier dempet prisvirkningene.

### Varige høye oljepriser innebærer en risiko fremover

Prisene på olje har holdt seg høye i en lengre periode, og terminprisene for olje tyder på at dette kan fortsette. Bedrifter og husholdninger vil måtte tilpasse seg varig høye oljepriser, og virkningene på inflasjon og vekst kan bli større enn vi hittil har sett. I USA, hvor bensinprisene har økt mye, vil virkningene av økte energipriser på de realdisponible inntektene kunne bli forholdsvis store. Med lav sparerate i husholdningene kan dette få betydelige virkninger på husholdningenes etterspørsel.

Foreløpig har den høye oljeprisen i liten grad forplantet seg til andre konsumpriser. Dersom oljeprisøkningen blir oppfattet som varig, kan det tilsi økte lønnskrav, høyere inflasjonsforventinger og en større smitteeffekt over på andre priser. Dette kan ytterligere forsterkes av at andre energipriser –

blant annet gassprisen – har økt mye. Det kan da bli behov for en mer markert pengepolitisk reaksjon.

Flere av de raskest voksende økonomiene i Asia subsidierer olje og oljeprodukter. I enkelte land har prosessen med å redusere subsidiene startet. Dette vil øke oljeprisene som husholdningene og bedriftene står overfor, og kan dempe veksten og øke inflasjonen i disse landene.

Oljeprisøkningen har hatt stor betydning for de globale betalingsbalansene. En ytterligere økning av underskuddet på driftsbalansen i USA innebærer at ubalansene i verdensøkonomien øker, og korrekasjonen av disse ubalansene kan innebære en periode med lav vekst.

En ytterligere økning i oljeprisen kan heller ikke utelukkes. OPECs ledige produksjonskapasitet er på et historisk sett lavt nivå. I tillegg ser det ut til at raffineringsskapasiteten er for lav sammenlignet med etterspørselen etter oljeprodukter. Begrenset raffineringsskapasitet kan bidra til at den forholdsvis store prisdifferansen mellom raffinerte produkter og råolje holdes oppe.

Som følge av et stramt oljemarked har det vært store svinginger i oljeprisen før og etter orkanene i USA. Realprisen for bensin i USA etter Katrina var like høy som i 1980. Dette viser at oljemarkedet nå er svært følsomt overfor nye forstyrrelser. En økning i oljeprisen som skyldes forhold på tilbudssiden vil trolig ha en større effekt på tilliten hos konsumentene og bedriftene enn en etterspørselsdrevet prisoppgang.

<sup>1</sup> Se for eksempel "The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy, IMF desember 2000.

<sup>2</sup> World Economic Outlook, september 2005.

# Anslagene i Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05

## Anslagene i Inflasjonsrapport 2/05

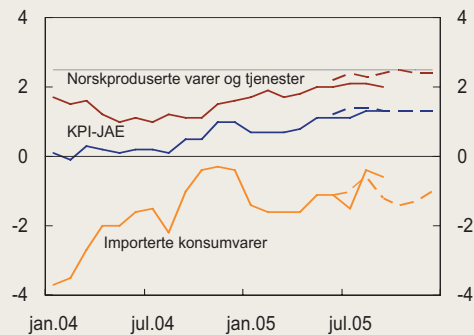
I Inflasjonsrapport 2/05 anslo vi at veksten i norsk økonomi ville holde seg sterk i år og til neste år. Viktige drivkrefter bak oppgangskonjunkturen var lave realrenter, høye petroleumsinvesteringer og gode priser på mange eksportvarer. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være nær et normalnivå i 1. halvår i år. Med utsikter til fortsatt høy vekst anslo vi at kapasitetsutnyttningen ville stige utover i perioden. Målt ved KPI-JAE var inflasjonen fortsatt lav, men vesentlig høyere enn året før. Risikoen for fallende priser og fall i inflasjonsforventningene ble vurdert som redusert i forhold til tidligere. Vi ventet at høyere lønnsvekst og marginer, samt avtagende prisfall på importerte konsumvarer ville bidra til at prisveksten etter hvert tok seg opp mot inflasjonsmålet.

## Utviklingen siden Inflasjonsrapport 2/05

Foreløpige tall fra nasjonalregnskapet viser at BNP for Fastlands-Norge utviklet seg på linje med anslagene i forrige inflasjonsrapport gjennom 1. halvår. Arbeidsledigheten som registreres ved arbeidskontorene har falt om lag som anslått. Sysselsettingsveksten har imidlertid blitt noe svakere enn vi ventet, og målt ved AKU har ledigheten holdt seg oppe. Det er derfor tegn til at arbeidsmarkedet er noe mindre stramt enn vi la til grunn sist. Blant annet på denne bakgrunn anslår vi nå at produksjonsgapet i 2. halvår i år er noe lavere enn vi la til grunn i inflasjonsrapporten fra juni, men vår vurdering er fortsatt at kapasitetsutnyttningen ligger noe over det normale i 2. halvår i år.

I juni og juli lå inflasjonen målt ved KPI-JAE noe under anslagene i Inflasjonsrapport 2/05, men tok seg opp mot den anslåtte banen igjen i august og september, se figur 1. Prisene på norskproduserte varer og tjenester har økt noe mindre enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Prisveksten på importerte konsumvarer har variert nokså mye siden i sommer. Utviklingen har særlig blitt påvirket av forholdsvis store og unormale svingninger i klesprisene. De siste tolv månedene fram til september falt prisene på importerte konsumvarer noe mindre enn vi anslo i Inflasjonsrapport 2/05.

**Figur 1** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Faktisk prisvekst og anslag i IR 2/05 (stiplet). Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 04 – des. 05

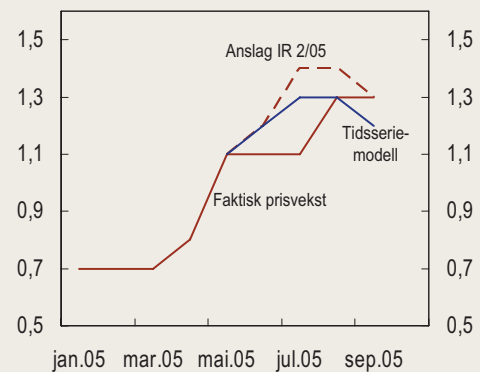


<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
<sup>2)</sup> Norges Banks beregninger

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 sammenlikner prediksjoner fra en enkel tidsseriemodell som fanger opp trendvekst og sesongsvingninger i KPI-JAE, med den faktiske prisveksten og anslag fra Inflasjonsrapport 2/05. I juni og juli ble inflasjonen lavere enn tidsseriemodellen skulle tilsi. I september var den faktiske inflasjonen på linje med våre anslag, mens tidsseriemodellen viste litt lavere prisvekst denne måneden.

