

Norges Banks rapportserie
Nr. 3-2002



Inflasjonsrapport

2
02
juni

Norges Banks inflasjonsrapport

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal etter forskrift fastsatt av Regjeringen 29. mars 2001 rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen, normalt to år fram i tid.

I inflasjonsrapportene drøftes utviklingen i norsk økonomi og andre forhold som påvirker utsiktene for inflasjonen. I tillegg vurderes risikobildet og usikkerheten rundt anslagene. Hovedstyrets medlemmer blir presentert for og drøfter hovedlinjene i inflasjonsrapportene før de publiseres. Analysene i Norges Banks inflasjonsrapporter danner, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om virkemidlene i pengepolitikken.

Inflasjonsrapporten kommer tre ganger i året og utgjør sammen med rapportene om finansiell stabilitet Norges Banks rapportserie. Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside: www.norges-bank.no.

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

Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo

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

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem
Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS
Sats og trykk: Reclamo grafisk senter as
Teksten er satt med 11½ pkt. Times

ISSN 0807-8521

Inflasjonsrapport 2/2002

<i>En økonomi i omstilling</i>	4
1. Utviklingen den siste tiden	6
<i>Utdyping:</i>	
–Hvorfor har kronekursen styrket seg?	8
2. Den internasjonale utviklingen	14
3. De økonomiske utsiktene i Norge	17
4. Inflasjonsanslag	21
4.1 Innenlandske prisimpulser	21
4.2 Internasjonale prisimpulser	22
4.3 Inflasjonsutsiktene	23
4.4 Usikkerhet i inflasjonsanslaget	24
<i>Vedlegg I: Utdypinger:</i>	
–Ny forventningsundersøkelse	27
–Hvorfor har prisene på klær falt?	28
–Virksomheter av økt oljepris	30
–Hvordan påvirker kronekursen KPI?	32
<i>Vedlegg II: Tabeller</i>	34

Redaksjonen avsluttet 27. juni 2002

En økonomi i omstilling

De siste årene har etterspørselen innenlands vokst kraftig, mens kapasitetsveksten i økonomien har vært begrenset. Det er lite ledige ressurser. Sysselsettingen i tjenesteytende næringer stiger. Det øker presset i arbeidsmarkedet og fører til høy lønnsvekst, stram pengepolitikk og svekket lønnsomhet i det konkurranseutsatte næringslivet. Disse næringene må da redusere sysselsettingen og øke produktiviteten mer enn tidligere. Det frigjør i neste omgang den arbeidskraften som er nødvendig for vekst i tjenesteytende næringer og offentlig tjenesteproduksjon.

En viktig drivkraft bak disse omstillingene er den økte bruken av inntektene fra oljevirkksomheten. Staten øker bruken av oljeinntektene gjennom sine budsjetter. Husholdningenes finansielle sparing er nær null. Husholdningene øker sitt forbruk på bakgrunn av rekordhøy vekst i realinntektene og forventninger om fortsatt høy vekst i årene framover.

Når vi skal ha en omstilling i økonomien med overflytting av ressurser fra konkurranseutsatt til skjermet sektor, er en realappresiering av kroner mekanismen som får dette til. Realappresiering får vi når det er en høyere prisstigning i Norge enn i utlandet, eller ved at den nominelle kronekursen styrker seg. Begge deler vil svekke lønnsomheten og etter hvert lede til at konkurranseutsatt sektor bygges ned.

Pengepolitikken er rettet inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Hvis det er tillit til at inflasjonsmålet vil bli nådd, må vi vente at mye av realappresieringen kommer gjennom en styrking av kronekursen. En slik styrking vil da basere seg på en tiltro til at Norges Bank setter renten slik at målet nås. Utsiktene til økt press gir da høyere rente, ikke høyere inflasjon. En undersøkelse av inflasjonsforventninger hos eksperter i finansnæringen og akademika (se side 27) tyder på at denne tilliten er til stede.

Norske kroner har da også styrket seg markert i inneværende år. Forventninger om økt rente på grunn av utviklingen i lønnsoppjøret har trolig vært en viktig drivkraft. Men som redegjort for i en egen utdyping i denne rapporten, kan det være flere forhold som har medvirket.

En markert styrking av kronekursen og lav prisstigning på importerte varer kan gi relativt lav inflasjon over noen tid selv med høy vekst i lønnskostnadene. Dette kan synes å være situasjonen i Norge i dag.

Men omstillingen i økonomien bort fra konkurranseutsatt og over i skjermet sektor vil gå sin gang selv om inflasjonen er lav og stabil, og raskere jo høyere lønnskostnadsveksten er.

Dette er ikke en holdbar situasjon over tid. Det er tross alt en begrenset omstilling vi skal gjennom. Oljen gir oss grunnlag for en viss vridning i ressursbruken, men oljeformue er ikke inntekt. Det er bare avkastningen av denne formuen som er inntekt. Selv om hele oljeformuen plasseres i utlandet, også den delen som foreløpig er bevart i havbunnen, kan avkastningen maksimalt finansiere rundt en tredel av dagens import. Også i oljealderen er Norge i all hovedsak avhengig av et oppegående og konkurransedyktig næringsliv som kan finansiere vår import og bringe muligheter til vekst. All erfaring tilsier at det ikke vil være mulig hvis konkurranseevnen fortsetter å svekke seg i det tempoet vi har sett de siste årene. Nedbyggingen av det konkurranseutsatte næringslivet kan ikke vare ved. Når nok ressurser er frigjort til annen virksomhet, må konkurranseevnen derfor stabiliseres slik at utenriksøkonomien ikke kommer i alvorlig ubalanse.

Over tid må veksten i reallønningene svare til veksten i arbeidstakernes produktivitet. Med et inflasjonsmål på 2½ prosent og en trendmessig vekst i produktiviteten på rundt 2 prosent, ifølge oppdaterte tall fra Nasjonalregnskapet, tilsvarer det en årlig nominell lønnsvekst på rundt 4½ prosent.

Det er mulig at grunnlaget for mye av den omstilling vi skal gjennom alt er lagt med den realappresiering som har funnet sted. Men det betyr i så fall at lønnsveksten raskt må komme ned til det langsiktig forsvarlige om ikke nedbyggingen av konkurranseutsatt sektor skal gå for langt.

Pengepolitikken vil være stram så lenge det er høy lønnsvekst. Når det er tillit til at pengepolitikken vil holde inflasjonen lav og stabil, må vi vente at høy lønnsvekst tidvis vil gå sammen med en sterk krone. Når presset i økonomien avtar og lønnsveksten etter hvert kommer ned, vil dagens stramme pengepolitikk kunne bli reversert.

Jarle Bergo
1. juli 2002

1 | Utviklingen den siste tiden

Veksten i norsk økonomi tok seg opp mot slutten av 2001 og inn i 2002. Konsumveksten tiltar. Hovedinntrykket er at presset på realressursene er stort. Stigningstakten i lønnskostnadene er kraftigere enn ventet, og det er høy prisvekst på norskproduserte varer og tjenester.

Den internasjonale økonomien hentet seg noe inn igjen i vinter og vår, men utviklingen blant annet i aksje- og obligasjonsmarkedene gjenspeiler usikkerhet. I Norge er fortsatt enkelte tjenesteytende næringer inne i en periode med lav aktivitet og nedskalering, blant annet IKT-sektoren, forretningsmessig konsulentvirksomhet og deler av reiselivet. Kronekursen har fortsatt å styrke seg og bidratt til ytterligere svekkelse av konkurranseevnen for sektorer utsatt for internasjonal konkurranse.

Veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har vært relativt stabil rundt 2,5 prosent de siste årene til tross for høy innenlandsk kostnadsvekst, se figur 1.1. Det skyldes at lav og tidvis negativ prisvekst på importerte varer trekker den samlede konsumprisveksten ned. I mai var tolv månedersveksten i KPI-JAE 2,6 prosent.

Inkludert avgiftsendringer og energivarer var konsumprisindeksen (KPI) i mai 0,4 prosent høyere enn for ett år siden, se figur 1.2. Den lave prisveksten skyldes i vesentlig grad reduserte avgifter. Også energiprisene bidrar til å trekke ned veksten i KPI, se figur 1.3.

Prisfall på importvarer holder konsumprisveksten nede

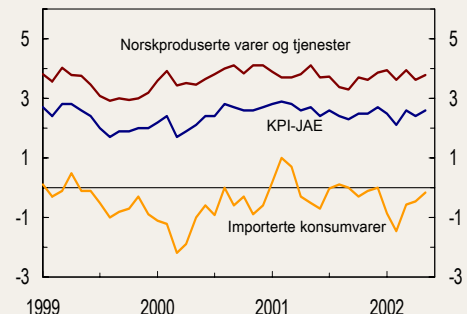
Prisene på importerte konsumvarer har hatt en fallende tendens siden midten av 1999. I mai var de 0,2 prosent lavere enn samme måned i fjor når det justeres for avgifter. Den siste tiden har prisfallet likevel vært noe mindre enn det vi så for oss i forrige inflasjonsrapport.

Biler, klær og sko utgjør til sammen 60 prosent av de importerte konsumvarene. Det er særlig prisene på klær som har bidratt til det sterke prisfallet de siste årene, se figur 1.4. I tillegg til en relativt svak konjunkturutvikling internasjonalt og en styrking av kronen de siste to årene, kan fallet i klesprisene i stor grad forklares av endrede handelsbetingelser som reduserte tollsatser og avskaffelse av kvotereguleringer samt av endringer i handelsmønsteret (se egen utdyping i Vedlegg I).

Sterk innenlandsk prisvekst

Norskproduserte varer og tjenester utgjør om lag 3/4 av konsumprisindeksen. Prisveksten på disse varene tiltok

Figur 1.1 Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Totalt¹⁾ og fordelt etter importerte konsumvarer og norskproduserte varer og tjenester²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent

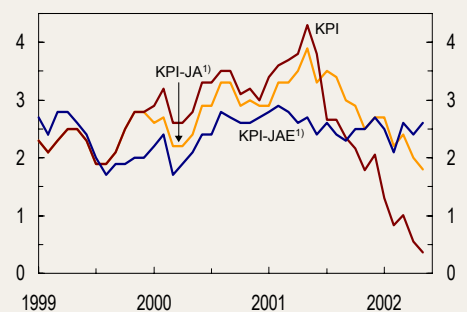


¹⁾ Norges Banks beregninger fram til og med juli 2000, deretter publiserte tall fra SSB

²⁾ Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 Konsumprisene (KPI). Totalt og justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Tolv månedersvekst. Prosent



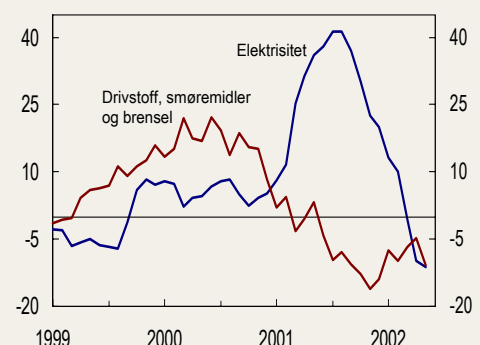
KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

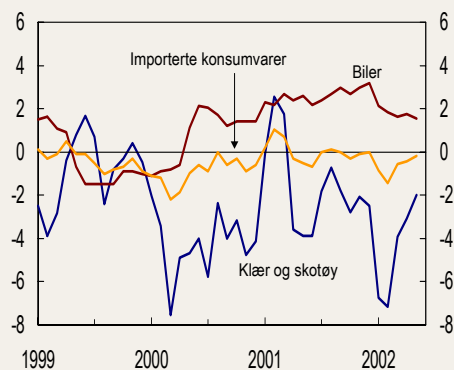
Figur 1.3 Konsumprisene. Energivarer¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent



¹⁾ Elekrisitet utgjør 3,3 prosent av total KPI. Drivstoff, smøremidler og brensel utgjør 4,2 prosent av total KPI

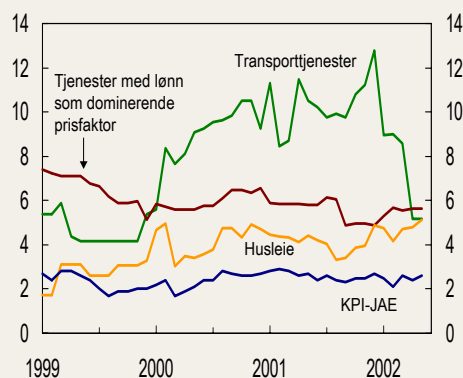
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.4 Konsumprisene justert for avgiftsendringer. Biler, klær og skotøy og importerte konsumvarer. Tolvmånedersvekst. Prosent



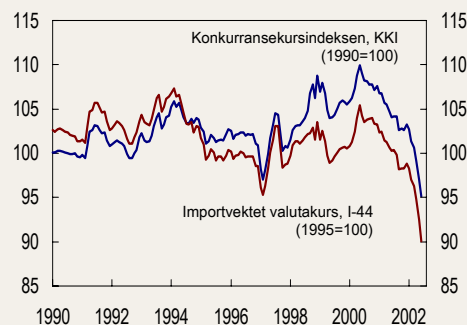
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.5 Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) fordelt etter leveringssektor. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6 Effektive valutakurser for NOK. Importvektet valutakurs¹⁾ og konkurransekursindeksen. Fallende kurve betyr styrking av kronkursen



¹⁾ Den importvektede valutakursen ble revidert 27. mai 2002. Se www.norges-bank.no/nyhetsarkiv for nærmere informasjon.

Kilde: Norges Bank

i fjor høst, men har den siste tiden ligget relativt stabilt i underkant av 4 prosent når en ser bort fra avgiftsendringer og energipriser, se figur 1.1. Den høye prisveksten, spesielt på tjenester, må ses i sammenheng med vedvarende høy lønnsvekst. Veksten i timelønnskostnadene har ligget nær 6 prosent fem år på rad. Prisene på tjenester med lønn som dominerende prisfaktor har steget tilsvarende, se figur 1.5.

Tolvmånedersveksten i husleieindeksen har tiltatt siden i høst og var i mai over 5 prosent. Økte priser på transporttjenester har over en lengre periode bidratt til å trekke opp den innenlandske prisveksten. Drivstoffprisene økte kraftig gjennom 1999 og 2000. Prisveksten på transporttjenester har avtatt siden i fjor.

Lønnsveksten høyere enn ventet

Årets lønnsoppgjør tyder på at partene i arbeidslivet fortsatt ser arbeidsmarkedet som stramt. Resultatene fra de ulike oppgjørene trekker i retning av en årslønnsvekst samlet sett på mellom 5½ og 6 prosent i år. For industrien og varehandelen peker lønnsoppgjøret i retning av en noe lavere vekst enn gjennomsnittet. Innenfor mange skjermede næringer vil lønnsveksten i år kunne komme til å bli høyere enn gjennomsnittet. I flere av oppgjørene er det samtidig gitt lønnstillegg med virkning fra neste år, selv om det også skal forhandles om lønnstillegg i 2003.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi at lønnskostnadene ville øke med 5 prosent i år. Anslaget var basert på at konkurranseutsatt sektor i stor grad var lønnsledende. Samtidig pekte vi på at usikkerheten knyttet til årets lønnsoppgjør var den viktigste faktoren som kunne trekke i retning av høyere prisvekst enn anslått. Vi la vekt på en klar risiko for at lønnsdannelsen i Norge i sterkere grad enn tidligere kunne bli påvirket av knappheten på arbeidskraft i skjermede sektorer, og at hensynet til industriens konkurransevne kunne bli tillagt mindre vekt. At lønnsveksten ble sterkere i skjermede næringer, kan være et tegn på at lønnsdannelsen er i endring.

Kronekursen har fortsatt å styrke seg

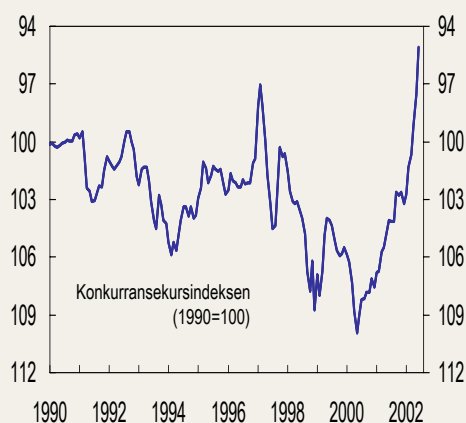
Kronen har styrket seg i forhold til andre valutaer siden sommeren 2000, se figur 1.6. Trenden er forsterket siden årsskiftet, og kronkursen er nå betydelig sterkere enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Målt ved I-44, et importveid gjennomsnitt av valutakursene mot 44 land, har kronkursen styrket seg med om lag 7½ prosent siden slutten av februar. Målt ved konkurransekursindeksen, et handelsveid gjennomsnitt av kursene mot våre 25 viktigste handelspartnere, har styrkingen vært på 6 prosent. Styrkingen av kronkursen er drøftet i en egen utdyping.

Hvorfor har kronkursen styrket seg?

Kronkursen har styrket seg markert de siste to årene, og særlig kraftig i 2002 (se figur 1). I slutten av juni 2002 var den effektive kronkursen om lag 14 prosent sterkere enn på det svakeste i mai 2000. Sett i et lengre perspektiv er ikke styrkingen av kronen like markert, men fortsatt betydelig. Dagens nivå er drøye 7 prosent sterkere enn i gjennomsnitt på 1990-tallet.

Figur 1 Effektiv valutakurs for NOK. Konkurranskursindeksen¹⁾



¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

Kilde: Norges Bank

Det kan være mange årsaker til utviklingen i kronkursen. Sammenhengene i valutamarkedet er ustabile. Kronkursen påvirkes av faktisk og forventet utvikling i størrelser som renteforskjellen mot utlandet, pris- og lønnsveksten i forhold til utlandet, finanspolitikken, råvarepriser, bytteforholdet med utlandet og produktivitetsforskjeller. I tillegg kan kronkursen påvirkes av mer kortsiktige finansielle forhold, som porteføljeskift og finansiell usikkerhet¹. I denne rammen ser vi på hvilke forhold som kan bidra til å forklare kursutviklingen de siste par årene, med særlig vekt på styrkingen i 2002.

Oljefondsmekanismen er svekket fordi staten i år bruker 23 milliarder kroner innenlands til kjøp av sykehus. Dermed reduseres utgangen av kapital til utlandet. Det gir et bidrag på et par milliarder kroner pr. måned til høyere overskudd av valuta i det norske valutamarkedet. Det er en midlertidig virkning.

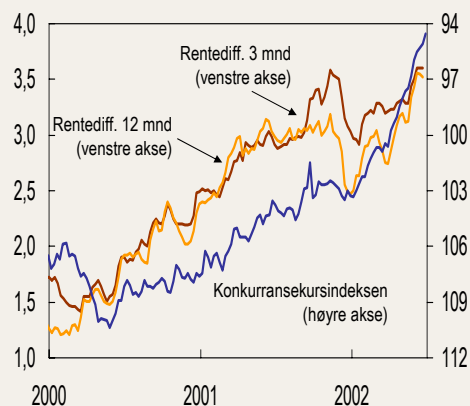
¹ For en nærmere analyse av faktorer som påvirker kronkursen, se Akram, F. "When does the oil price affect the Norwegian exchange rate?", Arbeidsnotat 8/2000, Norges Bank, og Bernhardsen, T. og Røisland, Ø. "Hvilke faktorer påvirker kronkursen", Penger og Kreditt 3/2000, Norges Bank.

