

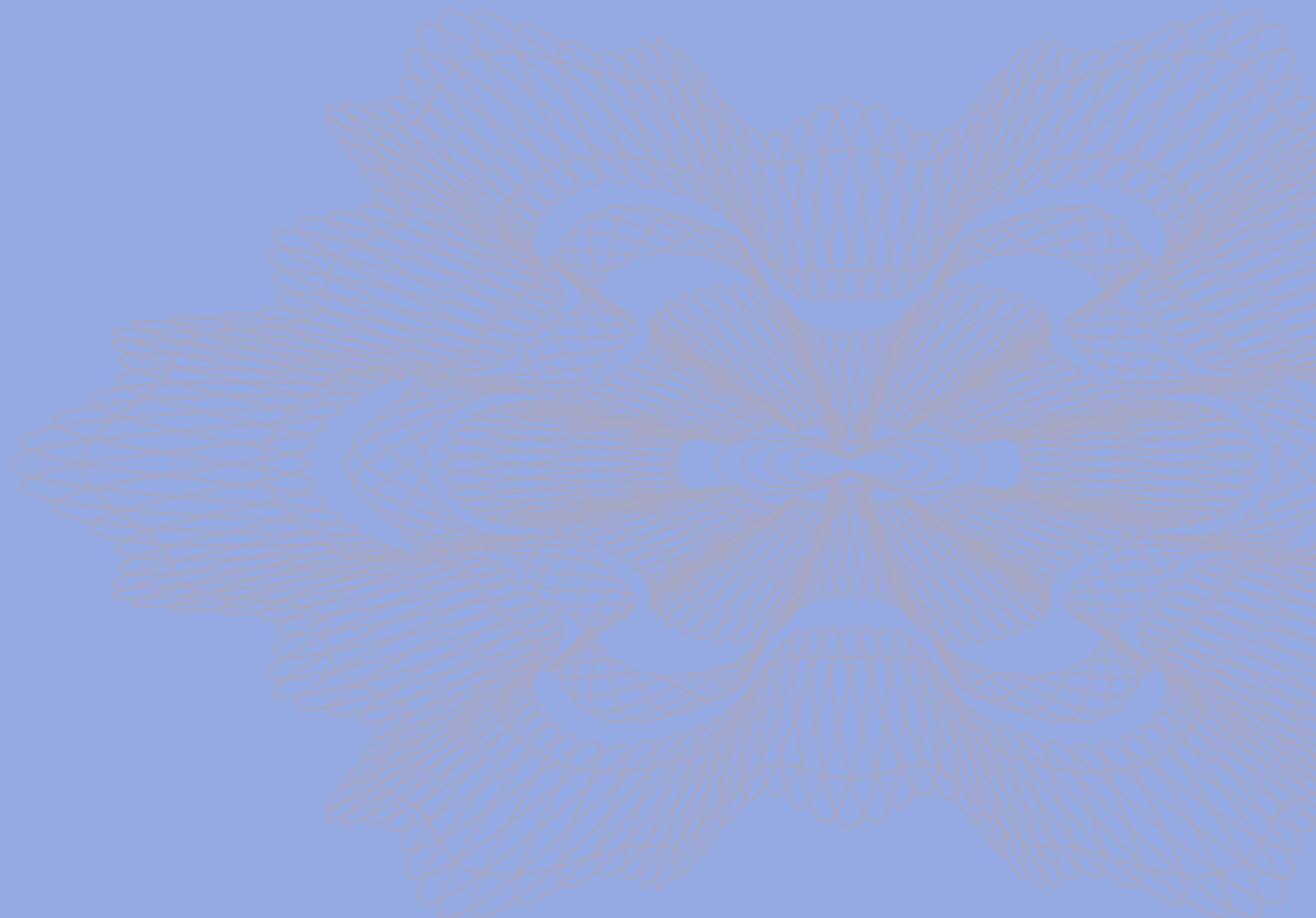
Norges Banks rapportserie
Nr. 1-2001



Inflasjonsrapport

1
01

m a r s



Norges Banks inflasjonsrapport

Etter sentralbankloven skal Norges Bank være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Anslagene i inflasjonsrapporten er et grunnlag for banken i utøvelsen av pengepolitikken. Som utøvende myndighet skal Norges Bank innrette virkemidlene i pengepolitikken med sikte på stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer. Det er to grunnleggende forutsetninger som må være oppfylt for å oppnå dette. For det første må pris- og kostnadsveksten over tid ikke være høyere enn den veksttakten eurolandene sikter mot. For det andre må pengepolitikken ikke i seg selv bidra til nedgangstider med deflasjon.

Inflasjonsrapporten gir en oversikt over utviklingen i priser og faktorer som påvirker pris- og kostnadsveksten. Den inneholder en gjennomgang av utsiktene for norsk økonomi og gir Norges Banks beste faglige skjønn på utviklingen i prisstigningen på to års sikt. Den siste rapporten i året har et noe lengre tidsperspektiv og belyser utfordringer i norsk økonomi på 4-5 års sikt. Norges Banks vurderinger oppsummeres i en leder til rapporten.

Asymmetri

I løpet av de siste månedene er det kommet klare tegn på at amerikansk økonomi er i ferd med å ta en pause. Det er usikkert hvor kraftig og hvor langvarig dette omslaget blir. Den amerikanske sentralbanken har satt renten kraftig ned for å dempe nedgangen. Også japansk økonomi er preget av usikkerhet. I Europa er det derimot utsikter til oppgang.

Den høye oljeprisen gir lavere vekst i inntektene for mange land og bidrar til omslaget i USA. Virkningen av høye priser på olje og andre råvarer er annerledes for norsk økonomi. Vi får store overskudd i deler av eksportindustrien, i statsfinansene og i driftsbalansen overfor utlandet. Høy oljepris bidrar til økte oljeinvesteringer og til forventninger i husholdningene om høy fremtidig inntekt.

Siden virkningene for norsk økonomi er annerledes, vil også innretningen av politikken være annerledes. For Norge vil høy oljepris heller lede til at rentedifferansen mot utlandet øker. Vår fase i konjunktursyklusen trekker i samme retning.

Norsk økonomi er fortsatt i en høykonjunktur selv om veksten er lav. Økonomien stanger i et kapasitetstak, men det er ikke tegn til nedgang. Det er god vekst i husholdningenes inntekter. Utsiktene for industrien er bedret. Offentlig sektor bidrar til å holde etterspørselen oppe. Det er mangel på arbeidskraft i offentlig og privat tjenesteyting. Pris- og kostnadsveksten er høy.

Slik det nå ser ut, vurderer Norges Bank det som like sannsynlig at neste endring i renten vil være en reduksjon som at det blir en økning. Det er fortsatt priset inn forventninger om et snarlig rentefall i det norske pengemarkedet. Anslagene i denne rapporten viser at et slikt rentefall vil gjøre det vanskelig å bringe pris- og kostnadsveksten ned mot det eurolandene sikter mot.

Jarle Bergo

Inflasjonsrapport 1/2001

1. <i>Sammendrag</i>	4
2. <i>Prisutviklingen</i>	6
3. <i>Norges Banks inflasjonsanslag</i>	8
3.1 Inflasjonsutsiktene	8
3.2 Internasjonale prisimpulser	9
3.3 Innenlandske forhold	10
3.4 Inflasjonsforventninger og usikkerhet ...	11
4. <i>Konjunkturutviklingen</i>	14
4.1 Hovedtrekk	14
4.2 Internasjonale rammebetingelser	15
4.3 Utenriksøkonomien	18
4.4 Innenlandsk etterspørsel.....	19
4.5 Arbeidsmarkedet	22
<i>Utdypinger:</i>	
– Hvordan rammes Europa av en konjunkturedgang i USA?	16
– Rentens betydning for privat konsum	21

Redaksjonen avsluttet 1. mars

1 | Sammendrag

Norsk økonomi preges av høye petroleumsinntekter, vekst i offentlige utgifter, høy kapasitetsutnyttning, et stramt arbeidsmarked og relativt høy pris- og kostnadsvekst. Mot slutten av fjoråret avtok veksttakten i økonomien, men det er fortsatt mangel på arbeidskraft.

Norges Bank anslår veksten i konsumprisene til 3 prosent i år. I begynnelsen av mars var det i rentemarkedene priset inn forventninger om nedgang i de kortsiktige rentene i år og neste år. Med en nedgang i rentene i tråd med disse forventningene anslås prisveksten til 2½ prosent i 2002 og 2¼ prosent i 2003. Holdes renten i stedet uendret på dagens nivå i tiden fremover, kan prisstigningen komme ned mot 2 prosent fra og med utgangen av 2002. Virkningene av alternative forutsetninger om renten er drøftet nærmere i avsnitt 3.1.

Den relativt høye pris- og kostnadsveksten må ses i sammenheng med presset i arbeidsmarkedet. Det er ikke tegn til at antallet ledige stillinger avtar. Det er knapphet på arbeidskraft i offentlig og privat tjenesteyting. Som i forrige rapport anslås veksten i lønnskostnadene til 5 prosent i år. For 2002 og 2003 anslås lønnsveksten til henholdsvis 4¾ prosent og 4½ prosent. Anslagene innebærer noe høyere reallønnsvekst de to neste årene enn i forrige rapport. Også lønnsanslagene er påvirket av forutsetningene om renteutviklingen. Med en rente om lag på dagens nivå kan lønnsveksten komme ned til 4 prosent i 2003.

Veksten i konsumprisene er påvirket av oppgangen i oljeprisen. Vi venter at den sterke økningen i oljeprisen gjennom 1999 og 2000 fortsetter å påvirke prisene på varer og tjenester, særlig inneværende år. Det er usikkert hvor raskt disse virkningene uttømmes. Vi anslår at om lag ½ prosentpoeng av prisveksten i år kan føres tilbake til slike ringvirkninger. Med mindre oljeprisen går ytterligere opp, kan derfor den underliggende prisstigningen etter hvert avta. Lavere prisstigning vil trolig også føre til at den nominelle veksten i lønnskostnadene etter hvert reduseres.

Prisveksten på importerte innsatsvarer og investeringsvarer har tiltatt det siste året. Det er en risiko for at dette etter hvert kan slå igjennom i konsumprisene. På den annen side vil noe lavere vekst internasjonalt etter hvert kunne gi lavere importert prisvekst. Dette kan bidra til å motvirke prisimpulsene fra arbeidsmarkedet.

BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med 1¼ prosent i år, 1¾ prosent neste år og 2 prosent i 2003. Med en rente på dagens nivå fremover kan veksten i BNP for Fastlands-Norge bli 1½ prosent de neste to årene. Økt optimisme i deler av industrien og noe høyere oljeinvesteringer trekker i retning av noe mer positiv utvikling for industrien enn tidligere anslått. På den annen side har utviklingen internasjonalt vært noe svakere enn ventet.

Usikkerheten rundt den internasjonale utviklingen er særlig knyttet til hvor stor nedgangen i veksten blir i USA og hvor lang tid det tar før veksten tar seg opp igjen. Et eventuelt kraftig omslag som påvirker verdensøkonomien, vil bidra til redusert konsumprisvekst internasjonalt. Virkningene av et slikt omslag for Norge vil imidlertid være sammensatte og avhenge av hvilke faktorer som dominerer bildet. Blant annet er eventuelle konsekvenser for utviklingen i råvareprisene og valutakursene usikre.

Det er på den annen side risiko for at vi har undervurdert presset i arbeidsmarkedet. Regional statistikk viser at ledigheten fortsatt faller i store deler av landet. Samtidig er det tegn til at antallet ledige stillinger holder seg oppe til tross for lav vekst i økonomien det siste halve året.

2 | Prisutviklingen

Tiltakende underliggende konsumprisvekst

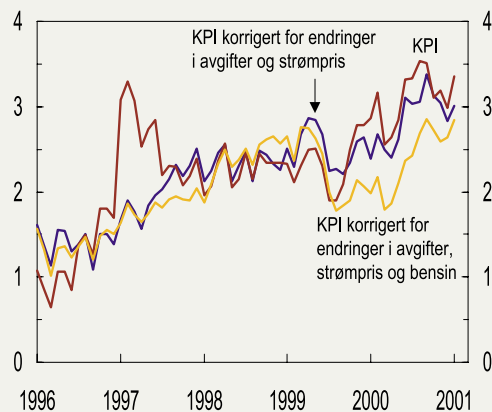
Konsumprisene økte i gjennomsnitt med 3,1 prosent fra 1999 til 2000. Korrigert for endringer i avgifter og strømpris var prisveksten i gjennomsnitt 2,9 prosent i 2000, se figur 2.1. Dersom det også korrigeres for endringer i drivstoffpriser, var prisveksten 2,4 prosent i fjor. Den direkte effekten av økte drivstoffpriser bidro til å trekke opp konsumprisveksten med om lag ½ prosentpoeng.

Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen tiltok fra 3,0 prosent i desember til 3,4 prosent i januar. Dette forklares i stor grad av økte avgifter. Når vi også korrigerer for økningen i prisene på drivstoff, var den underliggende prisveksten 2,8 prosent i januar. Målt på denne måten har den underliggende prisveksten økt med nær 1 prosentpoeng det siste året. Økningen kan i stor grad tilskrives at prisveksten på tjenester utenom husleie på ny tok seg opp gjennom fjoråret, se figur 2.2. Det er i hovedsak høy lønnsvekst og høyere prisvekst på transporttjenester som forklarer økningen. Fra januar i fjor har prisen på transporttjenester økt med 11,3 prosent, og prisen på flyreiser har økt med 21,5 prosent. I noen grad reflekterer dette trolig ringvirkninger av oppgangen i oljeprisen.

Kapasitets- og etterspørselsforholdene i økonomien påvirker prissettingen blant bedriftene. Dersom etterspørselen er høy i forhold til produksjonskapasiteten, vil bedriftene lettere kunne velte økte kostnader over i prisene. Det er mangel på arbeidskraft. Prisveksten på tjenester hvor lønn er dominerende faktor, har ligget rundt 6 prosent de siste månedene. Dette er høyere enn den nominelle lønnsveksten og kan indikere at presset i norsk økonomi også fører til økte marginer for bedriftene.

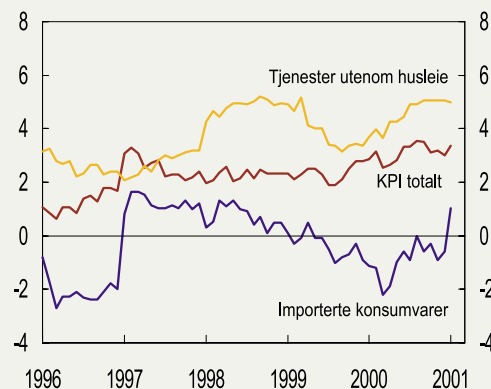
Sammenlikner vi prisveksten på for eksempel transporttjenester i Norge og i euroområdet finner vi også indikasjoner på at det sterke presset i norsk økonomi har gjort det lettere for bedriftene å velte kostnadsøkninger over i prisene. Drivstoffprisene inngår som en av flere kostnadskomponenter innenfor transportnæringen. Som følge av den sterke oppgangen i oljeprisen økte drivstoffprisene med om lag 15 prosent i fjor, både i Norge og i euroområdet. I euroområdet steg prisene på transporttjenester med rundt 2½ prosent i fjor. I Norge steg de med nærmere 10 prosent. Ulik lønnsvekst kan forklare noe av forskjellen. Samtidig er konkurransen innen luftfart i Norge blitt svekket. Det er også tegn til at dereguleringen av drosjenæringen har bidratt til høyere drosjepriser. Selv om konkurranseforholdene kan bidra til å forklare ulik overveltning av kostnadsøkninger i prisene, er det grunn til å tro at ulik konjunktursituasjon også spiller en rolle.

Figur 2.1 Konsumprisene (KPI). Total og underliggende prisvekst. Tolvmånedersvekst. Prosent



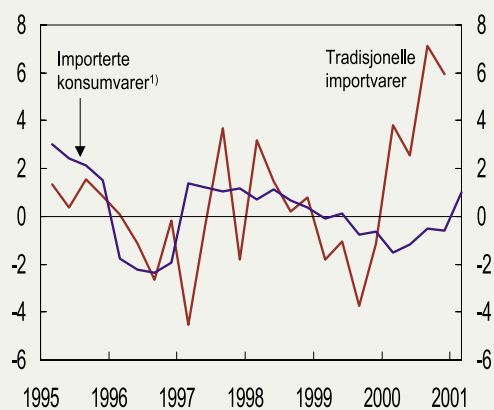
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Konsumprisene. Totalt og fordelt på utvalgte leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.3 Priser på importerte varer. Vekst fra samme kvartal året før. Prosent



¹⁾ Første kvartal 2001 omfatter januar

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Lav prisvekst på importerte konsumvarer

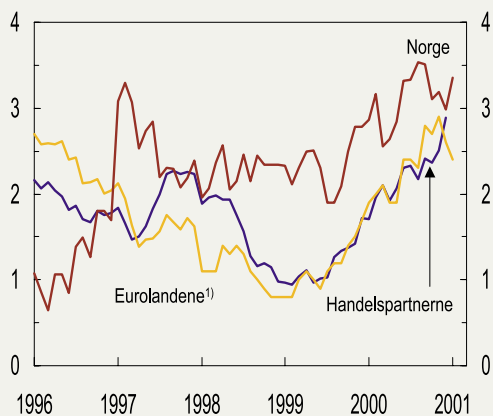
Prisene på tradisjonelle importvarer – importvarer utenom skip, oljeplattformer og råolje – økte noe mer enn ventet mot slutten av fjoråret, og steg samlet med 6,1 prosent fra 1999 til 2000. Dette var en kraftig økning sammenliknet med tidligere år, som særlig har sin bakgrunn i høye råvarepriser. Dessuten svekket den effektive kronkursen seg noe. Tolvmånedersveksten i prisene på importerte konsumvarer var imidlertid fortsatt lav.

Tradisjonelle importvarer fordeler seg på 2/3 innsatsvarer og 1/3 ferdigvarer. Av disse vil prisene på importerte ferdigvarer gi et direkte utslag i konsumprisene i Norge, mens det kan ta tid før prisveksten på de importerte innsatsvarene slår igjennom. Utviklingen i 2000 illustrerer dette. Den samlede prisveksten på tradisjonelle importvarer var over 6 prosent. Dette gjaldt imidlertid i hovedsak innsatsvarene, som raskt ble påvirket av den høye oljeprisen. Prisene på de importerte konsumvarene falt, se figur 2.3. Dette kan til dels forklares ved at norske importører av konsumvarer har vridd etterspørselen mot lavprisland i Øst-Europa og Asia, men det kan også ha sammenheng med fallet i de internasjonale produsentprisene året før. Det er imidlertid grunn til å tro at prisøkningen på innsatsvarer før eller senere vil føre til prisvekst på ferdigvarer, både importerte og hjemmeproduerte. Erfaringsmessig tar det også noe tid før endringer i valutakursen slår ut i de norske konsumprisene. Dette kan skyldes at norske importører ikke lar kortsiktige fluktusjoner i kronkursen slå ut i prisene. Samtidig kan det være en del norske importører som valutakurssikrer sine kontrakter.

Oljeprisen har variert mye. Den falt fra toppnoteringen på 36 USD per fat tidlig i september i fjor til 22 USD ved årsskiftet, men steg siden opp mot 30 USD. Den siste tiden har oljeprisen ligget mellom 25 og 27 USD. Matvareprisene og prisene på råvarer til industrien har falt noe siden forrige inflasjonsrapport.

I euroområdet bidro høye oljepriser og svekkelsen i valutaen til at prisstigningen tiltok gjennom fjoråret. Prisveksten kom opp i 2,9 prosent i november, se figur 2.4. I januar ble inflasjonstakten redusert til 2,4 prosent. Underliggende prisvekst – som korrigerer for utviklingen i prisene på energi og matvarer – viste tiltakende vekst fra 1,1 prosent i januar i fjor til 1,6 prosent i januar i år. I USA har tolv månedersveksten økt de siste månedene, til 3,7 prosent i januar. Den underliggende prisstigningen, som korrigerer for energi og mat, var 2,6 prosent. Prisveksten er fortsatt lav i Storbritannia og Sverige.

Figur 2.4 Konsumprisene i Norge og i utlandet. Tolvmånedersvekst. Prosent



¹⁾ Prisveksten i eurolandene er målt ved den harmoniserte konsumprisindeksen.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Eurostat og OECD

3 | Norges Banks inflasjonsanslag

3.1 Inflasjonsutsiktene

Norges Bank anslår veksten i konsumprisene til 3 prosent i år. Med en nedgang i renten i tråd med de forventninger som var priset inn i pengemarkedet i begynnelsen av mars, anslås prisveksten til 2½ prosent i 2002 og 2¼ prosent i 2003. Anslagene er uendret fra forrige inflasjonsrapport. Anslagene for 2002 og 2003 kan oppfattes som anslag på den underliggende prisstigningen. I anslaget for 2002 har vi sett bort fra de midlertidige virkningene på prisveksten av nedgangen i merverdiavgiften på matvarer fra juli 2001. Norges Bank vil ha grunnlag for å anslå prisveksten i 2002 mer presist når det samlede skatte- og avgiftsopplegget for 2002 er endelig klarlagt.

Markedsaktørenes renteforventninger reflektert ved terminrentene er noe høyere enn i desember, men aktørene venter fortsatt en markert nedgang i pengemarkedsrenten i løpet av de neste to årene. Holdes renten uendret på dagens nivå, kan prisveksten komme ned mot 2 prosent fra og med utgangen av 2002. Virkningene av alternative renteforutsetninger er nærmere omtalt nedenfor.

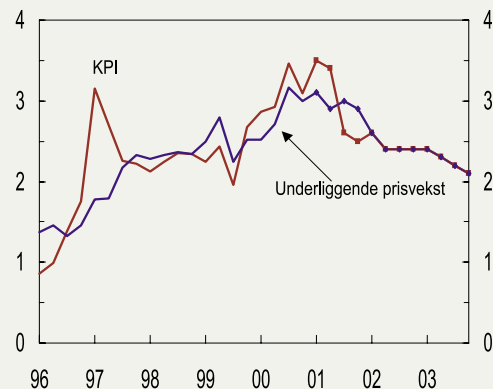
Kronekursen forutsettes stabil fremover

Målt mot den importveide indeksen (44 land) har kronekursen styrket seg noe siden forrige inflasjonsrapport. Anslagene i rapporten er basert på en beregningsteknisk forutsetning om at gjennomsnittlig kursnivå hittil i år, målt mot den importveide indeksen, holdes uendret ut fremskrivningsperioden. Kursforutsetningen innebærer at kronekursen i gjennomsnitt styrker seg med 1 prosent fra 2000 til 2001. Det er en noe sterkere kurs enn vi la til grunn i forrige rapport. Fra 1999 til 2000 svekket den importveide kronekursen seg med 2,5 prosent. Kronekursen mot euro har variert mellom 8,08 og 8,31 siden midten av desember og var 8,23 den 1. mars.

Forventninger om rentefall i pengemarkedet

Norges Banks styringsrenter ble hevet i fire trinn med i alt 1,5 prosentpoeng fra april til september i fjor. Foliorenten er nå 7,0 prosent. Tremåneders pengemarkedsrenter var i begynnelsen av mars 7,4 prosent. Implisitte terminrenter beregnet på grunnlag av avkastningskurven i penge- og obligasjonsmarkedene og prisingen av fremtidige renteavtaler (FRA-renter) tyder på at kortsiktige renter ventes å falle med om lag ½ prosentpoeng gjennom 2001 og ytterligere ¾ prosentpoeng gjennom 2002. Terminrentene indikerer at tremånedersrenten ventes å ligge i underkant av 6 prosent i 2003, se figur 3.2. Aktørene i markedet venter dermed en betydelig reduksjon i rentedifferansen mot eurolandene i løpet av de neste to årene. En sammenstilling av sentrale tekniske forutsetninger er gjengitt i tabell 3.1.

