

Norges Banks rapportserie  
Nr. 1-2006

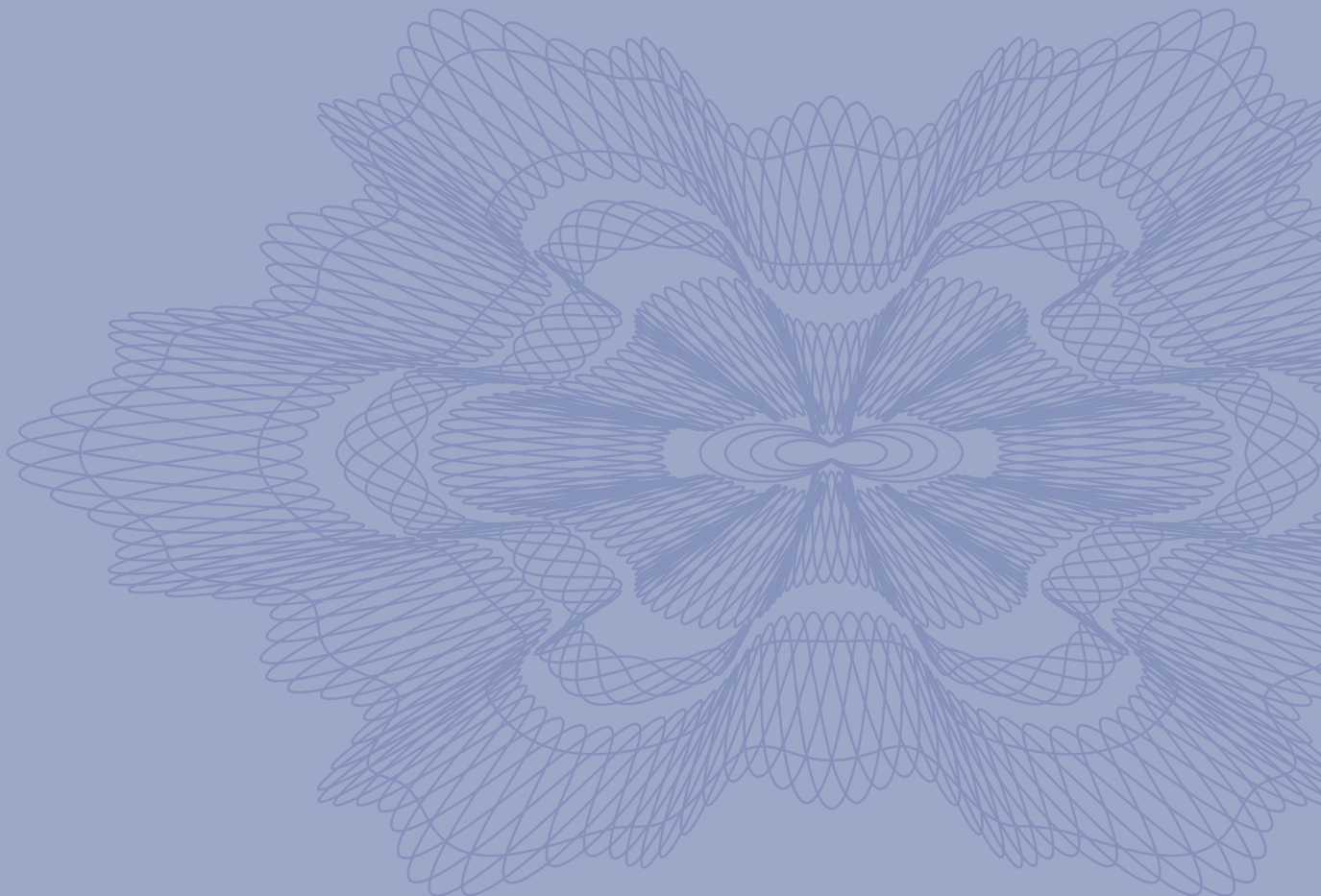


# Inflasjonsrapport

med pengepolitiske vurderinger

1  
06

m a r s



# Norges Banks inflasjonsrapport med pengepolitiske vurderinger

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

Hovedstyret i Norges Bank har i møter 1. og 16. mars drøftet hovedlinjene i inflasjonsrapporten og sluttet seg til analysene og anslaget for den fremtidige renteutviklingen i rapporten. På bakgrunn av drøftingen ble det 16. mars vedtatt en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 29. juni. Strategien er gjengitt i kapittel 1. I perioden er det rentemøter i hovedstyret 26. april, 31. mai og 29. juni.

