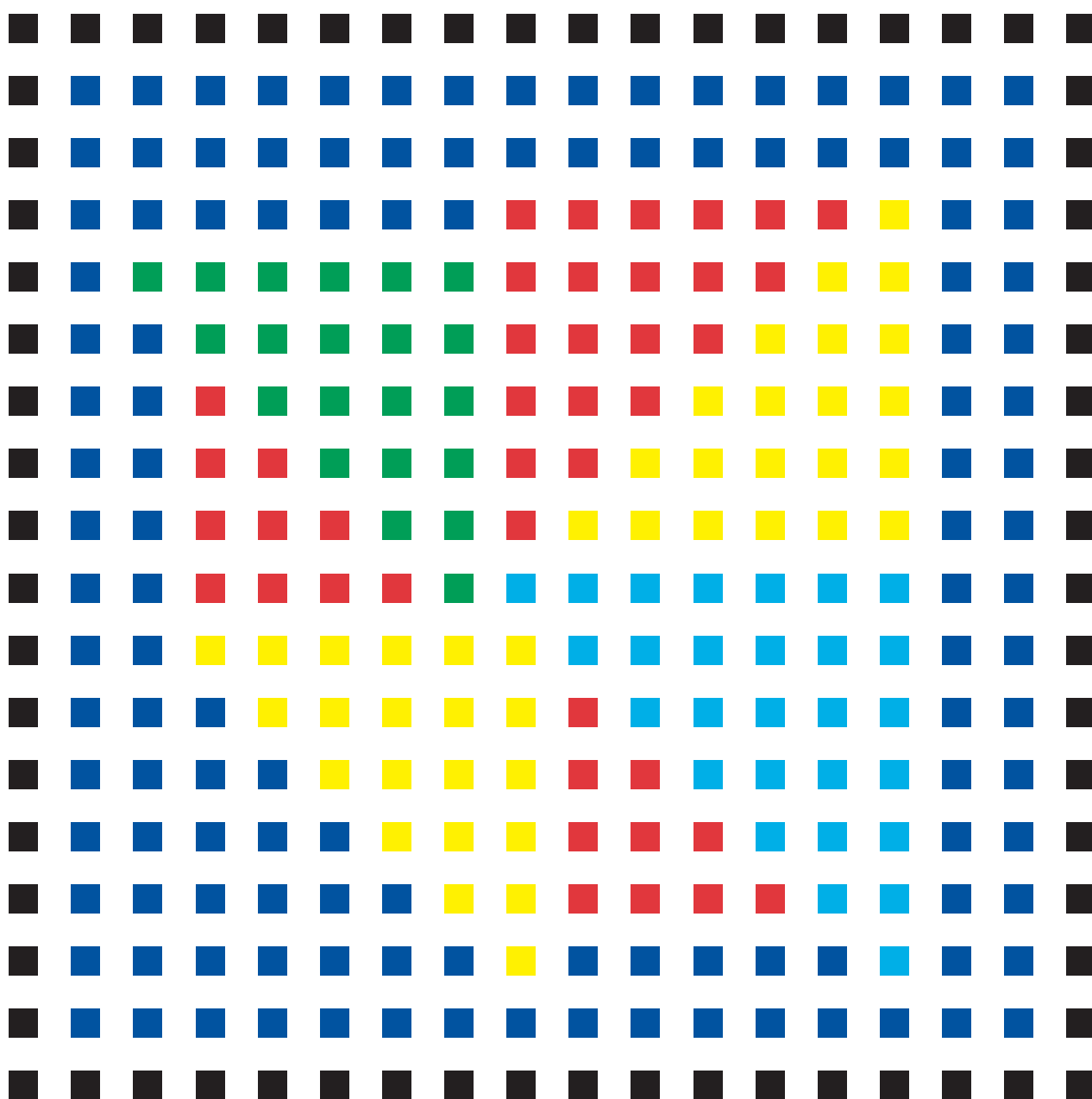


Inflasjonsrapport 1998/3



NORGES BANK



INNSTRAMMING – IKKE OM, MEN HVORDAN

*Leder til Norges Banks kvartalsskrift
Penger og Kreditt nr. 3/98*

**INFLASJONSRAPPORT FOR
TREDJE KVARTAL 1998**

(Rapporten trykkes også i Penger og Kreditt)



NORGES BANK

NORGES BANKS INFLASJONSRAPPORT

Etter sentralbankloven er Norges Bank pålagt en rådgivende funksjon på penge-, kreditt- og valutapolitikken område. Som utøvende myndighet skal Norges Bank blant annet sørge for stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Lav pris- og kostnadsvekst over tid, på linje med eller lavere enn handelspartnerne, er en forutsetning for en stabil kronekurs.

Inflasjonsrapporten gir en oversikt over utviklingen i priser og faktorer som påvirker pris- og kostnadsveksten. Den inneholder en bred gjennomgang av situasjonen i norsk økonomi og gir Norges Banks beste faglige skjønn på utviklingen i prisstigningen dette og kommende år. Sentralbanksjefen oppsummerer Norges Banks vurderinger av situasjonen i en leder foran rapporten.

Ifølge valutakursforskriften skal Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Retningslinjene gitt i regjeringens tilleggsproposisjon fra sist høst sier at «dersom presset på kronekursen skulle bli særlig sterkt i den ene eller annen retning, skal banken la kronekursen endre seg på kort sikt». Kronekursen har den siste måneden vært svakere enn det valutakursforskriften definerer som utgangsleiet. Valutakursforskriften sier at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet». Virkemidlene i pengepolitikken har nå en slik innretning.

Det ligger i utformingen av disse retningslinjene en erkjennelse av at Norge, blant annet på grunn av vår økonomiske struktur, fra tid til annen vil oppleve midlertidige avvik fra utgangsleiet for valutakursen. De reaksjonene vi har sett i penge- og valutamarkedene har delvis sammenheng med internasjonale forhold, blant annet fallet i oljeprisen og de finansielle krisene i Asia og Russland. Det er imidlertid også klart at noe av årsaken til problemene vi nå står oppe i, er at vi for lenge har unnlatt å ta hensyn til risikoen for økende pris- og lønnsvekst.

Ut fra den økonomiske utviklingen som skisseres i denne rapporten, er det ikke

grunn til å anta at presset i norsk økonomi - med blant annet tiltakende pris- og kostnadsvekst - vil forsvinne av seg selv i løpet av kort tid. Det betyr at det er nødvendig å korrigere situasjonen gjennom en aktiv økonomisk politikk nå. I en egen ramme i rapporten er det antydning hvordan en gunstigere utvikling kan bli satt i gang.

Det er usikkert hvor sterk effekten av en innstramming i finanspolitikken vil bli i finansmarkedene, og hvilke muligheter det eventuelt vil åpne for en lettere pengepolitikk. Det er mulig at dagens kronekurs og markedsrenter allerede reflekterer forventninger i markedet om en viss innstramming i finanspolitikken. I så fall vil et eventuelt fravær av en slik innstramming gjøre pengepolitikken desto vanskeligere å gjennomføre. Det er all grunn til å tro at en innstramming av den økonomiske politikken uansett er nødvendig. Spørsmålet blir dermed ikke om, men hvordan denne innstrammingen skal foretas.

De forhold som har sitt opphav internasjonalt, kan ikke stoppes ved grensen, men vi kan legge om vår politikk med sikte på å redusere virkningene av dem. Våre mer hjemmegjorte problemer kan vi i alle fall ta tak i, først og fremst gjennom endringer i finanspolitikken.

Kjell Storvik

1 SAMMENDRAG

2 NYTT SIDEN SIST

- 2.1 Prisutviklingen
- 2.2 Valutakurs, renter og monetære størrelser

3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

- 3.1 Norges Banks inflasjonsanslag
- 3.2 Inflasjonsforventninger
- 3.3 Usikkerhet i inflasjonsbildet

4 KONJUNKTURUTVIKLINGEN

- 4.1 Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen
- 4.2 Internasjonale rammebetingelser og utenriks-økonomien
- 4.3 Arbeidsmarkedet
- 4.4 Lønnsutviklingen
- 4.5 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Utdyping

- Virkninger av sterkere kronekurs og en annen politikksammensetning
- Virkninger av sterkere kronekurs
- Virkninger av en renteøkning

Redaksjonen avsluttet 17. september 1998

1 SAMMENDRAG

Prisveksten anslås til i underkant av $2\frac{1}{2}$ prosent i år og $3\frac{1}{4}$ prosent neste år. Den underliggende prisveksten - som korrigerer for virkningene av avgiftsendringer og utviklingen i strømprisen - anslås til henholdsvis $2\frac{1}{4}$ prosent og $3\frac{1}{4}$ prosent i år og neste år. Anslagene for neste år er oppjustert fra forrige inflasjonsrapport.

I de siste rapportene har vi sett for oss en utvikling hvor de ledige ressursene i arbeidsmarkedet var i ferd med å bli uttømt, noe som ville bremse den økonomiske veksten fra årtusenskiftet. I lys av blant annet utviklingen internasjonalt og økningen i renten venter vi nå at også etterspørselsveksten avdempes og at veksten i BNP avtar neste år. Det ligger imidlertid ikke i utgangspunktet an til et markert omslag allerede i 1999.

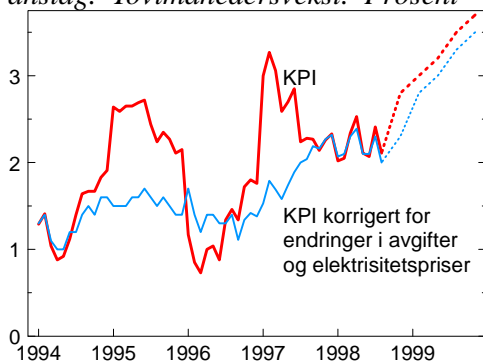
Det er betydelig risiko for at vi etter hvert vil stå overfor en situasjon der inflasjonen blir vesentlig høyere enn hos våre handelspartnere. I så fall er det mulig å tenke seg en utvikling der pris- og lønnsveksten blir et dominerende problem, samtidig som den økonomiske veksten avtar.