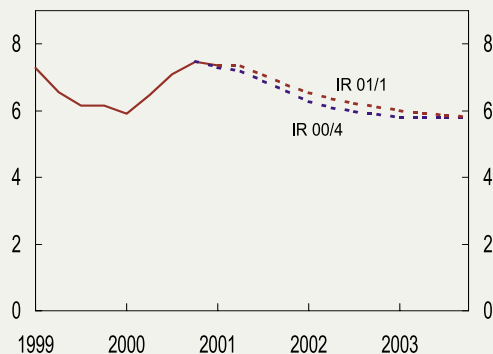
Figur 3.1 Anslag på konsumprisene. Total og underliggende¹⁾. Vekst fra samme kvartal året før. Prosent



¹⁾ KPI korrigert for endringer i avgifter og strømpris

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Beregningsteknisk forutsetning om den kortsiktige pengemarkedsrenten¹⁾. Prosent



¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med 1. mars. Tremåneders terminrenter er estimert ut fra fire pengemarkedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 1. mars

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.1 Tekniske forutsetninger

	2000	2001	2002	2003
3 mnd pengemarkedsrente (årlig gj.snitt) ¹⁾	6,8	7,2	6,3	5,9
Importveid valutakurs ²⁾	2,5	-1,0	0	0
Realvekst off. utgifter	1½	2¼	1¾	1¾
Oljepris NOK/fat ³⁾	252	230	200	175

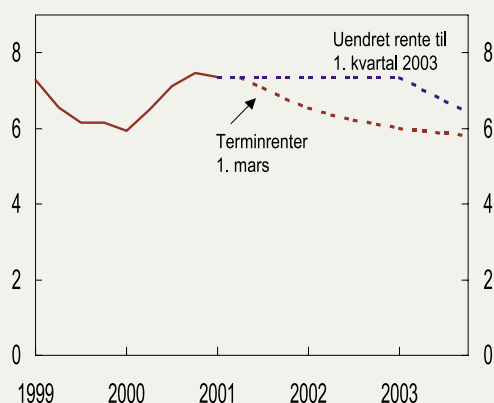
¹⁾ Det legges til grunn at rentene følger markedets forventninger slik disse ble avspeilet i terminrentene 1. mars.

²⁾ Årlig prosentvis endring. Positive tall betyr svekkelse av kronen. Den importveide valutakursen omfatter 44 land.

³⁾ Det legges til grunn at oljeprisen reduseres til 20 USD per fat.

Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Ulike baner for pengemarkedsrenten



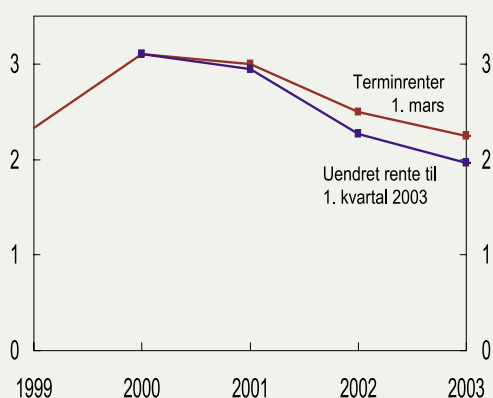
Kilde: Norges Bank

Tabell 3.2 Anslag forutsatt uendret rente de neste to årene. Prosentvis endring fra året før

	2001	2002	2003
Konsumpriser	3	2¼	2
Lønnskostnader	5	4½	4
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1¼	1½	1½
BNP Fastlands-Norge	1¼	1½	1½
Sysselsetting	¾	¾	¾
Arbeidsledighet (nivå)	¾	¾	¾

Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Årlig konsumprisvekst med ulike baner for renten. Prosent



Kilde: Norges Bank

Virkninger av endrede renteforutsetninger

Forutsetningene om renteutviklingen påvirker anslagene for den økonomiske utviklingen og prisveksten i denne rapporten. Holdes renten oppe lenger enn markedet venter, vil pris- og kostnadsveksten komme noe raskere ned. Illustrasjonsmessig har vi foretatt beregninger for en alternativ rentebane, se figur 3.3. Beregningsteknisk holdes renten uendret på dagens nivå de neste to årene, for deretter å gå gradvis ned mot terminrentene. Tabell 3.2 viser anslag for en del sentrale størrelser med denne renteforutsetningen.

Anslagene viser at prisveksten kan komme ned mot 2 prosent fra og med utgangen av 2002 dersom vi holder renten på dagens nivå i to år fremover, se figur 3.4. Det er lagt til grunn at en slik alternativ rentebane vil innebære en sterkere importveid kronekurs i den samme perioden. Høy rente over lengre tid vil gjøre det mer attraktivt å plassere i norske kroner. Beregningsteknisk har vi lagt til grunn at valutakursen endrer seg i tråd med teorien for udekket renteparitet. Høyere rente på norske kroner motsvares da av en umiddelbar appresiering og deretter en jevn depresiering tilbake til utgangsnivået, slik at forventet avkastning på plasseringer i norske kroner er uendret.

Utslagene i prisveksten kommer relativt raskt når valutakursen samtidig styrker seg. Etter hvert som utslagene via valutakursen avtar, vil effekten via realøkonomien dominere. Høyere rente vil dempe etterspørselsveksten i norsk økonomi, særlig veksten i det private konsumet. Dette vil igjen dempe produksjonsveksten. Anslagene indikerer at veksten i BNP for Fastlands-Norge med en slik alternativ rentebane blir rundt 1½ prosent de to neste årene. Presset i arbeidsmarkedet kan komme til å avta noe og bidra til at lønnsveksten etter hvert kommer ned til 4 prosent.

3.2 Internasjonale prisimpulser

Lavere internasjonale prisimpulser

Den sterke veksten i prisene på tradisjonelle importvarer gjennom fjoråret kan i stor grad tilskrives økt oljepris. I tillegg kan svekkelsen av kronekursen i første halvår i fjor ha bidratt. Med noe lavere oljepris fremover anslås prisene på tradisjonelle importvarer å øke med 1¾ prosent i år og holde seg uendret neste år. Noe svakere utvikling internasjonalt og en viss styrking av kronen har også bidratt til å trekke anslagene ned fra forrige rapport. I 2003 venter vi at veksten i importprisene blir om lag 1 prosent.

I forrige inflasjonsrapport la vi til grunn om lag uendrede priser på de importerte konsumvarene for årene fremover. Prisveksten på disse varene hadde da vært negativ siden begynnelsen av 1999. I januar i år gikk imidlertid tolv månedersveksten opp til 1,0 prosent. En stor del av

dette kan tilskrives økt merverdiavgift, men økningen gjenspeiler også sterkere underliggende prisvekst. Den kraftige økningen i internasjonale produsentpriser kan være i ferd med å komme klarere til uttrykk i prisene på ferdigvarer. På den annen side venter vi at den sterke internasjonale konkurransen på produktmarkedene fortsatt vil bidra til å dempe prisveksten på disse varene. Samlet venter vi nå en viss vekst i prisene på de importerte konsumvarene inneværende år og en liten nedgang neste år. Prisene på importerte konsumvarer anslås å holde seg stabile i 2003.

Større usikkerhet i oljeprisen

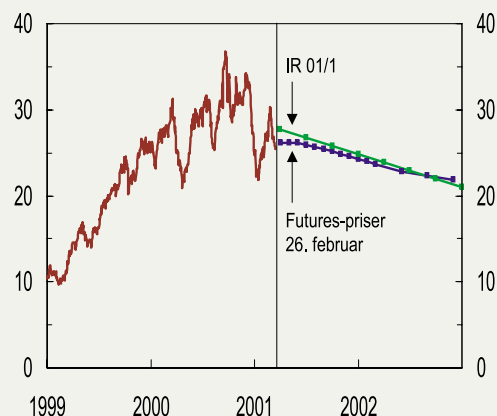
Som beregningsteknisk forutsetning har vi lagt til grunn at oljeprisen faller gradvis ned mot 20 dollar på to års sikt, se figur 3.5. Dette vil isolert sett bidra til å dempe prisveksten de nærmeste årene. Samtidig venter vi at den sterke økningen i oljeprisen gjennom 1999 og 2000 fortsetter å ha ringvirkninger på vare- og tjenestepriiser, særlig inneværende år.

Prisingen av opsjoner i oljemarkedet tyder på at markedsaktørene nå er mer usikre på den fremtidige utviklingen enn i desember, se figur 3.6. Den økte usikkerheten må ses på bakgrunn av at lave oljelagre, høy kapasitetsutnyttelse i flere OPEC-land og uro i Midtøsten kan ha bidratt til frykt for høye priser. OPEC har tidligere uttalt at oljeprisen bør ligge innenfor et intervall på 22-28 USD målt som et gjennomsnitt av ulike oljekvaliteter. For Nordsjøolje (Brent Blend) tilsvarer dette et intervall på 23-29 USD. De lodrette strekene i figur 3.7 markerer at markedet ved utgangen av februar priset inn henholdsvis 10 prosent sannsynlighet for at oljeprisen i desember i år vil være lavere enn 18 dollar per fat og 10 prosent sannsynlighet for at den vil være høyere enn 35,5 dollar.

Stabil konsumprisvekst hos våre handelspartnere

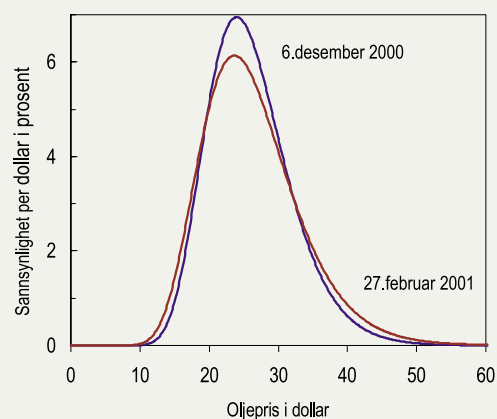
Veksten i konsumprisene hos handelspartnerne ble 2,2 prosent i fjor. Inneværende år og neste år anslås konsumprisveksten hos handelspartnerne til 2 prosent, se tabell 3.3. Forutsetningen om gradvis lavere oljepris bidrar til avtakende konsumprisvekst internasjonalt. Det er samtidig store forskjeller mellom landene. I USA blir nedgangen i prisveksten forsterket av lavere økonomisk vekst. I euroområdet vil styrkingen av valutaen den siste tiden kunne bidra til å trekke prisveksten ned. På den annen side venter vi en viss økning i prisveksten i Sverige og Storbritannia.

Figur 3.5 Oljepris Brent Blend. USD per fat



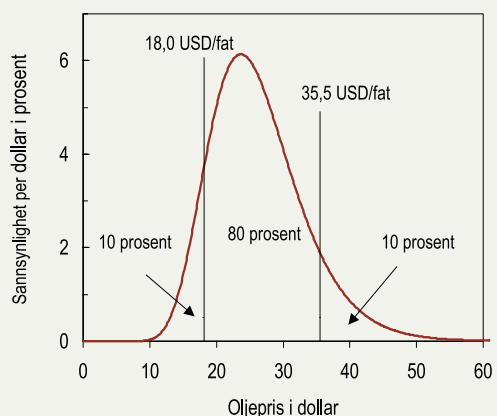
Kilde: International Petroleum Exchange og Norges Bank

Figur 3.6 Sannsynlighetsfordeling for oljepris i desember 2001 (Light Sweet Crude Oil)



Kilde: New York Mercantile Exchange og Norges Bank

Figur 3.7 Sannsynlighet for oljepris i desember 2001 (Light Sweet Crude Oil)



Kilde: New York Mercantile Exchange og Norges Bank

3.3 Innenlandske forhold

Fortsatt høy kostnadsvekst

Høyere kostnadsvekst enn blant våre handelspartnere har i flere år vært en vesentlig årsak til at også prisveksten i Norge har vært høyere. Den høye kostnadsveksten må ses i sammenheng med knapphet på arbeidskraft.

Arbeidsledigheten har vært rimelig stabil de siste to årene. Vi anslår at ledigheten holder seg på 3¼ prosent fremover. Den store beholdningen av ledige stillinger kan imidlertid være et uttrykk for at bedriftene og offentlig sektor har større problemer med å skaffe kvalifisert arbeidskraft enn det ledighetstallene alene tilsier.

Den lille økningen i arbeidsledigheten gjennom fjoråret kan nesten i sin helhet tilskrives lavere sysselsetting i de oljerelaterte delene av verksteds- og offshoreindustrien i Vest-Norge, se figur 3.9. Svakere etterspørselsimpulser innenlands har ikke fått konsekvenser for sysselsetting og ledighet i privat og offentlig tjenesteyting. Tvert imot falt arbeidsledigheten på Østlandet i fjor. Dette er en region hvor privat og offentlig tjenesteyting dominerer bildet. Det er derfor mye som tyder på at arbeidsmarkedet i tjenesteytende næringer er svært stramt.