Den senere tiden synes utviklingen i rentedifferansen mellom Norge og utlandet å ha bidratt til styrkingen av kronen. Høy rentedifferanse gjenspeiler i sin tur at det er knapphet på realressurser i Norge og ledige ressurser blant våre handelspartnere. Med tillit til pengepolitikken vil aktørene legge til grunn at Norges Bank vil sette den renten som er nødvendig for å nå inflasjonsmålet på 2½ prosent. Utsikter til økt press i norsk økonomi vil da gi forventninger om høyere renter – ikke om høyere inflasjon. Det vil isolert sett føre til forventninger om høyere rentedifferanse og en styrking av kronkursen.

I 2002 synes særlig utviklingen i lønnsoppgjøret å ha trukket renteforventningene opp og dermed bidratt til sterkere krone. Styrkingen av kronen virker som en automatisk stabilisator på prisstigningen, som bygger på at det er tillit til at inflasjonen vil være lav og stabil. Samtidig fører det til at lønnsoppgjøret presser lønnsomheten i konkurranseutsatt næringsliv fra to sider, både gjennom et høyere kostnadsnivå og gjennom sterkere kronkurs.

Figur 2 viser hvordan høyere rentedifferanse har gått sammen med sterkere kronkurs de siste par årene. Figuren viser kronkursen og rentedifferansen mellom Norge og de viktigste handelspartnerne både for tre- og tolv måneders løpetid.

Figur 2 Konkurranskursindeksen¹⁾ og rentedifferanser mot utlandet²⁾



¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

²⁾ USA, Euroområdet, Storbritannia og Sverige

Kilde: Norges Bank

Fra januar 2002 ser det ut til at kronen har styrket seg mer enn hva økningen i tremåneders rentedifferanse skulle tilsi. I denne perioden har det imidlertid vært en markert økning i differansen mellom noe lengre renter i Norge og utlandet. I figuren er det illustrert ved forskjellen i renter med tolv måneders løpetid. I Norge har tolv månedersrenten økt med om lag 1,1 prosentpoeng siden årsskiftet, nesten dobbelt så mye som tremånedersrenten. Det indikerer at forventet nivå på kortsiktige renter har steget.

Samvariasjonen mellom kronekursen og rentedifferansen har økt siden 2000. Tabellen nedenfor viser korrelasjonskoeffisienter mellom konkurransekursindeksen og ulike deler av avkastningskurven i pengemarkedet. Positiv korrelasjon betyr at høyere rentedifferanse har gått sammen med sterkere kronekurs.

Tabell 1 Korrelasjonskoeffisienter mellom konkurransekursindeksen og ulike rentedifferanser²

	Spotrente diff. 3 mnd.	Terminrente diff. 3-6 mnd.	Terminrente diff. 6-9 mnd.	Terminrente diff. 9-12 mnd.
2000	0,00	-0,14	-0,23	-0,29
2001	0,91	0,69	0,48	0,15
2002	0,80	0,86	0,83	0,68

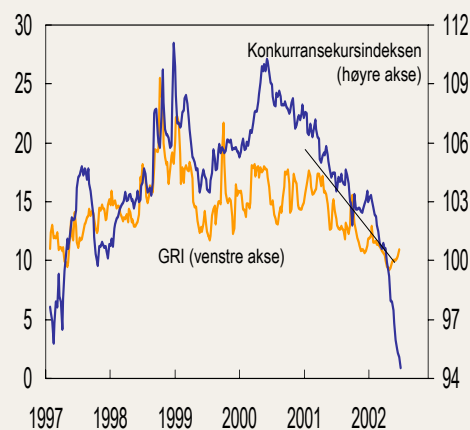
² Terminrentene er implisitte renter. Eksempelvis kan terminrentedifferansen 3-6 mnd. tolkes som forventet tremåneders rentedifferanse tre måneder fram i tid. Tilsvarende kan differansen på 9-12 mnd. tolkes som orventet tremåneders rentedifferanse om 9 måneder. Koeffisientene i tabellen er basert på ukedata.

Tabellen viser korrelasjonen mellom den effektive kronekursen og tremåneders rentedifferanse i tillegg til korrelasjonen mellom effektiv kronekurs og ulike terminrentedifferanser. Tallene kan tyde på at forventningene om den fremtidige kortsiktige rentedifferansen har vært særlig viktig for utviklingen i kronekursen i 2002. Spesielt ser vi at korrelasjonen mellom kursen og tremåneders terminrentedifferanse 9 måneder fram i tid er mer enn firedoblet, fra 0,15 til 0,68.

To forhold kan bidra til å belyse hvorfor renteforskjeller, både faktiske og forventede, ser ut til å ha vært viktigere for kronekursen i 2001 og 2002 enn tidligere. Dette er graden av usikkerhet i internasjonale valutamarkeder samt de langsiktige virkningene av innfasingen av oljeinntekter i norsk økonomi.

Graden av usikkerhet i internasjonale valutamarkeder, målt ved en global risikoindikator, GRI³, har vist en fallende trend siden begynnelsen av 2001 (se figur 3). Forventninger om små kurssvingninger mellom store valutaer kan av noen investorer bli sett som redusert gevinstpotensial. Under slike forhold kan de legge større vekt på renteforskjeller enn ellers og plassere sine midler i høyrentevalutaer.

Figur 3 Konkurransekursindeksen¹⁾ og global risikoindikator (GRI)



¹⁾ Fallende kurve betyr styrking av kronekursen

Kilde: Norges Bank

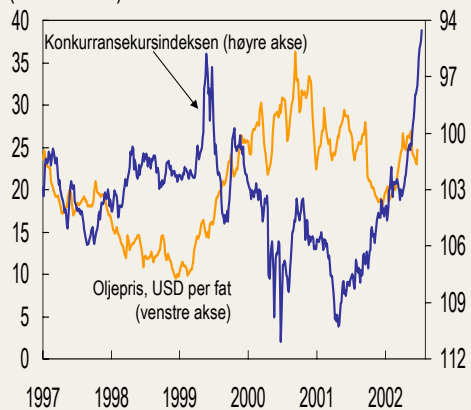
Regjeringen og Stortinget trakk i fjor vår opp nye retningslinjer for bruken av oljeinntektene. Denne handlingsregelen medfører at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet vil øke gradvis i årene fremover. Økt etterspørsel rettet mot privat og offentlig tjenesteyting vil si at skjermet sektor må legge beslag på en større del av tilgjengelig arbeidskraft. I en økonomi med full kapasitetsutnyttelse kan det bare skje ved at det overføres ressurser fra konkurranseutsatt til skjermet sektor. Det tilsier en realappresiering av kronen.

Investorer kan derfor se det som mindre sannsynlig at den nominelle kronekursen vil svekke seg fremover. Det innebærer i så fall at den risikoen investorene forbinder med kroneplasseringer har blitt lavere. Lavere risiko vil isolert sett styrke kronekursen for et gitt nivå på rentedifferansen. Når rentedifferansen i tillegg har økt, kan kronen fremstå som et godt plasseringsalternativ.

³ GRI er avledet fra prisene på valutaopsjoner (implisitt volatilitet) for amerikanske dollar, euro og japanske yen. GRI faller når forventet volatilitet mellom hovedvalutaene blir redusert. For nærmere omtale av den globale risikoindikatoren, se Bernhardsen og Røisland (2000)

Det har vært en betydelig oppgang i oljeprisen siden nyttår, og det kan se ut til at den sterke oppgangen har kommet sammen med en styrking av kronkursen. Sammenhengen mellom kronkursen og oljeprisen har imidlertid ikke vært spesielt sterk de siste årene sett under ett, se figur 4. Det er mulig at spesielle forhold knyttet til uroen i Midt-Østen har virket på kronen den siste tiden. For eksempel kan kronkursen ha blitt påvirket av at internasjonale investorer ønsker å sikre seg mot risikoen for en kraftig oppgang i oljeprisen.

Figur 4 Konkurranskursindeksen¹⁾ og oljeprisen (Brent Blend)



¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kronkursen

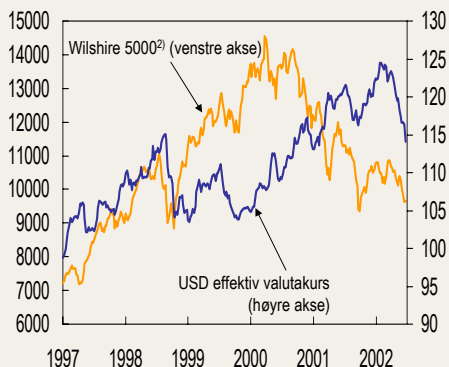
Kilde: Norges Bank

Utviklingstrekk i verdensøkonomien og internasjonale kapitalbevegelser kan også ligge bak endringer i kronkursen. Gjennom 2002, og særlig gjennom andre kvartal, har det vært et markert fall i internasjonale aksjekurser, se figur 5. Når aksjekursene forventes å falle, ønsker investorene å omplassere sine porteføljer og plassere i sikre markeder. Da fremstår penge- og obligasjonsmarkedet som gode alternativer til

aksjemarkedet. I en slik situasjon vil plasseringer i kronemarkedet, hvor renten er relativt høy, kunne fremstå som særlig attraktivt. Det motsatte vil kunne skje dersom internasjonale aksjekurser forventes å stige. Da vil aksjemarkedet kunne fremstå som mer attraktivt enn penge- og obligasjonsmarkedet. Det kan føre til svakere krone. Vi må altså regne med at internasjonale finansielle forhold vil kunne føre til bevegelser i kronkursen.

Kronestyrkingen fra midten av 2000 kan i noen grad ha sammenheng med at den svenske kronen falt markert i verdi. Siden nyttår har amerikanske dollar svekket seg, se figur 5. Flere land, som Canada, Australia og New Zealand, har derfor hatt en styrking i sine effektive valutakurser. Også den norske kronen er påvirket av dette forholdet. Vi må også fremover være forberedt på svingninger i verdien av vår valuta som er mer på linje med de svingningene vi har sett i valutaene til andre små, åpne økonomier.

Figur 5 Aksjekurser i USA og USD effektiv valutakurs¹⁾. Ukestall

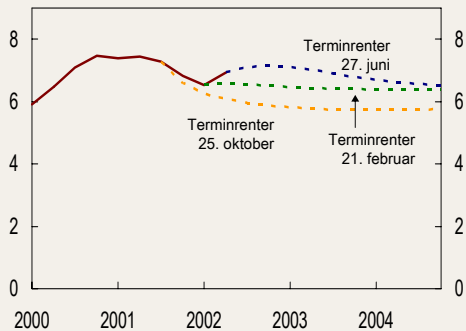


¹⁾ Stigende kurve betyr styrking av kursen

²⁾ Aksjeksursindeks bestående av alle aksjeselskap med hovedkontor i USA og hvor det stilles løpende aksjekurser. For tiden er over 6500 selskaper.

Kilde: Norges Bank

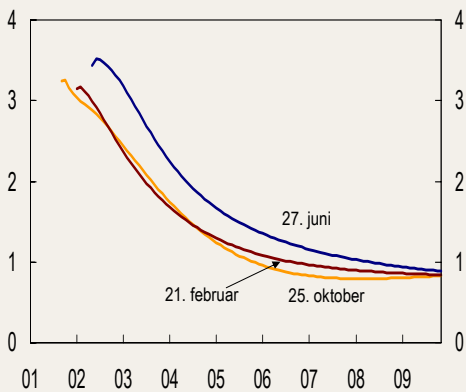
Figur 1.7 Forventninger om den kortsiktige pengemarkedsrenten¹⁾. Kvartalstall. Prosent



¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med 2. kvartal (27. Juni). Tremåneders terminrenter er beregnet ut fra fire pengemarkedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 27. juni.

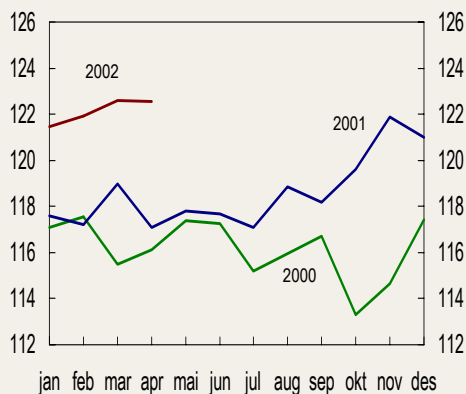
Kilde: Norges Bank

Figur 1.8 Terminrentedifferansen mot Tyskland. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Figur 1.9 Varekonsumindeksen. 1995 = 100. Sesongjustert volum



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Markedet venter økte renter

Markedsaktørene har justert opp sine forventninger om norske renter i løpet av første halvår i år, se figur 1.7. Bedrede internasjonale konjunkturutsikter, oppjusterte renteforventninger ute og heving av signalrentene i flere land påvirket renteforventningene i Norge. Av innenlandske faktorer synes informasjon fra utviklingen i lønnsoppgjøret å ha bidratt til forventninger om høyere rente. Styrkingen av kronen trekkes fram som den viktigste faktoren som demper størrelsen på den forventede renteoppgangen. Global uro i forbindelse med krisen i WorldCom trakk 26. juni ned renteforventningene verden over.

Terminrenter beregnet på grunnlag av avkastningskurven i penge- og obligasjonsmarkedet kan gi et uttrykk for forventet kortsiktig rente. Terminrentene på 10 års sikt er nå om lag 6½ prosent som er uendret fra forrige inflasjonsrapport, se figur 1.8. Forskjellen i terminrenter mellom Norge og Tyskland gir uttrykk for forskjeller i forventet inflasjon pluss risikopremie for å plassere i norske obligasjoner. Denne forskjellen har ligget rundt ett prosentpoeng siden i fjor sommer. En slik differanse kan trolig forklares av at inflasjonsmålet i Norge er høyere enn i euroområdet og av risikopremien for plasseringer i Norge.

Vekst i fastlandsøkonomien og god oljepris

Veksten i BNP for Fastlands-Norge har tatt seg opp det siste halvåret. I siste kvartal i fjor økte verdiskapingen i Fastlands-Norge fra kvartalet før med 3,2 prosent målt i årlig rate. I første kvartal i år var veksten oppe i 4,5 prosent målt i årlig rate.

Veksten i det private konsumet har tiltatt. Varekonsumet tok seg kraftig opp mot slutten av fjoråret og har fortsatt å vokse i år, se figur 1.9. Den økte veksten i husholdningenes konsum må ses på bakgrunn av høy lønnsvekst og store skatte- og avgiftslettelser. Realinntektsveksten ser ut til å kunne bli opp mot 5 prosent i år. Husholdningene har samtidig svært høye forventninger til egen økonomi. Gjeldsveksten har holdt seg høy, se figur 1.10. Boligprisene har fortsatt å øke.

Den internasjonale nedgangen gjennom fjoråret har i liten grad satt sitt preg på norsk økonomi. Oljeprisen har gjennomgående holdt seg oppe. Utviklingen i eksportvolumet har vært noe bedre enn tidligere anslått. Hittil i år har også eksportprisene målt i utenlandsk valuta steget noe. Inntjeningen til konkurranseutsatte næringer er imidlertid blitt rammet av en særnorsk kostnadsvekst over en lang periode. Det siste året har også en sterkere krone bidratt. Sysselsettingen i industrien faller. Arbeidsledigheten blant industriarbeidere har imidlertid holdt seg lav. Det kan tyde på at arbeidstakere i industrien som mister jobben, relativt raskt er blitt sysselsatt i andre virksomheter eller fanget opp i

trygdesystemet og tidligpensjonering. Sysselsettingen vokser sterkt innen bygge- og anleggssektoren, i kommunesektoren og i store deler av den private tjenestesektoren.

Enkelte tjenesteytende næringer er imidlertid inne i en periode med lav aktivitet, spesielt IKT-sektoren. Siden våren 2000 har IT-indeksen på Oslo Børs falt med i overkant av 75 prosent. Generell usikkerhet i verdensøkonomien utover i 2001, som kulminerte etter terrorangrepene mot USA i fjor høst, forsterket fallet. Dette førte også til at nedgangen smittet over på næringer som reklame, medier, konsulentvirksomhet og forsikring. I tillegg er luftfarten inne i en betydelig omstilling.

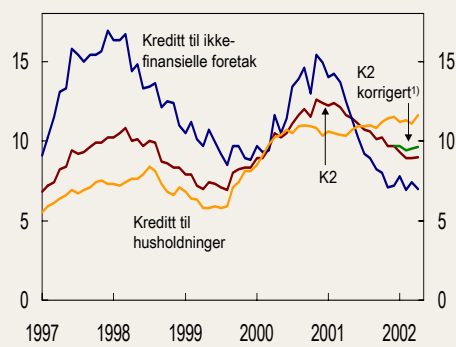
Flere av disse næringene var trolig preget av overkapasitet i utgangspunktet. Nedgangen sist høst gjorde behovet for å redusere kapasiteten mer synlig. I tillegg er det sannsynlig at aktiviteten dempes av at bedrifter utsetter nyinvesteringer til investeringsavgiften fjernes 1. oktober i år. En noe lavere vekst i kreditten til de ikke-finansielle foretakene må trolig ses i sammenheng med svak investeringsutvikling, se figur 1.10.

Arbeidsledigheten i Norge har gått noe opp hovedsakelig som følge av omstillinger og redusert aktivitet i enkelte tjenesteytende næringer. I følge Aetats oversikt var summen av registrerte ledige og tiltaksdeltakere som andel av arbeidsstyrken på 3,5 prosent i mai, justert for sesongvariasjoner. Dette er en økning på omlag 1/2 prosentpoeng i forhold til mai i fjor, se figur 1.11. Aetats statistikk viser at ledigheten fortsatte å øke utover våren. Statistisk sentralbyrås arbeidskraftsundersøkelse indikerer at økningen i ledigheten i hovedsak skjedde sist høst. Det er særlig på Østlandet ledigheten har økt, se figur 1.12.

Blandet bilde internasjonalt

I vinter så vi usikkerheten om utviklingen internasjonalt som den viktigste negative risikofaktoren. Utviklingen i vinter og vår støtter opp under et bilde av at veksten er i ferd med å ta seg opp. I første kvartal var det overraskende sterk vekst i BNP i USA og i Japan, se figur 1.13. Veksten var fortsatt svak i Europa. Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene den siste tiden er likevel preget av betydelig usikkerhet, se figur 1.14. De siste ukene har aksjemarkedene falt og det har vært store kursbevegelser mellom hovedvalutaene. Amerikanske dollar har svekket seg betydelig mot euro. Det er fortsatt risiko for at svakere tillit til amerikanske selskaper vil smitte over på utviklingen i produksjon og sysselsetting.