Kronekursen har de siste ukene vært svakere enn sitt utgangsleie, slik dette er definert i kursforskriften, og virkemidlene i pengepolitikken er innrettet med sikte på etter hvert å bringe kursen tilbake til utgangsleiet. Anslagene i denne rapporten er imidlertid som vanlig basert på at pengemarkedsrenten og valutakursen fremføres på et nivå tilsvarende gjennomsnittet siste måned. Dette er rent tekniske forutsetninger som ikke reflekterer intensjonen i pengepolitikken. Årsaken til at slike forutsetninger likevel er lagt til grunn, er at anslagene i inflasjonsrapportene er ment å illustrere konsekvensene av den til enhver tid eksisterende situasjon i økonomien.

I en egen ramme har vi belyst et skiftalternativ der intensjonene i pengepolitikken reflekteres ved en styrking av kronen. Samtidig legger vi i denne rammen til grunn en finanspolitisk innstramming i størrelsesorden $1\frac{1}{2}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge og lavere rente. Sammenliknet med referansebanen vil en slik politikksammensetning bidra til lavere lønns- og prisvekst og en mer balansert økonomisk utvikling i 1999 og 2000. Dette gir i neste omgang grunnlag for et mindre kraftig omslag, og et bedre fundament for økonomisk vekst i årene etter årtusenskiftet.

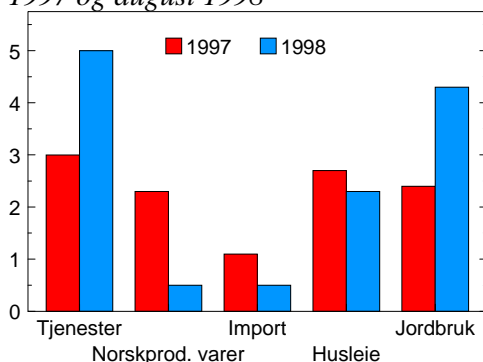
Vi vil understreke at det er betydelig usikkerhet knyttet til reaksjonene i valutamarkedet på en eventuell finanspolitisk innstramming. Anslagene i skiftalternativet bygger således på forutsetninger om sammenhenger mellom finanspolitikken og penge- og valutapolitikken som er usikre og ustabile, og som vanskelig kan kvantifiseres. Dette skiftalternativet er ment å illustrere et mulig forløp basert på at en slik innstramming bidrar til økt tillit til norsk økonomisk politikk, slik at inflasjonsforventningene avtar, og behovet for å opprettholde en høy rentedifferanse mot utlandet av hensyn til kronekursen reduseres.

Figur 2.1 Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Historiske tall og anslag. Tolv månedersvekst. Prosent



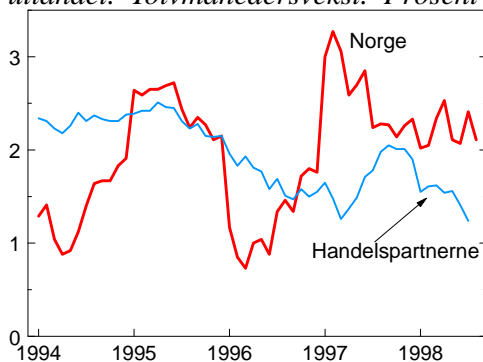
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Prisvekst pr. leveringssektor siste tolv måneder. August 1997 og august 1998



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.3 Konsumprisene i Norge og i utlandet. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

2.1 Prisutviklingen

Prisveksten har vært moderat de siste månedene

De siste månedene har fallende strømpriser og lave bensinpriser bidratt til at den totale prisveksten har vært moderat, og noe lavere enn forventet. Både sist vinter og i sommer har det dessuten vært en tendens til at det tradisjonelle sesongsalget har vært mer omfattende enn vanlig, noe som har trukket prisveksten ned. I august økte konsumprisindeksen med 2,1 prosent. Den underliggende prisveksten - som korrigerer for utviklingen i avgifter og strømpriser - har også økt mindre enn forventet, og var 2,0 prosent i august. Det er svært stor spredning i prisveksten mellom ulike konsumgrupper og fra de forskjellige leveringssektorene. Prisutviklingen på tjenester og matvarer har fortsatt å trekke prisveksten opp, mens prisene på øvrige innenlandske varer og import viser lav vekst.

Den EU-harmoniserte indeksen, som justerer de nasjonale prisindeksene for ulike beregningsmetoder, viser at prisveksten var 2,0 prosent i august. Gjennomsnittet for EU-landene var 1,5 prosent i juli.

2.2 Valutakurs, renter og monetære størrelser

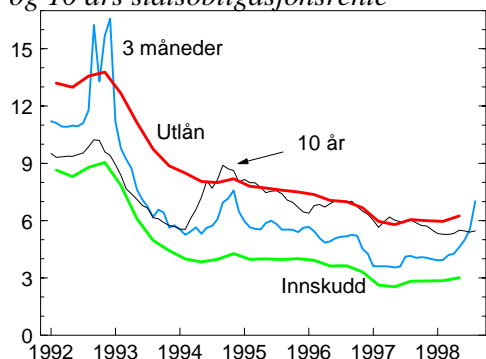
Kraftig oppgang i rentene

De norske pengemarkedsrentene har økt betydelig siden forrige inflasjonsrapport. Den effektive tremånedersrenten har steget med 3,7 prosentpoeng og var 16. september 8,5 prosent. Differansen overfor ECU-renten har kommet opp på nivået fra årsskiftet 1992-93. Pengemarkedsrentene for lån med lengre løpetid enn tre måneder ligger imidlertid noe lavere enn tremånedersrenten. Dette kan tyde på at aktørene venter en viss rentenedgang i tiden fremover. I Europa har utviklingen i pengemarkedsrentene vært nokså stabil og preget av fortsatt konvergens fram mot starten av tredje fase av ØMU.

Mens de langsiktige rentene i Norge har vist en svak oppgang, har rentene i Europa gått markert ned. Fallet har vært størst i Tyskland, hvor den langsiktige statsobligasjonsrenten for første gang har falt under 4 prosent. Også i USA har det vært et kraftig rentefall. Uro i det internasjonale penge- og valutamarkedet har samtidig ført til at differansen mellom tyske og øvrige europeiske renter har økt. Dette har trolig sammenheng med økt etterspørsel etter antatt trygge investeringsobjekter blant annet som følge av den ustabile situasjonen i Asia og Russland. Samtidig har børsindeksene falt med 15-25 prosent siden juli.

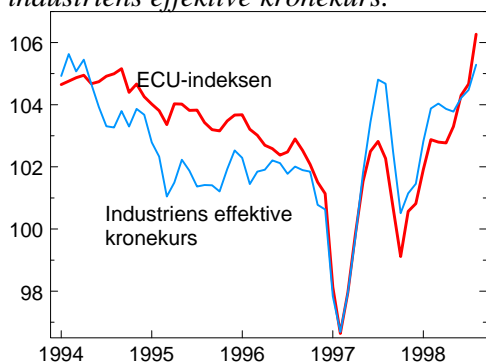
Den norske avkastningskurven har nå negativ helning, også i området for relativt korte løpetider. En negativ hel-

Figur 2.4 Renteutviklingen i Norge. Bankenes gjennomsnittlige innskudds- og utlånsrente, 3 mnd. eurokronerente og 10 års statsobligasjonsrente



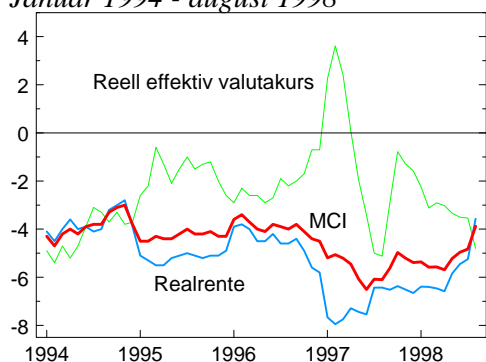
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 ECU-indeksen og industriens effektive kronkurs.



Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Norges Banks monetære indeks (MCI) og underkomponenter. Januar 1994 - august 1998



Ved aggregering er realrente gitt vekt 3/4 og reell effektiv valutakurs vekt 1/4.

Kilde: Norges Bank

ning på avkastningskurven kan, i tillegg til rene renteforventninger, også være en indikasjon på at markedsaktørene forventer et økonomisk omslag.

Renteutviklingen gjenspeiler forholdene i valutamarke- det. Kronkursen målt mot ECU-indeksen har svekket seg med 4,3 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Målt mot konkurransekursindeksen har imidlertid kronen svekket seg noe mindre.

Veksten i innenlandsk kreditt (K2) har flatet ut de siste månedene, men kreditttilførselen ligger fortsatt på et høyt nivå. Dette kan være et tegn på at veksten i innenlandsk etterspørsel er avdempet. Bankenes utlånsvekst har avtatt siden mars, mens utlånsveksten i finansieringsselskapene øker fortsatt. Fram til juni var kredittveksten sterkest til foretakssektoren, noe som trolig har sammenheng med høy vekst i realinvesteringene.

Veksten i pengemengden (M2) viste en topp i mai, men avtok gjennom de to påfølgende månedene. I juli var tolv- månedersveksten 7,2 prosent. Pengemengdeveksten hittil i år har likevel vært betydelig høyere enn i samme periode i fjor. Dette har i første rekke sammenheng med at staten har hatt lavere overskudd på sine inn- og utbetalinger og dermed trukket inn mindre likviditet fra publikum enn i fjor.