Inflasjonsrapporten utgjør sammen med rapportene om finansiell stabilitet Norges Banks rapportserie. Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside:  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

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

Norges Bank, Abonnementservice  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 Oslo

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

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem (kapittel 1 gjengir hovedstyrets vurderinger).  
Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS  
Sats og trykk: Reclamo grafisk senter as  
Teksten er satt med 11½ pkt. Times

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

# Inflasjonsrapport 1/2006

## med pengepolitiske vurderinger

Leder	5
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	6
- Konklusjoner – pengepolitisk strategi	18
2. Internasjonale rammebetingelser	19
3. Nærmere om utviklingen i norsk økonomi	27
Utdypinger	
Valg av rentebane i prognosearbeidet	42
Prisutviklingen den siste tiden	44
Produktiviteten i Fastlands-Norge	47
Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA	49
Anslagene i Inflasjonsrapport 3/05 og 1/06	52
Etterprøving av anslagene for 2005	56
Vedlegg I Regionalt nettverk	59
Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag	65

Rapporten er basert på informasjon fram  
til og med 10. mars 2006

Den pengepolitiske strategien i kapittel I ble vedtatt av hovedstyret

16. mars 2006

# Pengepolitikken i Norge

## *Mål*

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

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

## *Gjennomføring*

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

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

## *Beslutningsprosess*

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

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

## *Formidling av rentebeslutningen*

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

## *Rapportering*

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

# Leder

## *En rimelig avveining*

Veksten i norsk økonomi har vært høy siden sommeren 2003, og oppgangen er nå bredt basert. Sysselsettingen er på vei opp, og ledigheten faller raskt. Risikoen øker for at flaskehalsar oppstår og at vi etter hvert får tiltakende kostnadsvekst. Men prisstigningen er ennå lav, delvis forårsaket av vedvarende endringer i handelsmønsteret og økt konkurranse. Pengepolitikken må finne en balanse mellom de ulike hensyn.

Den lave prisstigningen er et resultat av nye mønstre i verdenshandelen, endringer i konkurranseforhold, store teknologiske fremskritt og økt flyt av arbeidskraft over landegrensene. Dette er gunstige trekk ved norsk og internasjonal økonomi og har også gitt Norge økte inntekter. Den lave prisstigningen er ikke et resultat av svikt i etterspørsel, aktivitet og sysselsetting. I perioder med store endringer i hvordan vår egen og verdensøkonomien virker, må vi med vår svært åpne økonomi kanskje godta noe større utslag i inflasjonen og avvik fra målet, slik vi har sett de siste to-tre årene.

Den lave inflasjonen gjør at pengepolitikken fortsatt bør ha en ekspansiv innretning. Men den må gjøres gradvis mindre ekspansiv for at ikke kapasitetsutnyttningen skal bli for høy. Hvor gradvis opptrappingen av renten kan være, vil avhenge av vurderingene av den økonomiske utviklingen fremover. Slik vi nå ser det, leder det til en rentebane der renten vil øke med om lag ett prosentpoeng i år. Dette er også i tråd med forventningene i penge- og valutamarkedet.

Veksten i boligpriser og gjeld har lenge vært høy. En gradvis økning i renten kan også bidra til å dempe boligprisveksten og dermed redusere faren for brå omslag i boligprisene. Når avtaler om lån inngås, må både låntakere og långivere ta høyde for at lånet skal kunne betjenes også med andre rentesatser.