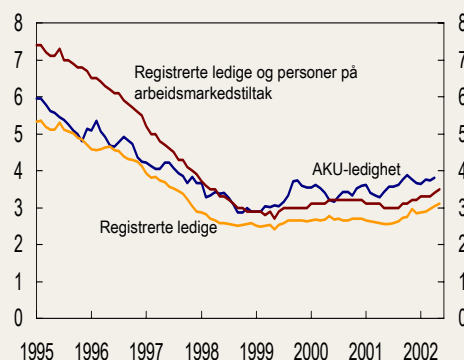
Figur 1.10 Innenlandsk kreditt (K2). Totalt og fordelt på låntakersektor. Tolv månedersvekst. Prosent



¹) Korrigert for statens overføring av penger til fylkeskommunene i januar for nedbetaling av gjeld i forbindelse med den statlige overtakelsen av sykehusene.

Kilde: Norges Bank

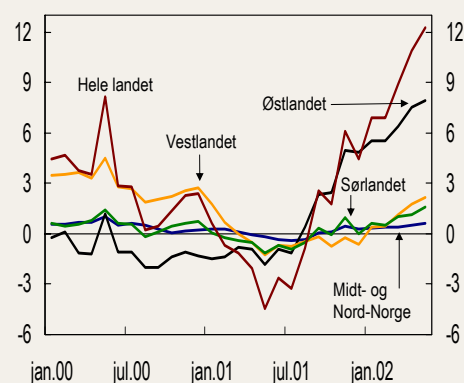
Figur 1.11 Arbeidsledige (AKU), registrerte arbeidsledige og personer på arbeidsmarkedstiltak. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert¹)



¹) AKU-ledigheten: 3 måneders glidende gjennomsnitt.

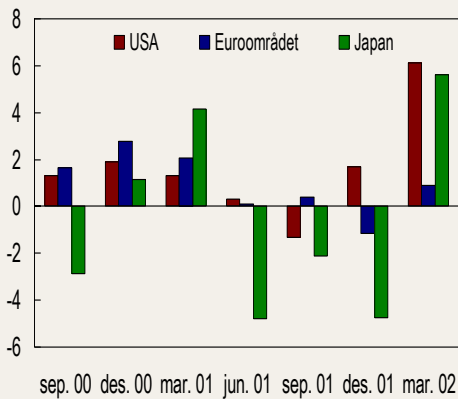
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet

Figur 1.12 Endring i ledighet fra samme måned året før. I 1000 personer



Kilde: Aetat Arbeidsdirektoratet

Figur 1.13 BNP-vekst i USA, euroområdet og Japan. Prosentvis vekst fra kvartalet før (årlig rate)

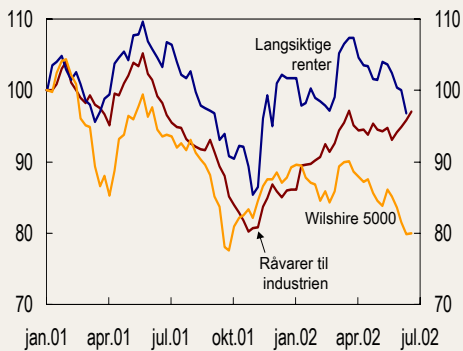


Kilde: Nasjonale statistikkilder og EcoWin

Oljeprisen steg markert fra februar til mai. Oppgangen skyldtes flere forhold. Bedre utsikter for verdensøkonomien resulterte i forventninger om at etterspørselen etter olje ville øke. Kuttene i oljeproduksjonen fra land i og utenfor OPEC har bidratt til at oljetilbudet er blitt redusert. Politisk og militær uro blant annet i Midt-Østen har dessuten vært en viktig faktor i perioder. I slutten av juni var oljeprisen rundt 25 USD per fat.

Lettelsene i pengepolitikken internasjonalt stanset mot slutten av fjoråret. I løpet av de siste fire månedene er renten satt opp i Sverige, New Zealand, Canada og Australia, men rentene internasjonalt og spesielt i Japan, Sveits og USA er fortsatt svært lave. Terminrentene tyder på forventninger om renteøkninger i mange land, selv om renteforventningene har falt noe den siste tiden.

Figur 1.14 Aksjekurser og langsiktige renter i USA og priser på råvarer til industrien (USD). Indeks, uke 1 i 2001 = 100.



Kilde: Norges Bank, EcoWin, Economist og Wilshire Associates

2 | Den internasjonale utviklingen

Utviklingen i internasjonale finansmarkeder er preget av usikkerhet. Vi legger til grunn en moderat oppgang i veksten internasjonalt. Pengepolitikken er generelt blitt lagt om i ekspansiv retning. I de fleste land har de automatiske stabilisatorene i finanspolitikken fått virke, og i noen land er finanspolitikken blitt mer ekspansiv. Det private konsumet har holdt seg oppe i mange land. Vi venter derfor ikke sterke etterspørselsimpulser fra tiltakende konsumvekst. BNP for handelspartnerne ventes å vokse med 1½ prosent i år, 2¾ prosent i 2003 og 2½ prosent i 2004.

Moderat vekst i USA

Anslaget for BNP-veksten i USA for i år er økt fra ¾ prosent til 2¾ prosent siden forrige inflasjonsrapport. Dette skyldes i hovedsak at veksten i første kvartal i år ble betydelig høyere enn vi ventet i forrige rapport. Fremover er vekstanslagene lite endret.

Ubalansene i amerikansk økonomi består. Spareraten er lav og husholdningenes gjeldsbetjening er høy til tross for lave renter, se figur 2.2. Konsumet er blant annet blitt holdt oppe av økte boligpriser. Vi legger til grunn at de store stimulansene som er kommet gjennom finans- og pengepolitikken, vil bidra til konsumvekst på linje med inntektsveksten fremover. Etter hvert vil også veksten i investeringene kunne komme i gang og befeste oppgangen.

Investeringsnivået i USA er imidlertid relativt høyt selv etter fallet gjennom det siste året. Lav kapasitetsutnyttning trekker i retning av at det kan ta tid før investeringene tar seg opp. Det er fortsatt knyttet usikkerhet til om bedriftenes egne regnskapstall overvurderer den underliggende lønnsomheten. Fallet i aksjekursene tyder også på at det er usikkerhet om fremtidig inntjening.

Veksten i Europa kan etter hvert også komme i gang

Veksten har så langt vært svak i euroområdet, men ekspansiv pengepolitikk og omslaget i USA bedrer utsiktene fremover. Oppgangen er imidlertid skjør. Kapasitetsutnyttningen i bedriftene er lav. Selv om lønnsomheten er god, kan det ta tid før investeringsveksten kommer. Styrkingen av euroen kan dempe eksportveksten.

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

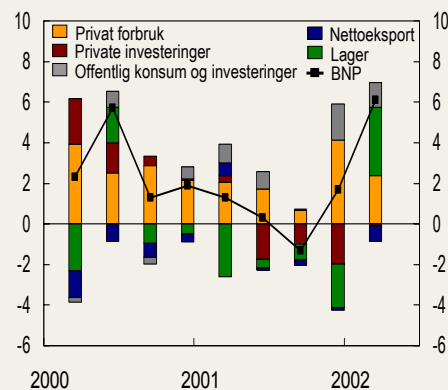
	2002	2003	2004
USA	2¾	3½	3½
Japan	-¼	¾	1½
Tyskland	¾	2¼	2½
Frankrike	1	2¾	2¾
Storbritannia	1½	2¾	2½
Sverige	1½	2¾	2¾
Norges handelspartnere ¹⁾	1½	2¾	2½
Eurolandene ²⁾	1	2¾	2½

¹⁾ Eksportvekter

²⁾ Kjøpekraftskorrigerte BNP-vekter fra IMF

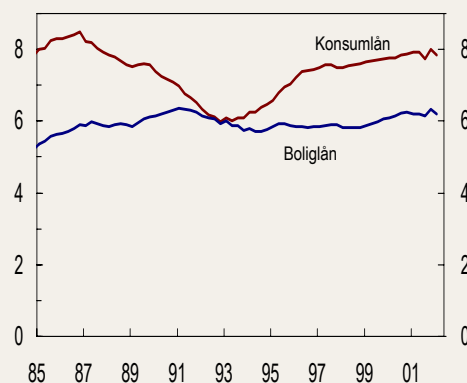
Kilde: Norges Bank

Figur 2.1 Kvartalsvis endring i BNP i USA målt i årlig rate. Bidrag til volumvekst i prosent. Sesongjustert



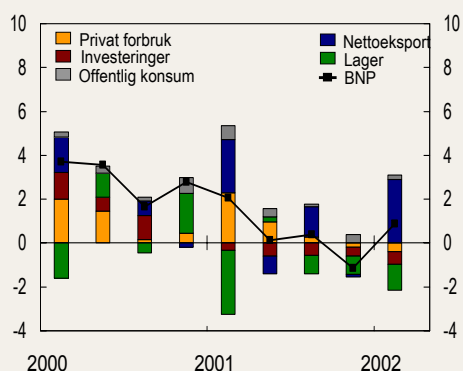
Kilde: Bureau of Economic Analysis og Norges Bank

Figur 2.2 USA: Husholdningenes gjeldsbetjening. Renter og avdrag i prosent av disponibel inntekt



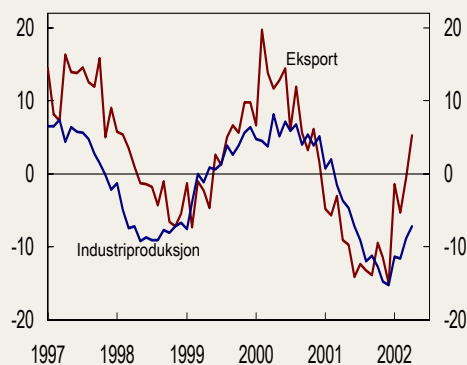
Kilde: The Federal Reserve

Figur 2.3 Kvartalsvis endring i BNP i euroområdet målt i årlig rate. Bidrag til volumvekst i prosent. Sesongjustert



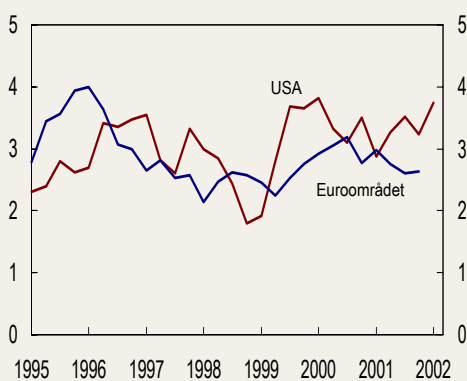
Kilde: Bureau of Economic Analysis og Norges Bank

Figur 2.4 Japan: Industriproduksjon og eksport. Prosentvis vekst fra samme måned året før



Kilde: Ministry of Finance, Ministry of International Trade and Industry

Figur 2.5 Timelønnsvekst i industrien i USA og euroområdet. Vekst fra samme kvartal året før. Prosent



Kilde: OECD

Også i andre land i Europa har oppgangen vært svak. I Storbritannia var BNP om lag uendret både i fjerde kvartal i fjor og i første kvartal i år. Vi venter at høye boligpriser fortsatt vil bidra til vekst i privat konsum, samtidig som offentlig konsum og investeringer øker kraftig. Svak utvikling i IKT-sektoren har bidratt til at det har vært moderat vekst i Sverige siden høsten 2000. Fremover venter vi at privat etterspørsel tar seg noe opp på bakgrunn av mer optimistiske fremtidsvurderinger i husholdningene og økte realinntekter blant annet som følge av skattelettelse.

Stabilisering i Japan og omslag i mange land i Asia

I Japan er det nå tegn på at den økonomiske situasjonen har stabilisert seg. Den internasjonale oppgangen og depresieringen av japanske yen i fjor har bidratt til en positiv utvikling for eksporten. Betydelige strukturelle problemer i bedriftene og bankene medfører at vi venter meget lav vekst fremover. Styrkingen av yen den senere tiden kan bidra til å dempe eksportveksten.

Omslaget i USA har bidratt til en positiv utvikling i flere av de asiatiske landene. I noen av disse landene har også etterspørselen blitt stimulert ved penge- og finanspolitikk.

Lav internasjonal prisstigning

Anslaget for konsumprisveksten for inneværende år i USA er noe oppjustert på grunn av økt oljepris, men vi venter at prisveksten skal holde seg moderat. Ledigheten vil trolig holde seg på dagens nivå, den nominelle lønnsveksten er moderat og konkurransen i produktmarkedene er stor. På kort sikt vil også den sterke produktivitetsveksten virke dempende på prisene. Importert inflasjon gjennom depresieringen av valutaen kan trekke prisstigningen noe opp.

I inneværende år er prisstigningen i euroområdet blitt noe høyere enn forventet. Dette skyldes i stor grad midlertidige forhold som økte matvarepriser grunnet værforhold og økte oljepriser. Lønnsveksten i industrien i euroområdet ligger i underkant av 3 prosent, se figur 2.5. Toneangivende lønnsavtaler for industrien i Tyskland kan tyde på at lønnsveksten vil øke noe. I 2001 var produktivitetsveksten lav, men med en konjunkturoppgang kan produktivitetsveksten tilta. Styrkingen av euroen kan, dersom den varer ved, også bidra til å dempe prisstigningen.

Fortsatt usikkerhet om oljeprisen

Faren for bortfall av oljeproduksjon som følge av militær konflikt i Midt-Østen og Irak synes å ha blitt noe redusert. Erfaringene de senere årene har likevel vist at situasjonen i disse områdene er meget ustabil. Oljeprisen kan raskt skyte i været igjen. I en egen utdyping i vedlegg I ser vi nærmere på effekten av en oljeprisøkning. Oljeprisen påvirkes også av de underliggende etterspørsels- og tilbudsforhold. Etterspørselen etter olje vil øke når verdensøkonomien trolig tar seg opp. På tilbudssiden ventes det at Russland, Mexico, Oman og Norge vil oppheve produksjons-begrensingene. OPEC vil videreføre begrensingene på gjeldende nivå ut tredje kvartal.

Som en beregningsteknisk forutsetning legges det til grunn at oljeprisen vil falle gradvis til 20 dollar per fat på to års sikt, se figur 2.6.

Produsentprisene internasjonalt vil kunne øke noe

I våre prognoser legger vi til grunn at råvareprisene til industrien vil stige noe fra dagens nivå, målt i dollar. Anslagene er i tråd med terminprisene for varene. Om lag halvparten av disse råvarene er metaller. Metallprisene samvarierer med aktiviteten i verdensøkonomien, se figur 2.7. Veksten internasjonalt vil trolig ta seg noe opp, men vi ser ikke for oss vesentlige presstendenser. Bedriftene har ledig kapasitet, og lønnsveksten forblir moderat. Samlet sett tilsier det en svak oppgang i produsentprisene gjennom 2003 og 2004.

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

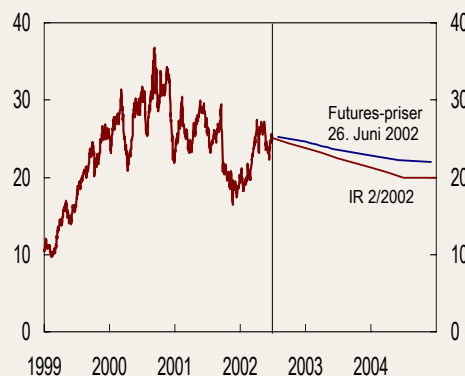
	2002	2003	2004
USA	1½	2¼	2½
Japan	-1	-½	0
Tyskland	1¾	1½	1½
Frankrike	2	1¾	1½
Storbritannia	2¼	2½	2½
Sverige	2½	2¼	2
Norges handelspartnere ¹⁾	2	2	1¾
Eurolandene ²⁾	2¼	2	1¾

¹⁾ Importvekter

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

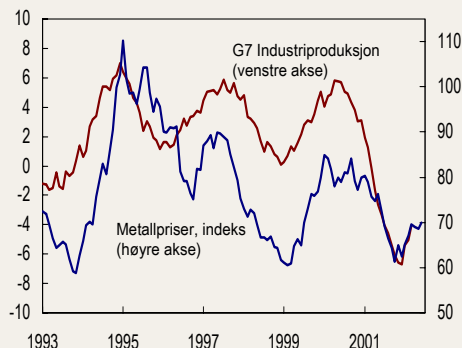
Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Oljepris Brent Blend. USD per fat. Dagstall



Kilde: International Petroleum Exchange, Telerate og Norges Bank

Figur 2.7 Metallpriser (nivå) og industriproduksjon i G7-landene¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent



¹⁾ USA, Japan, Tyskland, Frankrike, Storbritannia, Canada, Italia

Kilde: OECD og The Economist

3 | De økonomiske utsiktene i Norge

Tabell 3.1 Hovedtall 2002-2004
Prosentvis vekst fra foregående år

	2002	2003	2004
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3	2¾	3
Privat konsum	4¼	4	3½
Offentlig konsum	1½	¾	2
Realinvesteringer	¼	1	1¾
Bedrifter	-3	1½	1¼
Boliger	4	2¾	2¼
Offentlig forvaltning	6¾	-2	2
Oljeinvesteringer	0	15	-5
Tradisjonell eksport	0	1	1
Import	3	4½	2
BNP	2¼	2¼	2¼
BNP, Fastlands-Norge	2	2¼	2½
Sysselsetting	½	¼	½
AKU-ledighet ¹⁾	3¾	4	4

¹⁾ Prosent av arbeidsstyrken

Kilde: Norges Bank

Veksten i innenlandsk etterspørsel anslås å ta seg opp de nærmeste årene, i hovedsak som følge av økt inntektsvekst i husholdningene blant annet gjennom en ekspansiv finanspolitikk. Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge vil kunne komme til å øke med 2 prosent i år, 2¼ prosent i 2003 og 2½ prosent i 2004. Veksten i år blir trukket ned av to ekstra feriedager.

De siste to årene har veksten i produksjonen i Fastlands-Norge vært lav, bare 1½ prosent per år. Den svake veksten skyldes i stor grad at veksten i tilgangen på arbeidskraft har vært liten. Yrkesdeltakelsen er på et rekordhøyt nivå, og den demografiske tilgangen på arbeidskraft er liten. Arbeidsledigheten er lav. I løpet av de siste årene er arbeidstilbudet i tillegg blitt redusert av omfattende arbeidstidsreformer og økt sykefravær. Det utføres i dag færre timeverk i norsk økonomi enn i 1999, til tross for at flere personer er blitt yrkesaktive og til tross for vekst både i offentlig og privat etterspørsel. Det er derfor mangel på arbeidskraft i mange sektorer. Presset på realressursene er stort.

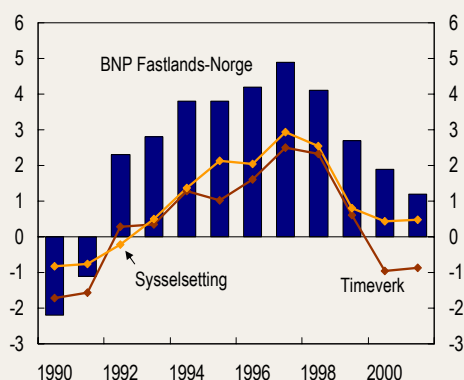
Begrenset produksjonskapasitet i norsk økonomi har bidratt til at importen har økt. Med økt vekst i samlet etterspørsel og høye norske kostnader er det utsikter til at denne utviklingen fortsetter.