Norges Banks monetære indeks (MCI) sammenfatter virkningen av realkurs- og realrenteendringer på innen- landsk etterspørsel. En økning i indeksen indikerer at rente- og valutakursforholdene virker i mer kontraktiv retning på økonomien. Målt ved MCI er pengepolitikken noe mer kontraktiv enn ved forrige inflasjonsrapport. MCI avviker likevel ikke vesentlig fra det gjennomsnittlige nivået siden 1994. Imidlertid har sammensetningen av komponentene endret seg betydelig siden forrige rapport. Svekket kurs vil isolert sett og på kort sikt bedre konkurranseevnen og dermed virke ekspansivt på økonomien. Dette er imidlertid blitt motvirket gjennom økte renter som medfører høyere renteutgifter for de fleste husholdninger og som vil kunne gi negative formueseffekter knyttet til fall i boligpriser og aksjekurser.

Virkninger av sterkere kronkurs og en annen politikksammensetning

Siden forrige inflasjonsrapport er kronekursen blitt svekket. Etter å ha ligget i gjennomsnitt rundt 104,7 i juli, var ECU-indeksen den 17. september 108,9. Valutakursforskriften som ble fastsatt i mai 1994, definerer Norges Banks mandat i utøvelsen av penge- og valutapolitikken. Det heter i forskriften blant annet at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet». Etter økningen av folio- og dagslånsrenten med 1 prosentpoeng den 24. august til henholdsvis 8 og 10 prosent, har virkemidlene nå fått en slik innretning.

I referansebanen i denne inflasjonsrapporten er det som en teknisk forutsetning lagt til grunn en videreføring av den effektive kronkursen og renten på nivå med gjennomsnittet for siste måned. Dette er beregnings-tekniske forutsetninger som ikke reflekterer intensjonene i penge- og valutapolitikken, slik disse er fastlagt ut fra de pengepolitiske retningslinjene. Denne rammen illustrerer et annet forløp for norsk økonomi, hvor vi har gjort følgende endringer i forutsetningene:

- Finanspolitikken strammes inn med til sammen 1½ prosent av BNP i 1999, eller om lag 15 milliarder kroner. Innstrammingen er beregningsmessig fordelt på offentlig kjøp av varer og tjenester samt stønader til privat sektor.
- Valutakursen appresierer med 4 prosent i forhold til dagens nivå i første kvartal 1999. Med en slik appresiering vil kronkursen komme tilbake i utgangsleiet.
- Pengemarkedsrenten blir 2 prosentpoeng lavere enn i dag fra første kvartal 1999. Dette svarer om lag til markedets implisitte forventede rente på 9-12 måneders sikt.

Dette forløpet reflekterer intensjonene i penge- og valutapolitikken, ved at kronkursen styrkes fra dagens nivå. Samtidig bygger

det på forutsetninger om sammenhenger mellom finanspolitikken og pengepolitikken som vanskelig kan kvantifiseres. Doseringen av de enkelte endringene er således her fastlagt skjønnsmessig. Alternativet er ment å illustrere et mulig forløp, der en endrer politikksammensetningen i retning av å legge en større del av innstrammingen over på finanspolitikken. Ut fra de forventninger som nå kan observeres i markedet, synes det å være rimelig grunn til å anta at en slik utvikling må baseres på at en gjennom en finanspolitisk innstramming lykkes i å redusere forventningene om fremtidig inflasjon, slik at tilliten til kronen kan bedres på en annen måte enn gjennom et høyt rentenivå. Det kan i denne sammenheng være rimelig å legge til grunn at politikkinnretningen samlet sett må være mer kontraktiv enn i referansebanen i denne rapporten. Forutsetningene i denne rammen er derfor basert på at finanspolitikken mer enn motvirker det forutsatte fallet i renten.

I tabellen nedenfor har vi angitt utviklingen i den alternative banen sammenliknet med referansebanen. Ettersom det tar noe tid før virkninger av renteendringer og finanspolitikk får full effekt, har vi også angitt anslag for 2000. Disse anslagene må oppfattes illustrasjonsmessig, og de har ikke vært gjenstand for en like grundig vurdering som anslagene for årene 1998 og 1999.

Rentenedgangen vil gi rom for noe høyere vekst i privat etterspørsel enn i referansebanen. Innstrammingen i offentlig kjøp av varer og tjenester vil likevel bidra til at etterspørselen og produksjonen i Fastlands-Norge blir noe lavere enn i referansebanen. Også utviklingen i arbeidsmarkedet påvirkes. Sysselsettingen flater ut i begynnelsen av neste år og begynner å falle fram mot århundredskiftet og inn i 2000.

Den største forskjellen fra referansebanen ligger i det nominelle forløpet. Gjennomslaget fra valutakurs til konsumpriser tar imidlertid noe tid, blant annet fordi importørene erfaringsmessig lar svingninger i importpri-

sene slå ut i sine marginer, og fordi mange bedrifter avtaler priser lang tid i forveien. Ifølge RIMINI-modellen vil om lag 25 prosent av valutakurseffekten ha slått igjennom på konsumprisene etter to år. Jo sterkere appresieringen blir, desto større blir virkningen på lønns- og prisveksten. Sammen med den finanspolitiske innstrammingen vil appresieringen av kronen bidra til en mer moderat lønns- og prisutvikling enn i referansebanen. Konsumprisveksten blir liggende omkring 2¾ prosent de to neste årene. For 1999 er dette ¼ prosentpoeng lavere enn anslaget i forrige inflasjonsrapport og ½ prosentpoeng lavere enn i referansebanen i denne rapporten. Modellberegningene tilsier samtidig at lønnsveksten blir 6 prosent i 1999 og 4¾ prosent i 2000. Dette innebærer at lønnsveksten raskere bringes ned mot handelspartnerens nivå, slik at vi får et bedre utgangspunkt for stabil vekst i norsk økonomi sammenliknet med referansebanen.

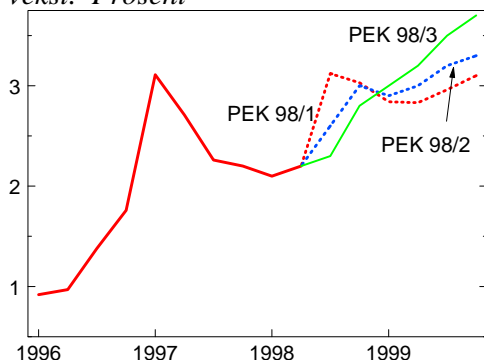
Tabell. Vekst fra året før.

	Den alternative banen (referansebanen i parentes)	
	1999	2000*
Rentenivå (3 mnd)	6 (8)	6 (8)
Endring i statens olje-, rente-, og aktivitetskorrigerede over- skudd (prosent av BNP)**)	1½ (¼)	¼ (¼)
Konsumpriser	2¾ (3¼)	2¾ (3½)
Lønnsvekst	6 (6½)	4¾ (5¾)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	0 (¼)	¼ (0)
BNP Fastlands-Norge	¾ (1¼)	¼ (¼)
Sysselsetting	¼ (1)	-¼ (0)

*) Referansebanen i denne rapporten stopper i 1999. Anslagene for 2000 er basert på en modellbestemt teknisk videreføring av referansebanen.

***) Anslagene er illustrasjonsmessige og bygger på forenklete forutsetninger om innretningen av finanspolitikken. Det er ikke tatt stilling til enkeltelementer i statsbudsjettet. Beregningsteknisk er innstrammingen jevnt fordelt mellom offentlig konsum, investeringer og stønader til private.

Figur 3.1 Anslag på konsumprisveksten nå og tidligere. Tolv måneders vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3.1 Konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	1997	1998	1999
USA	2,3	1 ¾	2 ½
Japan	1,7	½	0
Tyskland	1,8	1 ¼	1 ½
Storbritannia	2,8	2 ¾	2 ¾
Sverige	0,5	½	1
Finland	1,2	2	2 ¼
Danmark	2,2	2	2 ½
Norges handelspartnere	1,7	1 ½	1 ¾
EU-12-landene ¹⁾	1,9	1 ¾	2

¹⁾ Sammenveiet med vektene i ECU-indeksen

Kilde: OECD og Norges Bank

3.1 Norges Banks inflasjonsanslag

Vi anslår prisveksten til i underkant av 2½ prosent i år, det samme som i forrige rapport. For neste år har vi oppjustert anslaget til 3¼ prosent. Oppjusteringen kan tilskrives svekkelsen av valutakursen siste måned, som vi rent teknisk har videreført ut prognoseperioden. Dette reflekterer ikke intensjonen i penge- og valutapolitikken. Den underliggende prisveksten, som korrigerer for prisimpulsen fra avgifter og strømpriser, anslås til 2¼ prosent inneværende år og 3¼ prosent i 1999. For anslaget neste år legger vi til grunn at avgiftene vil øke i takt med den generelle prisveksten og dermed ikke gir noe selvstendig bidrag til økt inflasjon.

Lav prisvekst internasjonalt

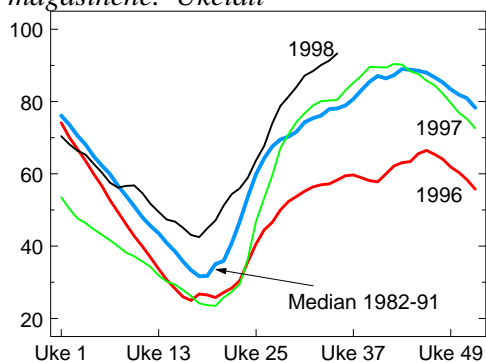
Den økonomiske veksten hos våre tradisjonelle handelspartnere anslås å bli noe lavere enn i forrige inflasjonsrapport, og usikkerheten om den internasjonale utviklingen har økt betydelig. Prisfallet i internasjonale råvaremarkeder har fortsatt og sammen med fallende importpriser bidratt til avtakende prisvekst hos våre handelspartnere. Vi har trolig ennå ikke sett de fulle prisvirkningene av fjorårets valutakrise i Asia, noe som peker i retning av billig eksport fra disse landene fremover. Dette vil sannsynligvis bidra til ytterligere demping i prisveksten hos våre tradisjonelle handelspartnere. Vi venter derfor at prisene på de varene vi importerer vil falle inneværende år og være uendret neste år, regnet i utenlandsk valuta.