**Figur 2** KPI-JAE. Anslag i Inflasjonsrapport 2/05, anslag fra tidsseriemodell og faktisk prisutvikling. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 05 – sep. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Endringer i drivkreftene fremover

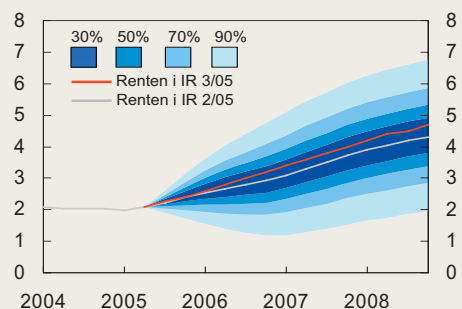
Anslagene for utviklingen internasjonalt er lite endret siden forrige inflasjonsrapport. Oppgangen i energiprisene gir litt høyere prisvekst den nærmeste tiden. Renteforventningene ute har økt noe, delvis som en følge av at de høye energiprisene kan gi sterkere inflasjonsimpulser. Oljeprisen forutsettes

å følge terminprisene. De er nå om lag som ved forrige rapport, men den svært høye oljeprisen vi har hatt den siste tiden har gitt oppgang i eksport- og produsentprisene hos våre handelspartnere. Det bidrar til å trekke opp prisveksten på de importerte konsumvarene den nærmeste tiden. Vi antar imidlertid at vridning av importen over mot lavkostland vil vare ved utover i perioden. Det bidrar til å trekke ned prisveksten på importerte konsumvarer i de siste årene av prognoseperioden. Alt i alt fører disse justeringene til at vi nå venter noe høyere prisvekst på importerte konsumvarer til neste år, mens prisveksten kan bli litt lavere i 2007 og 2008 sammenliknet med hva vi anslo i Inflasjonsrapport 2/05.

Anslagene for investeringene i petroleumssektoren er noe oppjustert for neste år, hovedsakelig på grunn av økte anslag i investeringstillingen fra SSB og ny kostnadsramme for Snøhvitutbyggingen. Lav leteaktivitet bidrar til at vi nå anslår et moderat fall i petroleumsinvesteringene i 2008. Mot slutten av prognoseperioden legger vi nå til grunn en noe sterkere impuls fra finanspolitikken enn i forrige inflasjonsrapport, som følge av økt rom innenfor handlingsregelen.

I forhold til forrige inflasjonsrapport er det samlet sett nokså små endringer i vår vurdering av dagens økonomiske situasjon og av drivkreftene som vil påvirke den økonomiske utviklingen i årene fremover. Det tilsier en utvikling i renten som heller ikke avviker mye fra den vi la til grunn sist. Anslagene i denne rapporten bygger på at renten i Norge 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 gradvis – i små og ikke hyppige skritt – opp mot et mer normalt nivå, se figur 3. Denne utviklingen er nærmere omtalt i kapittel 1 og tilsier et forløp for renten som er nær den utviklingen vi la til grunn sist. Utenlandske renter forutsettes å følge terminrentene det neste året, for deretter å øke noe raskere. Dette gir noe høyere renter ute enn hva vi la til grunn sist. For kronekursen legger vi til grunn en utvikling som er forenlig med forløpet for rentene hjemme og ute. Dette gir en utvikling der kronekursen holder seg om lag på dagens nivå i årene fremover og ikke avviker vesentlig fra forutsetningen i forrige inflasjonsrapport, se figur 4.

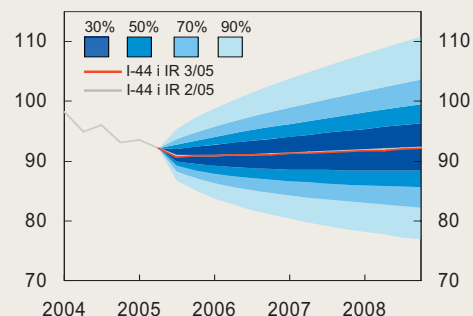
**Figur 3** Tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup> i referansebanen fra Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05. Usikkerhetsvifte rundt renten fra Inflasjonsrapport 2/05. Kvartalstall. Prosent. 1.kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Pengemarkedsrenten ligger normalt om lag ¼ prosentpoeng over foliorenten

Kilde: Norges Bank

**Figur 4** Kronekursen (I-44)<sup>1)</sup> i referansebanen fra Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05. Usikkerhetsvifte rundt kursen fra Inflasjonsrapport 2/05. Kvartalstall. 1.kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> 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

### Endringer i anslagene fra Inflasjonsrapport 2/05 til 3/05

Anslagene som presenteres i denne rapporten er nokså like anslagene i forrige inflasjonsrapport, se tabell 1. Som figurene 5 og 6 viser, er justeringene av anslagene også små i forhold til usikkerheten rundt anslagene.

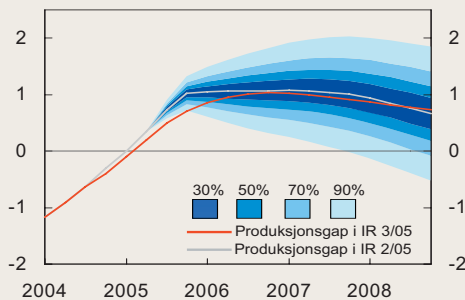
Til tross for at kapasitetsutnyttningen i år anslås å være noe lavere enn vi antok i inflasjonsrapporten fra juni, er anslaget for produksjonsgapet fremover lite endret. Høyere oljeinvesteringer bidrar til at vi venter at produksjonsgapet i fastlandsøkonomien når en topp på om lag 1 prosentpoeng til neste år. Først i 2008 ventes produksjonsgapet å avta, se figur 5.

**Tabell 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Inflasjonsrapport 3/05. Endring fra anslag i Inflasjonsrapport 2/05 i parentes.