Finanspolitikken virker ekspansivt

Handlingsregelen for finanspolitikken innebærer at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet øker jevnt i mange år fremover. Finanspolitikken vil dermed bidra til å opprettholde presset i norsk økonomi. Økt bruk av oljeinntekter over statsbudsjettene, både gjennom økte utgifter til kjøp av varer og tjenester, høy reallønnsvekst i offentlig sektor, skatte- og avgiftslettelser til privat sektor og overføringer til husholdningene, vil bidra til å stimulere aktiviteten i norsk økonomi. I gjennomsnitt vil bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet i følge handlingsregelen øke med anslagsvis ½ prosent av BNP hvert år de nærmeste årene, se figur 3.2.

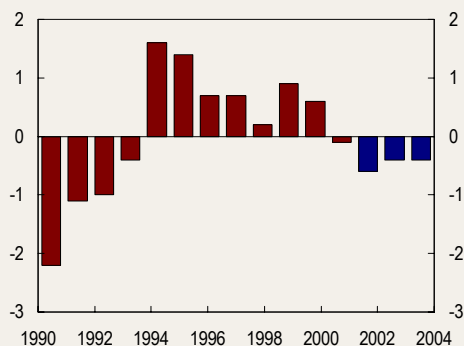
Revidert nasjonalbudsjett for 2002 ble behandlet i Stortinget i juni. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle budsjettunderskuddet, anslås som før å øke med om lag ½ prosent av BNP for Fastlands-Norge. Anslagene for skatteinntegangen i år ble imidlertid kraftig oppjustert, dels som følge av høyere etterbetalte skatter for inntektsåret 2000. Utgiftene over statsbudsjettet kunne derfor økes tilsvarende. Det legges opp til en økning i statens underliggende utgifter over statsbudsjettet på om lag 7 prosent i år. Den reelle underliggende utgiftsveksten ble gjennom revideringen av

Figur 3.1 BNP for Fastlands-Norge, timeverk og sysselsetting. Prosentvis endring fra året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.2 Endring i strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse¹⁾



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

Kilde: Revidert Nasjonalbudsjett, Finansdepartementet

budsjettet doblet sammenliknet med budsjettet som ble vedtatt mot slutten av fjoråret. Den reelle utgiftsveksten anslås nå til 2½ prosent og vil dermed for andre året på rad overstige veksten i økonomien, se figur 3.3. Veksten i offentlig konsum anslås til 1½ prosent. Den store forskjellen mellom vekst i bevilgninger og vekst i offentlig tjenesteproduksjon skyldes høy nominell og reell lønnsvekst og sterk vekst i overføringene fra staten til husholdningene.

I påløpt verdi beløper de samlede skatte- og avgiftslettelsene i år seg til over 13 milliarder kroner. En vesentlig del vil bli bokført først neste år. Med mindre skatteinngangen skulle øke mer neste år enn det som nå anslås, innebærer dette at en betydelig del av det samlede handlingsrommet for bruk av oljeinntekter i 2003 allerede er benyttet.

Kraftig vekst i husholdningenes inntekter

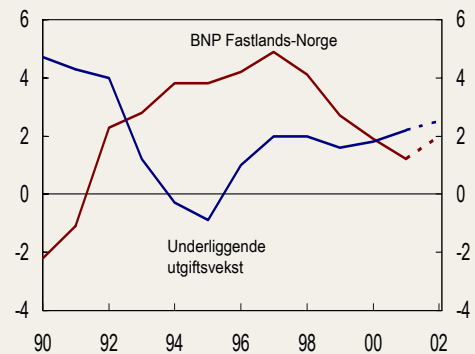
Den sterke veksten i lønningene og store skatte- og avgiftslettelser bidrar til at husholdningenes reelle inntektsvekst blir svært høy i år, opp mot 5 prosent. Lønnsveksten ser ut til å kunne bli høy også i årene som kommer. Den høye inntektsveksten ser dermed ut til å kunne vare ved. Privat konsum anslås å kunne vokse reelt med 4¼ prosent i år og 4 prosent neste år. Den kraftige veksten i det private forbruket vil gi et betydelig bidrag til den samlede veksten i innenlandsk etterspørsel.

Anslagene for veksten i privat konsum er oppjustert fra forrige rapport, i hovedsak som følge av høyere anslag på lønnsveksten. Erfaringsmessig tar det noe tid før økt inntektsvekst får full effekt på konsumet. Spareraten anslås derfor å stige i år. Fremover antar vi at sparingen vil holde seg stabil.

Nye nasjonalregnskapstall viser at sparingen er vesentlig lavere enn tidligere anslått, se figur 3.4. Konsumet vokste mer gjennom siste halvdel av 1990-tallet enn tidligere antatt. Sammensetningen av sparingen er også revidert. Boliginvesteringene er høyere, og netto finansinvesteringene er lavere enn det tidligere tall viste. Husholdningenes netto finansinvesteringer var i fjor nær null. Etter revisjonen av nasjonalregnskapstallene er det nå bedre overenstemmelse mellom Norges Banks og SSBs beregninger av husholdningenes netto finansinvesteringer.

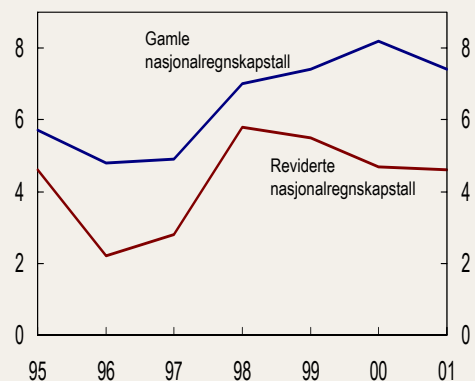
Som andel av inntekten har gjelden i husholdningene økt, se figur 3.5. Selv om husholdningenes gjeldsbelastning stiger kraftig, er den samlet sett lavere enn på slutten av 1980-tallet. Det er imidlertid betydelige forskjeller mellom ulike husholdningsgrupper. Gruppen med lavere og mellomstore inntekter har økt sin gjeldsbelastning og dermed fått redusert evne til å tåle perioder med renteøkninger og arbeidsledighet, se nærmere drøfting i Norges Banks rapport Finansiell stabilitet 1/2002.

Figur 3.3 Statsbudsjettets reelle, underliggende utgiftsvekst og vekst i BNP for Fastlands-Norge. Prosentvis endring fra året før.



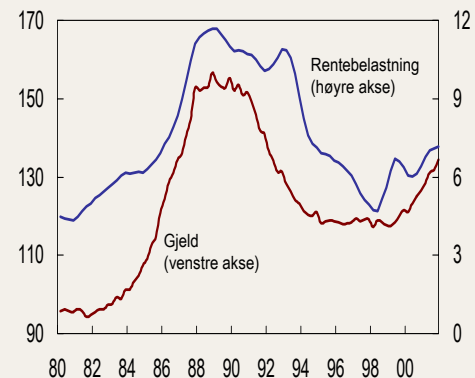
Kilde: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.4 Husholdningenes sparing i prosent av disponibel inntekt.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.5 Husholdningenes gjeld i prosent av disponibel inntekt og husholdningenes renteutgifter etter skatt i prosent av kontantinntekt



Kilde: Norges Bank

Økt innenlandsk etterspørsel vil bidra til fortsatt stramt arbeidsmarked

Ekspansiv finanspolitikk og sterk vekst i det private konsumet innebærer at etterspørselen etter tjenester og dermed arbeidskraft i skjermet sektor vil øke. Den innenlandske etterspørselen vil kunne vokse med nærmere 3 prosent i gjennomsnitt i perioden 2002-2004. Veksten i etterspørselen anslås å bli særlig kraftig neste år som følge av økte oljeinvesteringer. Samtidig vil investeringer blant fastlandsbedriftene kunne bli utsatt fra i år til neste år som følge av at investeringsavgiften fjernes 1. oktober i år. Det vil kunne gi et oppsving i investeringene i 2003.

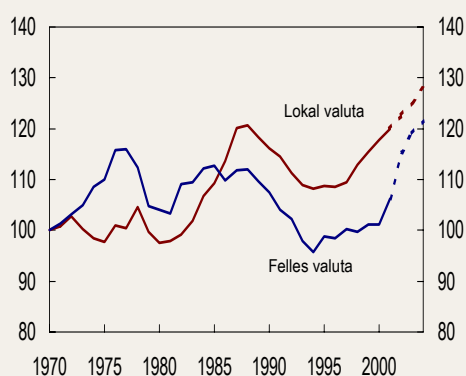
Industrien er fritatt fra investeringsavgiften. Industriledernes anslag tyder på sterk vekst i investeringene i år. Det er i hovedsak Hydros anlegg på Sunndalsøra og i Årdal og Elkems anlegg i Mosjøen som bidrar positivt. Det forventes ikke særlig vekst i industriinvesteringene på noe lengre sikt. Det har dels sammenheng med avtakende investeringer i metallindustrien, og dels sammenheng med at lønnsomheten i norsk industri er svak.

Sterk krone og høy lønnsvekst bidrar til raskere nedbygging av konkurranseutsatt sektor

Økt etterspørsel etter arbeidskraft i den skjermede delen av norsk økonomi, som privat og offentlig tjenesteyting, varehandelen og byggenæringen, vil kunne ha sitt motstykke i redusert etterspørsel etter arbeidskraft i næringer som i større grad er utsatt for internasjonal konkurranse. Timelønnsveksten har de siste fem årene til sammen vært over 10 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittet av Norges handelspartnere, se figur 3.6. De siste to årene har kronen styrket seg markert. Når konkurranseevnen svekkes, vil eksportnæringene og andre næringer som er utsatt for sterk internasjonal konkurranse få redusert sin lønnsomhet og tape markedsandeler. Det gjelder for industrien, men også for andre næringer med stor konkurranseflate eller som på annen måte påvirkes av et høyt og økende prisnivå målt i utenlandsk valuta. Varehandelen kan bli påvirket gjennom økt grensehandel, spesielt mot Sverige. Høyt lønnsnivå og sterkere krone gjør det relativt sett dyrere å feriere i Norge. Det kan ramme turistnæringen.

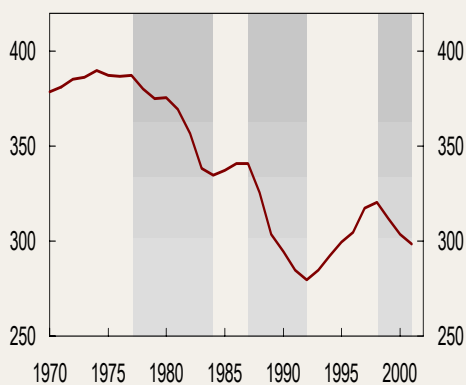
Industrisysselsettingen begynte å falle i 1998, se figur 3.7. Fram til og med i fjor er sysselsettingen blitt redusert med noe over 20 000 personer, eller drøye 5000 personer årlig. Med en teknisk forutsetning om uendret kronkurs tilsier Norges Banks anslag for lønnsveksten en ytterligere svekkelse av konkurranseevnen de kommende årene. Fallet i sysselsettingen i industrien vil dermed kunne forsterkes.

Figur 3.6 Relative lønnskostnader i industrien i Norge i forhold til handelspartnere. Indeks 1970=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.7 Sysselsetting i industrien, 1970-2001. Antall sysselsatte personer (i 1000)



Kilde: Statistisk sentralbyrå

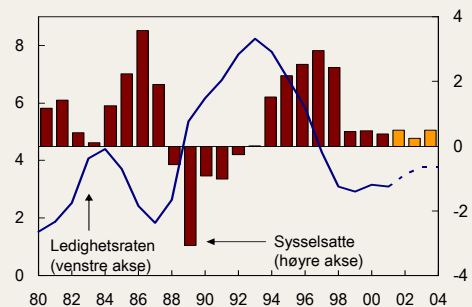
Norske industriforetak vil fremdeles kunne være lønnsomme selv om industriens betydning for sysselsettingen blir redusert. Enkelte bedrifter vil kunne være i forkant i den teknologiske utviklingen og øke effektiviteten raskere enn sine konkurrenter. Mange foretak vil lokalisere større deler av sin produksjon til utlandet, hvor produksjonskostnadene er lavere. Enkelte bedrifter vil også i sterkere grad rette seg inn mot ulike nisjer, fordi dette gjerne innebærer større grad av frihet i prisfastsettelsen. Likevel er det grunn til å tro at flere år med sterk kostnadsvekst kombinert med sterk kronekurs vil medføre en betydelig konkurranseulempet for deler av norsk næringsliv. Veksten i eksporten av varer fra Norge ser ut til å kunne bli svært moderat i årene som kommer.

Betydelige omstillinger

Lavere industrisysselsetting de siste fire årene er blitt mer enn motsvart av økt sysselsetting i skjermet sektor. Arbeidsledigheten har derfor holdt seg relativt stabil og lav. Det er grunn til å tro at det har skjedd en overflytting av arbeidskraft fra industrien til næringer som søker til dels samme type kompetanse, som for eksempel byggenæringen. En del av de som tidligere hadde sitt virke i industrien har trolig også funnet nytt arbeid i tjenestesektoren for øvrig. I tillegg har trolig avgang fra arbeidsmarkedet til tidligpensjonering og uføretrygd gitt et viktig bidrag.

Veksten i etterspørselen rettet mot skjermet sektor vil de neste årene være såpass kraftig at arbeidsledigheten i utgangspunktet kan holde seg rundt dagens nivå. Med en stadig sterkere todeling av økonomien er det imidlertid ikke gitt at arbeidsmarkedet fungerer like fleksibelt som før. Det kan i sterkere grad oppstå et misforhold mellom de kvalifikasjoner som etterspørres i arbeidsmarkedet og de kvalifikasjoner som tilbys. Svekkelsen av konkurranseevnen har den siste tiden vært svært kraftig og rask. Det øker risikoen for omstillingsledighet.

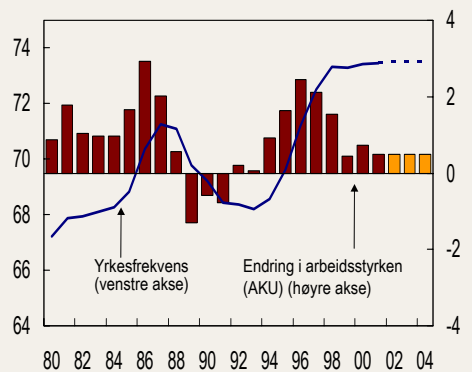
Figur 3.8 Endring i sysselsetting fra året før i prosent og arbeidsledighet¹⁾ i prosent av arbeidsstyrken.



1) Summen av registrerte ledige og personer på arbeidsmarkedstiltak

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

Figur 3.9 Endring i arbeidsstyrken fra året før i prosent og arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i alderen 16-74 år (yrkesfrekvensen).



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 | Inflasjonsanslag

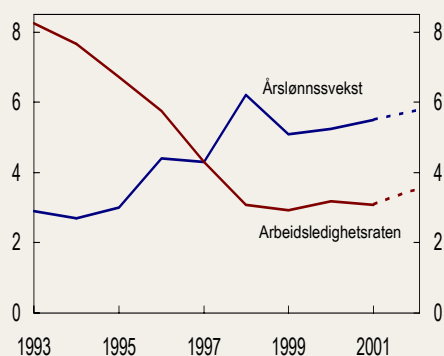
4.1 Innenlandske prisimpulser

Fortsatt høy lønnskostnadsvekst

Arbeidsmarkedet er stramt og gir sterkere vekst i lønningene enn tidligere anslått. Tradisjonelt har svak lønnsomhet i industrien bidratt til å dempe veksten i lønningene, også i skjermet sektor. Industrien har fungert som lønnsleder.

Erfaringene fra årets lønnsoppgjør indikerer at lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor er blitt tillagt mindre vekt i lønnsforhandlingene i øvrige næringer enn tidligere. I så fall vil knapphet på arbeidskraft i mer skjermede næringer kunne få større betydning enn tidligere for den samlede lønnsveksten. Dermed vil også endringer i valutakursen kunne få mindre betydning for den samlede lønnsveksten. Inflasjonsutviklingen vil da i større grad enn tidligere bli bestemt av innenlandske forhold.

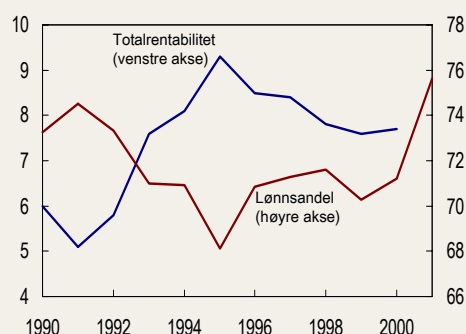
Figur 4.1 Årslønnsvekst¹⁾ og arbeidsledighetsraten²⁾. Prosent



¹⁾ Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader i 2000 og 2001 knyttet til økt ferie

²⁾ Registrerte ledige og personer på tiltak i prosent av arbeidsstyrken

Figur 4.2 Lønnsomhet i industrien. Lønnsandel¹⁾ og totalrentabilitet²⁾.



¹⁾ Lønnskostnader i prosent av bruttoprodukt

²⁾ Årsresultat + netto rente- og finanskostnader som andel av total kapitalen. Eksklusive oljeselskaper

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Et trekk ved årets oppgjør er at lønningene i enkelte deler av arbeidsmarkedet i noe større grad vil bli fastsatt lokalt. Klarest kommer dette til uttrykk i kommunesektoren hvor for eksempel Akademikerne fra i år av kun forhandler lokalt om lønnstilleggene. Et annet trekk ved årets oppgjør er at det ble gitt store sentrale lønnstillegg for de grupper som forhandler sentralt. Samtidig ble det i enkelte oppgjør lagt vekt på særskilte forhold som ikke har sammenheng med forholdene i arbeidsmarkedet.

Årslønnsveksten har vært på en stigende trend siden 1999. Det kan synes paradoksal at lønnsveksten tiltar samtidig som arbeidsledigheten øker noe. Årets lønnsoppgjør kan tolkes slik at arbeidsmarkedet, til tross for en viss økning i arbeidsledigheten, er strammere enn vi tidligere har lagt til grunn. Det kan se ut til at bedrifter og virksomheter har vurdert tilgangen på arbeidskraft som knapp og at arbeidstakerorganisasjonene har vurdert risikoen for økt arbeidsledighet som liten. Våre anslag for utviklingen i norsk økonomi tilsier fortsatt økt etterspørsel etter arbeidskraft i deler av økonomien. Årets lønnsoppgjør ga ulike lønnstillegg for ulike grupper og store lønnstillegg med virkning fra neste år for enkelte grupper. En slik utvikling vil lett kunne sette i gang og forsterke lønns-lønnsspiraler.

Usikkerheten rundt lønnsutviklingen knytter seg i første rekke til hvor høy lønnsvekst det stramme arbeidsmarkedet vil gi, og hvor sterke lønns-lønnsspiraler som settes i gang. Lønnsomheten i deler av næringslivet er imidlertid under sterkt press som følge av styrkingen av kronen og vedvarende høy vekst i lønnskostnadene. På noe sikt er det grunn til å tro at svekket lønnsomhet i deler av næringslivet vil kunne bidra til å dempe den samlede lønnsveksten noe. Det er imidlertid usikkert hvor sterkt den samlede lønnsveksten vil bli dempet av at lønnsomheten er svak.