Samtidig er det tegn til at industrien er mer optimistisk enn på lenge. Dette gjelder særlig leverandørindustrien til petroleumsvirksomheten. Ifølge Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå er knapphet på arbeidskraft i industrien i stadig større grad en viktig begrensende faktor for produksjonen. Med en relativt stabil utvikling i oljeinvesteringene fremover og mindre tvil om jobbsikkerheten i industrien kan dette bidra til sterkere lønnsimpulser fra denne sektoren enn tidligere anslått.

Som i forrige rapport anslås veksten i lønnskostnadene til 5 prosent i år. Anslaget er basert på resultatene fra det toårige lønnsoppgjøret i fjor og om lag samme lønnsglidning som vi har sett de siste årene. For 2002 og 2003 anslås lønnsveksten til henholdsvis 4¾ prosent og 4½ prosent. Anslagene er noe oppjustert fra forrige rapport.

Tabell 3.3 Konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

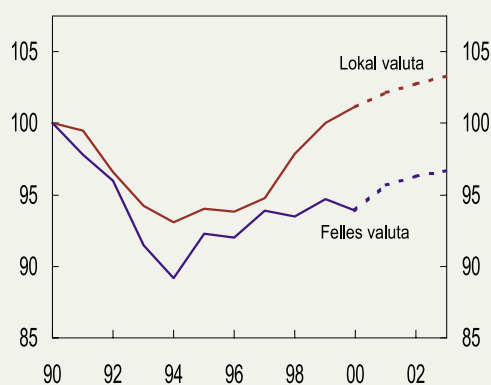
	2000	2001	2002	2003
USA	3,4	2¼	2¼	2¼
Japan	-0,6	-¼	0	¾
Tyskland	2,1	1½	1¼	1½
Frankrike	1,8	1¼	1¼	1½
Italia	2,6	2¼	1½	1½
Storbritannia	2,1	2	2¼	2½
Sverige	1,3	1¼	2¼	2
Norges handelspartnere ¹⁾	2,2	2	2	2
Eurolandene ²⁾	2,4	2	1½	1¼

¹⁾Importvekter

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

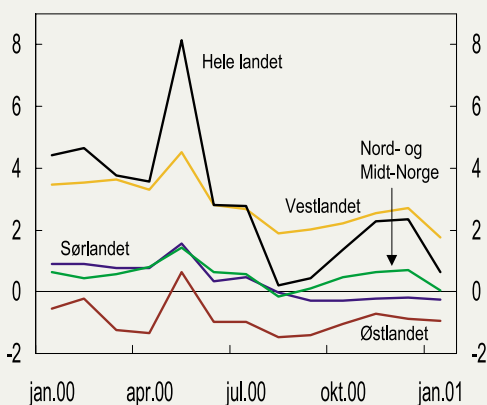
Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 Relative lønnskostnader i industrien i Norge i forhold til handelspartnere. Indeks 1990=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.9 Endring i ledighet fra samme måned året før. I 1000 personer



Kilde: aetat Arbeidsdirektoratet

3.4 Inflasjonsforventninger og usikkerhet

Langsiktige renter kan gi informasjon om tilliten til den samlede økonomiske politikken og inflasjonsforventningene på lang sikt. De gjenspeiler også det langsiktige globale rentenivået. Renten på norske obligasjoner med ti års løpetid er om lag uendret siden fremleggelsen av forrige rapport. Samtidig har tyske langsiktige renter falt noe. Rentedifferansen mellom norske og tyske langsiktige renter har dermed økt, og er nå om lag 1,1 prosentpoeng. Amerikanske langsiktige renter har falt med om lag 0,1 prosentpoeng.

Norske terminrenter på lang sikt har endret seg lite fra forrige rapport. Differansen mot tilsvarende tyske renter er om lag ½ prosentpoeng. Denne differansen er fortsatt noe høyere for Norge enn for de øvrige nordiske landene, se figur 3.10.

Ifølge oversikten fra "Consensus Forecasts" i februar over anslag for norsk økonomi er markedsobservatørens prisforventninger for inneværende år uendret fra desember. I gjennomsnitt venter et utvalg av markedsaktører en vekst i konsumprisindeksen på 2,6 prosent i år og 2,0 prosent neste år, se tabell 3.4.

Usikkerheten i prisanslaget

Det er en viss usikkerhet knyttet til anslagene på konsumprisveksten som presenteres i inflasjonsrapportene. For eksempel er anslagene betinget av sentrale forutsetninger om blant annet rente, valutakurs og finanspolitikk. Samtidig er det usikkerhet knyttet til i hvilken grad økonomiske modeller og vår bruk av dem fanger opp endringer som skjer i økonomien.

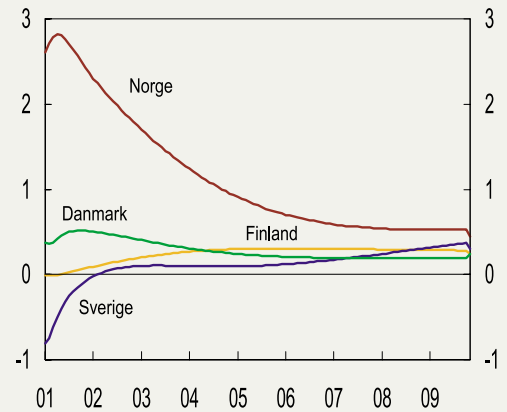
Vi anslår at perioden med lav vekst i USA blir relativt kort, med begrensede ringvirkninger til Europa. Skulle veksten i USA bli vesentlig lavere eller ringvirkningene til resten av verden større enn anslått, vil også prisveksten internasjonalt kunne bli lavere. Dersom den internasjonale prisveksten avtar betydelig, vil dette relativt raskt gi lavere vekst i importprisene og etter hvert også i norske konsumpriser. Et mer markert omslag internasjonalt kan også føre til at oljeprisen faller mer enn lagt til grunn. Uten store utslag i kronkursen vil det bidra til lavere importpriser og også kunne påvirke innenlandsk prisstigning direkte gjennom lavere energipriser.

Den økte usikkerheten i oljemarkedet innebærer imidlertid også at sannsynligheten for en vesentlig høyere oljepris har økt. Dette kan ses i sammenheng med mulighetene for raskere reaksjoner også på tilbudssiden i oljemarkedet. Foreløpig er det få tegn til at oljeprisøkningen har ledet til økt lønnsvekst internasjonalt eller en markert økning i markedsaktørens prisforventninger. Produsentprisene har imidlertid økt kraftig. Fortsatt høye oljepriser og sterkere kostnadsvekst kan gi høyere prisvekst enn antatt neste år.

Ifølge nasjonalregnskapet tok produktivitetsveksten seg opp i fjor etter flere år med lav vekst. Det er stor usikkerhet knyttet til historiske tall for produktivitetsveksten. Oppgangen i produktiviteten skyldtes delvis unormalt høy kraftproduksjon. I våre anslag legger vi til grunn en vekst i produktiviteten på linje med den veksten en har sett historisk i gjennomsnitt de siste 20 årene. Dersom veksten i produktiviteten skulle vise seg å bli høyere, vil det kunne føre til lavere prisvekst enn ventet og bedre lønnsomheten i næringslivet.

Det er samtidig en risiko for at veksten i norsk økonomi ikke tar seg opp slik vi har anslått. Veksten i husholdningenes etterspørsel har vært lav det siste halve året, og husholdningene er mindre optimistiske enn for ett år siden. På den annen side kan den offentlige utgiftsveksten fremover bli høyere enn lagt til grunn i anslagene. De siste årene har det vært en tendens til at den offentlige utgiftsveksten er blitt høyere enn opprinnelig vedtatt i budsjettbehandlingen

Figur 3.10 Terminrentedifferanser mot Tyskland 1. mars 2001. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Tabell 3.4 Ulike institusjoners anslag på konsumprisveksten i 2001 og 2002¹⁾. Prosentvis endring fra året før

	2001	2002
Norges Bank	3	2½
Finansdepartementet	2¾	-
Statistisk sentralbyrå	2,5	1,4
OECD ²⁾	2,8	2,6
IMF	2,5	-
Consensus Forecasts ³⁾		
Høyeste anslag	2,8	2,4
Gjennomsnitt	2,6	2,0
Laveste anslag	2,4	1,4

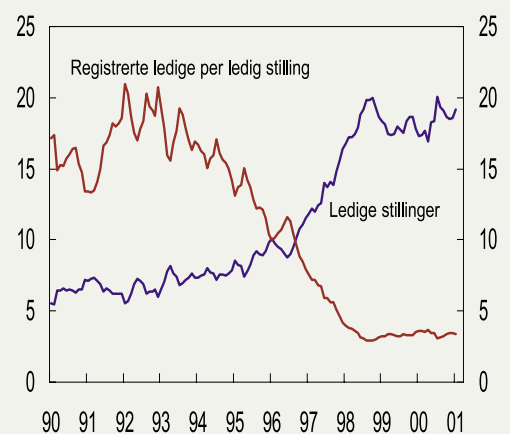
1) Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene.

2) Konsumdeflator

3) Februar 2001

Kilde: Norges Bank

Figur 3.11 Registrerte ledige/ledige stillinger og beholdning av ledige stillinger. Sesongjustert. I 1000 personer. Glattet



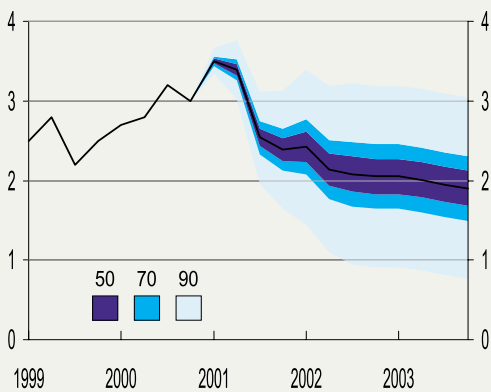
Kilde: aetat Arbeidsdirektoratet

Arbeidsmarkedet er fortsatt stramt. Det er ikke tegn til at antallet ledige stillinger avtar, se figur 3.11. Det er knapphet på arbeidskraft i offentlig og privat tjenesteyting. Ledigheten har økt noe i de områdene av landet der oljerelatert industri veier tungt i arbeidsmarkedet, men gått ned på Østlandet.

Det er usikkert hvordan lønnsdannelsen vil fungere med slike spenninger mellom sektorene. Den anslåtte lønns- og prisveksten er basert på at lønnsveksten i industrien er toneangivende for lønnsoppgjørene i skjermet sektor. De samlede lønnsanslagene vil derfor være preget av at kostnadsveksten de siste årene har vært høy og at industriens lønnsutgifter som andel av inntekten har økt til et historisk høyt nivå. De siste årene har vi sett tendenser til at forholdene i skjermet sektor i større grad enn tidligere setter sitt preg på den samlede lønnsutviklingen. Dersom denne tendensen fortsetter eller forsterkes, vil lønnsveksten kunne bli høyere enn anslått i denne rapporten.

Usikkerheten om utviklingen internasjonalt trekker i retning av større sannsynlighet for lavere prisvekst enn høyere prisvekst enn anslått. På den annen side er det etter vår vurdering større risiko for høyere innenlands kostnadsvekst enn det motsatte. Samlet sett vurderes derfor usikkerheten rundt prisanslagene med uendret rente å være symmetrisk fordelt, se figur 3.12. Bredden på båndene i figuren er basert på historiske avvik mellom Norges Banks anslag og den faktiske utviklingen. Usikkerheten i inflasjonsanslagene ble drøftet i egen ramme i Inflasjonsrapport 4/2000.

Figur 3.12 Usikkerhet i inflasjonsanslaget i banen med uendret rente. Ulike sannsynligheter for utviklingen i underliggende konsumprisvekst



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 | Konjunkturutviklingen

4.1 Hovedtrekk

Kraftig vekst i norsk økonomi fra sommeren 1999 til sommeren 2000 ble avløst av en vekstpause i andre halvår i fjor. Nye foreløpige tall fra nasjonalregnskapet tegner et bilde av stagnasjon i produksjonen og etterspørselen. Renteøkningene gjennom fjoråret bidro til avdempingen. Samtidig falt oljeinvesteringene betydelig. Dette ga for andre året på rad kraftige negative etterspørselsimpulser til oljerelatert industri i Norge. Avdempingen i veksten i norsk økonomi ser ut til å ha vært noe sterkere enn ventet i forrige inflasjonsrapport.