	2005	2006	2007	2008
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3¼ (-¼)	3¼ (0)	2½ (0)	2¼ (¼)
BNP Fastlands-Norge	3¼ (0)	3¼ (¼)	2½ (0)	2¼ (0)
Sysselsetting	¾ (-¼)	1½ (0)	1 (0)	¾ (¼)
AKU-ledighet (rate)	4½ (¼)	4 (¼)	4 (¼)	4 (0)
KPI-JAE	1 (0)	1¾ (¼)	2 (0)	2½ (0)
KPI	1½ (¼)	2 (¼)	2 (0)	2½ (0)
Årslønn	3½ (0)	4¼ (-¼)	4½ (0)	4½ (0)

Kilde: Norges Bank

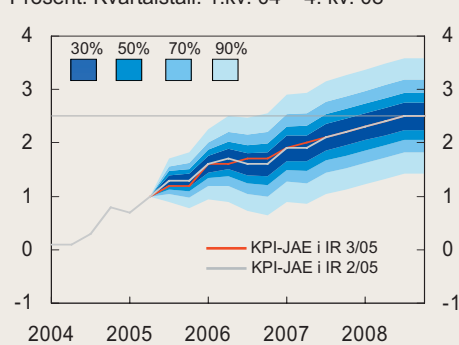
**Figur 5** Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05. Usikkerhetsvifte<sup>2)</sup> rundt anslaget fra Inflasjonsrapport 2/05. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge  
<sup>2)</sup> Det er i beregningen ikke tatt hensyn til usikkerhet om nåsituasjonen

Kilder: Norges Bank

**Figur 6** Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05. Usikkerhetsvifte rundt anslaget fra Inflasjonsrapport 2/05. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Hittil i år har arbeidsstyrken utviklet seg om lag som ventet, mens sysselsettingsveksten har vært noe mer moderat. Dermed har ledigheten målt ved AKU falt mindre enn anslått i forrige rapport. For årene fremover har vi ikke endret anslagene for veksten i sysselsetting eller arbeidsstyrke. Vi anslår nå at ledigheten blir ¼ prosentpoeng høyere de nærmeste årene enn i forrige inflasjonsrapport. Dette bidrar til at veksten i lønnskostnadene neste år også blir litt lavere enn anslått i Inflasjonsrapport 2/05.

Det er kun små endringer i vekstanslagene for de ulike etterspørselskomponentene. Lavere reallønnsvekst bidrar til lavere vekst i konsumet til neste år enn tidligere anslått. Anslagene for investeringene i Fastlands-Norge er justert noe opp, både fordi de har økt mer enn ventet hittil i år, og fordi inntjeningen i bedriftene ser ut til å holde seg på et høyt nivå.

Med nokså små endringer i anslagene for kapasitetsutnyttning og lønnsvekst fremover, blir heller ikke anslaget for inflasjonen målt ved KPI-JAE særlig endret, se figur 6. Prisene på energivarer ser imidlertid ut til å øke noe mer enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport, og vårt anslag på KPI-veksten i 2005 og 2006 er oppjustert, se tabell 1. Vi

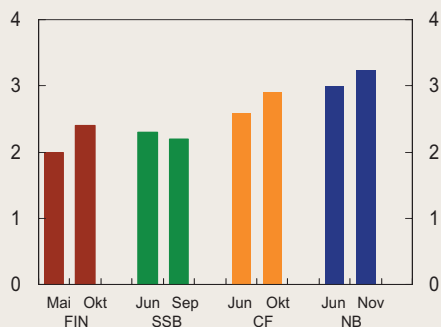
venter nå at høyere energipriser vil gi noe sterkere andrerunde-effekter på konsumprisene. Litt lavere lønnsanslag for neste år trekker i motsatt retning. Endringene i importprisanslagene bidrar isolert sett til høyere konsumprisvekst i første del av prognoseperioden og til lavere vekst i slutten av perioden, jf. omtale foran.

### Andre institusjoners anslag

For den økonomiske veksten neste år viser anslagene fra Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå et noe svakere bilde enn Norges Bank, se figur 7. Norges Bank anslår nå en vekst på 3¼ prosent for fastlandsøkonomien i 2006, ¼ prosentpoeng høyere enn i forrige inflasjonsrapport. På om lag samme tid som publiseringen av Inflasjonsrapport 2/05 anslo Statistisk sentralbyrå veksten i BNP for Fastlands-Norge til 2,3 prosent til neste år. I Økonomiske analyser fra september er dette anslaget om lag uendret. Statistisk sentralbyrå legger til grunn at konjunkturimpulsene fra internasjonal økonomi blir vesentlig svakere enn det anslagene i denne rapporten er basert på. Finansdepartementet anslår i Nasjonalbudsjettet fra oktober at BNP for Fastlands-Norge vil øke med 2,4 prosent fra 2005 til 2006. <sup>1</sup> Dette er en oppjustering av anslaget fra



**Figur 7** BNP Fastlands-Norge. De to siste publiserte anslagene for 2006.<sup>1)</sup> Prosentvis vekst



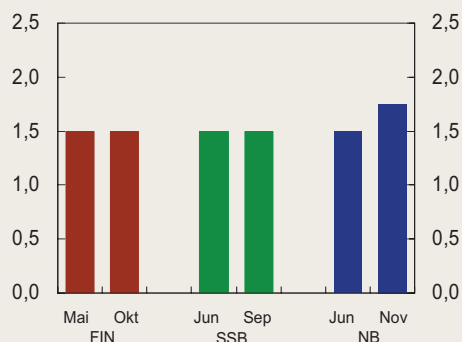
<sup>1)</sup> Alle anslag er gitt i 2005

Kilder: Revidert Nasjonalbudsjett 2005, Nasjonalbudsjettet 2006, Økonomiske Analyser 3/05 og 4/05, Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05, Consensus Forecasts juni og oktober 2005

Revidert Nasjonalbudsjett som kom i mai. Statistisk sentralbyrå og Norges Bank har forholdsvis like anslag for veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge til neste år, mens Finansdepartementet ligger noe lavere. Gjennomsnittsanslaget fra Consensus Forecasts er også oppjustert siden publiseringen av forrige inflasjonsrapport. I juni var det gjennomsnittlige anslaget for veksten i 2006 blant de åtte institusjonene som deltok 2,6 prosent, mens det i oktober var 2,9 prosent.

Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank er forholdsvis samstemte i synet på inflasjonsutsiktene til neste år, se figur 8. Vi anslår i denne inflasjonsrapporten at prisveksten målt ved KPI-JAE vil bli 1¾ prosent i 2006. Dette er ¼ prosentpoeng høyere enn i forrige rapport. Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet anslår begge en vekst i KPI-JAE på 1,5 prosent til neste år. Disse har ikke endret sine anslag siden forrige publisering. Consensus Forecasts samler ikke inn anslag på KPI-JAE.

**Figur 8** KPI-JAE. De to siste publiserte anslagene for 2006<sup>1)</sup>. Prosentvis vekst



<sup>1)</sup> Alle anslag er gitt i 2005

Kilder: Revidert Nasjonalbudsjett 2005, Nasjonalbudsjettet 2006, Økonomiske Analyser 3/05 og 4/05, Inflasjonsrapport 2/05 og 3/05

Finansdepartementets anslag er fra 6. mai og 14. oktober. Statistisk sentralbyrå offentliggjorde anslag 16. juni og 15. september. Consensus Forecasts samlet inn sine tall 13. juni og 10. oktober. Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene være ulik.

<sup>1)</sup> Anslaget blir 2,7 prosent dersom en korrigerer for at Finansdepartementet anslår en betydelig nedgang i kraftproduksjonen fra 2005 til 2006.