Vi anslår nå en lønnsvekst på $5\frac{3}{4}$ prosent både i år, neste år og i 2004. Dette er en oppjustering på $\frac{3}{4}$ prosentpoeng hvert av årene sammenliknet med anslagene i forrige inflasjonsrapport. Alt annet likt, og før en tar hensyn til eventuelle virkninger på kronen, bidrar et slikt skift i lønnsveksten etter noe tid til å trekke opp veksten i konsumprisene med anslagsvis $\frac{1}{2}$ prosentpoeng.

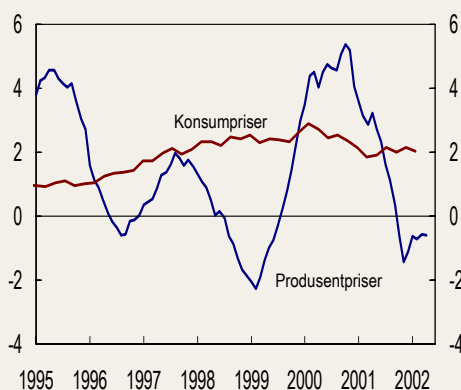
4.2 Internasjonale prisimpulser

Mens prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ser ut til å ville holde seg oppe på et høyt nivå også i årene fremover, vil de importerte prisimpulsene kunne bli svake. Veksten i internasjonal økonomi ser ut til å ha kommet i gang, men vil trolig bli moderat. Konsumprisveksten blant våre handelspartnere anslås å kunne bli mellom $1\frac{3}{4}$ og 2 prosent i årene fremover. Erfaringsmessig vil prisveksten på varer som importeres til Norge ligge lavere enn dette på grunn av relativt høy produktivitetsvekst i produksjonen av varer som omsettes internasjonalt. Målt i utenlandsk valuta anslår vi en viss vekst i internasjonale produsentpriser, opp mot $\frac{1}{2}$ -1 prosent i 2004.

Det er foreløpig få tegn til at styrkingen av kronen har bidratt til vesentlig lavere prisvekst i Norge, se figur 4.4. Dette kan dels ha sammenheng med at styrkingen de siste to årene er kommet i etterkant av en nesten tilsvarende svekkelse av kronen fra 1997 til våren 2000. Mye av styrkingen i andre halvdel av 2000 og store deler av 2001 kan derfor ha blitt sett på som en korreksjon. Når kronen flyter, vil den også kunne svinge mye. Det vil derfor kunne ta tid før aktørene vurderer kursendringer som varige. Endringer i kronekursen vil derfor i stor grad kunne slå ut i marginene, både hos produsent, importør og forhandler.

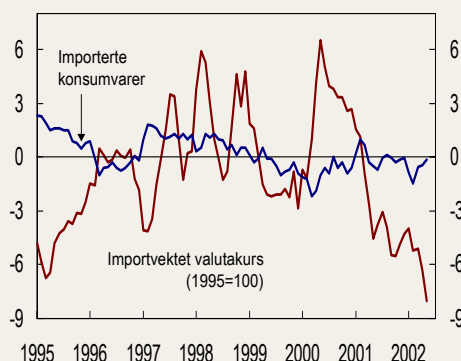
Det er likevel grunn til å tro at styrkingen av kronekursen vi hittil har sett, etter hvert vil bidra til et klart fall i prisene på importerte konsumvarer. Til grunn for anslagene i denne rapporten ligger en teknisk forutsetning om at den importveide kronekursen blir liggende stabilt på et nivå lik gjennomsnittet fra de siste tre månedene, se nærmere drøfting i avsnitt 4.3. Sammenliknet med forutsetningen i forrige inflasjonsrapport innebærer dette en styrking av kronekursen på 5 prosent. Ser vi bort fra mulige nedadgående pris-lønnsspiraler som følge av en sterkere krone, vil en slik styrking isolert sett kunne bidra til å trekke ned veksten i KPI med i underkant av $\frac{1}{4}$ prosentpoeng i år, knappe $\frac{1}{2}$ prosentpoeng neste år og $\frac{1}{4}$ prosentpoeng i 2004, se for øvrig egen utdyping i Vedlegg I.

Figur 4.3 Produsent- og konsumpriser hos Norges handelspartnere. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: EcoWin, Datastream, OECD og Norges Bank

Figur 4.4 Importvektet valutakurs og prisene på importerte konsumvarer justert for avgiftsendringer. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.3 Inflasjonsutsiktene

Tabell 4.1 Forklaringsfaktorer bak KPI-veksten og KPI. Prosentvis endring fra året før

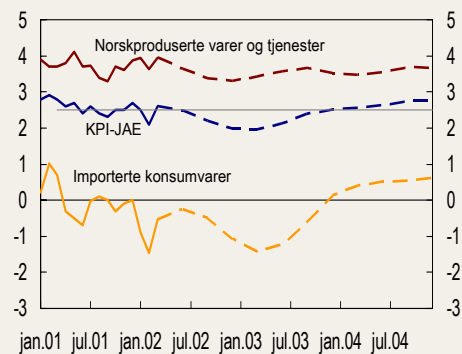
	2002	2003	2004
Årslønn	5%	5%	5%
Produktivitet ¹⁾	2	2	2
Importpriser, konsumvarer ²⁾	-3%	-3%	½
KPI	1	2¼	2¾
KPI-JAE	2¼	2¼	2¾

¹⁾ Fastlands-Norge

²⁾ Eksklusive direkte effekter av avgiftsendringer

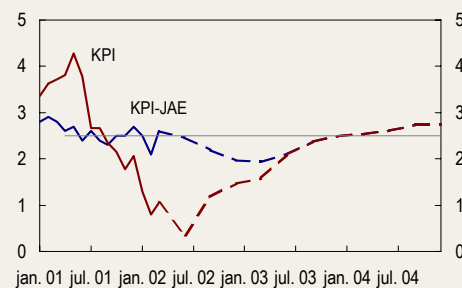
Kilde: Norges Bank

Figur 4.5 Konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Totalt og fordelt etter importerte konsumvarer og norskproduserte varer og tjenester. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.6 Konsumprisene (KPI). Totalt og justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjonen har de siste årene ligget forholdsvis stabilt rundt 2,5 prosent, når vi ser bort fra særskilte, midlertidige forhold. Bak dette tallet ligger det en prisvekst på norskproduserte varer og tjenester på 3,5-4 prosent, mens prisene på importerte konsumvarer stort sett har falt eller vært uendrede. Utviklingen siden forrige inflasjonsrapport peker mot at dette gapet vil kunne bli større det nærmeste året, se figur 4.5. Sterk vekst i lønningene og høy innenlandsk etterspørsel vil bidra til å holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester oppe. Styrkingen av kronen vil bidra til prisfall på de importerte konsumvarene.

Anslagene i denne rapporten er basert på en beregningsteknisk forutsetning om uendret foliorente på 6,5 prosent. Den siste tids styrking av kronen må ses i sammenheng med oppjusterte renteforventninger, se nærmere drøfting i egen utdyping i avsnitt 1. Med en forutsetning om uendret rente har vi derfor beregningsteknisk lagt til grunn en importveid kronekurs på et nivå lik gjennomsnittet de siste tre månedene. Disse forutsetningene er nærmere drøftet i avsnitt 4.4.

I vår vurdering av utsiktene for inflasjonen vil ikke stigningen i kronekursen fullt ut motvirke sterkere lønnsvekst og høyere vekst i innenlandsk etterspørsel. På ett års sikt vil riktignok kronekursen dominere og trekke inflasjonen under 2½ prosent. På lenger sikt vil virkningene av styrkingen av kronen avta, og virkningene av den sterke lønnsveksten vil etter hvert dominere.

Veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) anslås med våre forutsetninger til 2¼ prosent både i år og neste år og 2¾ prosent i 2004. Anslaget for neste år er nedjustert med ¼ prosentpoeng fra forrige inflasjonsrapport, mens anslaget for 2004 er oppjustert med ¼ prosentpoeng.

Veksten i konsumprisindeksen (KPI) trekkes i år midlertidig ned av reduserte avgifter. Samlet anslår vi at endringer i avgiftene trekker ned konsumprisveksten med nærmere 1½ prosentpoeng i første halvår og ½ prosentpoeng i andre halvår i år. Også energiprisene bidrar til å trekke KPI-veksten litt ned i år.

Med denne utviklingen i avgiftene og energiprisene anslås veksten i KPI 1¼ prosentpoeng lavere enn veksten i KPI-JAE i år. Veksten i KPI vil kunne gjøre et betydelig hopp i juli i år som følge av at de direkte virkningene på tolv månedersveksten av redusert matmoms fra 1. juli i fjor faller bort, se figur 4.6. I 2003 og 2004 legger vi til grunn at veksten i KPI blir den samme som i KPI-JAE.

4.4 Usikkerhet i inflasjonsanslaget

Prisanslagene i denne rapporten angir den prisutviklingen som anses som mest sannsynlig de neste to-tre årene, gitt beregningstekniske forutsetninger om uendret kronekurs fra gjennomsnittet de tre siste månedene og uendret foliorente på 6,5 prosent. Med disse forutsetningene ligger inflasjonsanslaget høyere enn inflasjonsmålet på to års sikt. Virkninger av endrede forutsetninger for rente og valutakurs er drøftet for seg nedenfor. Det er også usikkerhet knyttet til øvrige forutsetninger og til i hvilken grad økonomiske modeller og vår bruk av dem fanger opp de faktiske sammenhenger og endringer som skjer i økonomien.

I forrige inflasjonsrapport ble det vurdert å være en risiko for at lønnskostnadene kunne øke mer enn det vi den gang anslo. Anslagene for *lønnsveksten* er betydelig oppjustert fra forrige Inflasjonsrapport. Vi vurderer det nå som like sannsynlig at lønnsveksten kan bli høyere enn 5¾ prosent fremover som at den kan bli lavere.

Risikoen knyttet til *privat innenlandsk etterspørsel og produksjon* vurderes fortsatt som balansert. Økte anslag på husholdningenes inntektsvekst har ført til en oppjustering av anslagene for veksten i privat konsum. Spareraten anslås å øke noe i år for deretter å holde seg stabil. Dersom husholdningene baserer sine konsum- og sparebeslutninger på forventninger om en mer varig økning i inntektsveksten og sterk tillit til norsk økonomi, kan sparingen komme til å falle. På den annen side kan vi ha undervurdert effektene av at en stadig større del av befolkningen vil være i aldersgrupper hvor sparingen historisk har vært høy. Det kan trekke sparingen opp og føre til lavere konsum enn anslått.

Anslagene for *offentlig etterspørsel* i årene fremover tar utgangspunkt i Revidert Nasjonalbudsjett for 2002 og handlingsregelen for finanspolitikken. Risikoen rundt anslagene for offentlig etterspørsel vurderes som i forrige rapport å være balansert.

I forrige inflasjonsrapport var usikkerhet om utviklingen internasjonalt den viktigste faktoren som kunne trekke i retning av lavere prisvekst enn anslått. Anslagene for veksten i *internasjonal økonomi* er lite endret fra forrige inflasjonsrapport. Det gjelder også prisveksten. Utviklingen i internasjonal økonomi i vinter og vår støtter i hovedsak opp under et bilde om at veksten er i ferd med å ta seg opp. Internasjonale finansmarkeder er imidlertid preget av usikkerhet. Vi vurderer nå risikoen rundt anslagene for internasjonal økonomi som balansert.

Som en teknisk forutsetning er det lagt til grunn at *oljeprisen* faller jevnt til 20 dollar per fat i løpet av to år. Futuresprisene to år fram i tid har økt siden februar og ligger noe høyere enn vår bane for oljeprisen. Det kan tilsi at oljeprisen kan bli høyere enn anslått. På den andre siden

er det ledig produksjonskapasitet både i og utenfor OPEC, slik at tilbudet av olje raskt kan økes. Samlet sett vurderes risikoen rundt forutsetningen om oljeprisen som balansert.

Den samlede usikkerheten rundt inflasjonsanslaget, gitt de beregningstekniske forutsetningene om rente og valutakurs, er illustrert i figur 4.7. En sammenstilling av risikofaktorene indikerer at risikoen er balansert rundt inflasjonsanslaget på 2¾ prosent. I forhold til inflasjonsmålet på 2½ prosent er det sannsynlighetsovervekt for at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn målet.

Virkninger av endrede forutsetninger for rente og valutakurs

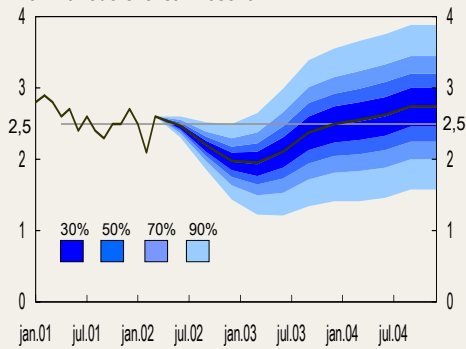
Som et alternativ til å analysere prisutsiktene med en forutsetning om uendret rente, har vi også anslått virkningene av å legge til grunn en økning i renten slik markedet venter. Det har den siste tiden vært priset inn en oppgang i tremånedersrenten på om lag ½ prosentpoeng inneværende år. Flertallet av de største finansinstitusjonene i Norge venter at renten økes med ½ prosentpoeng innen september.

En renteøkning på ½ prosentpoeng vil kunne redusere veksten i BNP for Fastlands-Norge med om lag ¼ prosentpoeng både neste år og i 2004 sammenliknet med en situasjon der foliorenten forblir på 6,5 prosent. Økt rente vil redusere veksten i etterspørselen i norsk økonomi, særlig gjennom lavere vekst i privat konsum. Høyere rente gjør det mer attraktivt å spare og bidrar samtidig til lavere inntektsvekst som følge av at husholdningene er i en netto gjeldssituasjon. Økt rente bidrar dermed til å redusere etterspørselen etter arbeidskraft. Det kan trekke lønnsveksten, og dermed prisveksten, noe ned.

Prisutviklingen vil også avhenge av kronekursen. I banen med økt rente har vi sett på to alternative forløp for kronen. I det ene alternativet har vi lagt til grunn at kursen blir liggende på gjennomsnittet for juni. En slik forutsetning innebærer en kronekurs som er vel 2 prosent sterkere enn lagt til grunn i referansebanen, se figur 4.8. I så fall vil prisfallet på importvarer kunne bli enda noe sterkere enn anslått i denne rapporten. Med en slik kombinasjon av høyere rente og sterkere kurs, vil prisveksten ved utgangen av 2004 kunne bli om lag 2½ prosent, se figur 4.9.

Et annet alternativ er at kronekursen svekkes i tråd med teorien om udekket renteparitet, se figur 4.8. I følge denne teorien går en positiv rentedifferanse mot utlandet sammen med en forventet svekkelse av kronen. I dette alternativet vil priseneffektene på to års sikt av den styrkingen av kronen vi har hatt, bli mer enn motvirket av kronesvekkelsen fremover. Til tross for høyere rente og lavere lønnsvekst enn i referansebanen, kan prisveksten med en slik utvikling i kronekursen komme opp i 3 prosent fra midten av 2004.

Figur 4.7 Konsumprisvekst¹⁾. Anslag og usikkerhet. Tolvmånedersvekst. Prosent

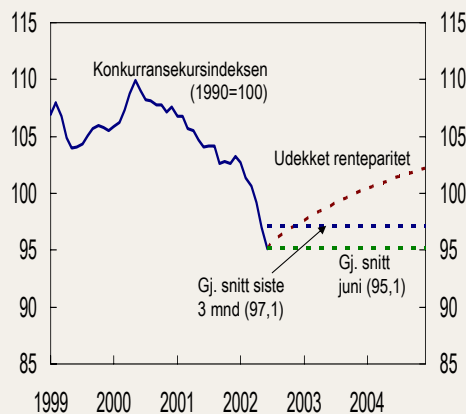


¹⁾ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE)

Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i konsumprisveksten.

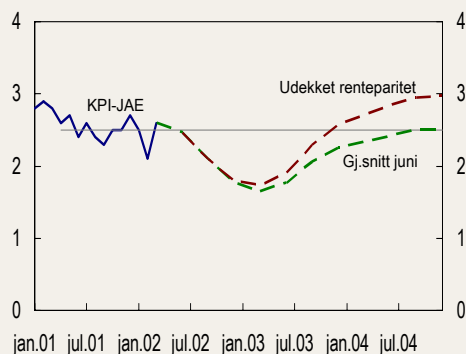
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.8 Ulike scenarier for kronekursen (KKI)



Kilde: Norges Bank

Figur 4.9 Anslag på vekst i KPI-JAE under forutsetning om at renten følger markedets forventninger og ulike antagelser om kronekursen. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vedlegg I Utdypinger

Ny forventningsundersøkelse

Norges Bank har fått satt i gang kvartalsvise forventningsundersøkelser om inflasjons-, lønns- og valutakursutviklingen blant eksperter i finansnæringen og akademia i Norge. Undersøkelsene gjennomføres av Norsk Gallup. Forventninger til den fremtidige prisutviklingen kan i seg selv spille en rolle for den faktiske prisutviklingen. En regelmessig spørreundersøkelse kan bidra til større innsikt i disse spørsmålene. Norges Bank tar sikte på at forventningsundersøkelsen i løpet av det neste året også vil omfatte husholdninger og bedrifter.

I underkant av 50 personer innenfor akademia og innenfor finansnæringen deltar i denne undersøkelsen som vil bli foretatt ved e-post fire ganger i året. Undersøkelsen er allerede gjennomført to ganger. Den første undersøkelsen ble gjennomført i begynnelsen av februar i år og den andre i begynnelsen av mai. Resultatene fra undersøkelsen vil bli publisert av Norsk Gallup hvert kvartal fra og med andre kvartal 2002¹. Undersøkelsen består av åtte spørsmål; tre om prisutviklingen, tre om lønnsutviklingen og to om valutakursutviklingen.

¹ Publiseres på Norsk Gallups hjemmeside: www.gallup.no.

Inflasjonsforventningene

Resultatene fra undersøkelsene viser at forventningene til konsumprisveksten om 12 måneder er 2,4 prosent, det samme som i februar. Forventningene til konsumprisveksten om to år har økt med 0,2 prosentpoeng, fra 2,5 prosent i februar til 2,7 prosent i mai. Forventet konsumprisvekst om fem år ligger stabilt på 2,5 prosent.

Forventet lønnsvekst

Lønnsveksten forventes i gjennomsnitt å bli 5,1 prosent inneværende år, 4,8 prosent neste år og 4,2 prosent om fem år. I første kvartal forventet ekspertene i gjennomsnitt en lønnsvekst på 4,5 prosent i 2002, 4,3 prosent i 2003 og 4,1 prosent om fem år.