Den importveide kronkursindeksen har vist en noe mindre svekkelse enn ECU-indeksen. Siden juni har svekkelsen vært 3,0 prosent. Vi legger som vanlig til grunn at det gjennomsnittlige kursnivået siste måned videreføres ut prognoseperioden. Forutsetningen om uendret valutakurs er rent beregningsteknisk og reflekterer ikke intensjonen i penge- og valutapolitikken. Denne forutsetningen innebærer en depresiering av den importveide kronkursen på 4,3 prosent inneværende år og 2,2 prosent neste år. Det følger av valutakursforutsetningen at impulsen fra importprisene fremover i sum blir høyere enn vi tidligere har lagt til grunn.

Fortsatt sterk lønnsvekst

Lønnsveksten inneværende år anslås til 6 prosent. Neste år venter vi at veksten i sysselsettingen og fallet i ledigheten blir noe mindre enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Dette vil kunne bidra til noe lavere lønnsvekst enn vi anslo sist, men arbeidsmarkedet forventes fortsatt å bli meget stramt. Foreløpig er lavere priser på mange norske eksportvarer og høyere kapitalkostnader for bedrifter som har lånefinansiert

Figur 3.2 Fyllingsgrad i vannmagasinene. Uketall



Kilde: Statistisk sentralbyrå

seg innenlands blitt motvirket av svakere kronkurs. Dette vil opprettholde lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor på kort sikt. Basert på det erfaringsgrunnlaget som er nedfelt i RIMINI-modellen anslås lønnsveksten til 6½ prosent neste år, ¼ prosentpoeng lavere enn anslaget i juni-rapporten. Anslaget er basert på vår tekniske forutsetning om en videreføring av valutakursen, som ikke reflekterer intensjonen i pengepolitikken.

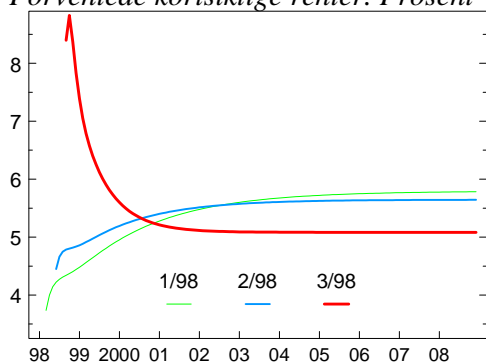
Strømprisene avspeiler nedbør og sesong

Den nedbørsrike sommeren har ført til svært høy fyllingsgrad i vannmagasinene og strømprisene har fortsatt å falle gjennom sommeren. Produksjonen av strøm har så langt i år vært relativt lav, mens forbruket på sin side er det høyeste som er registrert. Avviket mellom forbruk og produksjon har blitt dekket av høy import. De neste månedene venter vi en sesongmessig oppgang i prisene, men for 1998 under ett antas strømprisen å falle med 6-7 prosent fra året før. Fra årsskiftet legger vi til grunn at strømprisen vil fortsette å vise sesongmessige variasjoner, men i gjennomsnitt over året øke på linje med konsumprisveksten generelt.

Husleiene vil øke noe sterkere

De siste månedene har husleiene økt noe svakere enn antatt. Som følge av renteoppgangen venter vi at husleiene etter hvert vil vise noe sterkere vekst, men i gjennomsnitt ikke øke mer enn den gjennomsnittlige prisveksten neste år.

Figur 3.3 Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter. Prosent



Kilde: Norges Bank

3.2 Inflasjonsforventninger

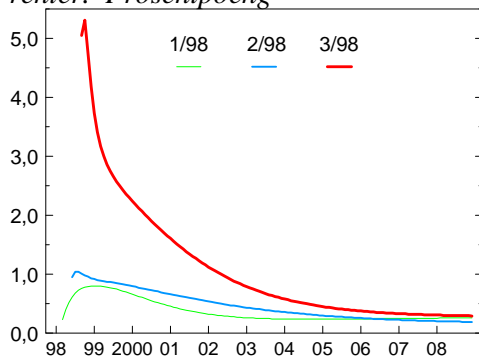
Forventninger om høyere inflasjon

Tallet på bedrifter som venter høyere priser er om lag det samme som i forrige inflasjonsrapport. Ifølge det siste konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå oppgav 57 prosent av bedriftene at de venter prisøkning i tredje kvartal i år for produkter levert til hjemmemarkedet.

Markedets forventninger om fremtidige kortsiktige renter avspeiles i terminrentekurven i penge- og obligasjonsmarkedet. Terminrenter kan - under visse forutsetninger - ses som summen av forventet realrente og forventet fremtidig inflasjon, pluss en eventuell risikopremie. På helt kort sikt reflekterer de sannsynligvis forventet utvikling i Norges Banks styringsrenter, men på noe lengre sikt kan trolig endringer i terminrentene si noe om endringer i inflasjonsforventningene.

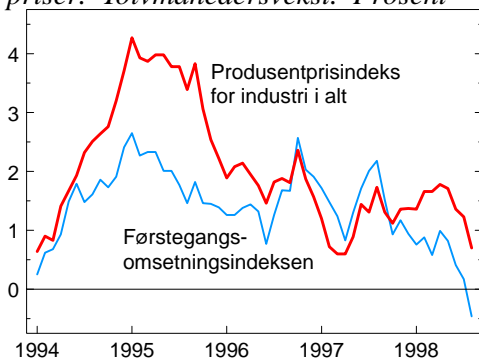
Figur 3.3 viser at terminrentene for de to nærmeste årene ligger til dels vesentlig over nivået fra forrige rapport, men er noe lavere for årene deretter. Lavere terminrenter på lengre sikt skyldes trolig ikke reduserte inflasjonsforventninger, men er snarere en følge av at de langsiktige obligasjonsrentene internasjonalt har falt kraftig. Dette kan tolkes

Figur 3.4 *Differansen mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter. Prosentpoeng*



Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 *Engros- og produsentpriser. Tolv måneders vekst. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

som at realrenten internasjonalt har falt og at dette også har påvirket norske renter.

Denne tolkningen støttes av figur 3.4 som viser terminrentedifferansen overfor Tyskland samt endringen siden forrige inflasjonsrapport. På helt kort sikt faller kurven kraftig, noe som trolig reflekterer forventninger om redusert differanse mellom norske og tyske styringsrenter. På noe lengre sikt er det grunn til å tro at aktørene forventer om lag den samme realrenten i Norge og Tyskland slik at differansen gjenspeiler forventet inflasjonsforskjell pluss en risikopremie. I lys av dette kan den økte differansen på to til fem års sikt tolkes som at inflasjonsforventningene relativt til Tyskland har økt noe siden forrige rapport. Forventninger om høyere relativ inflasjon de kommende årene kan ses i sammenheng med den foreløpige svekkelsen av kronkursen og økt usikkerhet om finanspolitikken fremover. I tillegg kan den stadig lavere inflasjonstakten i Tyskland og økt tiltro til pristabilitet i euro-området ha bidratt til å øke de relative inflasjonsforventningene for Norge.

Den høyere terminrentedifferansen trenger imidlertid ikke nødvendigvis å reflektere forventninger om høyere inflasjon i Norge relativt til euro-området. Høyere terminrenter kan også ha sammenheng med økt risikopremie på norske kroner. Den kraftige uroen i finansmarkedene, med børsfall og valutauro i en rekke land, har ført til at markedsaktørene er blitt mindre villige til å ta risiko. For å plassere i små markeder som det norske krever aktørene dermed en høyere forventet avkastning, det vil si høyere risikopremie. Dette kommer til uttrykk gjennom høyere obligasjonsrenter i Norge relativt til store land som Tyskland og USA.

Informasjon om den fremtidige konsumprisveksten finner vi også i prisutviklingen på produsent- og engrosleddet. Industriens produsentpriser har vist en moderat utvikling det siste året fram til august med en prisvekst på 0,7 prosent, jf. figur 3.5. Produsentprisene reflekterer blant annet råvareprisutviklingen. De siste månedene har veksten i engrosprisene vært lav. I august falt disse prisene med knapt 0,5 prosent sammenliknet med samme måned i fjor.

Norges Bank samler inn inflasjonsanslag fra 10 private institusjoner. I gjennomsnitt forventer disse institusjonene en prisvekst på 2,4 prosent i 1998 og 3,3 prosent i 1999, jf. tabell 3.2. Samlet sett antyder indikatorene ovenfor at aktørene i markedet venter tiltakende prisvekst neste år.

3.3 Usikkerhet i inflasjonsbildet

De siste ukenes turbulens i valuta og finansmarkedene har bidratt til å øke usikkerheten i våre anslag betydelig. Anslagene for den økonomiske utviklingen er basert på erfaringsgrunnlaget som ligger nedfelt i vår makroøkonomiske modell RIMINI, og er blant annet betinget av en rekke forutsetninger vi gjør om størrelser som ikke bestemmes i modellen. Dette gjelder i første rekke rent beregningstekniske

Tabell 3.2 Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1998 og 1999¹⁾. Prosentvis endring fra året før

	1998	1999
Finansdepartementet	2,6	-
Statistisk sentralbyrå	2,5	3,6
OECD ²⁾	2,5	2,9
IMF	2,5	-
Norges Bank	2½	3¼
Private institusjoner ³⁾		
høyeste anslag	2,6	3,6
gjennomsnitt	2,4	3,3
laveste anslag	2,2	3,0

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Konsumdeflator

³⁾ Basert på anslag fra 10 private institusjoner

forutsetninger om rente og valutakurs, finanspolitikken, oljeinvesteringene og etterspørsels- og prisimpulsen fra utlandet. En utvikling i disse størrelsene som avviker vesentlig fra det vi har lagt til grunn, vil kunne gi et annet forløp enn våre anslag skisserer.