# Oversikt over utdypinger 2001-2005

## **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?*

## **3 / 2001:**

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



# 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 1-2 ganger per år.

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

spesielt opptatt av. I tillegg vil det regionale nettverket kunne gi oss innsikt i virkninger av spesielle hendelser eller brukes til å undersøke aktuelle problemstillinger. Offisiell statistikk vil fortsatt være hovedgrunnlaget for oppfatninger om tilstanden i økonomien, men tidsetterslep og revideringer knyttet til slik statistikk gjør det nyttig med 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)	Rogalandsforskning
Region Sør (Aust- og Vest-Agder, Telemark, Vestfold)	Agderforskning
Region Innland (Hedmark og Oppland)	Østlandsforskning
Region Øst (Buskerud, Akershus, Oslo, Østfold)	Dekkes av Norges Bank

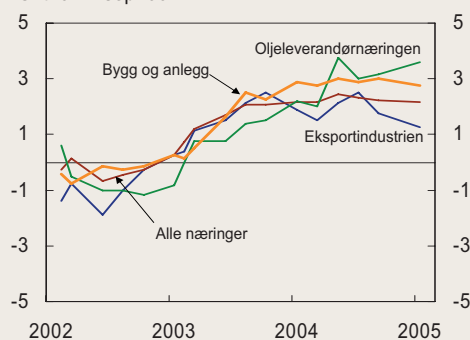
# Oppsummering av kontaktrunden siden forrige inflasjonsrapport

I kontaktrunden siden forrige inflasjonsrapport er det til sammen gjennomført samtaler med om lag 300 kontakter i det regionale nettverket. Samtalene ble foretatt i august og september. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region vil legges ut på Norges Banks internettsider 3. november. Sammendraget nedenfor er basert på regionale rapporter fra instituttene som er ansvarlige for de forskjellige regionene, og er således ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen.

## Etterspørsel, produksjon og markedsutsikter

Inntrykket fra bedriftene i det regionale nettverket er at konjunkturoppgangen i norsk økonomi fortsetter. Etterspørselen øker i alle næringer, se figur 1. Det meldes om god utvikling i den delen av *hjemmemarkedsindustrien* som retter seg mot husholdningene og bygg og anlegg. Det meldes for eksempel om kraftig vekst i betongindustrien og da spesielt for betongelementer. I forlag og grafisk industri er det også god vekst, drevet fram av kraftig vekst i avisbransjen fra blant annet stillings- og merkevareannonsering. Verkstedindustrien i Nord er derimot preget av noe redusert aktivitet, årsaken er manglende oppdrag for fiskeflåten og høy gjeldsgrad.

**Figur 1** Norges Banks regionale nettverk: vekst i etterspørsel og produksjon. Indeks<sup>1)</sup>. Okt. 02 – sep. 05



<sup>1)</sup> 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

I *eksportindustrien* er det vekst i teknologiindustrien, fiskeri og fiskeoppdrett og det er økt aktivitet innenfor skipsverft. I prosessindustrien, herunder smelteverksindustrien, er utviklingen noe svakere, på grunn av de høye kraftprisene. Kraftprisene steg

markert etter at det ble innført betaling for CO<sub>2</sub>-kvo-ter i Europa. Oppbygging av produksjonskapasitet i Kina fører også til skjerpet konkurranse. Samlet sett er det moderat vekst i eksportindustrien, noe svakere enn forrige runde. For noen bedrifter skyldes nedgangen i eksporten sterkere norsk etterspørsel, kombinert med bedre priser i hjemmemarkedet enn i eksportmarkedet. *Oljeleverandørnæringen* rapporterer om sterk vekst som følge av vedvarende høye oljepriser og rekordhøyt investeringsnivå. I Norge skyldes det først og fremst utbygging knyttet til Snøhvit og Ormen Lange. Internasjonalt er det økt leteaktivitet og ulike produksjonsøkende tiltak som bidrar til vekst. Den vedvarende høye oljeprisen har gjort at borekapasiteten på verdensbasis er underdimensjonert. Flere drivverdige felt står i kø på grunn av knapphet på borerigger og servicefartøy.

*Bygg og anlegg* er fortsatt inne i en betydelig vekstperiode, men veksten har avtatt i enkelte regioner. Aktiviteten er fortsatt høy i boligbygging, men veksten er lavere. Veksten innenfor private næringsbygg er moderat med lav vekst innenfor kontorbygg. Det er derimot sterkere vekst innenfor offentlige næringsbygg drevet fram av omfattende rehabiliteringsprosjekter i offentlig sektor og da spesielt innen skolesektoren. Store veinvesteringer, kraftutbygginger, store utbygginger i Oslo samt Snøhvit og Ormen Lange bidrar til god vekst innen anlegg.

*Varehandelen* øker fortsatt, og det er særlig salget av byggevarer som øker mye. Det gjelder særlig produkter til hus og hage, som jernvarer, interiør og malingsprodukter. Det er god vekst innenfor klær, sko og elektriske artikler, men flat utvikling i bilsalg. Personbilsalg er lavere, delvis på grunn av et høyt salg i fjor og et mettet bruktbilmarked, men blir kompensert av økt salg av varebiler og lastebiler til næringslivet.

I *tjenesteyting* er det god vekst, særlig i forretningsmessig tjenesteyting som vikarbyrå-, reklame- og konsulentbransjen. I tjenesteyting mot husholdningene er det også god vekst, men veksttakten er lavere enn mot næringslivet. Forskjellen gjenspeiles særlig i virksomheter som retter seg mot både husholdninger og næringsliv som hotell, restaurant og bank.

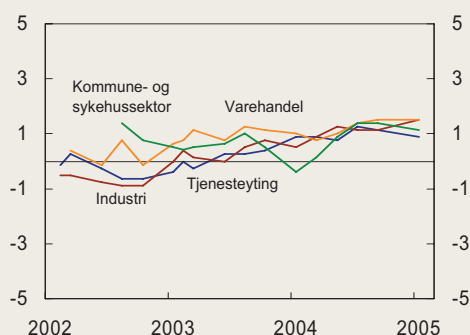
Markedsutsiktene for de neste seks månedene tyder på at veksten i norsk økonomi vil fortsette, minst like sterkt som nå. Oljeleverandørnæringen vurderer fremtidsutsiktene enda mer optimistisk enn før. Det synes imidlertid som om toppen er nådd for bygg og anlegg. Der ventes det lavere vekst innen boligbygging. I varehandel og tjenesteyting ventes en fortsatt god vekst.

### Kapasitetsutnyttning og investeringer

45 prosent av bedriftene oppgir at de vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å møte en vekst i etterspørselen. Dette er en noe høyere andel enn tidligere i år. I deler av oljerelatert virksomhet og bygg og anlegg er det kapasitetsproblemer og da spesielt på Vestlandet. Mangel på fagfolk og prosjektledere ser ut til å være den viktigste begrensningen.