Valutakursforventninger

De fleste ekspertene i utvalget trodde i mai at kronen målt ved konkurransekursindeksen ville styrke seg på et års sikt. Andelen i utvalget som forventet en styrket kronekurs om 12 måneder var imidlertid blitt redusert fra 58,7 prosent i februar til 50,0 prosent i mai. Det var likevel omtrent dobbelt så mange som trodde på en styrking av kronekursen om 12 måneder enn som trodde på en svekkelse.

Hvorfor har prisene på klær falt?

Prisene på klær, slik de måles i konsumprisindeksen, har falt med om lag 16 prosent fra 1995 til i dag¹. De siste årenes handelsliberalisering har trolig gitt et viktig bidrag til dette. Uruguay-runden under GATT-avtalen² forpliktet medlemslandene til lettelse i de handelspolitiske barrierene mot import av blant annet tekstiler.

Helt fram til slutføring av Uruguay-runden (1988) var tekstiler blant de industrivaresektorer der verdenshandelen fortsatt var preget av omfattende handelshindringer. På bakgrunn av Uruguay-runden er norske kvoterestriksjoner på import av tekstilvarer blitt avviklet gradvis. De siste kvotene på klær forsvant i 1998. Stortinget vedtok også en gradvis reduksjon i tollsatsene fra 1994 til 2004. Toll på enkelte produkter fra u-land ble avviklet. Det har vært og er fortsatt stor forskjell i den gjennomsnittlige tollbelastningen for import fra ulike handelspartnere, se tabell.

Tabell 1 Gjennomsnittlig tollsats i prosent på klær for grupper av land

	1993	1996	1999	2002
Land i Øst-Europa som tidlig på 90-tallet fikk frihandelsavtale med EFTA	20	2	0	0
EØS/EFTA-land	0	0	0	0
U-land	20	19	16	7
Andre (i hovedsak USA)	20	19	16	14

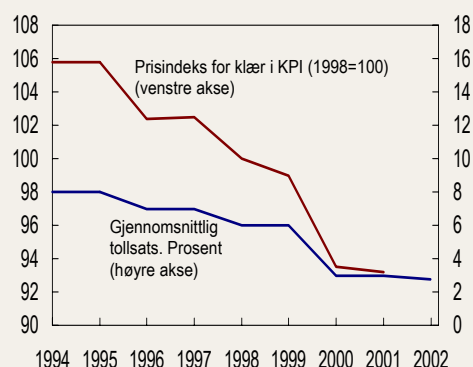
Beregningene i tabellen bygger på rundt 300 ulike produktkategorier med ulike tollsatter. Produktene er vektet etter hvilken betydning de har for klesimporten hvert enkelt år. Når vi i tillegg tar hensyn til hvilke land vi importerer fra, får vi et mål på den gjennomsnittlige tollbelastningen norske klesimportører har stått overfor de siste årene, se figur 1. Figuren illustrerer at prisene på klær faller mest i de årene hvor fallet i den gjennomsnittlige tollsatsen er størst. Den gjennomsnittlige tollsatsen falt spesielt mye fra 1999 til 2000, som følge av at toll på enkelte produkter fra u-land ble avviklet. Dette bidro alene til et fall i den samlede konsumprisveksten på anslagsvis ¼ prosentpoeng i samme periode.

I tillegg til den direkte effekten på klesprisene av lavere tollsatter har handelsliberaliseringen bidratt til en vridning av importen fra høy-

¹ Klær hadde i 2001 en vekt på rundt 5 prosent i KPI.

² Generalavtalen om toll og handel

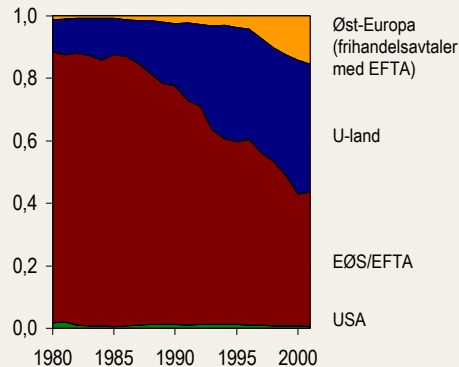
Figur 1 Direkte effekt av reduserte tollsatter



Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank, Finansdepartementet, Utenriksdepartementet

kostland til lavkostland som for eksempel Kina og Øst-Europa. Figur 2 illustrerer at andelen import av klær fra u-land og land i Øst-Europa, som tidlig på 1990-tallet fikk frihandelsavtale med EFTA, har økt markert siden slutføring av Uruguay-runden.

Figur 2 Importandeler av klær fordelt på ulike land, 25 største handelspartnere, klær

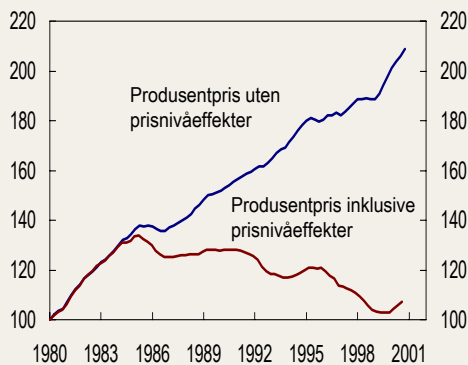


Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank

Utviklingen i produsentprisene måles vanligvis som et veid gjennomsnitt av veksten i produsentprisene i de landene vi importerer fra. I tillegg vil importprisene samlet sett trekkes ned av forskjeller i prisnivå mellom produsentland når det er store endringer i importmønstret. For eksempel er andelen av norsk klesimport fra Kina økt fra 20 prosent i 1990 til om lag 30 prosent i 2000. Dette har sitt motstykke i redusert import fra EU-land hvor prisnivået er fem ganger høyere enn i Kina

Figur 3 illustrerer utviklingen i et veid gjennomsnitt av produsentprisene på klær både med og uten slike effekter av prisnivå. Effektene av ulikt prisnivå i avsenderlandene er anslått ved hjelp av PPP-korrigerte³ prisnivå basert på tall fra Verdensbanken.

Figur 3 Utenlandske produsentpriser på klær. Indekser, 1.kv. 1980 = 100



Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Datastream, Norges Bank

Vi har estimert en modell for prisene på klær i KPI hvor vi tar hensyn til endringer i tollsats og prisnivåvirkninger av endringer i handelsmønster⁴. Figur 4 illustrerer hvordan modellen har forklart prisveksten på klær siden 1981. I følge modellen slår reduserte tollsats fullt ut i lavere klespriser umiddelbart. Endringer i valutakursen påvirker også prisene på kort sikt, selv om det tar noe tid før hele virkningen kommer. På lang sikt vil prisnivået på klær i Norge være lik prisnivået hos handelspartnerne når vi måler i samme valuta.

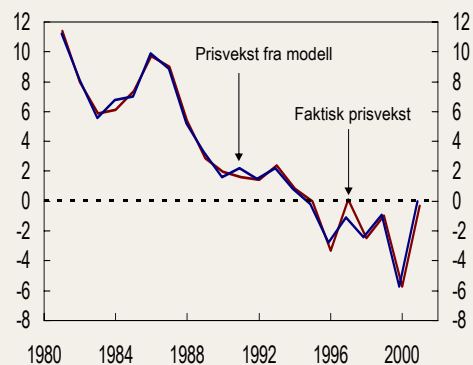
Handelsliberaliseringen har vært en viktig faktor bak prisfallet på klær. Prisene på klær har falt med 16 prosent fra toppåret 1995. Dette har gitt betydelige velferdsgevinster. Basert på tall fra Handels- og Servicenæringens hovedorganisasjon var forbruket av klær i 2001 på nær 31 mrd. kroner. Sammenliknet med et scenario hvor prisene på klær hadde holdt seg på 1995-nivået, vil et grovt anslag på norske forbrukeres gevinst være om lag 5 mrd. kroner årlig⁵.

³ Purchasing Power Parity (kjøpekraftsparitet).

⁴ Modellen er estimert med data fra 1.kvartal 1980 til 1.kvartal 2002:
 $dp_t = -0,34 - 0,31dp_{t-1} + 0,49dp_{t-2} + 0,22de_{t-2} + 0,01dT_t - 0,08(p-p^*)_{t-1} - 0,03S_t$, der p er prisen på klær i kpi, e er valutakursen, p^* er prisnivået i landene vi importerer klær fra, T er gjennomsnittlig tollsats og S er en sesongdummy for første kvartal. Små bokstaver er logaritmer. d er en differensoperator.

⁵ Se Melchior (1993) for en mer utførlig analyse av velferdsvirkningene som følge av handelsliberaliseringen.

Figur 4 Modellens føyning
Prisvekst på klær i KPI



Kilde: Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank

Stortinget har tidligere vedtatt en plan for å redusere tollsatsene fram til 2004 (St.prp. nr. 3 (1996-1997)). Stortinget vedtok gjennom behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett for 2002 å avvikle 630 tollsats på industrivarer, herunder tekstilvarer. Til sammen blir tollinntektene redusert med om lag 100 mill. kroner på 2002-budsjettet.

Referanser:

Inflasjonsrapport 3/2001, s.9-10. Norges Bank

Melchior, A. (1993) "Helping your industry at the greatest cost. The story of Norwegian textile quotas". NUPI report no 171, Norsk Utenrikspolitisk Institutt

Moe, M.W (2002): "Faktorer bak prisutviklingen på klær". *Økonomiske analyser* nr. 2, s. 48-55. Statistisk sentralbyrå

St.prp. nr.3 (1996-1997), St.prp. nr.3: "Om endringer i tolltariffen som følge av GATT/WTO-avtalen". Stortinget

Virkinger av økt oljepris

Siden forrige inflasjonsrapport har oljeprisen steget med om lag 5 dollar. Høy oljepris kan være en viktig risiko for oppgangen i verdensøkonomien. Erfaringene de siste 30 årene har vist at oljeprissjokk kan gi høy inflasjon og lav økonomisk vekst, se figuren. Effektene kommer gjennom flere kanaler:

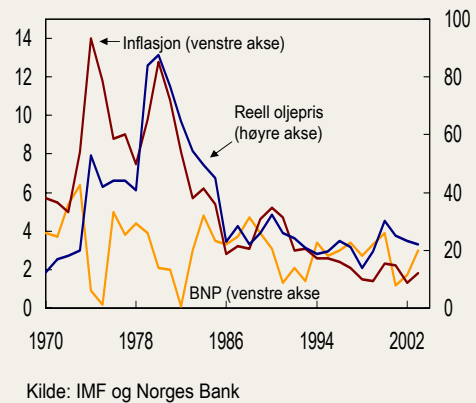
- Inflasjonen påvirkes direkte gjennom økte priser på bensin og andre raffinerte oljeprodukter som inngår i konsumprisindeksen. Indirekte påvirkes inflasjonen gjennom økte inflasjonsforventninger og høyere produksjonskostnader, dels fordi oljeprodukter er innsatsfaktorer i produksjonen og dels fordi lønnsinntakere krever kompensasjon for fall i realinntekten som følge av høyere oljepriser.
- Veksten påvirkes gjennom lavere tilbud og etterspørsel av varer og tjenester. Tilbudet faller når produksjonskostnadene øker. Etterspørselen faller når realinntekten i oljeimporterende land blir redusert. Etterspørselen kan også falle dersom pengepolitikken blir strammet til for å motvirke inflasjonsimpulsene fra oljeprisøkningene.

Det er imidlertid viktige gjensidige effekter mellom oljemarkedet og verdensøkonomien. For eksempel kan sterk økonomisk vekst gi høyere oljepris. Dette virker tilbake på oljemarkedet gjennom redusert oljeetterspørsel. Tilbudet av olje vil dessuten stige når oljeprisen øker. Oppgangen i oljeprisen vil derfor ikke være permanent.

Norges Bank har utviklet en økonometrisk modell som fanger opp samspillet mellom verdensøkonomien og oljemarkedet¹. Modellen er forholdsvis aggregert, der OPEC og ikke-OPEC-land tilbyr olje til et samlet verdensmarked. Modellen tar hensyn til OPEC-landenes rolle som svingprodusent med sikte på å stabilisere oljeprisen. Den samlede oljeetterspørselen påvirkes av global økonomisk vekst, oljeprisen og en rekke andre variable som blant annet værforhold. Den økonomiske veksten påvirkes av oljeprisen direkte, men også indirekte som følge av renteendringer i kjølvannet av inflasjonsimpulser fra oljeprisen. I modellen har oljeprisen en tendens til å konvergere mot et stabilt gjennomsnittsnivå på lengre sikt.

¹ Qaisar Farooq Akram (2002): "An econometric model of the world oil market". Upublisert notat, Norges Bank, se www.norges-bank.no.

Samvariasjon mellom oljepris, BNP-vekst og inflasjon i industriland. Årstall, 2002 og 2003 IMF's anslag



Kilde: IMF og Norges Bank

Vi har brukt modellen til å vurdere effektene av at oljeprisen går opp med 5 dollar per fat². I følge modellberegningene vil inflasjonen øke og veksten avta, men ikke dramatisk, se tabellen. En del av nedgangen i veksten skyldes at pengepolitikken strammes til som følge av økte inflasjonsimpulser. Innenfor en horisont på tre år er effektene på inflasjonen og den økonomiske veksten om lag på linje med resultatene IMF får ved tilsvarende skiftberegninger³. Modellberegningene viser at oppgangen i oljeprisen gradvis snus. Både redusert global oljeetterspørsel gjennom lavere økonomisk vekst og økt oljetilbud fra land utenfor OPEC bidrar til å presse prisen ned. Dette samsvarer med forventningene som er avspeilet i futuresprisene for olje. Som svingprodusent må OPEC kutte i produksjonen for hindre at oljeprisen faller ytterligere. Dette samsvarer med utviklingen gjennom 2001 da verdensøkonomien svekket seg etter et kraftig oppsving i oljeprisen. Samtidig viser det at OPEC kan bli utsatt for økt press

En økning i oljeprisen på 5 dollar, avvik fra referansebane

Virking på	År etter økning					
	0	1	2	3	4	5
Global inflasjon, prosentpoeng	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
Global BNP-vekst, prosentpoeng	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Oljeprisen, USD	5,0	3,8	2,3	1,5	0,6	0,6

² Oljeprisen er endogen i modellen. Skiftberegningen gjennomføres ved å endre restleddet i ligningen for oljeprisen.

³ The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy, Working Paper, IMF 2000.

fremover dersom veksten i verdensøkonomien blir svakere enn ventet. Presset vil kunne forsterkes ytterligere når land utenfor OPEC opphever produksjonsbegrensningene.

Modellens resultater bør også vurderes i forhold til strukturelle og konjunkturrelle trekk i dagens økonomiske situasjon:

- Modellen kan overvurdere effektene på den økonomiske veksten og inflasjonen fordi bruken av olje som innsatsfaktor i produksjon og konsum har falt nokså betydelig i estimeringsperioden (1972–1998). I følge OECD har oljeintensiteten i BNP siden 1970 falt med i underkant av 50 prosent i OECD-land og 15 prosent i ikke-OECD-land.
- De indirekte inflasjonseffektene kan samtidig være svakere enn modellen viser. Økt troverdighet til at pengepolitikken vil holde inflasjonen lav og stabil, kan bidra til at lønnstakerne ser mindre hensikt i å kreve lønnskompensasjon som følge av økt oljepris. Dagens konjunktursituasjon – med moderat vekst og lav inflasjon – bidrar samtidig til at mulighetene for lønnskompensasjon trolig er mindre enn ved tidligere oljeprissjokk, da veksten stort sett var høyere. Dette kan på den ene side dempe behovet for pengepolitisk innstramning. På den annen side kan økt fokus på lav inflasjon medføre at sentralbankene reagerer raskere og sterkere på inflasjonsimpulser enn tidligere.

Samlet sett er det grunn til å tro at økningen i oljeprisen siden februar vil ha nokså moderate effekter på verdensøkonomien⁴. Oppgangen i oljeprisen er dessuten mye mindre enn ved tidligere oljeprissjokk. Dagens realpris på olje er ikke høyere enn gjennomsnittet fra 1986. Dersom oljeprisen skulle øke like mye som ved tidligere oljeprissjokk, vil det derimot kunne være en alvorlig trussel mot den ventede oppgangen. Ved tidligere oljeprissjokk var veksten høy, mens verdensøkonomien nå trolig er på vei ut av en nedgangsperiode.

⁴ I de siste konjunkturrapportene fra IMF (World Economic Outlook, April 2002) og OECD (Economic Outlook no. 71) ble vekstanslagene for verdensøkonomien oppjustert samtidig som oljeprisforutsetningene også ble justert opp. Det skyldes i hovedsak at kausaliteten også går den andre veien – når veksten tar seg opp, øker oljeetterpørselen og dermed oljeprisen.

Hvordan påvirker kronkursen KPI?

Utviklingen i kronkursen er en viktig faktor for prisstigningen i en liten åpen økonomi som den norske. Virkningene på konsumprisveksten kan komme gjennom flere kanaler:

- I: Gjennom en *direkte effekt* på prisene på *importerte konsumvarer* i KPI.
- II: Gjennom en *indirekte effekt* via prisene på *importerte innsatsvarer* som igjen påvirker prisene på norskproduserte varer og tjenester i KPI.
- III: Gjennom en *lønnsomhetseffekt*. Endringer i valutakursen kan påvirke lønnsomheten til konkurranseutsatte næringer og dermed lønnsveksten. Endret lønnsvekst vil i sin tur påvirke KPI.
- IV: Gjennom en *pris-lønns spiral*. Tradisjonelt har økt prisvekst blitt møtt med krav om kompensasjon for å opprettholde en gitt reallønnsvekst. Det har i sin tur gitt enda høyere prisvekst. På samme måte vil lavere prisvekst kunne føre til lavere nominell lønnsvekst som i sin tur gir lavere prisvekst.

Over tid er det grunn til å tro at en varig endring i kronkursen helt og fullt slår igjennom i prisnivået på importerte varer, når vi justerer for eventuelle avgifter, toll og fraktkostnader. Det er imidlertid mange forhold som gjør at importprisene ikke justerer seg umiddelbart når valutakursen endrer seg. For det første vil valutakursen kunne svinge mer fra dag til dag når pengepolitikken er innrettet mot å stabilisere inflasjonen og kronen flyter, enn når pengepolitikken er innrettet mot å holde valutakursen fast. Med større daglige og månedlige variasjoner i valutakursen vil det være vanskelig for bedrifter å vurdere i hvilken grad endringer i valutakursen er varige eller ikke. Det kan derfor ta lenger tid enn tidligere før en endring i valutakursen slår ut i prisene (effekt I).

For det andre vil mange bedrifter og importører på kort til mellomlang sikt ha sikret seg mot bevegelser i valutakursen, enten gjennom finansielle instrumenter eller prisavtaler. Også det bidrar til at det tar tid før endringer i valutakursen slår igjennom til konsumprisene.

For det tredje vil markeder med monopolistisk konkurranse ofte være gjenstand for strategisk prissetting. Et eksempel på dette er bilmarkedet, hvor utenlandske produsenter på kort sikt ofte priser biler i norske kroner og dermed tar hele eller deler av valutakursrisikoen. I slike tilfeller kan det ta noe tid før selv de direkte effektene av endringer i valutakursen kommer til syne i konsumprisindeksen.