Med den informasjonen vi nå har, gir det skisserte forløpet hvor renten heves gradvis med små og ikke hyppige skritt, en rimelig avveining mellom de hensyn Norges Bank skal legge vekt på i pengepolitikken. Endringer i vurderingen av den økonomiske situasjonen vil kunne føre til justeringer i rentebanen. For perioden fram til slutten av juni, er det hovedstyrets vurdering at renten bør ligge i intervallet  $2\frac{1}{4}$  -  $3\frac{1}{4}$  prosent.

16. mars 2006  
Jarle Bergo

# 1 | Pengepolitiske vurderinger og strategi

## Den økonomiske situasjonen

Den gode veksten i norsk økonomi fortsetter i inneværende år. Kapasitetsutnyttningen er litt over sitt normale nivå. Det har trolig vært noe mer ledige ressurser i økonomien enn hva vi tidligere har antatt, men veksttakten er nå høyere enn forventet. Lave renter, økte petroleumsinvesteringer og sterkere vekst ute har vært de viktigste drivkreftene. De lave rentene bidro i starten av oppgangen til høy vekst i privat konsum og i boliginvesteringer. I fjor var det god vekst også i eksporten og i bedriftsinvesteringene. Det er nå en bred oppgang i etterspørselen etter varer og tjenester. Men det har tatt tid før sysselsettingen tok seg opp. Det ser nå ut til å skje.

Husholdningenes gjeld øker sterkt. Sterk boligprisvekst og høyere boliginvesteringer har trolig bidratt til kredittveksten. Veksten i husholdningenes konsum holder seg også høy.

Vi legger til grunn at oppgangen i verdensøkonomien fortsetter. Det er så langt i første rekke USA, Japan og Kina som har bidratt. Oppsvinget synes å bre seg til flere land, og veksten inneværende år anslås å bli litt sterkere enn i 2005 og høyere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Veksten i USA holder seg oppe. I euroområdet tyder tillitsindikatorer på økende optimisme både blant bedrifter og husholdninger. Aktiviteten i Sverige tar seg opp.

Siden forrige inflasjonsrapport har spotprisen på olje variert en del, men er nå om lag uendret fra forrige inflasjonsrapport. Terminprisene holder seg over 60 dollar per fat i flere år fremover. Dette er nesten 5 dollar høyere enn ved publiseringen av forrige inflasjonsrapport. De høye prisene på olje og andre råvarer har bidratt til noe høyere inflasjonsutsikter i mange land, men så langt er kjerneinflasjonen ikke blitt trukket opp vesentlig.

I Norge var inflasjonen betydelig lavere enn ventet i desember og januar, men den tok seg litt opp igjen i februar. Korrigert for rentens direkte virkning på husleiene og effektene av lavere maksimalpris i barnehager anslås tolv månedersveksten i KPI-JAE til 1,3 prosent i februar. Prisveksten målt ved KPI har tatt seg opp og var 2,6 prosent i samme tidsrom.

Enkelte særskilte forhold bidrar til at pristallene ved inngangen til året kan være vanskelige å tolke. På kort sikt dempes KPI av redusert maksimalpris i barnehager. Dette motvirkes delvis av en økning i momssatser fra 1. januar i år. Prisveksten vil neppe tilta vesentlig de nærmeste månedene. Styrkingen av kronen gjennom 2004 og 2005 og fortsatt lave prisimpulser utenfra vil dempe prisveksten.

# Pengepolitikken siden forrige inflasjonsrapport

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i Inflasjonsrapport 3/05 – som ble lagt fram 2. november 2005 - tilsa en foliorente i intervallet 2 - 3 prosent i perioden fram til midten av mars inneværende år. Den pengepolitiske strategien var betinget av at den økonomiske utviklingen ble om lag som anslått. Hovedstyrets vurdering var at renten gradvis - i små og ikke hyppige skritt - kunne bringes opp mot et mer normalt nivå. Forløpet for renten ble antatt å ville gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp til målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

I forrige inflasjonsrapport ble det pekt på risikoen for at en lang periode med lav rente kan gi sterkt press i økonomien, med risiko for flaskehalser, tiltakende kostnadsvekst og oppbygging av gjeld. Det ble samtidig gitt uttrykk for at fortsatte handelsvridninger og økt konkurranse i arbeidsmarkedet og i produktmarkedene kunne gi lavere pris- og lønnsvekst og mindre press i økonomien.