Det er flere forhold som kan bidra til at prisveksten neste år kan bli høyere enn vi anslår:

- Vi har lagt til grunn at avgiftsopplegget for 1999 ikke vil gi noe selvstendig bidrag til prisveksten. Erfaringsmessig har avgiftene økt mer enn den generelle prisveksten. En finanspolitisk innstramming gjennom økte avgifter vil raskt trekke prisveksten opp neste år.
- Lønnsveksten kan bli høyere enn anslått. Både veksten i ubesatte stillinger og utviklingen i forholdet mellom antall ledige og ubesatte stillinger tyder på at det blir stadig vanskeligere å finne kvalifisert arbeidskraft. Dette kan være en indikasjon på at presset i arbeidsmarkedet er høyere enn tallet på ledige isolert sett tilsier.
- Veksten i husleiene kan bli sterkere enn vi har lagt til grunn. Om lag 2/3 av husleieindeksen omfatter borettslag, og gjennomslaget av renteøkningen vil både avhenge av omfanget av fastrentelån i Husbanken og hvor raskt borettslagene vedtar å øke husleiene. En nedgang i bruktboligprisene trekker imidlertid i motsatt retning.

Det er også forhold som kan bidra til at prisveksten fremover blir lavere enn vi anslår:

- Dersom krisen i Asia forplanter seg til andre regioner, kan fallet i råvareprisene fortsette og prisveksten internasjonalt bli enda svakere enn vi har lagt til grunn.
- Den tekniske forutsetningen om valutakursen reflekterer ikke intensjonen i pengepolitikken. En sterkere valutakurs enn vi har lagt til grunn vil gi lavere impulser til pris- og lønnsveksten neste år.

Virkninger av en sterkere kronekurs

I referansebanen i denne inflasjonsrapporten er det som en teknisk forutsetning lagt til grunn en effektiv kronekurs lik gjennomsnittet siste måned. Denne forutsetningen reflekterer ikke intensjonene i penge- og valutapolitikken. I denne rammen ser vi på virkninger av en sterkere kronekurs, basert på en virkningsberegning på vår makroøkonomiske modell RIMINI. Vi legger her til grunn at industriens effektive valutakurs appresierer med 4 prosent i første kvartal i 1999 i forhold til dagens nivå uten at det gjøres endringer i de andre forutsetningene. Dette innebærer at industriens effektive kronekurs om lag kommer tilbake på gjennomsnittsnivået fra første halvår i år, og at kronekursen kommer tilbake i utgangsløpet, slik dette er definert i valutakursforskriften. Beregningene indikerer at den realøkonomiske utviklingen på kort sikt i liten grad blir påvir-

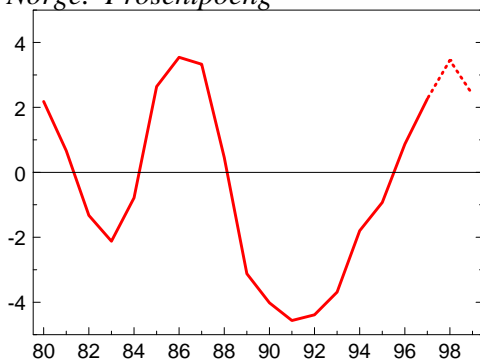
ket av ulike forutsetninger om valutakursen. Samlet antyder beregningene et fall i BNP for Fastlands-Norge på knappe 0,1 prosentpoeng i 1999 som følge av kronestyrkelsen. Sysselsetningsveksten reduseres i samme størrelsesorden. Det er i første rekke det nominelle forløpet som endres. En varig styrking av kronekursen vil først og fremst slå ut i lavere importpriser og lavere konsumpriser. Dette kan imidlertid ta noe tid. Basert på skiftberegninger på vår makroøkonomiske modell RIMINI vil en tilbakevending av kursen redusere prisveksten med 0,3 prosentpoeng i 1999 sammenliknet med referansebanen. I 2000 reduseres prisveksten med 0,5 prosentpoeng som følge av kronestyrkelsen. Etter to år har en fjerdedel av valutakurseffekten slått igjennom på konsumprisene. Effekten på lønnsveksten er av samme størrelsesorden som på konsumprisene, slik at reallønnsveksten i liten grad påvirkes.

Tabell 4.1 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1997	1998	1999
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4,5	4	¼
Privat konsum	3,4	4 ¼	2
Offentlig konsum	3,0	2 ½	1 ½
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	9,7	4 ¾	-6
Realinvesteringer i oljevirksomhet	15,5	17	-10
Eksport	5,8	2 ¾	4 ½
Herav:			
Råolje og naturgass	2,3	½	6 ½
Tradisjonelle varer	8,0	5	4
Import	12,3	7 ¾	-¾
Tradisjonelle varer	8,6	9 ½	0
BNP	3,4	3	2
BNP, Fastlands-Norge	3,7	3 ½	1 ¼

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.1 Produksjonsgap. Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Prosentpoeng



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen

Renteoppgangen bidrar til avdempet etterspørsel

Vi har i tidligere rapporter argumentert for at beskrankninger i arbeidsmarkedet etter hvert ville gjøre seg gjeldende og bidra til et konjunkturomslag i 2000. Renteoppgangen vil imidlertid bidra til at også veksten i innenlandsk etterspørsel dempes og dermed medvirke til at veksten i 1999 vil bli lavere enn vi tidligere har anslått. Hvor raskt gjennomslaget blir, avhenger også av om utviklingen i rente- og valutamarkedene har bidratt til at aktørene føler større utrygghet om den økonomiske utviklingen fremover.

Vi har lagt til grunn at både rente og valutakurs videreføres på et nivå tilsvarende gjennomsnittet den siste måneden. Dette er en rent teknisk forutsetning som ikke reflekterer intensjonen i penge- og valutapolitikken. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport innebærer dette samlet sett et betydelig lavere anslag for BNP-veksten neste år. Dette skyldes i hovedsak renteøkningen, men også nedjusterte anslag for øvrig om utviklingen i blant annet realinvesteringer og eksport.

Det private konsumet vil fortsatt være den viktigste drivkraften i den økonomiske veksten fremover, men vi venter nå en mer moderat utvikling. Lavere vekst i både sysselsetting og lønn samt en betydelig negativ impuls fra renteoppgangen, bidrar til at økningen i husholdningenes disponible realinntekt neste år vil bli svakere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport.

Utviklingen i realinvesteringene vil bli en viktig faktor bak det ventede konjunkturomslaget. Neste år blir trolig det første på mange år med fall i realinvesteringene. Renteoppgangen, børsfallet, den vedtatte konjunkturavgiften og mindre behov for å øke produksjonskapasiteten er nye forhold som alle trekker i retning av at fallet i realinvesteringene vil bli sterkere enn vi tidligere har anslått.

Våre anslag peker i retning av at den økonomiske veksten blir dempet fremover. BNP for Fastlands-Norge anslås å øke med 3½ prosent i år og 1¼ prosent neste år. Dette innebærer at veksttaket kommer ned under den langsiktige trendveksten i 1999.

4.2 Internasjonale rammebetingelser og utenriksøkonomien

Det internasjonale konjunkturbildet er noe forverret fra forrige inflasjonsrapport. Krisen i Asia har vist seg mer omfattende og dypere enn tidligere antatt. I tillegg bidrar turbulente forhold i finansmarkedene og mulige smitteeffekter til utsatte land i andre regioner til at usikkerheten om den

Tabell 4.2 Anslag for BNP i utlandet. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1997	1998	1999
USA	3,9	3½	2
Japan	0,8	-2¼	¾
Tyskland	2,2	2½	2¾
Storbritannia	3,4	2½	1½
Sverige	1,8	3	3
Finland	5,9	4	3
Danmark	3,4	2¾	2½
Norges handelspartnere ¹⁾	2,9	2¾	2½

¹⁾ Vektet med eksportvekter

Kilde: OECD og Norges Bank

fremtidige utviklingen i verdensøkonomien har økt betydelig. Hos våre tradisjonelle handelspartnere har rentenedgangen og fallende råvarepriser i noen grad motvirket den negative impulsen fra utviklingen i Asia. I flere av de kontinental-europeiske landene er det nå tegn til at innenlandsk etterspørsel er i ferd med å ta over som den viktigste drivkraften bak veksten, og i sum venter vi derfor bare en svak nedgang i veksten hos de viktigste handelspartnerne fra 1998 til 1999.

Nedgangen i oljeprisen gir lavere driftsoverskudd

Selv om verdien av norsk eksport til USA og Europa har økt de første åtte månedene i år og i noen grad oppveid tilbakegangen i de asiatiske markedene, er det nå tegn til at eksportveksten avtar. Ordreinngangen til eksportbedriftene viste tegn til utflåting i første kvartal, og Statistisk sentral-

Virkninger av en renteøkning

Siden forrige inflasjonsrapport, som ble publisert i juni, har Norges Bank som følge av utviklingen i penge- og valutamarkedet økt bankenes innskudds- og utlånsrente i Norges Bank med til sammen 3¾ prosentpoeng. I denne rammen ser vi på de isolerte virkningene for den økonomiske utviklingen av disse renteøkningene, basert på en virkningsberegning på vår makroøkonomisk modell RIMINI.

Rent beregningsteknisk har vi økt pengemarkedsrenten med 3¾ prosentpoeng fra og med tredje kvartal i år. I modellen har vi latt dette slå fullt igjennom til de rentene husholdningene og bedriftene står overfor i løpet av et halvt år. Dette er raskere enn det erfaringsmaterialet som ligger til grunn for RIMINI tilsier, men ligger nærmere den faktiske utviklingen vi nå ser i markedet. Blant annet har økt konkurranse blant bankene og markedsbestemt rente i statsbankene bidratt til at gjennomslaget nå skjer raskere enn på 1980-tallet.