Veksten i norsk økonomi anslås å ta seg opp i andre halvår i år. Det er særlig den private forbruksetterspørselen som kan bidra til dette forløpet. Dette må ses i sammenheng med det markerte fallet i rentene som er lagt inn som en beregningsteknisk forutsetning for anslagene. Etter en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 1,8 prosent i fjor, anslås veksten til 1¼ prosent i år, 1¾ prosent neste år og 2 prosent i 2003. Anslagene for veksten i BNP for Fastlands-Norge er uendret fra forrige rapport.

Anslagene er betinget av at pengemarkedsrenten faller i tråd med markedets forventninger slik det gjenspeiles i terminrentene i begynnelsen av mars. Holdes renten i stedet uendret på dagens nivå i tiden fremover, kan veksten i BNP for Fastlands-Norge bli rundt 1½ prosent de to neste årene.

Vi har lenge ventet et visst omslag i den internasjonale utviklingen, etter sterk vekst de siste årene. Særlig i USA er det nå markert lavere vekst. Lettelser i den økonomiske politikken vil kunne forhindre en vedvarende og kraftig lavkonjunktur. Vi venter at relativt sterk vekst i Europa bidrar til at veksten blant handelspartnerne holder seg oppe.

Samtidig er det enkelte forhold i norsk økonomi som peker i retning av en sterkere utvikling enn tidligere anslått. Anslaget for oljeinvesteringene er oppjustert, og industrien ser mer positivt på utsiktene nå enn for noen måneder siden.

Det er fortsatt lite ledige ressurser i norsk økonomi. Med en vekst som i løpet av inneværende år anslås å ta seg opp mot trendvekst, kan presset i økonomien vedvare de nærmeste årene. Sysselsettingen anslås samlet sett å kunne vokse om lag i takt med den demografiske tilgangen til arbeidsmarkedet. Økt sysselsetting i offentlig sektor ventes å stå for en stor del av den samlede sysselsettingsveksten. Samtidig legger vi til grunn at tilbudsiden i arbeidsmarkedet ikke lenger kan øke ut over den demografiske tilgangen. Yrkesfrekvensen anslås å holde seg på et rekordhøyt nivå. Arbeidsledigheten ser ut til å kunne holde seg stabilt lav hele fremskrivningsperioden.

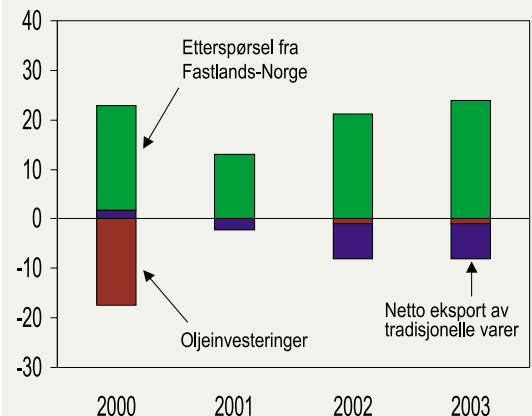
Tabell 4.1 Hovedtall 2000-2003.
Prosentvis vekst fra foregående år

	2000	2001	2002	2003
Etterspørsel fra				
Fastlands-Norge	2,2	1¼	2¼	2½
Privat konsum	2,1	1½	2½	3
Offentlig konsum	1,4	3	2	2
Realinvesteringer	3,5	-1	1½	1
Tradisjonell eksport	3,0	3¼	3¼	3¼
Tradisjonell import	2,4	2¼	4	3¼
BNP	2,2	2	1¾	1½
BNP, Fastlands-Norge	1,8	1¼	1¾	2
Sysselsetting	0,4	¾	½	½
AKU-ledighet ¹⁾	3,4	3¼	3¼	3¼
Konsumpriser	3,1	3	2½	2¼
Lønnskostnader	5	5	4¼	4½
Årslønn	4¼	4¼	4¼	4½

¹⁾ Prosent av arbeidsstyrken

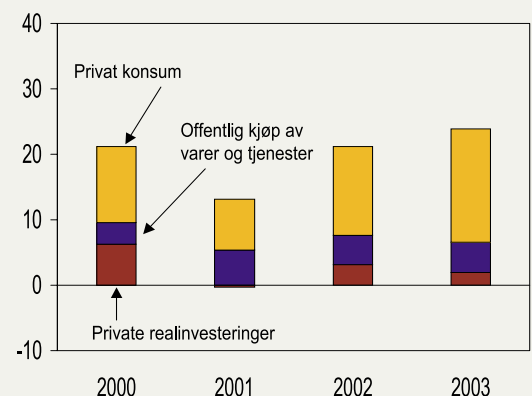
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.1 Bidrag til samlet etterspørsel. Endringer i milliarder kroner fra året før. Faste 1997-priser



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Komponenter i innenlandsk etterspørsel. Endringer i milliarder kroner fra året før. Faste 1997-priser



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.2 Internasjonale rammebetingelser

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

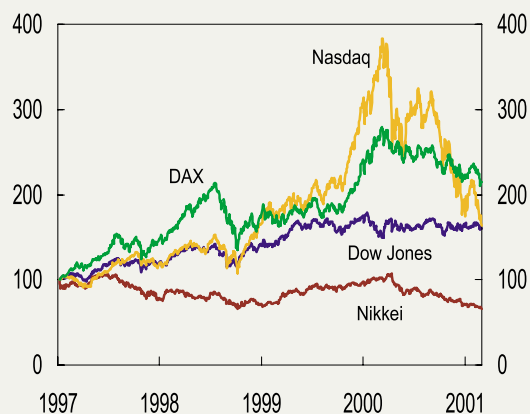
	2000	2001	2002	2003
USA	5,0	1¾	3	3¾
Japan	1,5	1¼	1¾	2
Tyskland	3,0	2½	2½	1¾
Frankrike	3,2	2¾	2½	2¼
Italia	2,8	2½	2¾	2½
Storbritannia	3,0	2½	2½	2½
Sverige	3,9	3¾	2¾	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	3,6	2¾	2¾	2½
Eurolandene ²⁾	3,4	2¾	2¾	2¼

¹⁾ Eksportvekter

²⁾ Kjøpekraftskorrigerede BNP-vekter fra IMF

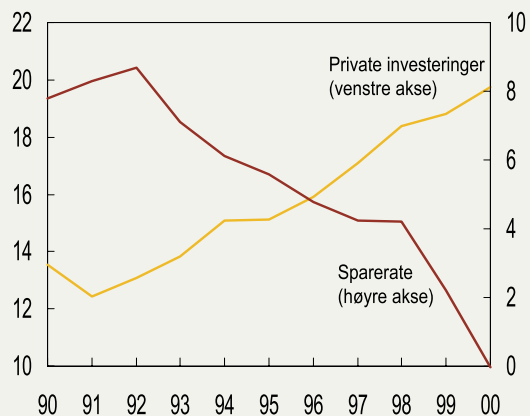
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 Aksjekurser. Indeks. Januar 1997=100



Kilde: EcoWin

Figur 4.4 Husholdningenes sparing i USA, prosent av disponibel inntekt. Private investeringer i USA, prosent av BNP. Årstall



Kilde: OECD og Datastream

Veksten internasjonalt avtar noe mer enn ventet

Omslaget i amerikansk økonomi er blitt sterkere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Konsumveksten i USA avtok fra tredje til fjerde kvartal. Det var fall i både private investeringer og eksporten. I årlig rate økte BNP med 1,1 prosent i fjerde kvartal. Den kraftige nedgangen i NAPM-indeksen – en ledende indikator for utviklingen i industrien – tyder på at amerikansk økonomi er inne i en nedgangskonjunktur. En må tilbake til 1991 for å finne et tilsvarende lavt indeksnivå. Konsumentenes tillitsindikatorer har også vist en negativ utvikling, men fra et høyt nivå. Aksjekursene på teknologi-baserte aksjer (Nasdaq) falt kraftig gjennom fjoråret, og dollaren svekket seg gjennom desember. Den amerikanske sentralbanken satte ned styringsrenten i to trinn med til sammen 1 prosentpoeng i januar. Finansmarkedene og aksjemarkedene internasjonalt har vært relativt stabile etter rentenedgangen. Det er også varslet skattelettelse i USA. Så langt har dette bidratt til å stabilisere valutakursen og aksjekursene.

Vi anslår at perioden med lav vekst i USA blir relativt kortvarig og at veksten gradvis tar seg opp, men denne antakelsen er selvfølgelig beheftet med stor usikkerhet. Skattelettelse og rentenedgang vil bidra til vekst i disponibel inntekt for husholdningene. BNP-veksten i USA anslås likevel å kunne bli mer enn halvert, fra 5 prosent i fjor til 1¾ prosent i år, og ta seg opp til 3 prosent neste år. Anslaget for inneværende år er nedjustert med 1¼ prosentpoeng fra forrige rapport.

Usikkerheten er nå særlig knyttet til varigheten av og styrken i omslaget i USA og eventuelle ringvirkninger i verdensøkonomien. Husholdningenes sparerate er nå meget lav i USA, se figur 4.4. Næringslivet har vært inne i en periode med høye investeringer. Disse er for en stor del finansiert med lån og utleggelse av aksjer. I tillegg er underskuddet på driftsbalansen høyt. Hvis investeringene i bedriftene avtar mer enn vi har lagt til grunn, eller husholdningene skulle velge å øke sparingen markert, vil etterspørselen i USA kunne utvikle seg svakere enn ventet.

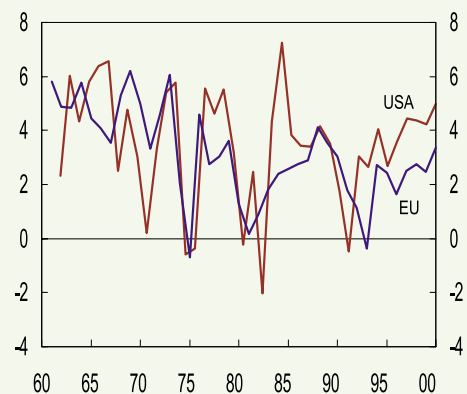
Historiske erfaringer og modellsimuleringer viser at et konjunkturtilbakeslag i USA kan ha betydelige effekter i Europa, se omtale i egen ramme. Vi har lagt til grunn for våre prognoser at avdempingen i USA vil ha begrenset betydning for utviklingen i Europa i den nåværende situasjonen. Utviklingen i USA har så langt bare påvirket internasjonale finansmarkeder i mindre grad. Aksjekursene internasjonalt har vært relativt stabile hittil i år. Risikopremien på obligasjoner utstedt av fremvoksende økonomier har falt litt til tross for finanskrisen i Tyrkia i februar, se figur 4.5. I tillegg venter vi at skattelettelse i euroområdet, fortsatt sterk konkurranseevne i de fleste landene og lavere renter vil bidra til å holde veksten i Europa oppe.

På den annen side kan lavere aktivitet i USA også smitte over på andre land gjennom forventninger om lavere vekst, økt pessimisme og tendenser til større forsiktighet i

Hvordan rammes Europa av en konjunkturedgang i USA?

Det har historisk vært betydelig samvariasjon mellom den økonomiske utviklingen i USA og i Europa. Dette fremgår av figur 1, som viser BNP-vekst i USA og EU-landene de siste 40 årene.¹ Denne rammen drøfter hvordan omslaget i USA kan påvirke Europa og gjennom hvilke kanaler dette eventuelt kan skje.