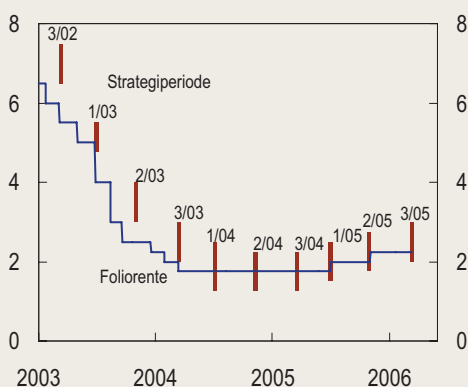
I rentemøtet 2. november pekte hovedstyret på at veksten i produksjonen var sterk og isolert sett kunne tale for en raskere økning i renten. På den andre siden ville en forsering av renteoppgangen øke risikoen for sterkere kronekurs som kunne motvirke at inflasjonen tar seg opp mot målet på 2,5 prosent. Foliorenten ble hevet med 0,25 prosentpoeng til 2,25 prosent i rentemøtet.

Renten ble holdt uendret på rentemøtet 14. desember. Utviklingen i produksjon, etterspørsel og inflasjon var ikke vesentlig forskjellig fra anslagene i Inflasjonsrapport 3/05. Den importerte prisstigningen hadde vært litt lavere enn ventet. Kronekursen var noe svakere enn antatt, og det var utsikter til en økning i rentenivået hos flere av våre handelspartnere.

Verken disse forholdene eller øvrig informasjon ga grunnlag for å endre vurderingene av utsiktene eller risikofaktorene.

Analysene i forrige inflasjonsrapport tilsa en renteøkning i løpet av første kvartal 2006, på rentemøtet i januar eller mars, og videre renteøkning etter dette. Ny informasjon fram til rentemøtet 25. januar trakk i ulike retninger. Fallet i den registrerte ledigheten og økningen i antallet ledige stillinger kunne tyde på at arbeidsmarkedet strammet seg til raskere enn antatt. Boligprisene fortsatte å øke, og kredittveksten tiltok videre. Disse forholdene tydet på høy aktivitet i deler av økonomien. På den andre siden hadde både den importerte og den innenlandske prisstigningen vært lavere enn ventet. Dette hadde enkelte likhetstrekk med alternativet med sterkere handelsvridninger og økt konkurranse i Inflasjonsrapport 3/05. I rentemøtet 25. januar påpekte hovedstyret at risikofaktorene på hver side var blitt noe mer markerte, men at det samlet sett ikke ga grunnlag for å endre vurderingene av utsiktene i norsk økonomi. Renten ble holdt uendret.

**Figur 1** Intervall for foliorenten ved utgangen av hver strategiperiode og faktisk utvikling. Dagstall. Prosent. 1. jan. 03 – 10. mar. 06



Kilde: Norges Bank

Vi har bak oss en periode med svært lave realrenter. Den kortsiktige realrenten er vesentlig lavere enn hva vi anser som et nøytralt nivå.<sup>1</sup> Dette avviket – realrentegapet – har vært negativt siden 2004, se figur 1.1. Den ekspansive pengepolitikken må ses på bakgrunn av at inflasjonen har vært svært lav, og at det har vært ledig kapasitet i økonomien. De siste rentereduksjonene for to år siden ble begrunnet med en særskilt risiko for at inflasjonsforventningene kunne få feste på et for lavt nivå. Hovedstyret uttalte at når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det gi grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss opp mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge.<sup>2</sup> Utviklingen kan tyde på at pengepolitikken har virket.