Husholdningene er i netto fordringsposisjon samlet sett, og bedringen i husholdningenes formue er i stor grad kommet i form av økt verdi av aksjer og verdipapirfond. Effekten av høyere rente på utbetalt utbytte (inntektseffekten) for disse formuesobjektene er usikker, i hvert fall på kort sikt, og vi har valgt å se bort fra den. Kurstapet på aksjer og verdipapirer som følge av renteøkningen vil imidlertid re-

dusere markedsverdien av husholdningenes netto formue. En slik bevegelse i formuen kan føre til lavere vekst i husholdningenes etterspørsel slik vi har omtalt i tidligere inflasjonsrapporter. De beregnede formueseffektene i RIMINI-modellen, slik vi har benyttet den her, tar imidlertid ikke hensyn til omvurderingen av husholdningenes aksjer og verdipapirer. Dette kan innebære at vi i denne rammen undervurderer virkningene på husholdningenes konsum av kursfallet på Oslo børs. På den annen side bidrar en renteøkning i RIMINI-modellen til et forholdsvis sterkt gjennomslag fra lavere boligpriser til privat konsum. Det er derfor grunn til å tro at RIMINI-modellen, slik vi har benyttet den her, samlet sett ivaretar en rimelig sammenheng mellom formueutviklingen og konsum.

Ser en bort fra formuesplasseringer i aksjer og verdipapirer (herunder forsikringskrav), har husholdningene netto lånegjeld på rundt 300 milliarder kroner. Så lenge deres lån er større enn bankinnskuddene, vil høyere rente ha en negativ inntektseffekt på husholdningenes likviditet, og dermed deres etterspørsel. Videre vil høyere rente redusere veksten i bruktboligprisene, og dermed boligformuen. I sum trekker dette i retning av at renteoppgangen får en forholdsvis sterk negativ effekt på husholdningenes etterspørsel.

Ifølge RIMINI-modellen vil en renteoppgang på 3¾ prosentpoeng fra og med tredje kvartal i år i hovedsak først få effekter fra og med neste

år. Veksten i innenlandsk etterspørsel reduseres ifølge RIMINI-modellen med rundt 2 prosentpoeng både i 1999 og 2000. Det er særlig det private konsumet og bedriftsinvesteringene som bidrar til lavere innenlandsk etterspørsel, men også boliginvesteringene reduseres kraftig, spesielt i 2000. Virkningene av redusert innenlandsk etterspørsel på innenlandsk produksjon motvirkes i noen grad av lageroppbygging og redusert import. Veksten i BNP for Fastlands-Norge reduseres med drøye 1¼ prosentpoeng i 1999 og 1 prosentpoeng i 2000.

I modellen gir renteoppgangen små virkninger på pris- og kostnadsveksten de første to årene. På kort sikt reduseres produktiviteten fordi produksjonen tilpasses raskere enn sysselsettingen, som følge av at bedriftene vil være tilbakeholdne med å endre sysselsettingen når etterspørselen endrer seg (såkalt «labour hoarding»- effekt). En slik effekt medfører lavere produktivitsvekst, snarere enn redusert sysselsetting som en kortsiktig følge av renteoppgangen. Virkningene på arbeidsmarkedet blir dermed ifølge RIMINI-modellen relativt moderate, og gir bare et marginalt bidrag til lavere lønns- og prisvekst. Virkningen på produktiviteten av en renteendring er imidlertid etter vår vurdering situasjonsbestemt, og er neppe symmetrisk ved renteøkninger og rentesenknninger når kapasitetsutnyttelsen i økonomien er høy.

Det må understrekes at disse beregningene representerer isolerte virkninger av endret rente. Virkningene av den renteoppgangen som faktisk har funnet sted vil kunne bli motvirket av andre forhold i økonomien. Samtidig vil slike beregninger være følsomme for blant annet endringer i publikums forventninger, som tradisjonelle modellberegninger ikke alltid klarer å ta hensyn til.

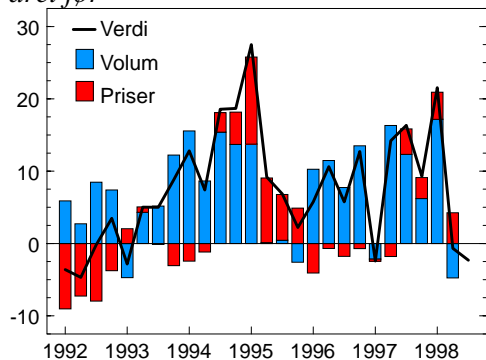
Virkninger av en renteoppgang på 3¾ prosent fra og med tredje kvartal 1998.

Vekstsvik i prosentpoeng fra referansebanen).*

	1999	2000*)
Privat konsum	-2	-1¼
Realinvesteringer Fastlands-Norge	-5¼	-6¼
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	-2	-1¼
BNP Fastlands-Norge	-1¼	-1
Sysselsetting	-¼	-½
Lønn	-0,1	-½

*) Referansebanen i denne rapporten stopper i 1999. Anslagene for 2000 er basert på en modellbestemt teknisk videreføring av referansebanen.

Figur 4.2 Eksport av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig verdi hittil i tredje kvartal i forhold til samme periode i fjor.

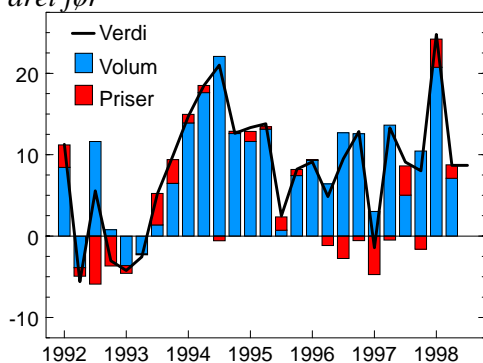
Kilde: Statistisk sentralbyrå

byrås konjunkturbarometer indikerer at bedriftene venter lavere ordreinngang fremover.

Erfaringsmessig har produksjonskapasiteten i eksportrettet industri vært den viktigste faktoren bak utviklingen i eksporten. Fallet i råvareprisene og høyere lønns- og kapitalkostnader vil medføre redusert lønnsomhet. Dette vil trolig bidra til noe mindre vekst i produksjonskapasiteten fremover. Anslagene for lønnsveksten innebærer også en kraftig økning i lønnskostnadene sammenliknet med lønnsveksten hos våre handelspartnere, selv om svekkelsen av kronekursen i noen grad vil oppveie dette inneværende år. Over tid vil imidlertid økningen kunne føre til tap av markedsandeler. Alt i alt venter vi derfor lavere vekst i den tradisjonelle vareeksporten både i år og neste år enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten.

Prisfallet har fortsatt i de internasjonale råvaremarkedene. Den økonomiske tilbakegangen i Asia og Russland ser ut til å bli sterkere enn tidligere antatt, og det er grunn til å vente at råvareprisene vil holde seg lave i tiden fremover. Økt

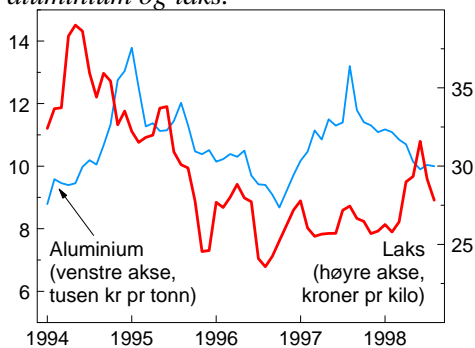
Figur 4.3 Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig verdi hittil i tredje kvartal i forhold til samme periode i fjor.

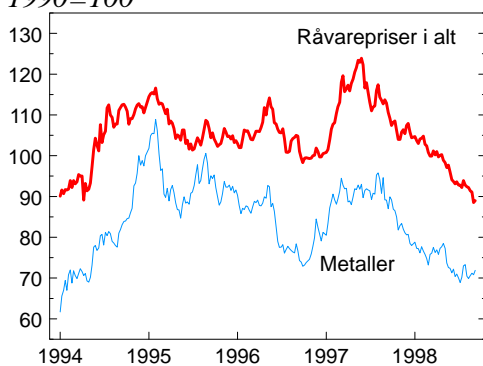
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.4 Prisutviklingen på aluminium og laks.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Financial Times

Figur 4.5 Råvarepriser målt i SDR. Totalt og for metaller. Indeks 1990=100



Kilde: The Economist

konkurransen fra asiatiske land vil trolig også mer generelt bidra til svært moderat prisvekst internasjonalt. Svekkelsen av kronkursen vil oppveie denne utviklingen, og i sum venter vi at eksportprisene regnet i norske kroner vil vise noe sterkere vekst enn vi tidligere har antatt. Dette følger av vår forutsetning om valutakursen, som ikke reflekterer intensjonen i penge- og valutapolitikken.

Verdien av importen økte meget sterkt tidligere i år, men har de siste månedene vist tegn til mer moderate vekstrater. I henhold til kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) var volumveksten 12,8 prosent i første halvår sammenliknet med samme periode i fjor. Fallet i oljeinvesteringene og svakere vekst i innenlandsk etterspørsel neste år bidrar til at vi venter om lag uendret importvolum neste år

Oljeprisen fortsatte å falle i sommermånedene, men har økt noe de siste ukene. Fremover legger vi til grunn en pris i overkant av 100 1998-kroner pr. fat. Dette tilsvarer gjennomsnittet så langt i år. Vi legger videre til grunn at produksjonen av olje og gass blir noe lavere neste år enn vi tidligere har antatt. I sum bidrar høyere underskudd på den tradisjonelle handelsbalansen og lavere verdi av olje- og gasseksporten til at anslaget for overskuddet på driftsbalansen er nedjustert til 8 milliarder kroner inneværende år og til 30 milliarder kroner neste år.