Det meldes om moderat til god vekst i investeringsplanene de neste 6-12 månedene i alle næringene, se figur 2. 42 prosent av virksomhetene planlegger økning i investeringene, mens 20 prosent forventer reduserte investeringer. Den sterkeste veksten forventes i industrien og varehandelen. Det planlegges økte investeringer i industrien sammenlignet med i vår, og det investeres i kapasitet, effektivitet og produktutvikling. Varehandelen oppgraderer og utvider sine lokaler og bygningsmasse. Innen tjenesteyting utvider flere bedrifter i transportnæringen kapasiteten.

**Figur 2** Norges Banks regionale nettverk: investeringsplaner. Endring i investeringer neste 6 – 12 måneder. Indeks<sup>1)</sup>. Okt. 02 – sep. 05



<sup>1)</sup> 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

### Sysselsetting og arbeidsmarked

I takt med den økonomiske oppgangen øker sysselsettingen i hele privat sektor. Det er noe sterkere vekst i sysselsettingen i bygg og anlegg og varehandelen sammenlignet med i vår, mens veksten

har vært om lag stabil i industrien og tjenesteytende næringer. I kommune- og sykehussektoren er det ingen vekst i sysselsettingen. Neste 3 måneder synes den positive utviklingen for privat sektor å fortsette. Det forventes økt sysselsettingsvekst i industrien, men noe avtagende veksttakt i resten av privat sektor. I bygg og anlegg er nok det et uttrykk for at man ikke ønsker å bygge opp vesentlig mer kapasitet siden veksten i markedet forventes å dempe seg noe. Sysselsettingen i kommune- og sykehussektoren ligger stabilt.

Med unntak av bygg og anlegg og oljerelatert industri, ser det ikke ut til å være særlig knapphet på arbeidskraft for nettverkets kontakter. Dette gjenspeiles i tilbakemeldingene om lavt lønnspress i alle næringer, også i bygg og anlegg. I snitt ventes en årslønnsvekst på 3,5 prosent i år. I bygg og anlegg forklares ofte den lave lønnsveksten med innslaget av utenlandsk arbeidskraft.

### Kostnader, priser og lønnsomhet

Tiltakende knapphet på ressurser har ført til sterkere prisvekst i bygg og anlegg og oljerelatert industri. Eksportindustrien har også hatt god prisvekst siste 12 mnd, først og fremst som følge av økende råvarepriser. Skipsverft melder også om god utvikling på eksportmarkedene. I øvrige næringer har prisveksten vært moderat. Fremover er det like mange som venter høyere som lavere prisvekst, og prisforventningene ser ut til å ha avtatt noe sammenliknet med tidligere i år. I eksportindustrien er det forventninger om prisnedgang framover, dels som følge av utflåting av råvarepriser og dels som følge av konkurransen fra Øst-Europa og Asia. Økt etterspørsel, vekst i utsalgsprisene og generelt lavt lønnspress er blant elementene som bidrar til bedret lønnsomhet i alle næringer i denne som i forrige runde. Innen oljeleverandørnæringen har lønnsomheten økt kraftig de siste månedene.