Figur 1 BNP i USA og EU. Prosentvis årlig vekst



Kilde: OECD

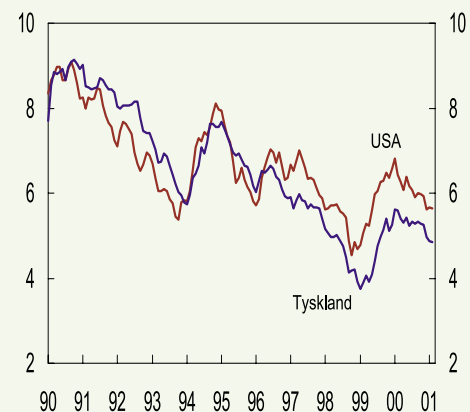
Samvariasjonen kan skyldes at Europa og USA historisk har vært utsatt for de samme sjokkene, eller at konjunktorene i den ene verdensdelen har spredt seg til den andre. Forsøk på å korrigere for effekten av felles oljeprissjokk viser at dette kan forklare noe av samvariasjonen, men at spredningseffekter også er viktige.

Et konjunkturtilbakeslag i USA vil kunne spre seg til Europa *direkte* via handel, kapitalbevegelser og forventningsdannelse eller *indirekte* via utviklingen i resten av verden.

Handelskanalen tilsier at lavere vekst i USA vil ramme etterspørselen etter importvarer fra Europa. Veksten i USAs import følger erfaringsmessig nært landets BNP-vekst. Likevel har handelskanalen trolig liten betydning for konjunkturutviklingen i Europa. Euroområdet eksport til USA som andel av BNP har økt på 1990-tallet, men er fortsatt lav, anslagsvis 2,5 prosent i 2000. Det betyr at selv

betydelige endringer i USAs import fra euroområdet har liten betydning for den samlede etterspørselsutviklingen i Europa. Hvis dollaren depresierer markert, svekkes imidlertid Europas konkurransevne, med ytterligere negative konsekvenser for nettoeksporten.

Figur 2 Effektive renter på tiårige statsobligasjoner i USA og Tyskland. Prosent



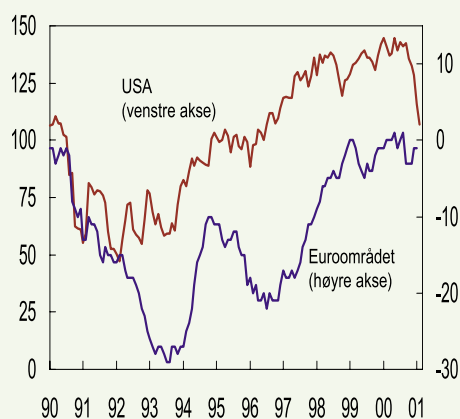
Kilde: Norges Bank

Konjunktorene i USA kan via *kapitalkanalen* påvirke de finansielle strømmene, og dermed rentenivå og finansieringsvilkår i Europa. Hvis forventet avkastning ved plassering i amerikanske finansmarkeder faller, vil omlegging av porteføljer kunne gi lavere renter i Europa. Figur 2 viser at de langsiktige rentene i betydelig grad har beveget seg parallelt i de to regionene. De kortsiktige rentene er til dels politisk bestemte og er mindre korrelerte enn de langsiktige.

Forventningskanalen kan påvirke konjunkturutviklingen i Europa på flere måter. En vekstnedgang i USA vil kunne gjøre publikum mer pessimistiske og forsiktige. Negative nyheter fra USA kan også gi et stemningskifte i de europeiske finansmarkedene. Figur 3 viser indekser for husholdningenes forventninger til den fremtidige økonomiske utviklingen. Indeksene viser et visst sammenfall. Aksjeindeksene har i betydelig grad beveget seg parallelt, se figur 4. Det kan imidlertid være vanskelig å bestemme årsaksrekkefølgen, det vil si om forventningsindikatorerne samvarierer på grunn av fellestrekk i den underliggende økonomiske utviklingen, eller om det er genuin spredning av tillitseffekter fra region til region.

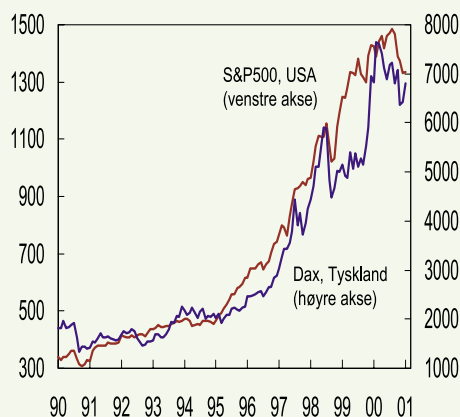
¹ Samvariasjonen mellom BNP-veksten i USA og EU-landene, målt ved korrelasjonskoeffisienten, er 0,48 for hele perioden og 0,66 for perioden 1993-2000. (En korrelasjonskoeffisient på 0 angir ingen samvariasjon, mens 1 indikerer fullt sammenfall.)

Figur 3 Husholdningers forventninger i USA og euroområdet. Månedstall, indeksverdier



Kilde: Datastream

Figur 4 Aksjeindekser i USA og Tyskland. Månedstall



Kilde: EcoWin

Spredning fra USA til Europa kan også skje *indirekte* via utviklingen i resten av verden. For eksempel vil en konjunkturedgang i USA kunne føre til finansiell uro eller svakere vekst i andre deler av verden med mulige effekter på europeisk økonomi. Konjunktorene i USA kan også påvirke prisen på viktige råvarer som for eksempel olje.

Effekten på europeisk økonomi av et konjunkturtilbakeslag i USA er via handelskanalen negativ, men relativt liten. Effekten via kapitalkanalene kan være positiv hvis et amerikansk rentefall overføres til Europa. Indirekte spredning kan påvirke europeisk økonomi i mange ulike retninger, men den samlede effekten er sannsynligvis relativt liten. Skal et tilbakeslag i USA derfor få betydelige negative effekter for Europa, må forventningskanalen spille en dominerende rolle. Dersom

lavere vekst i USA fører til mindre tillit blant forbrukere og produsenter, aksjekursfall, vanskelige finansieringsvilkår og/eller omfattende finansiell uro, kan veksten i Europa bli markert lavere.

Modellberegninger understøtter denne vurderingen.² Effekten av et tilbakeslag i USA har begrensede effekter på Europa med mindre det skyldes et felles sjokk eller finansmarkedene i Europa rammes av en markert nedgang og europeiske valutaer appresierer kraftig. Tabell 1 illustrerer en anslått effekt på en rekke nøkkelvariable av et kraftig omslag i USA, der inflasjonspress fører til renteøkning, 10 prosent depresiering av dollaren og aksjekursfall på 20 prosent med etterfølgende spredning til euroområdet. I dette scenariet der forventningskanalen spiller en avgjørende rolle, blir transmisjonen til Europa betydelig, med om lag 2/3 gjennomslag på BNP det første året.

Tabell 1. Effekt på USA og euroområdet av konjunkturtilbakeslag i USA

	1. år	2. år	3. år
USA			
BNP-nivå ^{a)}	-1,9	-2,1	-1,1
KPI-inflasjon ^{b)}	0,8	-0,7	-1,0
Reell effektiv valutakurs ^{a)}	-10,4	-9,2	-9,1
Euroområdet			
BNP-nivå ^{a)}	-1,3	-1,4	-1,0
KPI-inflasjon ^{b)}	-1,6	-0,8	-0,9
Reell effektiv valutakurs ^{a)}	10,2	8,3	7,8

a) Avvik fra referansebane i prosent

b) Avvik fra referansebane i prosentpoeng

Kilde: IMF World Economic Outlook, oktober 2000.

² IMF World Economic Outlook, oktober 2000, kapittel 1.

husholdningene og bedriftene. Japansk økonomi har i mange år vært inne i en lavkonjunktur. Bruttonasjonalproduktet i USA og Japan utgjør samlet nesten halvparten av bruttonasjonalproduktet i OECD-området. Skulle veksten stagnere samtidig i begge landene, vil dette ramme eksportetterspørselen for fremvoksende økonomier i Asia og Latin-Amerika. Også tidligere har det vært stor usikkerhet rundt anslagene for veksten i USA. I siste halvdel av 1990-årene ble de fleste som lager prognoser systematisk overrasket over den sterke veksten i amerikansk økonomi. I prognosene gitt i Economic Outlook i desember har OECD de siste fire årene undervurdert veksten i USA det påfølgende året med om lag 2 prosentpoeng, se figur 4.6.

I euroområdet avtok veksten i andre halvdel av fjoråret. Husholdningenes forventningsindikator har imidlertid holdt seg oppe, se figur 4.7. Skattelettelser på rundt 1/2-3/4 prosent av BNP i år og fortsatt sysselsettingsvekst bidrar til reell inntektsvekst i husholdningene og økt konsum. Forventningene i bedriftene indikerer avdemping av veksten i industriproduksjonen fremover. Investeringsveksten ventes å holde seg relativt høy, blant annet som følge av lav rente og forventninger om ytterligere rentenedgang. I 2000 bidro nettoeksporten til om lag 1/2 prosentpoeng av BNP-veksten. Fremover vil bidraget fra nettoeksporten falle som følge av at veksten internasjonalt avtar. Samlet sett venter vi at BNP i euroområdet vokser med 2 3/4 prosent i år og neste år. I 2003 venter vi en BNP-vekst på linje med produksjonskapasiteten, på anslagsvis 2 1/4 prosent.

Sverige er inne i en periode med sterk vekst. Både privat innenlandsk etterspørsel og eksport bidrar, mens veksten i offentlige utgifter begrenses av det vedtatte utgiftstaket. Lave renter og økt disponibel realinntekt som følge av skattelettelser, økt sysselsetting og reallønnsvekst, har gitt sterk vekst i privat etterspørsel. Vi venter imidlertid at lavere eksportvekst og kapasitetsskanker vil dempe veksten.

4.3 Utenriksøkonomien

Kapasitetsbegrensninger demper eksportveksten fra Fastlands-Norge

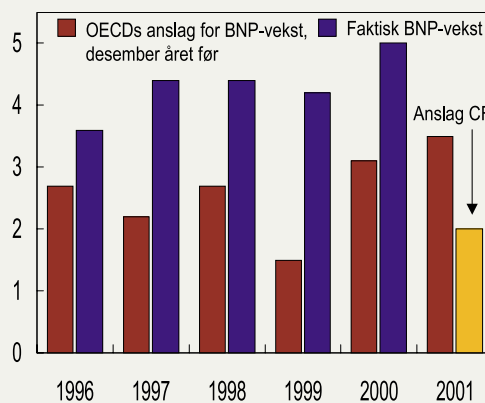
Den moderate veksten i den tradisjonelle eksporten i fjor kan delvis ses i sammenheng med at mange eksportbedrifter produserer for full kapasitet. Ifølge Konjunkturbarometeret for 4. kvartal fra Statistisk sentralbyrå utgjør kapasitetsproblemer den største begrensende faktoren for produksjonen i tradisjonell eksporttrettet industri, se figur 4.8. I tillegg har en særnorsk kostnadsvekst de siste årene svekket den kostnadmessige konkurranseevnen i deler av industrien. Svakere etterspørselsvekst ute anslås i liten grad å påvirke anslagene våre fremover, med mindre det fører til betydelige prisfall i råvaremarkedene. Vi venter fortsatt moderat vekst i eksporten av tradisjonelle varer fremover.

Figur 4.5 Renteforskjell mellom statsobligasjoner i fremvoksende økonomier og USA. Prosentpoeng



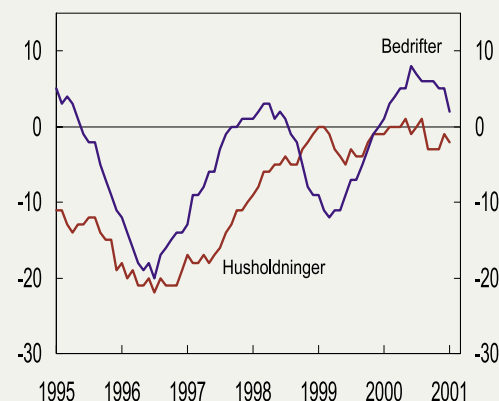
Kilde: Bloomberg

Figur 4.6 Faktisk og anslått BNP-vekst i USA. Prosent



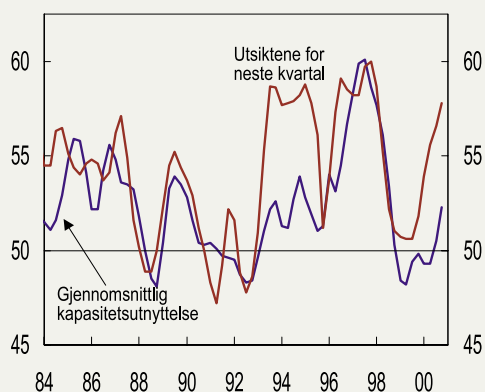
Kilde: OECD og Consensus Forecasts (CF)

Figur 4.7 Forventningsindikatorer i euroområdet. Månedstall



Kilde: EU-kommisjonen

Figur 4.8 Forventet utvikling i kapasitetsutnyttelsen i industrien og industrilederenes vurdering av neste kvartal. Konjunkturbarometeret. Diffusjonsindekser.¹⁾ Glattet



¹⁾ En indeks over 50 innebærer at gjennomsnittet av industrilederne venter høyere kapasitetsutnyttelse, eventuelt bedre utsikter i neste kvartal.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Prisene på tradisjonelle norske eksportvarer økte sterkt gjennom fjoråret, etter å ha holdt seg relativt stabile gjennom de foregående fire årene. Det var særlig utviklingen i markedene for aluminium og raffinerte oljeprodukter som trakk prisene opp i fjor. Forutsetningen om lavere oljepris og moderat vekst i råvareprisene bidrar til å dempe prisveksten på tradisjonelle eksportvarer de neste to årene.