4.3 Arbeidsmarkedet

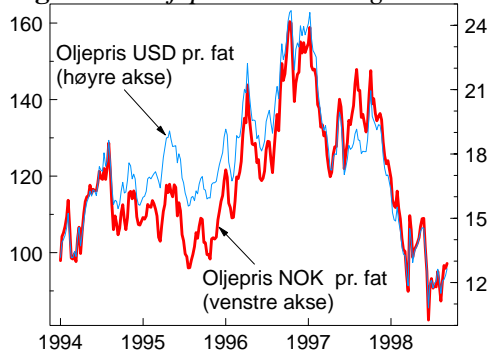
Lavere ledighet, men mulig utflating i sysselsettingen

Erfaringsmessig tar det tid å snu trender i arbeidsmarkedet, men kanskje ser vi nå det første tegnet til en avdemping i sysselsettingen. Ifølge foreløpige tall fra Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) og KNR økte sysselsettingen med 2,7 prosent første halvår sammenliknet med første halvår i fjor, men det var tegn til en viss utflating i andre kvartal. Vi kan imidlertid ikke utelukke at streikene dempet etterspørselen etter arbeidskraft i denne perioden, og dermed at reduksjonen i sysselsettingsveksten var midlertidig.

Også arbeidsstyrken viste tegn til utflating i andre kvartal. Den sesongjusterte AKU-ledigheten var dermed omtrent uendret. Hittil i tredje kvartal har også nedgangen i den registrerte ledigheten avtatt. Ved utgangen av august var det i underkant av 54 000 registrerte ledige (sesongjustert), tilsvarende 2,3 prosent av arbeidsstyrken.

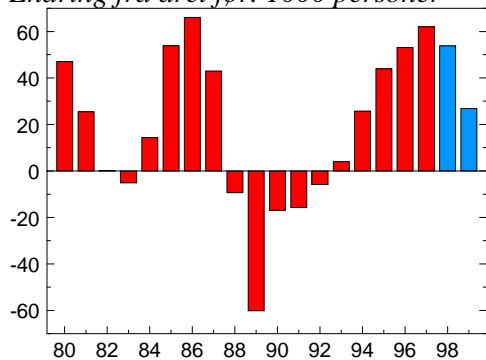
Utviklingen i arbeidsmarkedet indikerer at veksten i sysselsettingen kan bli noe lavere enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Vi anslår nå veksten til om lag 2½ prosent, eller 55 000 personer, fra 1997 til 1998. Veksten i arbeidsstyrken kan komme opp i 1¾ prosent over samme periode. Dette innebærer at anslaget for ledigheten fra de forrige inflasjonsrapportene, 3¼ prosent i 1998, ser ut til å være forholdsvis robust.

Figur 4.6 Oljepriser i NOK og USD



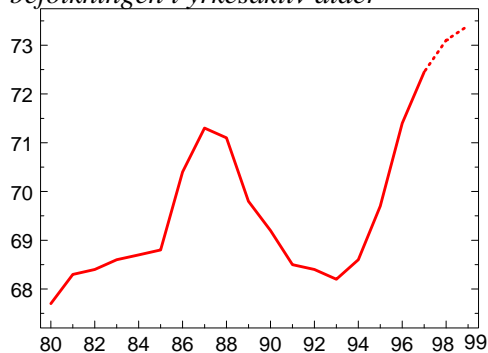
Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Sysselsatte personer.
Endring fra året før, 1000 personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.8 Yrkesfrekvensen.
Arbeidsstyrken som prosent av
befolkningen i yrkesaktiv alder



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Dempet vekst i etterspørselen etter arbeidskraft forventes å gi noe svakere økning i sysselsettingen neste år enn vi tidligere har antatt. Veksten anslås til 1 prosent, noe lavere enn i forrige rapport. Vi legger til grunn at arbeidstilbudet vil fortsette å øke mer enn demografiske forhold alene skulle tilsa. Arbeidsstyrken vil likevel kunne øke mindre enn sysselsettingen, slik at ledigheten som gjennomsnitt over året blir litt lavere enn i 1998. Vi venter imidlertid at ledigheten vil begynne å øke mot slutten av neste år og inn i 2000. Samlet anslår vi AKU-ledighetsraten til å komme ned i 3 prosent i 1999, litt høyere enn i forrige rapport.

4.4 Lønnsutviklingen

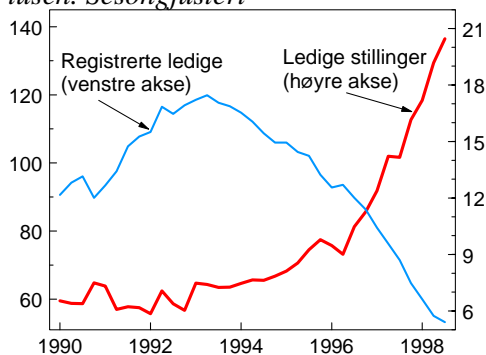
Lønnsveksten vil holde seg høy

Anslaget for lønnsveksten på 6 prosent inneværende år ligger fast. Dette er basert på resultatene fra årets lønnsoppgjør, samt egne vurderinger av lønnsglidningen. Et usikkerhetsmoment er i hvilken grad fallet i råvareprisene den siste tiden kan tenkes å dempe lønnsomheten og dermed de lokale tilleggene i deler av konkurranseutsatt virksomhet, men inneværende år vil dette bli motvirket av svakere valutakurs.

Presset i arbeidsmarkedet er imidlertid fremdeles høyt. Selv om ledigheten i vår bane ikke vil komme helt ned mot de laveste nivåene fra 1980-tallet, kan vi imidlertid ikke utelukke at likevektsledigheten har økt i løpet av 1990-årene slik at presstendensene er sterkere enn erfaringsmaterialet tilsier. For eksempel er veksten i ledige stillinger et tegn på at presset i arbeidsmarkedet er høyt. Ved utgangen av august var beholdningen av ledige stillinger 48 prosent høyere enn på samme tid i fjor. Det indikerer at det stadig blir vanskeligere å få besatt ledige stillinger, noe som kan føre til at lønningene drives oppover i konkurransen om kvalifisert arbeidskraft. Fallet i langtidsledigheten kan tyde på det samme. I andre kvartal var det 21 prosent av de arbeidsledige som hadde en sammenhengende ledighetsperiode på over et halvt år. I samme kvartal i 1997 var denne andelen 24 prosent.

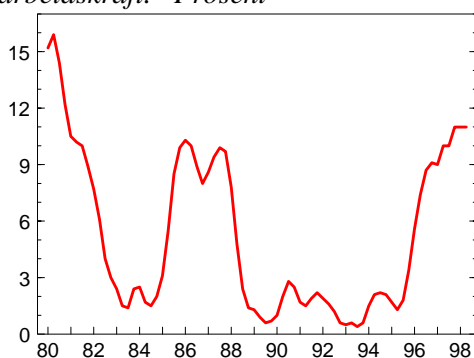
Til tross for fortsatt høyt press i arbeidsmarkedet, er det også noen viktige forhold som tilsier at lønnsveksten neste år kan bli lavere. For det første har dempet etterspørsel ført til en viss nedjustering av anslaget for sysselsettingen, og dermed et mindre fall i arbeidsledigheten enn vi anslo i juni. I RIMINI-modellen vil dette redusere lønnspresset. For det andre anslår vi en svakere utvikling i råvareprisene, som sammen med renteoppgangen, vil gi redusert lønnsomhet i råvareproduserende bedrifter. Så langt er imidlertid dette blitt motvirket av svekkelsen i valutakursen. Sist, men ikke minst, kan turbulensen i penge- og valutamarkedet de siste månedene bidra til at partene i arbeidslivet innses nødvendigheten av å opptre forsiktig.

Figur 4.9 Antall registrerte ledige personer og ledige stillinger. Antall i tusen. Sesongjustert



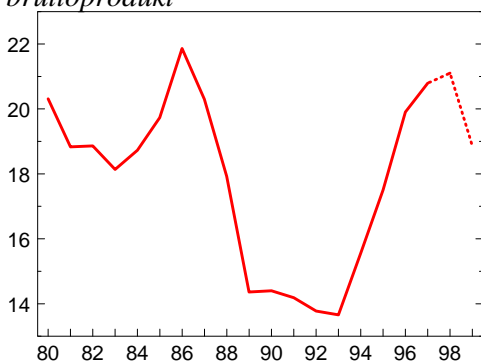
Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 4.10 Indikator for knapphet på arbeidskraft. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.11 Investeringsrate for bedrifter i Fastlands-Norge. Bruttoinvesteringer i prosent av bruttoprodukt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Basert på de historiske erfaringene for lønnsdannelsen, slik disse er nedfelt i RIMINI-modellen, anslår vi årslønnsveksten til 6½ prosent neste år. Dette er betydelig høyere enn lønnsveksten hos våre handelspartnere. Anslaget er modellbasert og følger fra de øvrige vurderingene vi har gjort om sentrale variable i RIMINI-modellen, blant annet de tekniske forutsetningene om rente og valutakurs som ikke reflekterer intensjonen i pengepolitikken. Sammen med høyt lønnsoverheng, spesielt i offentlig sektor - men også i privat sektor, impliserer vårt anslag at tariff tilleggene neste år blir lavere enn de ble i år. Det ser likevel ut til at lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor vil svekkes noe de nærmeste årene. En sterkere valutakurs og parter som er villige til å legge større vekt på den fremtidige utviklingen i arbeidsmarkedet, vil bidra til en annen utvikling.

4.5 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Kraftig fall i fastlandsinvesteringene neste år

Det er i særlig grad investeringene som bidrar til svakere vekst i økonomien neste år. Renteoppgangen har ført til økt pris på kapital og økte avkastningskrav. Det vil dermed bli færre investeringsprosjekter som nå fortoner seg som lønnsomme sammenliknet med situasjonen bare for noen måneder siden. Utviklingen på børsen bidrar også til at det kan bli vanskeligere å hente inn ny kapital. Samtidig vil lavere vekst i økonomien redusere behovet for å bygge ut produksjonskapasiteten.