Det er grunn til å tro at det tar enda noe tid før eventuelle indirekte effekter, gjennom prisene på importerte innsatsvarer og derigjennom prisene på norskproduserte varer og tjenester, slår igjennom (effekt II).

Eventuelle effekter på lønningene, og derigjennom på prisene, av endringer i kronkursen (effekt III og IV) vil trolig avhenge av hvordan lønnsdannelsen fungerer og av hvilke prisforventninger partene i arbeidslivet legger til grunn for lønnsoppgjørene. Med et troverdig inflasjonsmål for pengepolitikken kan det være grunn til å tro at partene i større grad legger til grunn en prisvekst lik inflasjonsmålet, og ikke faktisk eller anslått prisvekst, som utgangspunkt for lønnsforhandlingene. I så fall er det mindre sannsynlig at en sterkere kronkurs setter i gang en nedadgående pris-lønns spiral.

Med en utvikling hvor industriens rolle som lønnsleder blir mindre viktig for den samlede lønnsutviklingen, vil lønnsomhetsutviklingen i den konkurranseutsatte industrien i mindre grad enn tidligere få betydning for lønnsveksten i mer skjermede sektorer. Det betyr i så fall også at endringer i valutakursen vil kunne få mindre betydning enn tidligere for den samlede lønnsveksten. Økt internasjonal konkurranse i markeder som tidligere var mer eller mindre skjermede kan imidlertid trekke i motsatt retning.

Med utgangspunkt i utviklingen de siste årene har vi ved hjelp av ulike modeller forsøkt å tallfeste de mest direkte virkningene av endret kronkurs på prisene (effekt I og II). Vi har dermed sett bort fra mulige virkninger på lønnsomhet og pris-lønns spiraler (effekt III og IV). Innføringen av et inflasjonsmål for pengepolitikken fra mars 2001 kan ha medført at disse sammenhengene har endret seg.

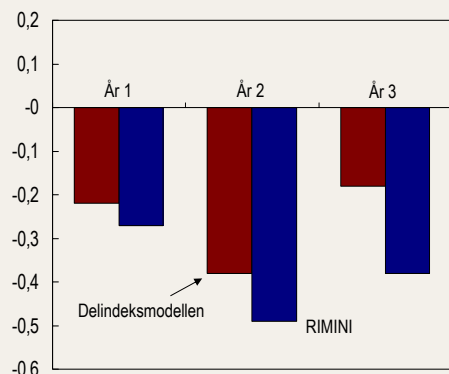
De importerte konsumvarene utgjør om lag 20 prosent av KPI når vi korrigerer for mengdeavgifter¹. Gjennom å modellere disse prisene separat (i en

modell for de ulike delindeksene i KPI) fanger vi opp de direkte virkningene av endret valutakurs på KPI (effekt I)². Valutakursen inngår som en direkte forklaringsfaktor i de estimerte likningene for de importerte konsumvarene. Endringer i valutakursen vil også indirekte påvirke prisene på norskproduserte varer og tjenester i KPI, men det er vanskelig å finne sterk støtte for dette gjennom å modellere disse prisene for seg.

I den mer omfattende RIMINI-modellen virker valutakursen gjennom importprisene bredt definert, det vil si gjennom et aggregat for importprisene som både omfatter innsatsvarer og ferdigvarer. Utviklingen i disse importprisene, som måler prisene "ved havna", påvirker i sin tur konsumprisene som er modellert samlet. RIMINI-modellen behandler dermed de direkte og indirekte effektene (effekt I og II) under ett.

Basert på de to modellene har vi sett på virkningene av en varig appresiering av den effektive kronekursen på 5 prosent. Figuren viser virkningene på veksten i konsumprisene.

Virkningene på veksten i konsumprisene av en varig appresiering på 5 prosent av den importveide kronekursen. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Våre analyser, som baserer seg på sammenhenger i norsk økonomi de siste 20-30 årene, indikerer at det tar noe tid før virkningene av en varig endring i valutakursen påvirker konsumprisveksten. Effekten ser ut til å kunne være størst det andre året, deretter avtar effekten gradvis. Disse trekkene er felles for begge modellene.

De to modellene gir imidlertid noe forskjellige resultater over tid. I delindeksmodellen legges hovedvekten på de direkte effektene (effekt I). Over tid vil en endring i valutakursen på 1 prosent endre KPI med i overkant av 0,2

prosent. RIMINI-modellen fanger i større grad opp indirekte virkninger av en valutakursendring (effekt II). Her vil utslaget på KPI over tid være 0,4 prosent.

Det er en mulighet for at delindeksmodellen undervurderer de indirekte virkningene av en valutakursendring, som for eksempel at importert vareinnsats endrer seg i pris. På den annen side er det vanskelig å finne empirisk støtte for at prisene på innenlandske varer og tjenester (72 prosent av KPI) direkte påvirkes av valutakursen. Det kan tyde på at RIMINI-modellen i noen grad overvurderer de indirekte virkningene.

Basert på analysene av begge modellene tilsier vårt erfaringsmateriale at en varig styrking av den effektive kronekursen med 5 prosent vil kunne bidra til å redusere veksten i konsumprisene med om lag ¼ prosentpoeng det første året, opp mot ½ prosentpoeng det andre året og om lag ¼ prosentpoeng det tredje året. Dersom vi i tillegg legger til grunn at en sterkere krone setter i gang nedadgående pris-lønnsspiraler, vil effektene bli noe større og om lag på linje med tidligere publiserte virkningsberegninger fra Norges Bank.

Internasjonalt har det vært argumentert for at gjennomslaget fra valutakurs til inflasjon har vært avtakende³. Både New Zealand, Australia og Canada har opplevd store valutakursutslag de siste årene. Et eventuelt lavere gjennomslag blir i disse landene dels forklart med at overgangen til inflasjonsmål i seg selv forankrer forventningsdannelsen og dermed demper pris-lønnsspiraler. Større svingninger i valutakursene har trolig også ført til at bedriftene blir mer avventende med å endre prisene. I Norge er perioden med flytende valutakurs og inflasjonsstyring foreløpig for kort til å kunne påvise slike effekter empirisk.

¹ Importerte konsumvarer utgjør samlet sett 27 prosent av KPI. Av dette utgjør mengdeavgifter og mva på disse om lag 7 prosentpoeng. For eksempel inneholder prisene på biler og alkohol volumavgifter som ikke påvirkes av valutakursen. En endring i valutakursen vil derfor i utgangspunktet ikke føre til en like stor endring i prisen til forbruker.

² Med utgangspunkt i KPI fordelt etter leveringssektor har vi modellert gruppe 4.1 (importerte konsumvarer uten norsk konkurranse) og 4.2 (importerte konsumvarer med norsk konkurranse).

³ "That pass-through seems to have taken longer to occur than was the case in earlier episodes, leading us to believe (perhaps erroneously) that inflation is no longer very sensitive to exchange rate developments." (Reserve Bank of New Zealand; *Monetary Policy Statement*, May 2002). "Since the import share of the core CPI has risen from about 15 per cent in 1976 to about 27 per cent in 1997, one might have expected the direct effect of the pass-through of exchange rates to the core CPI to have risen as well. Instead, it seems to have diminished since the mid-1980s, based both on econometric evidence and on event analysis." (Bank of Canada, *Monetary Policy Report* – November 2000)

Vedlegg II Tabeller

Tabell 1 Beregningstekniske forutsetninger¹⁾

Historisk utvikling		I-44 ²⁾	KKI ³⁾	Foliorente	Oljepris ⁴⁾
1995		100,0	101,8	4,8	17,0
1996		99,6	102,0	4,5	20,6
1997		99,2	101,0	3,4	19,2
1998		101,7	104,7	5,5	12,8
1999		100,4	105,6	6,4	18,1
2000		103,3	107,8	6,2	28,6
2001		100,2	104,4	7,0	24,4
2001	1.kv	102,1	106,3	7,0	25,8
	2.kv	100,7	104,8	7,0	27,2
	3.kv	99,4	103,7	7,0	25,4
	4.kv	98,5	102,9	6,9	19,5
2002	1.kv	97,2	101,6	6,5	20,9
	2.kv	92,5	97,1	6,5	24,8
Beregningstekniske forutsetninger					
2002	3.kv	92,5	97,1	6,5	24,2
	4.kv	92,5	97,1	6,5	23,6
2003	1.kv	92,5	97,1	6,5	23,0
	2.kv	92,5	97,1	6,5	22,4
	3.kv	92,5	97,1	6,5	21,8
	4.kv	92,5	97,1	6,5	21,2
2004	1.kv	92,5	97,1	6,5	20,6
	2.kv	92,5	97,1	6,5	20,0
	3.kv	92,5	97,1	6,5	20,0
	4.kv	92,5	97,1	6,5	20,0

1) Gjennomsnitt

2) Importveid valutakursindeks, 44-land

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

4) Brent Blend, USD per fat, spotpris

Kilde: Norges Bank

Handlingsregelen for bruken av oljeinntektene

I mars 2001 ble det etablert en handlingsregel for bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet. I følge handlingsregelen skal det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet for hvert budsjettår tilsvare forventet realavkastning av Petroleumsfondet ved inngangen til budsjettåret. I inflasjonsrapportene legges det til grunn at handlingsregelen følges.

Forventet realavkastning av Petroleumsfondet anslås med utgangspunkt i en realrente på 4 prosent. I Revidert nasjonalbudsjett for 2002 ble forventet realavkastning av kapitalen i Petroleumsfondet anslått til 24,8 mrd. kroner i 2002. Dette innebærer en økning i bruk av oljeinntekter fra 2001 på 6,2 milliarder 2002-kroner, eller 0,6 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge.

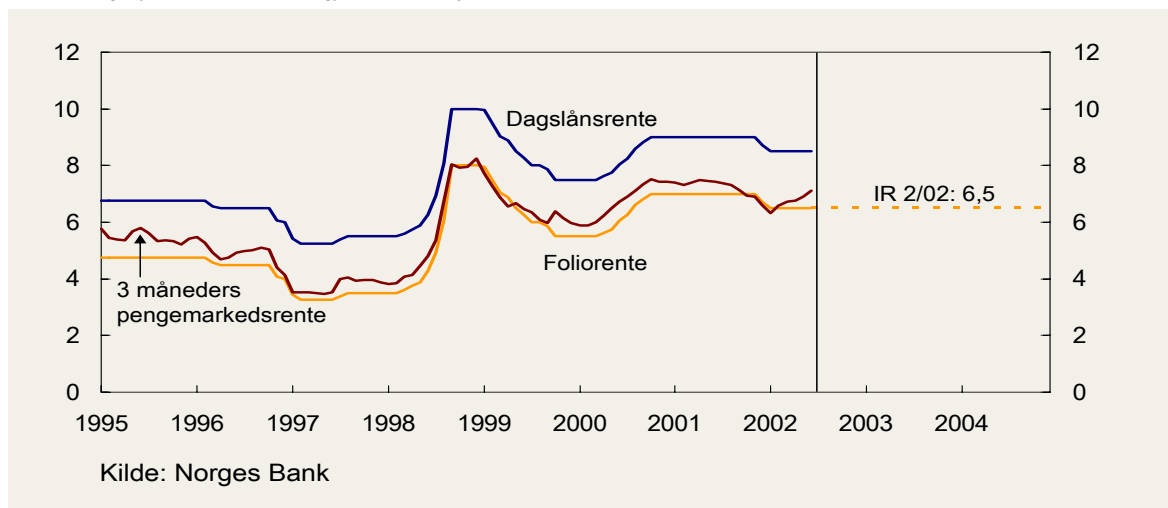
I både 2003 og 2004 anslås bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet å øke med med 0,4 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge.

Tabell 2 Renter

		Norges Banks renter overfor bankene (gjennomsnitt)		Pengemarkedsrenter NIBOR ¹⁾			Statsobligasjonsrente ²⁾
		Folio-renten	Dagslåns-renten	1 uke	3 mnd	12 mnd	10 år
1995		4,8	6,8	5,5	5,5	5,9	7,4
1996		4,5	6,5	5,0	4,9	5,1	6,8
1997		3,4	5,4	3,6	3,7	4,1	5,9
1998		5,5	7,5	5,9	5,8	5,6	5,4
1999		6,4	8,4	6,9	6,5	6,0	5,5
2000		6,2	8,2	6,6	6,7	7,1	6,2
2001		7,0	9,0	7,2	7,2	7,1	6,2
2000	nov	7,0	9,0	7,3	7,4	7,5	6,2
	des	7,0	9,0	7,6	7,4	7,3	6,0
2001	jan	7,0	9,0	7,4	7,4	7,2	6,0
	feb	7,0	9,0	7,3	7,3	7,2	6,0
	mar	7,0	9,0	7,3	7,4	7,4	6,0
	apr	7,0	9,0	7,6	7,5	7,4	6,2
	mai	7,0	9,0	7,3	7,5	7,5	6,5
	jun	7,0	9,0	7,3	7,4	7,6	6,6
	jul	7,0	9,0	7,3	7,4	7,5	6,7
	aug	7,0	9,0	7,1	7,3	7,3	6,5
	sep	7,0	9,0	7,1	7,1	7,0	6,4
	okt	7,0	9,0	7,2	6,9	6,6	6,1
	nov	7,0	9,0	7,1	6,9	6,4	5,9
	des	6,7	8,7	6,9	6,6	6,2	6,2
2002	jan	6,5	8,5	6,6	6,3	6,2	6,2
	feb	6,5	8,5	6,7	6,6	6,7	6,4
	mar	6,5	8,5	6,6	6,7	6,9	6,6
	apr	6,5	8,5	6,7	6,8	7,0	6,7
	mai	6,5	8,5	6,7	6,9	7,3	6,8
2002	31 mai	6,5	8,5	6,7	7,0	7,5	6,8
	7. jun	6,5	8,5	6,8	7,1	7,6	6,9
	14. jun	6,5	8,5	6,8	7,2	7,6	6,8
	21. jun	6,5	8,5	6,9	7,2	7,4	6,7
	27. jun	6,5	8,5	6,8	7,0	7,3	6,6

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

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

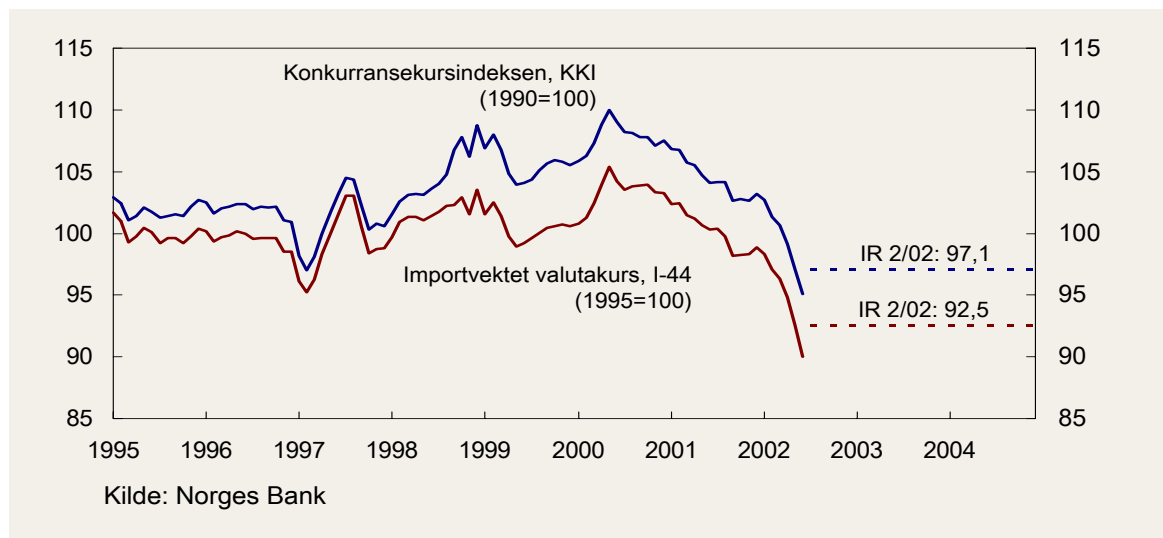


Tabell 3 Valutakurser

		Effektive kurser		Bilaterale kurser		
		Importvektet valutakurs ¹⁾	Konkurranskursindeksen ²⁾	NOK/EUR	NOK/USD	NOK/SEK
1995		100,0	101,8		6,3	89,0
1996		99,6	102,0		6,5	96,3
1997		99,2	101,0		7,1	92,7
1998		101,7	104,7		7,6	94,9
1999		100,4	105,6	8,3	7,8	94,4
2000		103,3	107,8	8,1	8,8	96,0
2001		100,2	104,4	8,1	9,0	87,0
2000	nov	103,3	107,1	8,0	9,3	92,7
	des	103,3	107,6	8,1	9,1	93,9
2001	jan	102,4	106,8	8,2	8,8	92,5
	feb	102,4	106,8	8,2	8,9	91,5
	mar	101,5	105,7	8,2	9,0	89,4
	apr	101,2	105,5	8,1	9,1	89,0
	mai	100,6	104,7	8,0	9,1	88,2
	jun	100,3	104,1	7,9	9,3	86,2
	jul	100,4	104,2	8,0	9,3	86,1
	aug	99,8	104,2	8,1	9,0	86,5
	sep	98,2	102,6	8,0	8,8	82,7
	okt	98,3	102,8	8,0	8,8	83,5
	nov	98,3	102,6	7,9	8,9	84,1
	des	98,9	103,2	8,0	9,0	84,8
2002	jan	98,3	102,7	7,9	9,0	85,8
	feb	97,1	101,3	7,8	9,0	84,8
	mar	96,3	100,7	7,7	8,8	85,2
	apr	94,8	99,2	7,6	8,6	83,4
	mai	92,5	97,1	7,5	8,2	81,5
2002	31. mai	91,5	96,4	7,5	8,0	82,1
	7. jun	90,5	95,5	7,4	7,9	80,7
	14. jun	90,2	95,3	7,4	7,8	80,9
	21. jun	89,5	94,8	7,4	7,7	81,6
	27. jun	89,3	94,8	7,4	7,5	81,5

1) Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Vektene er faste og basert på gjennomsnittlige importandeler for årene 1996 til 1998

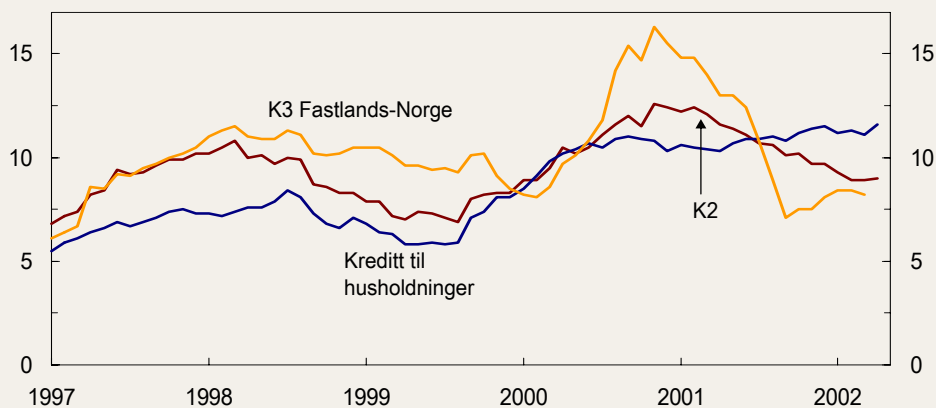
2) Nominell effektiv kronekurs beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges 25 viktigste handelspartnere (geometrisk gjennomsnitt veid med OECDs løpende konkurransevekter)