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

Abeo AS  
Adecco Norge AS  
Adecco region Øst  
Advokatfirma Schjødt  
Advanced Production and Loading AS  
Aetat Molde  
Aetat Sør-Trøndelag  
AF Gruppen ASA  
Ahead Frisør  
Ahlshell  
Air Products AS  
Aker Aukra AS  
Aker Kværner  
Alphatron AS  
Alsåvåg Plater AS  
Ankenes Sparebank  
Arendal Auto AS  
AS Nesseplast  
Asplan Viak AS  
Atlantic Auto AS  
B&T Låsservice AS  
Bademiljø  
Bakers AS  
Bakke EI-installasjon AS  
Ballangen Camping AS  
Bautas AS  
BecoTek  
Bedriftskompetanse AS  
Berendsen Tekstil Service AS  
Berg & Co  
Berg-Hansen, Region Vest  
Bergen kommune  
Bergens Tidende  
Berg-Hansen Reisebureau  
Big Horn Steak House Norge AS  
Billhuset AS  
Bilia personbil  
Bjørseth Caravan AS  
Bjørn Ovik AS  
Bohus Interiør AS  
Boliden AS  
Borregaard  
Bravida Sørøst AS  
Buer Entreprenør AS  
Busengdal Transport as  
Buskerud Sentralsykehus  
Bussen Trafikkselskap AS  
Byggkjøp Farsund Bygg  
Byggmaker Norgros  
Cap Gemini Norge AS  
Choice Hotels AS  
City Syd AS  
Comrod AS  
Connex Vest AS  
Conoco Phillips Norway  
Constructor Norge AS  
Coop Lofoten BA  
Coop NKL BA  
Coop Sunndalsøra BA  
CTM Utvikling AS  
Damm  
Den Norske Bank ASA, Tønsberg  
DNB NOR Eiendom  
Dyno nobel  
EFD Induction AS  
Eiendomsmegler 1  
Elektro AS  
Elektro Hvitevarer AS  
Elektrotema Agder AS  
Elkem ASA Materials  
Elsafe International  
Ewos AS  
Expert ASA  
Fame fotografene AS  
Finny Sirevaag AS  
Fjordline - Bergen  
Fokus Bank Bedriftsmarked  
Forestia AS  
Fosen Mekaniske Verksteder AS  
Fosnavaag Seafood AS  
Franzefoss kalk AS  
Fundia Arneringsstål AS  
Furnes Hamjern Holding AS  
Gaupen Henger AS  
Gausdal Landhandleri AS  
Gilde Bøndernes Salgslag BA  
Gilde Vest BA  
Gjensidige NOR forsikring  
Gjestal Spinneri ASA  
Gravdahl AS  
Gresvig ASA  
Grieg Seafood AS  
Grytnes Betong AS  
Hedalm Anebyhus AS  
Hedmark Fylkeskommune  
Helgeland Plast AS  
Helse Bergen HF  
Helse Nord RHF  
Herlige Stavanger AS  
HSH  
Hunderfossen Familiepark AS  
Hunton Fiber AS  
Hydro Aluminium AS  
Hydro Aluminium Structures Raufoss AS  
Høllalaks as  
Hålogalandsykehuset Narvik  
IBM Norge  
ICA Distribusjon AS  
IKEA Åsane  
Industriverktøy AS  
Innovasjon Norge  
ISS Norge AS  
Itab Industrier AS  
Ivar Mjåland, Mandal  
JcDecaux  
Jørstad AS  
Kanstad Trelast AS  
Kappahl  
Karmsund Maritime Service AS  
KENO reklame AS  
Klæbu kommune  
Klaastad Brudd DA  
Kongsberg Gruppen AS  
Kongssenteret  
KPMG Trondheim  
Kraft Foods Avd. Disenå  
Kristiansand Cementstøperi AS  
Kristiansand Kommune  
Kristiansand Næringsforening  
Krogsveen AS  
Kroken Caravan AS  
Kruse Smith  
Kuben kjøpesenter  
Landskapsentreprenørene AS  
Leksvik kommune  
Lians Caravan & Fritid  
Lindesnes kommune  
Lindorff  
Linjegods AS  
Litra AS  
LKAB  
Lofotprodukt AS  
Loreal Norge AS  
LPO Arkitektur & Design AS  
Lund kommune  
Lycro AS  
Lyng Elektronikk AS  
Maihaugen  
Malermester Harald Askautrud AS  
Martin Olsen  
Mascot Electronics  
Melby Snekkerverksted AS  
Mesta AS  
Mester Grønn AS  
Miljøbygg AS  
Moelven Nordia  
Molab AS  
Moss kommune  
Møre og Romsdal Kornsilø ANS  
Narvik Kommune  
Narvik Rørleggerforretning AS  
Narvikmegler'n AS  
NCC Construction  
Nergård AS  
NINA  
NOR Tekstilservice  
Norac AS  
Norcem  
Nordea Bank Norge ASA  
Nordic Sales AS  
Nordic Semiconductor ASA  
Norisol Norge AS  
Norsvin  
Notar Eiendom Vestfold AS  
Notar Eiendom Ålesund AS  
Nylander Næringsmegling  
NYMO AS  
Nyvågar Drift AS  
Obos  
Oddstøl Elektronikk AS  
Officelink AS  
Olav Thon Eiendomsselskap  
Oljedirektoratet  
Optimera Vest  
Oracle  
Oras armatur AS  
Orkideekspresen Østerdal Reisebyrå AS  
Orkla Media AS  
Os Husdyrmerkefabrikk AS  
OVDS ASA  
Owens Corning Fiberglas Norway AS  
Pallin AS  
Plantasjen Norge AS  
Polimoon AS  
Powel ASA  
PricewaterhouseCoopers DA  
Prior Norge BA Kjøttdivisjonen  
Proffice AS  
Prognosesenteret AS  
Prosafe  
Protan AS  
QS Manager AS  
Quality Hafjell Hotell AS  
Quality Hotel Sogndal  
Rapp Bomek AS  
Remvik & Standal  
Remøy Shipping AS  
Rica Arctic Hotell  
Rica Park Hotel  
Riibe Mynthandel  
Ringerike kommune  
Ringnes AS  
Ringsaker kommune  
Rissa kommune  
Rolfsen  
Rosenborg Malerforretning AS  
Rostein AS  
Rygge-Vaaler Sparebank  
Sandefjord kommune  
SAS Ground Services  
Savalen Fjellhotell AS  
Schlumberger  
Securitas - Regionkontor Bergen  
Servi Cylinderservice AS  
Sigerfjord Aqua AS  
Sikkerhetssenteret Aukra  
SinkaBerg-Hansen AS  
Sivesind KI AS  
Skagen Fondene  
Skagen Opplevelser AS  
Skanem  
Skanska AS  
Skedsmo kommune  
Slatlem & Co AS  
Sogn og Fjordane Energi as  
Sparebank 1 Oslo AS  
Sparebank Sør  
Sparebanken Hedmark  
Sparebanken Volda Ørsta  
Sports Club Stavanger AS  
SR Bank  
St. Olavs Hospital  
Statens Vegvesen Region Sør  
Stella Polaris AS  
Stordal kommune  
Stordal Møbler AS  
Subsea7 AS  
Sult AS  
Sunnmørsposten AS  
Surnadal Transport AS  
SWIX Sport AS  
Sykehuset Telemark HF  
Sylteosen Betongvarefabrikk AS  
Sørensen Maskin AS  
Sørhøy Distribusjon AS\*  
Sør-Trøndelag fylkeskommune  
Tag Systems AS  
Technor ASA  
Teknisk Bureau AS  
Telenor Mobile  
Thommessen Krefling Greve Lund AS  
Ticket  
Tine BA  
TNT Norge  
Toyota Høll-Bil AS  
Trehuseksperten AS  
Trondheim Torg  
TV 2 Gruppen AS  
TV Nordvest AS  
Tyrholm & Farstad AS  
Tønsberg kommune  
Ullevål sykehus  
Union Hotel  
Valldal Høvleri AS  
Veidekke Entreprenør AS Indre  
Østland  
Vestbase AS  
Vestre Toten kommune  
Vetco Aibel  
VIA Ferieverden  
Vikomar AS  
Volmax AS  
Vågan Kommune  
West Contractors AS  
Wist Last og Buss  
YIT Building Systems AS  
Økonor Norge AS  
Øyer kommune  
Ålesund Kommune  
Aarbakke AS  
Aasen Bygg AS



## Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag

# Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten

Dato	Foliorente <sup>1</sup>	Endring
<b>Kommende møter</b>		
29. juni 2006		
31. mai 2006		
26. april 2006		
16. mars 2006		
25. januar 2006		
14. desember 2005		
<b>Tidligere rentemøter</b>		
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
22. januar 2003	6	-0,5

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

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 <sup>1)</sup>	Eksport av trad. varer	Import
1997	5,2	4,9	3,2	2,5	11,8	24,9	7,6	12,4
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	0,4	0,7	3,0	1,4	-2,2	16,9	5,1	2,2
2004	2,9	3,5	4,4	2,3	6,1	12,3	3,0	9,1
2004 <sup>2)</sup> 1.kv	1,2	0,6	2,1	1,5	-2,3	7,4	-1,9	3,4
2.kv	1,0	0,9	-0,1	0,8	3,1	2,2	-0,6	2,3
3.kv	-0,8	1,0	0,9	-0,3	4,8	3,3	5,0	3,5
4.kv	1,1	1,5	1,3	0,4	7,4	9,8	2,5	3,0
2005 <sup>2)</sup> 1.kv	0,3	0,6	-0,3	1,1	-8,3	-8,1	-1,9	-3,2
2.kv	1,3	0,9	2,5	0,4	7,2	22,5	-0,8	4,7
Nivå 2004, mrd kroner	1688	1307	756	371	227	73	210	498