## Referansebanen

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel og søker derfor å oppnå en renteutvikling som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp mot 2,5 prosent over tid og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Rentesettingen har siden i fjor sommer vært innrettet mot at renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – skal settes opp mot et mer normalt nivå. Basert på Norges Banks vurdering av drivkreftene fremstår denne strategien som robust. Veksten i produksjonen er sterk, og arbeidsmarkedet strammes til raskere enn ventet. Høyere vekst i økonomien kan isolert sett tale for en raskere økning i renten fremover. Det ville redusere risikoen for flaskehals i økonomien med tiltakende kostnadsvekst og fortsatt oppbygging av gjeld. Hensynet til å bringe inflasjonen opp mot målet på 2,5 prosent og forankre inflasjonsforventningene taler på den andre siden isolert sett for at videre renteøkninger utsettes til det er klarere tegn til at inflasjonen tiltar videre.

Utviklingen i prisene på konsumvarer de siste to-tre årene er et resultat av gunstige trekk ved norsk og internasjonal økonomi. Vridning av handelen mot lavkostland gir lavere priser og høyere realinntekt. I tillegg har endringer i verdensøkonomien gitt Norge økte inntekter fordi vårt bytteforhold overfor utlandet er bedret. Økt konkurranse har redusert prisveksten på enkelte innenlandsk produserte varer og tjenester.

Når prisstigningen i en periode avviker vesentlig fra målet, vil renten settes med sikte på at inflasjonen gradvis bringes tilbake, slik at vi unngår unødige svingninger i produksjon og sysselsetting. Gjennom 1990-tallet holdt prisstigningen seg stort sett i området 1½ - 3½ prosent. Variasjonen har økt litt de siste årene. I en periode med økt flyt av arbeidskraft over landegrensene, store teknologiske fremskritt,

<sup>1</sup> Beregninger kan på usikkert grunnlag indikere at den nøytrale realrenten for Norge for tiden ligger ned mot 2½ prosent.

<sup>2</sup> Se f.eks Norges Banks pressemelding 11. mars 2004.

## Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten

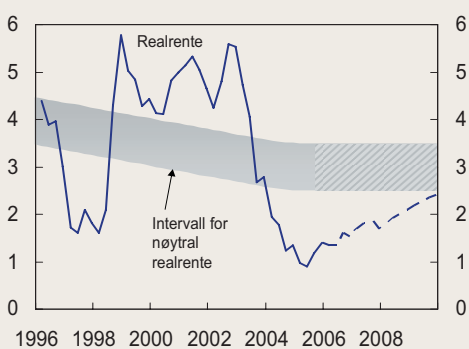
I vurderingen av om en fremtidig renteutvikling synes rimelig i forhold til målsettingen for pengepolitikken, kan følgende kriterier være til hjelp:

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

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



**Figur 1.1** Tremåneders realrente<sup>1)</sup> og den nøytrale realrenten i Norge. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 4. kv. 09<sup>2)</sup>



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

<sup>2)</sup> Anslag for realrenten for perioden 1. kv. 06 – 4. kv. 09 er basert på referansebanen

Kilde: Norges Bank

endringer i konkurranseforhold og nye handelsmønstre vil det trolig være noe større utslag i inflasjonen og avvik fra målet, slik vi har sett de siste to-tre årene, se figur 1.2.

Det kan være vanskelig å tolke den lave prisutviklingen for enkelte varer og tjenester, selv om økt konkurranse og høy produktivitet i en del næringer trolig har gitt vesentlige bidrag til å holde den samlede inflasjonen lav. Det er likevel sannsynlig at fortsatt høy vekst i etterspørsel og produksjon vil føre til høyere pris- og kostnadsvekst, men det kan ta tid før det kommer til syne. Risikoen for at inflasjonsforventningene skulle falle og festne seg på et lavt nivå synes nå små. En samlet vurdering tilsier derfor at pengepolitikken bør gjøres mindre ekspansiv gjennom en gradvis renteøkning fremover. Hensynet til å få inflasjonen opp mot målet taler for at stegene i renteøkningene ikke blir hyppige.