Tabell 4 Monetære størrelser

Tolv måneders- vekst i prosent		Penge- mengden	Innenlandsk kreditt (K2)			Samlet kreditt (K3)	
			M2	Totalt	Til hushold- ningene	Til ikke-finan- sielle foretak	Totalt
Des 1996		6,4	6,0	5,3	7,0	5,3	5,1
Des 1997		2,5	10,2	7,3	16,9	10,2	10,5
Des 1998		4,6	8,3	7,1	11,0	12,3	10,5
Des 1999		10,7	8,3	8,1	8,8	8,0	8,5
Des 2000		9,2	12,4	10,3	14,9	10,8	15,5
Des 2001		8,6	9,7	11,5	7,3	7,9	8,1
2000	nov	10,7	12,6	10,8	15,4	12,2	16,3
	des	9,2	12,4	10,3	14,9	10,8	15,5
2001	jan	10,9	12,2	10,6	14,0	10,1	14,8
	feb	10,7	12,4	10,5	14,2	10,5	14,8
	mar	10,1	12,1	10,4	13,7	9,6	14,0
	apr	8,6	11,6	10,3	12,5	10,1	13,0
	mai	10,0	11,4	10,7	11,3	10,9	13,0
	jun	8,6	11,1	10,9	10,4	10,5	12,4
	jul	8,6	10,7	10,9	9,3	9,3	10,8
	aug	8,1	10,6	11,0	9,0	6,8	8,9
	sep	6,5	10,1	10,8	8,3	5,8	7,1
	okt	8,4	10,2	11,2	8,1	6,3	7,5
	nov	7,7	9,7	11,3	7,2	7,1	7,5
	des	8,6	9,7	11,5	7,3	7,9	8,1
2002	jan	9,5	9,3	11,2	7,8	8,2	8,4
	feb	7,5	8,9	11,3	6,9	8,1	8,4
	mar	8,1	8,9	11,1	7,4	8,4	8,2
	apr	8,0	9,0	11,6	7,0		
Beholdningstall siste måned. Milliarder kroner		800	1648	932	598	2095	1886

Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

Tabell 5 Konsumpriser

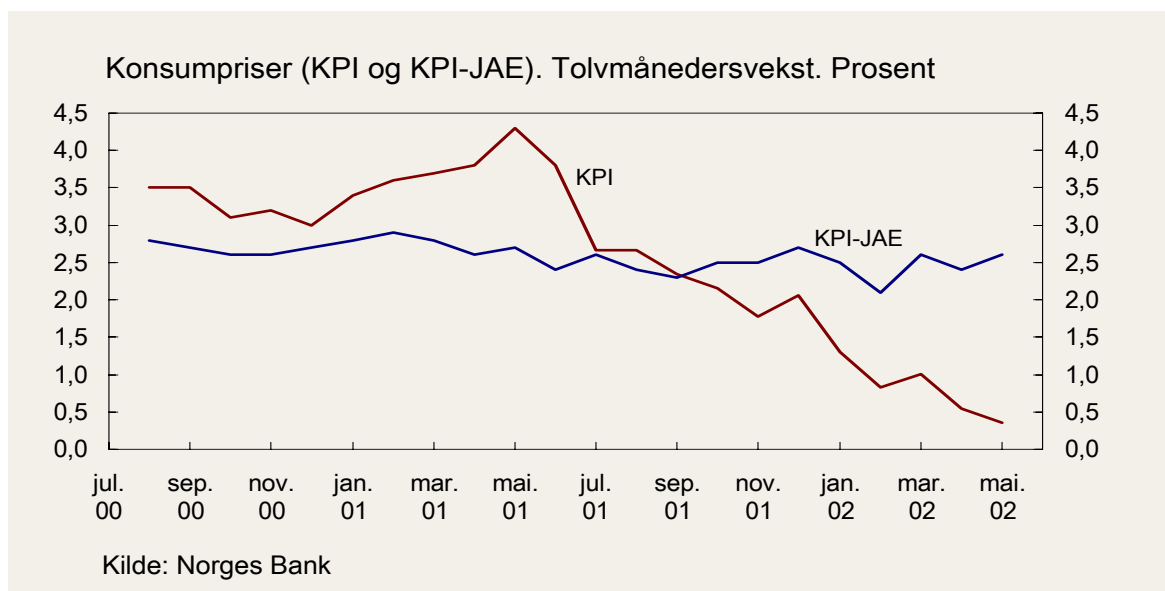
Tolvmånedersvekst i prosent		KPI	KPI-JAE ¹⁾	KPI-JA ²⁾	KPI-JE ³⁾	HKPI ⁴⁾	
1997		2,6				2,6	
1998		2,2				2,0	
1999		2,3				2,1	
2000		3,1			2,3	3,0	
2001		3,0	2,6	3,2	2,4	2,7	
2000	mai	2,8			2,1	2,9	
	jun	3,3			2,2	3,5	
	jul	3,3			2,3	3,3	
	aug	3,5	2,8	3,3	2,8	3,5	
	sep	3,5	2,7	3,3	2,6	3,6	
	okt	3,1	2,6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

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

2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

3) KPI-JE: KPI uten energivarer

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



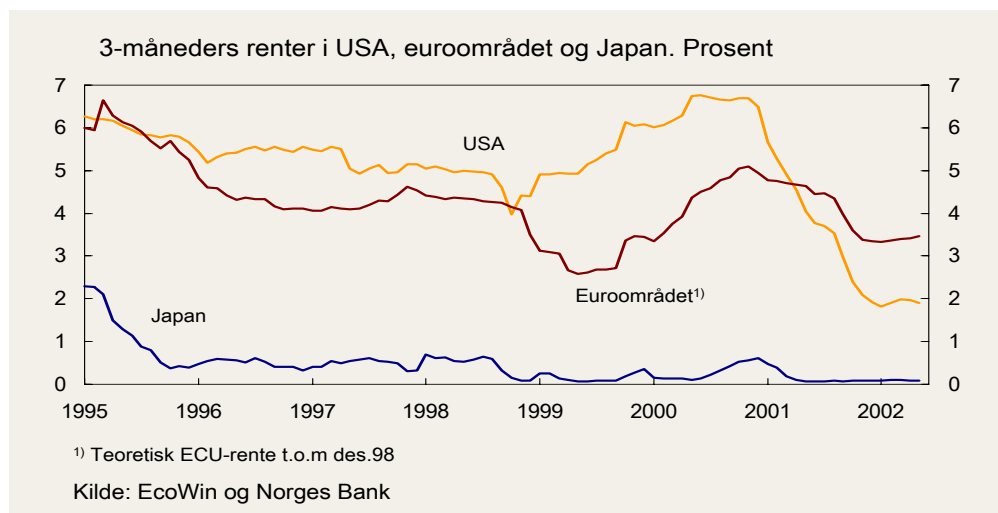
Tabell 6 Internasjonale renter

	Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet						Rente-differanse ²⁾ NOK/handels-partnerne	Statsobligasjons-renter ³⁾	
	USD	JPY	EUR	GBP	SEK	Handels-partn.		USA	Tyskland
1995	6,0	1,2		6,6	8,7	6,1	-0,7	6,7	6,9
1996	5,4	0,5		6,0	5,9	4,5	0,3	6,5	6,3
1997	5,2	0,5		6,8	4,2	4,1	-0,5	6,4	5,7
1998	4,8	0,5		7,3	4,2	4,2	1,5	5,3	4,6
1999	5,4	0,2	2,9	5,5	3,3	3,3	3,0	5,8	4,6
2000	6,5	0,3	4,4	6,1	4,0	4,4	2,2	6,1	5,3
2001	3,7	0,1	4,2	5,0	4,0	4,0	3,2	5,2	4,9
2000 nov	6,7	0,6	5,1	6,0	3,9	4,8	2,5	5,9	5,2
des	6,5	0,6	4,9	5,9	4,1	4,7	2,6	5,6	5,0
2001 jan	5,7	0,5	4,7	5,7	4,1	4,5	2,8	5,7	4,9
feb	5,3	0,4	4,7	5,7	4,0	4,5	2,7	5,6	4,9
mar	4,9	0,2	4,7	5,5	4,0	4,4	2,9	5,2	4,8
apr	4,6	0,1	4,7	5,3	4,0	4,3	3,1	5,2	4,9
mai	4,0	0,1	4,6	5,2	4,0	4,2	3,1	5,4	5,1
jun	3,8	0,1	4,4	5,2	4,3	4,1	3,2	5,3	5,1
jul	3,7	0,1	4,5	5,2	4,4	4,2	3,1	5,2	5,1
aug	3,5	0,1	4,3	4,9	4,3	4,1	3,1	5,1	4,9
sep	3,0	0,1	4,0	4,6	4,1	3,7	3,3	4,9	4,9
okt	2,4	0,1	3,6	4,4	3,8	3,4	3,5	4,6	4,7
nov	2,1	0,1	3,4	3,9	3,8	3,2	3,6	4,7	4,5
des	1,9	0,1	3,3	4,0	3,8	3,1	3,3	5,1	4,8
2002 jan	1,8	0,1	3,3	4,0	3,8	3,1	3,1	5,2	4,9
feb	1,9	0,1	3,3	4,0	3,9	3,2	3,3	5,0	5,0
mar	2,0	0,1	3,4	4,1	4,1	3,2	3,4	5,4	5,2
apr	1,9	0,1	3,4	4,1	4,3	3,3	3,4	5,3	5,2
mai	1,9	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,5	5,2	5,2
2002 31. mai	1,8	0,0	3,5	4,1	4,4	3,3	3,8	5,1	5,2
7. jun	1,8	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,7	5,1	5,2
14. jun	1,8	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,7	4,8	5,0
21. jun	1,8	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,7	4,8	5,1
27. jun	1,8	0,0	3,4	4,1	4,4	3,3	3,7	4,8	5,0

1) 3-måneders renter, gjennomsnitt av daglige noteringer

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

3) Statsobligasjonsrenter med gjenstående løpetid på 10 år. Gjennomsnitt av daglige noteringer



Tabell 7 BNP-vekst i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels-partnerne ¹⁾	Euro-landene ²⁾
1995	2,7	1,6	1,7	1,8	2,9	3,7	2,7	2,3
1996	3,6	3,5	0,8	1,1	2,6	1,1	2,2	1,5
1997	4,4	1,8	1,4	1,9	3,4	2,1	3,0	2,4
1998	4,3	-1,1	2,0	3,5	3,0	3,6	3,2	2,9
1999	4,1	0,7	1,8	3,0	2,1	4,5	3,1	2,6
2000	4,1	2,4	3,0	3,6	3,0	3,6	3,6	3,5
2001	1,2	-0,6	0,6	2,0	2,2	1,2	1,3	1,5
Anslag								
2002	2¾	-¼	¾	1	1½	1½	1½	1
2003	3½	¾	2¼	2¾	2¾	2¾	2¾	2¾
2004	3½	1½	2½	2¾	2½	2¾	2½	2½

1) Eksportvekter

2) Kjøpekraftskorrigerede BNP-vekter fra IMF

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 8 Konsumpriser i utlandet

Prosentvis vekst fra foregående år

	USA	Japan	Tyskland ¹⁾	Frankrike ¹⁾	UK ²⁾	Sverige	Handels-partnerne ³⁾	Euro-landene ⁴⁾
1995	2,8	-0,1	1,7	1,8	2,8	2,9	2,2	2,8
1996	3,0	0,1	1,2	2,1	2,9	0,8	1,8	2,4
1997	2,3	1,7	1,5	1,3	2,8	0,9	1,7	1,7
1998	1,6	0,7	0,6	0,7	2,7	0,4	1,3	1,4
1999	2,2	-0,3	0,6	0,6	2,3	0,3	1,3	1,2
2000	3,4	-0,7	2,1	1,8	2,1	1,3	2,3	2,4
2001	2,8	-0,7	2,4	1,8	2,1	2,6	2,5	2,6
Anslag								
2002	1½	-1	1¾	2	2¼	2½	2	2¼
2003	2¼	-½	1½	1¾	2½	2¼	2	2
2004	2½	0	1½	1½	2½	2	1¾	1¾

1) HICP

2) RPIX

3) Importvekter

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

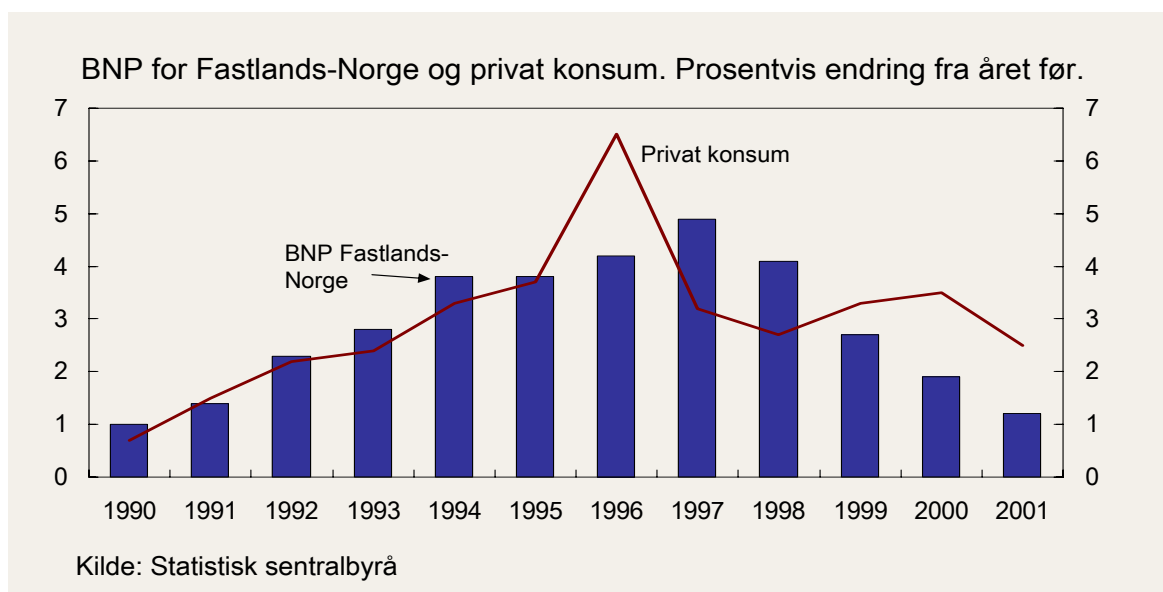
Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 9 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig kjøp av varer og tjenester	Private real-investeringer F-Norge	Olje-investeringer	Eksport fra F-Norge	Import
1995	3,8	3,7	1,5	15,7	0,9	3,2	5,7
1996	4,2	6,5	3,1	13,2	3,1	9,5	8,8
1997	4,9	3,2	2,5	9,8	17,6	9,7	12,4
1998	4,1	2,7	3,3	9,9	24,5	4,4	8,5
1999	2,7	3,3	3,2	-1,1	-17,4	3,2	-1,8
2000	1,9	3,5	1,2	6,1	-21,4	3,4	3,2
2001	1,2	2,5	2	0,7	-7,4	2,2	0
2001 ¹⁾ 1.kv.	0,6	1,4	0,9	1,0	7,0	-1,2	2,5
2.kv.	-0,3	1,2	0,8	1,9	1,2	0,2	-0,2
3.kv.	0,3	0,8	0,8	-5,0	6,3	-1,7	-1,8
4.kv.	0,8	-0,5	0,7	-0,4	-7,9	3,3	2,3
2002 1.kv.	1,1	1,2	2,0	-0,4	2,7	-2,9	-4,1
Nivå 2001, mrd kroner	1152	651	306	171	56	380	442

1) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Norges Bank



Tabell 10 Utviklingen i noen makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)			
	2001	2001	2002	2003	2004
Realøkonomi					
Privat konsum	651,5	2,5	4¼	4	3½
Offentlig konsum	306,1	2,0	1½	¾	2
Bruttoinvesteringer i alt	296,3	-7,7	½	4	0
- Oljevirkosomhet	56,2	-7,4	0	15	-5
- Fastlands-Norge	211,3	-0,3	¼	1	1¾
Bedrifter	115,5	-1,3	-3	1½	1¼
Boliger	55,7	5,1	4	2¾	2¼
Offentlig forvaltning	40,1	-4,3	6¾	-2	2
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	1168,9	1,8	3	2¾	3
Samlet innenlandsk etterspørsel ²⁾	1225,1	1,4	2¾	3¼	2½
Eksport	698,9	4,2	1½	1¾	1¼
- Råolje og naturgass	301,6	5,2	3	2½	¾
- Tradisjonelle varer	215,9	4,0	0	1	1
Import	441,9	0,0	3	4½	2
- Tradisjonelle varer	285,4	4,0	3	4½	2
BNP	1510,9	1,4	2¼	2¼	2¼
- Fastlands-Norge	1152,0	1,2	2	2¼	2½
Arbeidsmarkedet					
Sysselsetting		0,5	½	¼	½
Arbeidsstyrke, AKU		0,4	½	½	½
Registrerte ledige (rate)		2,7	3	3¼	3¼
AKU-ledighet (rate)		3,6	3¾	4	4
Priser og lønninger					
KPI		3	1	2¼	2¾
KPI-JAE ³⁾		2,6	2¼	2¼	2¾
Årslønn ⁴⁾		5½	5¾	5¾	5¾
Importpriser, konsumvarer ⁵⁾		0,6	-¾	-¾	½
Eksportpriser, tradisjonelle varer		-3,1	-8½	-2½	2½
Priser på brukte boliger ⁶⁾		4,5	7½	5½	5½
Utenriksøkonomi⁷⁾					
Eksportoverskudd, mrd. kroner (nivå)		257,0	210	180	155
Driftsoverskudd, mrd. kroner (nivå)		233,4	190	165	140
Driftsoverskudd, prosent av BNP		15,4	12	11	9
Memo					
Husholdningenes sparerate		4,6	5	5	5
Tekniske forutsetninger					
Norges Banks Foliorente (årlig gj.snitt) ⁸⁾		7,2	6,5	6,5	6,5
Importvektet valutakurs ⁹⁾		-3,0	-6,5	-1,1	0
Råoljepris i USD		24,4	23	22	20

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

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

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

4) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. For 2001 er kostnader i forbindelse med 2 ekstra feriedager inkludert.

5) Eksklusive direkte effekter av avgiftsendringer

6) ECONs boligprisindeks med Norges Banks vektsett

7) Løpende priser

8) Det legges til grunn uendret foilorente i hele fremskrivningsperioden

9) Årlig prosentvis endring. Positive tall betyr svekkelse av kronen. Den importvektede valutakursen omfatter 44 land. Beregningsteknisk forutsetning: uendret kurs fra gjennomsnittet siste tre måneder.

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