1) Utvinning og rørtransport

2) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Konsumpriser

Tolvmånedersvekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPI-JA <sup>2)</sup>	KPI-JE <sup>3)</sup>	HKPI <sup>4)</sup>
1997	2,6			2,3	2,5
1998	2,2			2,9	2,0
1999	2,3			2,3	2,1
2000	3,1			2,3	3,0
2001	3,0	2,6	3,2	2,4	2,7
2002	1,3	2,3	2,2	1,6	0,8
2003	2,5	1,1	2,5	1,0	2,0
2004	0,4	0,3	0,0	0,8	0,6
2004 jul	1,5	0,2	1,1	0,6	1,6
aug	1,0	0,1	0,5	0,6	1,1
sep	1,1	0,5	0,6	0,8	1,1
okt	1,4	0,5	0,9	1,0	1,4
nov	1,2	1,0	0,8	1,4	1,4
des	1,1	1,0	0,6	1,4	1,2
2005 jan	1,1	0,7	0,5	1,2	0,9
feb	1,0	0,7	0,4	1,3	0,9
mar	1,0	0,7	0,5	1,1	0,9
apr	1,3	0,8	0,8	1,3	1,2
mai	1,6	1,1	1,2	1,5	1,5
jun	1,7	1,1	1,3	1,4	1,6
jul	1,4	1,1	1,1	1,4	1,4
aug	1,9	1,3	1,5	1,6	1,8
sep	2,0	1,3	1,7	1,6	2,2

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

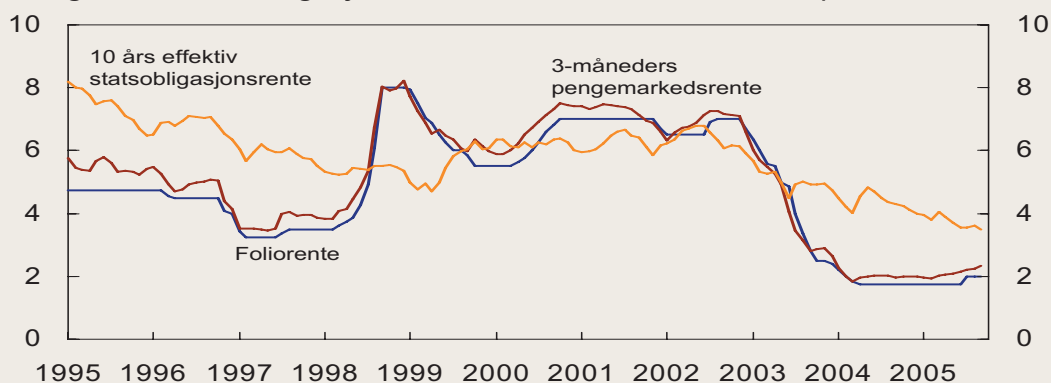
3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

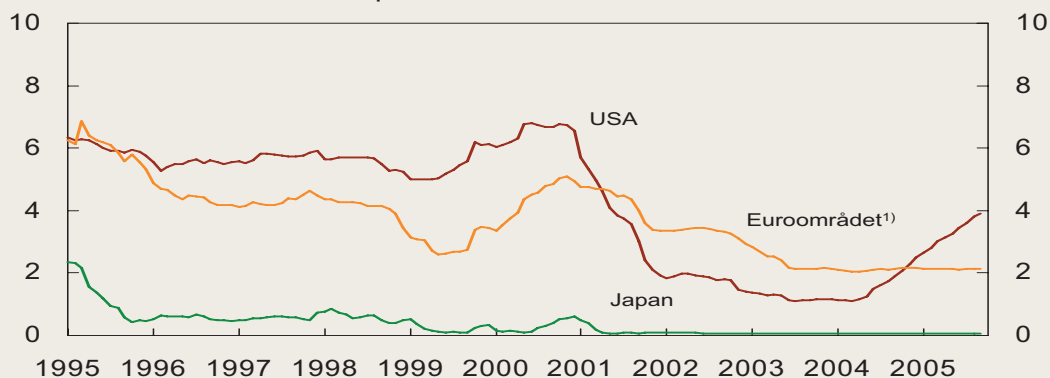
## Figurer

**Figur 1** Norske renter. Tremåneders pengemarkedsrente, foliorenten og 10 års statsobligasjonsrente. Månedstill. Jan. 95 – sep. 05



Kilde: Norges Bank

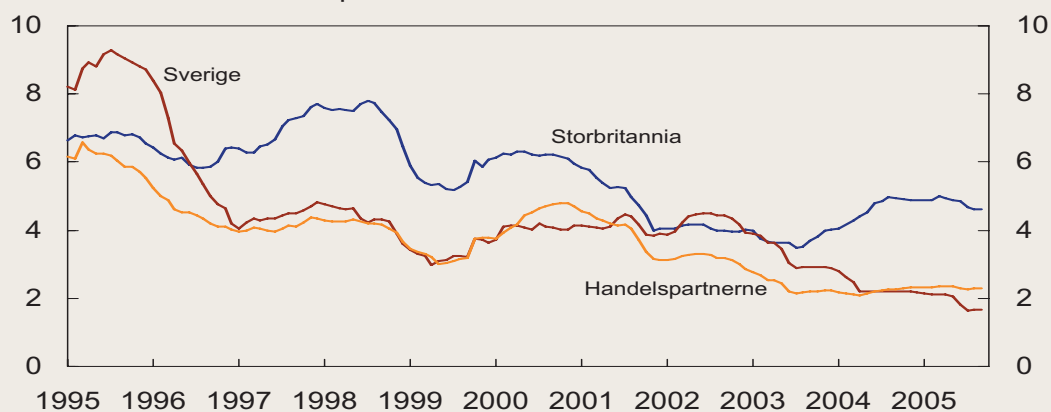
**Figur 2** Tremåneders renter i USA, euroområdet og Japan. Månedstill. Jan. 95 – sep. 05



<sup>1)</sup> Teoretisk ECU-rente tom. des. 98

Kilde: EcoWin

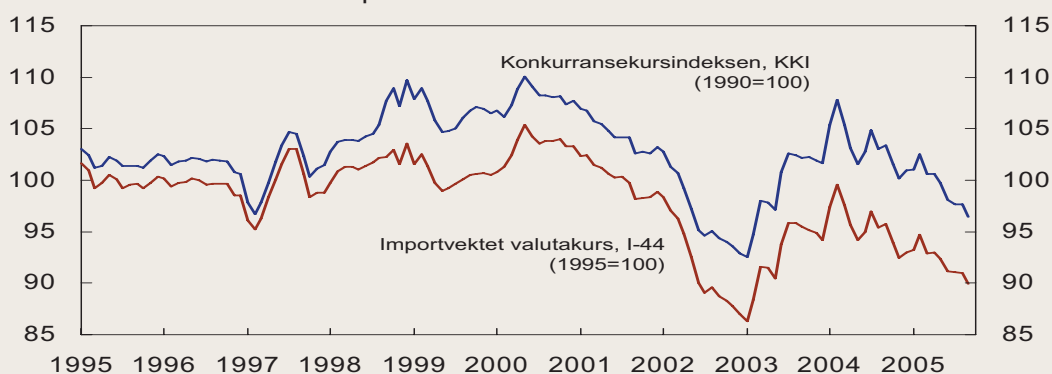
**Figur 3** Tremåneders renter i Storbritannia, Sverige og hos handelspartnerne. Månedstill. Jan. 95 – sep. 05