Importvolumet av tradisjonelle varer økte med 2,4 prosent i fjor, etter en tilsvarende nedgang året før. Lav vekst i privat konsum og private investeringer trekker isolert sett importveksten ned i år. En stabilisering i oljeinvesteringene ventes å bidra til at importveksten likevel blir om lag som i fjor. Det ventes at importveksten tiltar etter hvert som veksten i privat konsum og private investeringer tar seg opp.

Store overskudd på driftsbalansen

Overskuddet på driftsbalansen ble 196 milliarder kroner i 2000 eller 14 prosent av BNP. Det rekordstore overskuddet på driftsbalansen er et resultat av den høye oljeprisen. Forutsetningen om lavere oljepris vil bidra til å svekke driftsbalansen. På den annen side er det ventet at den samlede petroleumsproduksjonen øker i år. For 2001 venter vi et overskudd på 195 milliarder kroner. Overskuddet anslås til 155 milliarder kroner neste år og 120 milliarder kroner i 2003. Målt i prosent av BNP anslås overskuddet på driftsbalansen å falle fra 13 prosent i år til 8 prosent i 2003.

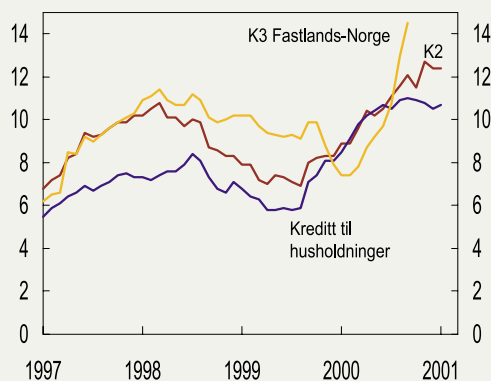
4.4 Innenlandsk etterspørsel

Høy kredittvekst

I vurderingen av konjunkturtrendene i Norge er utviklingen i foretakenes og husholdningenes låneopptak viktige indikatorer. Gjeldsopptakene økte kraftig fra 1999 til 2000. Veksten i samlet kreditt fra innenlandske og utenlandske kilder til Fastlands-Norge (K3 Fastlands-Norge) tiltok gjennom andre og tredje kvartal. Kredittveksten fra innenlandske kilder (K2) steg jevnt gjennom hele fjoråret, se figur 4.9. Tolv månedersveksten var 12,4 prosent i januar, det samme som i desember i fjor. Kommunene økte sine låneopptak med 15 prosent gjennom fjoråret. En vesentlig del av denne utlånsveksten kom i november og desember i fjor og hadde sammenheng med låneopptak i forbindelse med omdanningen av Oslo Kommunale Pensjonskasse til et aksjeselskap.

Kredittveksten til husholdningene var høy gjennom store deler av fjoråret, men avtok noe mot slutten av året. Tolv månedersveksten har siden steget fra 10,5 prosent i desember til 10,7 prosent i januar. Den sterke kredittveksten i fjor har sammenheng med oppgangen i husholdningenes boliginvesteringer og den høye veksten i boligprisene i fjor og de foregående årene. Erfaringsmessig har det vært en tendens til at kredittveksten med et visst tidsetterslep

Figur 4.9 Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

følger veksten i boligprisene. Økt omsetning av boligeiendommer kan også ha bidratt til å trekke kredittveksten opp. Avdempingen i kredittveksten mot slutten av året kan ha sammenheng med renteoppgangen gjennom fjoråret.

Moderat konsumvekst

Foreløpige tall for Nasjonalregnskapet indikerer at privat konsum utviklet seg noe svakere enn ventet mot slutten av fjoråret. Den svake forbruksveksten i fjor høst kan ses i sammenheng med renteøkningene i fjor sommer. Varekonsumindeksen fra Statistisk sentralbyrå tok seg imidlertid noe opp i november og desember, se figur 4.10.

Samtidig viser tall for husholdningenes finansregnskap vesentlig lavere netto finansinvesteringer i fjor enn anslått i nasjonalregnskapet, se figur 4.11. Dette kan indikere at forbruksveksten i fjor var høyere enn det de foreløpige nasjonalregnskapstallene tyder på.

Inneværende år venter vi fortsatt en konsumvekst på 1½ prosent. Forutsetningen om noe lavere renter og økte realinntekter bidrar isolert sett til at forbruket tar seg opp i andre halvår av 2001 og inn i 2002. Veksten i privat konsum kan i så fall komme opp mot 2½ prosent i 2002 og 3 prosent i 2003.

Foreløpige anslag indikerer at spareraten falt til 6¼ prosent i fjor. I år venter vi at den disponible inntektsveksten blir høyere enn veksten i privat konsum slik at spareraten øker til om lag 7¼ prosent. En forklaring på en slik utvikling kan være renteøkningen gjennom fjoråret. Anslagene innebærer en relativt stabil sparerate de neste to årene. Den høye sparingen på statens hånd kan imidlertid over tid bidra til at husholdningene velger å spare mindre.

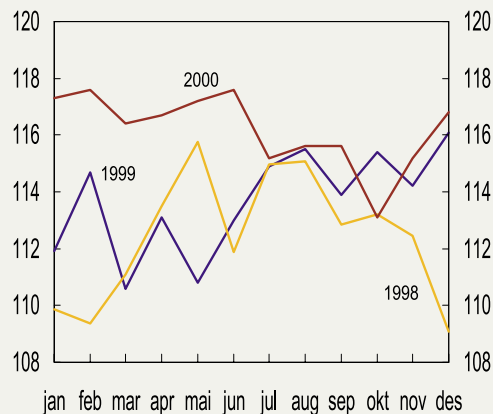
Utviklingen i boliginvesteringene utgjør et motstykke til den relativt svake konsumutviklingen gjennom fjoråret. Etter to år med fall i boliginvesteringene økte investeringer i boligjenester med over 10 prosent i fjor. Sterk vekst i igangsettingen av boliger gjennom fjoråret indikerer fortsatt investeringsvekst inn i første halvår i år. Vi anslår en vekst i boliginvesteringene på 4 prosent i 2001.

Ifølge ECONs boligprisstatistikk steg boligprisene på landsbasis med nær 12 prosent fra 1999 til 2000. Boligprisene falt noe i annet halvår i fjor etter sterk prisvekst i første halvår, se figur 4.12. I Oslo-området er det allerede tegn til at aktiviteten i boligmarkedet har tatt seg opp igjen etter den relativt svake utviklingen i fjor høst. Blant annet økte prisene på OBOS-leiligheter med 6,1 prosent fra desember i fjor til februar i år. Det stramme boligmarkedet i Oslo innebærer trolig at prisutslagene her er sterkere enn ellers i landet. Boligprisene anslås å vokse også på landsbasis i de nærmeste årene, men trolig med mer moderate vekstrater enn det vi har sett de siste årene.

Stabile oljeinvesteringer

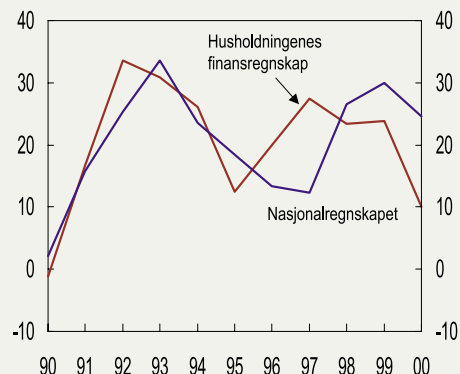
Vi venter nå en noe sterkere utvikling i oljeinvesteringene

Figur 4.10 Varekonsumindeksen. 1995 = 100. Sesongjustert volum



Kilde: Statistisk sentralbyrå

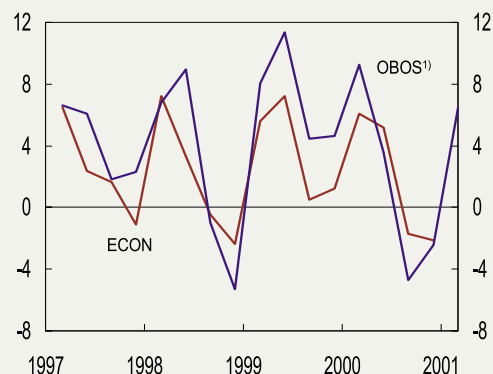
Figur 4.11 Husholdningenes netto finansinvesteringer. Årstall¹⁾. Milliarder kroner



¹⁾ For husholdningenes finansregnskap omfatter årstallet for 2000 netto finansinvesteringer siste fire kvartaler fram til tredje kvartal 2000.

Kilde: Nasjonalregnskapet (SSB) og husholdningenes finansregnskap (Norges Bank)

Figur 4.12 Boligpriser. Prosentvis vekst fra kvartalet før



¹⁾ Første kvartal 2001 omfatter januar og februar

Kilde: OBOS og ECON

Rentens betydning for privat konsum

Det private konsumet står for om lag halvparten av etterspørselen fra Fastlands-Norge. Husholdningenes tilpasning er dermed av stor betydning for den samlede virkningen av en renteendring på etterspørselen.

Økonomisk teori antyder flere ulike kanaler for hvordan renten påvirker konsumetterspørselen. Når husholdningene samlet sett er i netto gjeldsposisjon vil økt rente redusere den samlede disponible inntekten og dermed bidra til å redusere forbruket (*inntektseffekten*). En renteøkning fører også til at lånefinansiert forbruk og investeringer blir dyrere, slik at spareraten øker (*substitusjonseffekten*). En renteøkning vil samtidig dempe prisveksten på boliger og dermed gi en svakere utvikling i husholdningenes formue. Erfaringsmessig vil denne *formueseffekten* føre til at husholdningene sparer en større andel av inntekten sin for å kompensere formuestapet, jf. Brodin og Nymoen (1992)¹. Det kan imidlertid ta noe tid før endringer i renten slår ut i boligformuen.

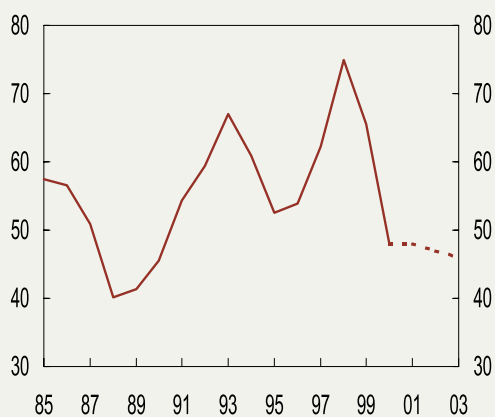
Tidligere har vi i arbeidet med inflasjonsrapportene benyttet en konsumlikning hvor husholdningenes inntekter og boligformue spiller en vesentlig rolle for konsumetterspørselen.

¹ Brodin, Per Anders og Ragnar Nymoen (1992): "Wealth effects and exogeneity: The Norwegian consumption function 1966(1)-1984(4)". Oxford Bulletin of Economics and Statistics 54, 431-454.