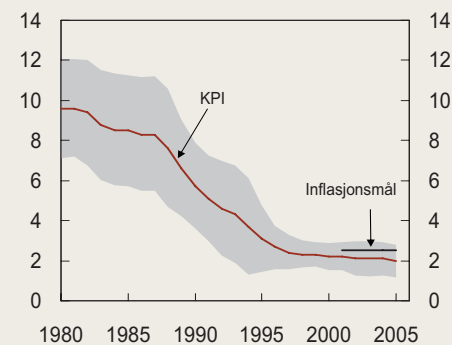
Virkningen av vår rente avhenger også av rentene ute. Styringsrentene er fortsatt lave hos flere av våre handelspartnere, men siden forrige inflasjonsrapport er styringsrenten økt blant annet i USA, euroområdet og Sverige. Markedsaktørene venter gradvis oppgang i styringsrentene ute. En slik utvikling demper virkningen på kronen av videre renteøkninger i Norge.

Store svingninger i formuespriser og kreditt kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt. Det lave rentenivået i Norge har bidratt til sterk vekst i boligpriser, se figur 1.3. Prisnivået på boliger kan nå synes noe høyt sett i forhold til utviklingen i inntekter, renter, arbeidsledighet og nybygging. En gradvis økning i rentenivået vil trolig bidra til lavere boligprisvekst fremover. Det kan dempe faren for en betydelig korreksjon i boligprisene lenger fram i tid.

Kredittveksten har vært sterk over en lang periode, se figur 1.3. Dette kan dels skyldes veksten i boligprisene og at husholdningene nå har stor fremtidstro. Siden midten av 1990-tallet har trolig også strukturelle endringer i bolig- og kredittmarkedene påvirket kredittutviklingen. Gode konjunkturer og lavt rentenivå har bidratt til lave utlånstap og god lønnsomhet i banknæringen. En gradvis økning av renten mot et normalt nivå vil isolert sett bidra til at husholdningene demper veksten i sin gjeld. Bedriftene og bankene har gode buffere. De er derfor godt rustet til å tåle en videre renteoppgang. For de fleste husholdninger vil det også være ganske enkelt å dekke de gradvis økte renteutgiftene.

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

**Figur 1.2** KPI. Glidende 10 års gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup>. Prosent. Årstall. 1980 – 2005<sup>3)</sup>



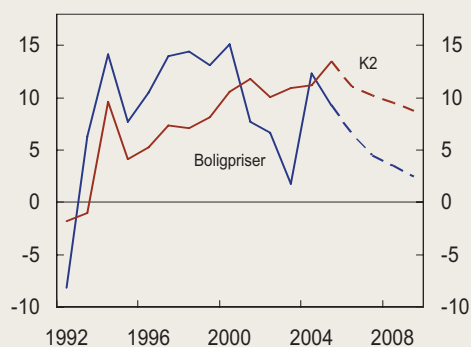
<sup>1)</sup> Det glidende gjennomsnittet er beregnet 7 år tilbake og 2 år fram

<sup>2)</sup> Båndet rundt KPI er variasjonen i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik

<sup>3)</sup> I beregningen er anslag for 2006 – 2007 fra denne rapporten lagt til grunn

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.3** Boligpriser (årlig vekst) og kreditt til husholdninger (K2, årlig beholdningsendring). Prosent. 1992 – 2009<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Fremskrivninger for 2006 – 2009