Kilder: EcoWin og Norges Bank



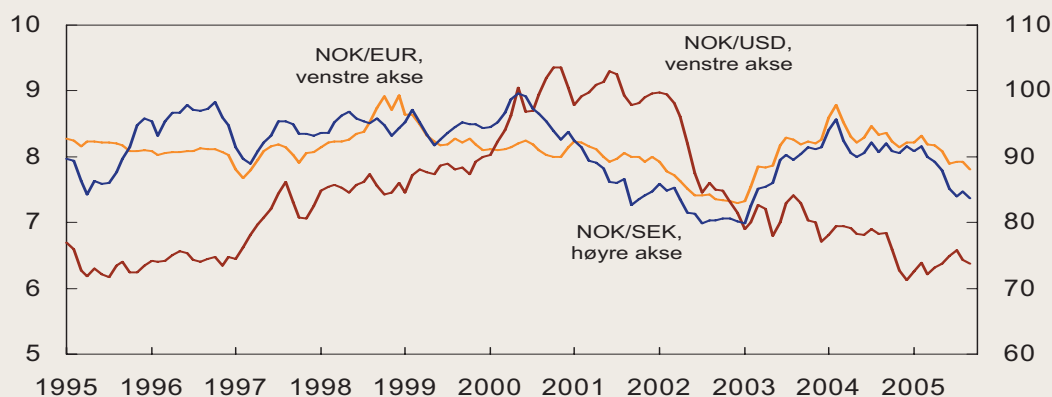
**Figur 4** Konkurranskursindeksen og importvektet valutakurs I-44.<sup>1)</sup>  
Månedstall. Jan. 95 – sep. 05



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

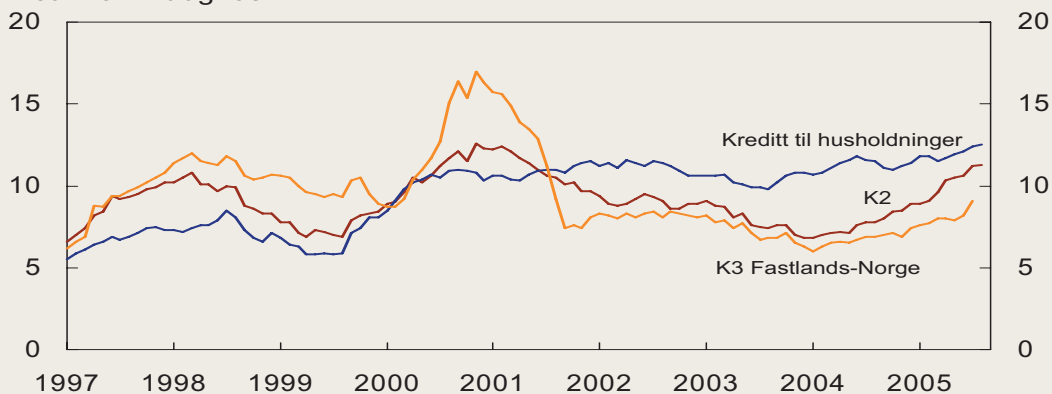
**Figur 5** Bilaterale valutakurser<sup>1)</sup>. Månedstall. Jan. 95 – sep. 05



<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

**Figur 6** Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolv månedersvekst. Prosent.  
Jan. 97 – aug. 05



Kilde: Norges Bank

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år  
Anslag for 2005 – 2008**

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels- partnerne <sup>1)</sup>	Euro- landene <sup>2)</sup>
2004	4,2	2,7	1,6	2,0	3,2	3,6	3,0	2,0
<b>Anslag</b>								
2005	3½	2¼	¾	1¼	2	2½	2¼	1¼
2006	3	1½	1¼	1½	2	2¾	2½	1½
2007	2¾	1½	1¼	2	2¼	2½	2½	2
2008	2¾	1¼	1½	2	2¼	2½	2½	2

1) Eksportvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere. Siden Inflasjonsrapport 2/05 er Russland og Kina er tatt inn i aggregatet, mens Singapore og Thailand er tatt ut.

2) Vekter fra Eurostat

Kilder: IMF, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år  
Anslag for 2005 – 2008**

	USA	Japan	Tyskland <sup>1)</sup>	Frankrike <sup>1)</sup>	UK <sup>1)</sup>	Sverige	Handels- partnerne <sup>2)</sup>	Euro- landene <sup>3)</sup>
2004	2,7	0,0	1,8	2,3	1,3	0,4	1,9	2,1
<b>Anslag</b>								
2005	3½	-¼	2	2	2	½	2	2¼
2006	3¼	¼	1¾	1¾	1¾	1½	2	2
2007	2½	½	1½	2	2	2	2	2
2008	2½	¾	1¾	2	2	2	2¼	2

1) HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices

2) Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere. Siden Inflasjonsrapport 2/05 er Russland og Kina er tatt inn i aggregatet, mens Singapore og Thailand er tatt ut.

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

Kilder: OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 5 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2004	2004	Anslag			
			2005	2006	2007	2008
<b>Realøkonomi</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1)</sup>	1355	4,1	3¼	3¼	2½	2¼
- Privat konsum	756	4,4	3¼	3½	2¾	2
- Offentlig konsum	371	2,3	1¾	2	1¾	3
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	227	6,1	7¾	6	3¼	2½
Oljeinvesteringer <sup>2)</sup>	73	12,3	20	2½	-2½	-5
Tradisjonell eksport	210	3,0	3½	3¼	3½	3¼
Import	498	9,1	7¼	4¼	2¼	1¾
BNP	1688	2,9	2½	2¾	2¼	2¼
BNP Fastlands-Norge	1307	3,5	3¾	3¼	2½	2¼
Potensielt BNP Fastlands-Norge		3	2¾	2½	2½	2½
Produksjonsgap Fastlands-Norge <sup>3)</sup>		-¾	¼	1	1	¾
<b>Arbeidsmarkedet</b>						
Sysselsetting		0,2	¾	1½	1	¾
Arbeidsstyrke, AKU		0,3	¾	1	1	¾
Registrert ledighet (rate)		3,9	3½	3¼	3¼	3¼
AKU-ledighet (rate)		4,5	4½	4	4	4
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		0,4	1½	2	2	2½
KPI-JAE <sup>4)</sup>		0,3	1	1¾	2	2½
Årslønn <sup>5)</sup>		3,5	3½	4¼	4½	4½
<b>Rente og valutakurs</b>						
Foliorente (nivå)		1,8	2	2¾	3½	4¼
Importveid valutakurs (I-44) <sup>6)</sup>		95,6	91,8	91,0	91,4	91,9

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

2) Utvinning og rørtransport

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

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

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

6) 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 inntektsoppkjørene, Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