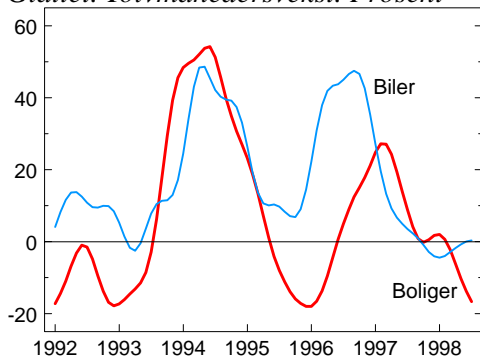
Selv om Asia-krisen så langt trolig bare i begrenset grad har påvirket den økonomiske utviklingen i Norge, vil fornyet uro i verdensøkonomien og dermed økt usikkerhet raskt kunne føre til redusert investeringsvilje, særlig i industrien. Investeringsstillingen for tredje kvartal indikerer også et kraftig fall i investeringene neste år. Videre kan forventninger om fremtidig valutauro i små økonomier kunne føre til at det fremstår som mer attraktivt å investere i ØMU-området for bedrifter som har sitt marked i disse landene.

Neste år vil trolig bli det første på mange år med fall i realinvesteringene blant fastlandsbedriftene. Etter en anslått vekst på rundt 5 prosent inneværende år, ser vi for oss et fall på 9 prosent neste år. I tillegg til de faktorene som er nevnt, vil nedtrapping og ferdigstillelse av store offentlige investeringsprosjekter som hovedflyplassen på Gardermoen og Rikshospitalet være med på å trekke investeringsveksten ned neste år.

Det kan likevel være at vi undervurderer styrken i fallet, gitt den usikkerhet som for tiden preger utviklingen i både internasjonal og norsk økonomi. Den vedtatte konjunkturavgiften på investeringer bidrar også til å svekke lønnsomheten ved å investere i realkapital ytterligere.

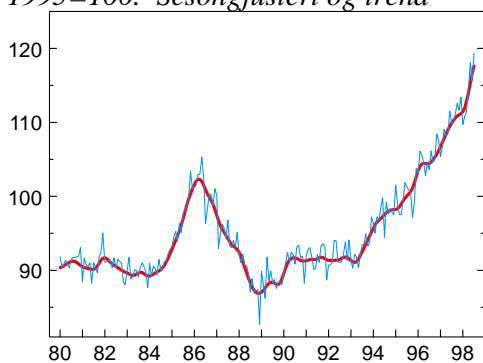
Basert på blant annet opplysninger i Revidert nasjonal-

Figur 4.12 Førstegangsregistrerte personbiler og igangsatt boligareal. Glattet. Tolvmånedersvekst. Prosent



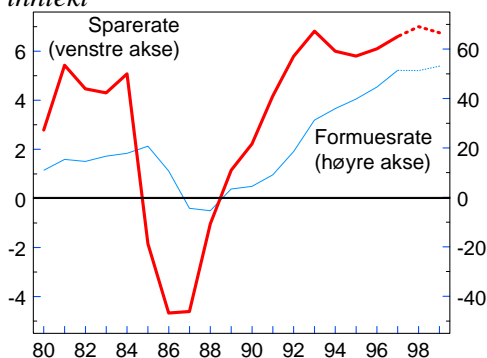
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.13 Varekonsumindeksen. 1995=100. Sesongjustert og trend



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.14 Husholdningenes spare- og formuesrate. Prosent av disponibel inntekt



Kilde : Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

budsjett samt vurderinger av investeringstillingen for tredje kvartal anslår vi veksten i oljeinvesteringene til 17 prosent i år, mens vi forventer et fall neste år på 10 prosent. Dette er samme impuls fra oljeinvesteringene til fastlandsøkonomien som vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Veksten i privat konsum vil avta neste år

Ifølge foreløpig kvartalsvis nasjonalregnskap økte det private konsumet med 3,8 prosent første halvår i år sammenliknet med første halvår i fjor. Veksten i varekonsumet utenom biler har vist klart sterkere oppgang enn dette, men lavt salg av nye biler har trukket det totale varekonsumet ned. Ifølge de siste tallene fra Statistisk sentralbyrås varekonsumsindeks, tiltok veksten i varekonsumet utenom biler ytterligere i juli.

Fortsatt sysselsettingsvekst og høy lønnsvekst vil isolert sett bidra til relativt sterk vekst i husholdningenes inntekter. Den siste tids renteøkninger vil imidlertid medføre en mer moderat konsumvekst enn tidligere anslått. Renteoppgangen vil bidra til både høyere rentekostnader for husholdninger og økt avkastning på fordringene. Selv om husholdningene er i netto fordringsposisjon samlet sett, har bedringen i husholdningenes formue imidlertid i stor grad kommet i form av økt formue i aksjer og verdipapirfond. For disse formuesobjektene vil høyere rente ikke gi noen åpenbar inntektseffekt på kort sikt. Høyere rente vil derimot kunne gi kurstap og dermed redusere husholdningenes netto formue. Et slikt formuesfall kan føre til lavere vekst i husholdningenes etterspørsel. Samtidig har husholdningene netto lånegjeld. Så lenge husholdningenes lån er større enn bankinnskuddene, vil høyere rente ha en negativ inntektseffekt på husholdningenes likviditet, og dermed deres etterspørsel. I sum trekker dette i retning av at renteoppgangen får en forholdsvis sterk negativ effekt på husholdningenes konsum.

Vi anslår nå konsumveksten til $4\frac{1}{4}$ prosent i år og 2 prosent neste år. Dette er en nedjustering på henholdsvis $\frac{1}{4}$ og $2\frac{1}{4}$ prosentpoeng sammenliknet med anslagene i forrige inflasjonsrapport. Til tross for nedjusteringen ser det likevel ut til at det private konsumet blir den viktigste positive faktoren bak den økonomiske veksten neste år. Anslagene innebærer en svak oppgang i spareraten inneværende år, og tilnærmet uendret sparerate i 1999. Det kan imidlertid ikke utelukkes at husholdningene vil reagere med å øke spareraten som følge av økte netto renteutgifter og reduksjonen i formue som renteoppgangen medfører, slik vi så mot slutten av forrige høykonjunktur. En slik reaksjon vil innebære enda lavere etterspørselsvekst neste år.

Igangsettingen av nye boliger har utviklet seg svakere enn forventet siden forrige inflasjonsrapport. Sammen med økte utlånsrenter i bankene, trekker dette i retning av svakere vekst i boliginvesteringene enn tidligere anslått både i år og neste år.

Bruktboligprisene viste fortsatt sterk vekst i annet kvartal. Sesongmessige variasjoner samt renteoppgangen vil imidlertid kunne føre til en viss korreksjon nedover på prisene fra andre halvår.

Lavere råoljepris reduserer overskuddet i statsbudsjettet og petroleumsfondet

I fremskrivningen har vi også denne gang tatt utgangspunkt i det finanspolitiske opplegget som ble skissert i Revidert nasjonalbudsjett (RNB) for 1998 samt utviklingen hittil i år. Det samlede overskuddet i statsbudsjettet ble i RNB anslått til 47 milliarder kroner i år, basert på en oljepris på 110 kroner pr. fat. Lavere oljepris og oljeproduksjon har redusert anslaget fra vedtatt budsjett.

I 1997 økte inntektene i kommunesektoren kraftig. Tall fra skatteregnskapet de første sju månedene i år viser at denne tendensen har fortsatt, og vil dermed legge grunnlag for et høyt aktivitetsnivå fremover. Lønnsoppjøret og renteoppgangen vil imidlertid trekke i motsatt retning. Investeringsnivået i år er beheftet med betydelig usikkerhet. Store investeringer i helse- og omsorgssektoren kan tilsi at det høye nivået fra i fjor videreføres. Vi legger derfor til grunn uendrede investeringer inneværende år.

Samlet offentlig konsum anslås å øke med om lag $2\frac{1}{2}$ prosent i år og $1\frac{1}{2}$ prosent i 1999. Vi legger dermed til grunn en underliggende realvekst i statsbudsjettets utgifter på i underkant av $2\frac{3}{4}$ prosent i år og $1\frac{3}{4}$ prosent neste år. Dette innebærer at vi i referansebanen opererer med en innstramming i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte overskuddet på om lag $\frac{1}{4}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge i 1999. I det alternative scenariet forutsatte vi et strammere finanspolitisk opplegg enn i referansebanen.

UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	1997	1998	1999
Realøkonomi			
Privat konsum	3,4	4 ¼	2
Offentlig konsum	3,0	2 ½	1 ½
Bruttoinvesteringer i alt	12,6	7 ¼	-6 ¾
Oljevirkosomhet	15,5	17	-10
Fastlands-Norge	9,7	4 ¾	-6
Bedrifter	9,1	5	-9
Boliger	9,0	2 ¾	-2 ¾
Offentlig forvaltning	12,1	6	1
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4,5	4	¼
Ekspert	5,8	2 ¾	4 ½
Råolje og naturgass	2,3	½	6 ½
Tradisjonelle varer	8,0	5	4
Import	12,3	7 ¾	-¾
Tradisjonelle varer	8,6	9 ½	0
BNP	3,4	3	2
Fastlands-Norge	3,7	3 ½	1 ¼
Arbeidsmarked			
Sysselsetting	2,9	2 ½	1
Arbeidsstyrke, AKU	2,1	1 ¾	¾
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,1	3 ¾	3
Priser og lønninger			
Konsumpriser	2,6	2 ½	3 ¼
Årslønn	4,3	6	6 ½
Importpris tradisjonelle varer	-1,1	1 ¾	3 ¼
Ekspertpris tradisjonelle varer	0,5	1	3
Råoljepris i kroner (nominelt nivå)	134	101	104
Utenriksøkonomi			
Ekspertoverskudd, mrd. kroner (nivå)	76,3	20	43
Driftsoverskudd, mrd. kroner (nivå)	56,9	8	30
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	5,2	¾	2 ½
Memo			
Husholdningenes sparerate	6,6	7	6 ¾