For å lage prognoser for utviklingen i boligformuen må boligprisutviklingen anslås, noe som erfaringsmessig er vanskelig. Utviklingen de siste årene tyder samtidig på at endringer i renten påvirker det private konsumet raskere enn det tidligere anslag på formueseffekten skulle tilsi. Fra og med Inflasjonsrapport 2/2000 har vi i arbeidet med anslagene benyttet en likning for det private konsumet hvor realrenten etter skatt har en direkte virkning på husholdningenes konsum i tillegg til inntekts- og formueseffektene. En slik sammenheng har støtte i data for perioden fra og med 1988. Formueseffekten betyr i så fall mindre enn tidligere antatt. Dette betyr dermed at anslagene for det private konsumet i mindre grad avhenger av anslagene for utviklingen i boligprisene.

En mulig forklaring på at renten kan påvirke privat konsum direkte er at en renteøkning gjør det mer lønnsomt å spare (substitusjonseffekten). Det kan også være at rentenivået er en indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi. En slik mulig sammenheng ble omtalt i en egen ramme om forventningsindikatoren for husholdningene i Inflasjonsrapport 2/2000. Erfaringsmessig har økte renter falt sammen med lavere forventninger, økt forsiktighet og lavere forbruk. Det er imidlertid fortsatt et åpent spørsmål hvor stabil denne sammenhengen vil være over tid.

Figur 4.13 Bruttoinvesteringer i oljevirkosmhet. Milliarder kroner. Faste 1997-priser



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enn tidligere lagt til grunn. Det er tegn til økt ordreinnngang i verftsindustrien på Sørlandet og Vestlandet. Oljeinvesteringene anslås uendret fra i fjor. De neste årene vil vi kunne få en moderat investeringsnedgang, se figur 4.13.

Moderat investeringsutvikling i Fastlands-Norge

Vi anslår et svakt fall i bedriftsinvesteringene inneværende år, men venter deretter at investeringene tar seg noe opp på bakgrunn av tiltakende vekst i privat konsum og forutsetningen om fallende rente. Anslaget for inneværende år er noe oppjustert siden forrige rapport. Tilsvarende er anslaget for neste år noe nedjustert. Endringene fra desemberrapporten henger i hovedsak sammen med omgjøring av vedtaket om å innføre konjunkturavgift på næringsbygg.

For industrien er etterpørsels- og produksjonsutsiktene noe lysere enn i desember. En beregnet forventningsindikator for industrien indikerer at bedriftslederne nå er like optimistiske som før Asia-krisen, se figur 4.14. Dette har foreløpig ikke slått ut i økt samlet produksjon. Prosessindustrien produserer

for full kapasitet og nyter godt av høye aluminiumspriser. God lønnsomhet og høy kapasitetsutnyttelse tyder på at investeringene i denne delen av industrien kan ta seg opp utover i fremskrivningsperioden. Mange teknologibedrifter opplever nå økt etterspørsel, særlig innen offshore-rettet industri. For teknologibedriftene generelt kan økt lønnsbyrde gjennom flere år gi omstillinger i bedriftene ved at deler av produksjonen blir lokalisert i utlandet. Isolert sett bidrar dette til lavere industriinvesteringer innenlands. Samlet venter vi moderat investeringsvekst i industrien gjennom hele fremskrivningsperioden.

Med moderat vekst i privat konsum venter vi et lite fall i investeringene innen tjenesteyting og varehandel i år.

De påfølgende årene venter vi moderat investeringsvekst når konsumveksten tar seg opp, investeringsavgiften faller bort og renten ifølge forutsetningen reduseres.

4.5 Arbeidsmarkedet

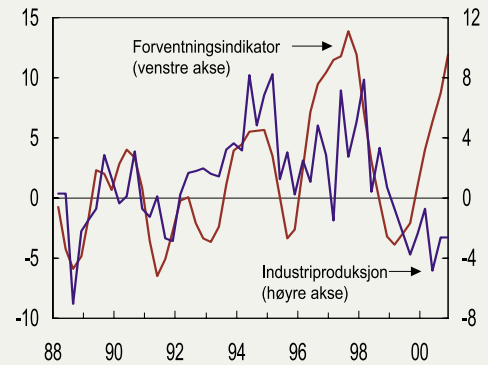
Stabil arbeidsledighet, men presset i arbeidsmarkedet tiltar

Arbeidsledigheten er fortsatt lav og stabil. Ved utgangen av januar var det om lag 2 000 flere registrerte ledige enn ved samme tid i fjor, se figur 4.15. Økningen kan hovedsakelig tilskrives økt ledighet i oljerelatert industri i Vest-Norge. Antallet ordinære tiltaksdeltakere steg noe gjennom fjoråret. Som følge av økende ledighet i offshore-relatert virksomhet ble bevilgningene til arbeidsmarkedstiltak økt i 2000. Som ventet falt antall personer på arbeidsmarkedstiltak i januar.

Sysselsettingen innenfor industrien har falt siden andre halvår 1998, men utviklingen de siste månedene indikerer et mindre fall enn tidligere. Flere faktorer tyder nå på noe lysere utsikter. Konjunkturbarometeret for fjerde kvartal indikerer økt optimisme blant industrilederne, se figur 4.16. Teknologibedriftene forventer økt omsetning og høyere sysselsetting fremover. Imidlertid blir mangel på arbeidskraft nevnt som et økende problem både i Konjunkturbarometeret og i konjunkturrapporten fra Teknologibedriftenes Landsforening. Vi venter at industri-sysselsettingen holder seg om lag på dagens nivå ut beregningsperioden.

Etterspørselen etter arbeidskraft synes fortsatt å være sterk. Antallet ledige stillinger holder seg oppe i de fleste sektorer. Vi venter likevel at veksten i sysselsettingen blir moderat fremover. Yrkesfrekvensen er høy historisk sett, og vi ser lite potensiale for vekst i arbeidsstyrken utover den demografiske tilgangen. Økt sykefravær har bidratt til å redusere det effektive timeverkstilbudet. Samtidig vil innfasingen av to ekstra feriedager i år og neste år føre til ytterligere nedgang i arbeidstilbudet. Basert på forutsetningen om lavere rente og økt offentlig konsum anslås antallet sysselsatte personer å øke med $\frac{3}{4}$ prosent i år. For 2002 og 2003 ventes en sysselsettingsvekst på $\frac{1}{2}$ prosent.

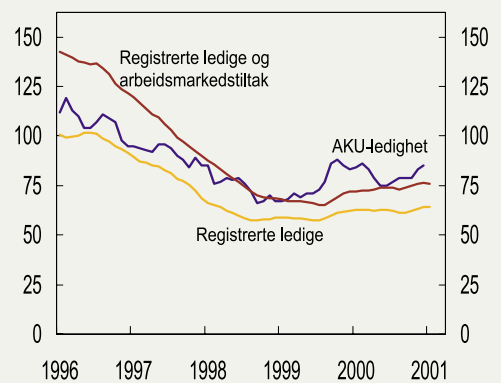
Figur 4.14 Forventningsindikator for industrien¹⁾ (sesongjustert) og industriproduksjon (tolvmånedersvekst)



¹⁾ Indikatoren er fremkommet ved å veie sammen spørsmål i Konjunkturbarometeret om forventet produksjonsutvikling kommende kvartal, faktisk ordrebeholdning samme kvartal og faktisk lagerbeholdning av egne produkter (invertert).

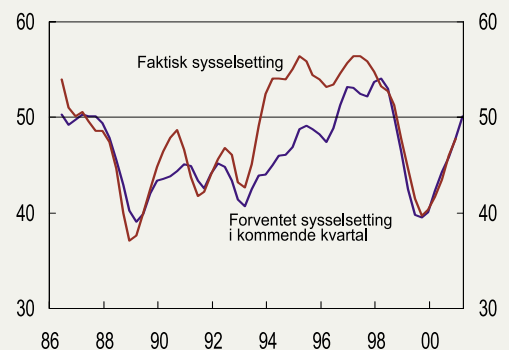
Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.15 Arbeidsledige (AKU), registrerte arbeidsledige og personer på arbeidsmarkedstiltak. Antall i tusen. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet

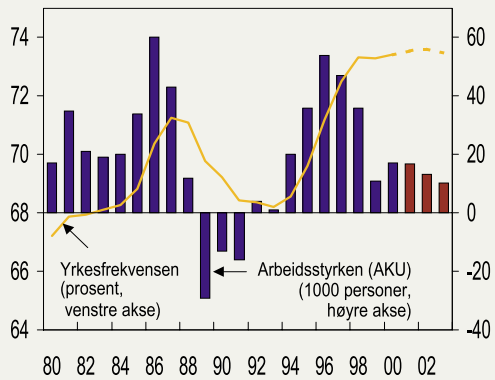
Figur 4.16 Sysselsettingen i industrien. Konjunkturbarometeret. Faktisk og forventet utvikling. Diffusjonsindekser¹⁾



¹⁾ En indeks over 50 innebærer at gjennomsnittet av industrilederne venter økt sysselsetting neste kvartal

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.17 Endring i arbeidsstyrken fra året før og arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i alderen 16-74 år (yrkesfrekvensen)



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter ikke store endringer i ledigheten i årene fremover. Personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak ventes å utgjøre om lag $\frac{1}{2}$ prosent av arbeidsstyrken. Basert på nasjonalbudsjettet anslår vi at antall personer på ordinære tiltak faller noe i år. Den registrerte ledigheten anslås å holde seg stabil rundt $2\frac{3}{4}$ prosent. AKU-ledigheten anslås til $3\frac{1}{4}$ prosent gjennom hele fremskrivningsperioden.

UTVIKLINGEN I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	<i>Mrd. 1997-</i>	<i>Prosentvis endring fra foregående år</i>			
	<i>kroner</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
Realøkonomi					
Privat konsum	562,3	2,1	1½	2½	3
Offentlig konsum	236,0	1,4	3	2	2
Bruttoinvesteringer i alt	244,8	-2,7	-¾	¾	¼
- Oljevirkosomhet	48,1	-26,6	0	-2	-2
- Fastlands-Norge	182,1	3,5	-1	1½	1
Bedrifter	109,2	2,9	-1¼	1½	1¼
Boliger	32,6	10,7	4	4½	2½
Offentlig forvaltning	40,3	0	-4½	-1½	-1½
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹⁾	980,5	2,2	1¼	2¼	2½
Samlet innenlandsk etterspørsel ²⁾	1028,5	0,4	1¼	2	2¼
Eksport	469,7	2,8	4¼	3	2¼
- Råolje og naturgass	167,8	6,4	6	2	0
- Tradisjonelle varer	184,6	3,0	3¼	3¾	3¾
Import	392,6	1,2	2¼	4	3¾
- Tradisjonelle varer	260,7	2,4	2¾	4	3¾
BNP	1152,5	2,2	2	1¾	1½
- Fastlands-Norge	946,8	1,8	1¼	1¾	2
Arbeidsmarkedet					
Sysselsetting		0,4	¾	½	½
Arbeidsstyrke, AKU		0,7	¾	½	½
Registrerte ledige (rate)		2,7	2¾	2¾	2¾
AKU-ledighet (rate)		3,4	3¼	3¼	3¼
Priser og lønninger					
Konsumpriser		3,1	3	2½	2¼
Årslønn ³⁾		4¼	4¼	4¾	4½
Lønnskostnader ⁴⁾		5	5	4¾	4½
Importpris, tradisjonelle varer		6,1	1¾	0	1
Eksportpris, tradisjonelle varer		12,6	2	-¼	0
Råoljepris i kroner		252	230	200	175
Priser på brukte boliger ⁵⁾		11,8	4	4	4
Utenriksøkonomi⁶⁾					
Eksportoverskudd, mrd. kroner (nivå)		221,8	220	175	140
Driftsoverskudd, mrd. kroner (nivå)		195,6	195	155	120
Driftsoverskudd, prosent av BNP		13,9	13	10	8
Memo					
Husholdningenes sparerate		6,3	7¼	7½	7¼

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

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

3) Årslønnsveksten er basert på TBU's definisjoner og beregninger. Ifølge Statistisk sentralbyrå økte lønn per normalårsverk med 4,3 prosent i 2000.

4) Inkludert kostnadene knyttet til økt ferie anslås lønnskostnadsveksten i 2000 og 2001 å bli 0,8 prosentpoeng høyere enn veksten i utbetalt lønn

5) ECONs boligprisindeks med Norges Banks vektsett

6) Løpende priser

Kilde: Statistisk sentralbyrå, ECON og Norges Bank