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

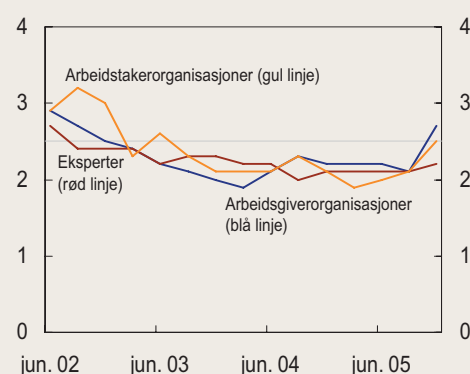
En særlig ugunstig situasjon vil oppstå om inflasjonen festner seg på et lavt nivå og det deretter inntreffer et kraftig fall i etterspørselen, for eksempel som følge av en internasjonal nedgangskonjunktur. Forventninger om svært lav inflasjon vil begrense pengepolitikkenes mulighet for å stimulere økonomien. Fare for en slik utviklingsbane kan tilsi at pengepolitikken i forkant skal være mer ekspansiv enn ellers for å sikre at inflasjonen kommer opp på et høyere nivå. Til tross for at vi har hatt en periode med inflasjon nær null, er det likevel ikke tegn til at aktørenes forventninger om prisveksten ligger vesentlig lavere enn inflasjonsmålet, se figur 1.4.

Et annet ugunstig utviklingstrekk vil være om kostnadsveksten tiltar raskt i en situasjon hvor husholdningene har bygget opp mye gjeld. Det vil da kunne være nødvendig med en markert økning i renten for å få pris- og kostnadsveksten ned. Med høy gjeldsbelastning vil en slik renteøkning gi et betydelig fall i disponibel inntekt. Risikoen for ustabilitet i økonomien øker. På den andre siden vil det høye gjeldsnivået isolert sett forsterke effekten av en renteøkning og derfor redusere behovet for å øke renten svært mye. Det er nå sterk vekst i norsk økonomi. En avveining mellom særlig ugunstige utviklingstrekk kan underbygge at det er riktig å sette renten gradvis opp.

En samlet vurdering tilsier at renten i referansebanen øker gradvis opp mot et mer normalt nivå, se figur 1.5a. Norges Bank har lagt til grunn at pengemarkedsrenten blant våre handelspartnere også øker gradvis de neste tre årene, se figur 1.6a-b. Som i de foregående inflasjonsrapportene er Norges Banks prognoser basert på at renten ute og hjemme på lengre sikt stiger noe raskere enn hva dagens beregnede terminrenter kan tyde på. Utviklingen i valutakursen er vanskelig å anslå. Uventede utslag i løpende statistikk kan ha gjort plasseringer i norske kroner mer usikre og bidratt til å svekke kronekursen de siste månedene. Forløpet for renten hjemme og ute (se figur 1.6a-b) kan være forenlig med at kronekursen holder seg om lag uendret, se figur 1.5b. Figur 1.5c-d viser Norges Banks anslåtte forløp for norsk økonomi basert på en slik utvikling i renten, kronekursen og andre drivkrefter som er nærmere beskrevet i kapittel 3.

Den høye veksttakten i økonomien tilsier at pris- og kostnadsveksten etter hvert vil ta seg opp. Med en utvikling i renten som skissert over, anslås inflasjonen målt ved KPI-JAE å kunne øke fra dagens nivå på rundt 1¼ prosent opp mot 2 prosent i slutten av 2007. Det er utsikter til at inflasjonen vil øke videre og være nær målet på 2,5 prosent på tre års sikt. Med en gradvis reduksjon i arbeidsledigheten venter Norges Bank at lønnsveksten tiltar. Samtidig vil det

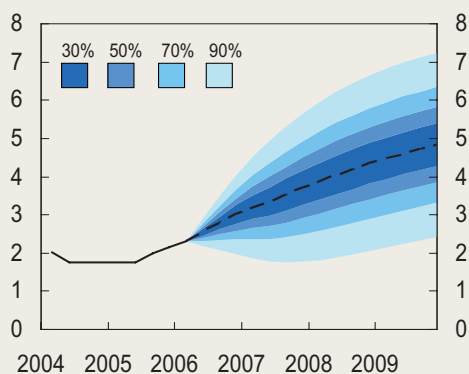
**Figur 1.4** Forventet konsumprisvekst om to år. Arbeidslivsorganisasjoner og eksperter<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 2. kv. 02 – 4. kv. 05



<sup>1)</sup> Ansatte i finansnæringen, makroanalytikere og akademikere

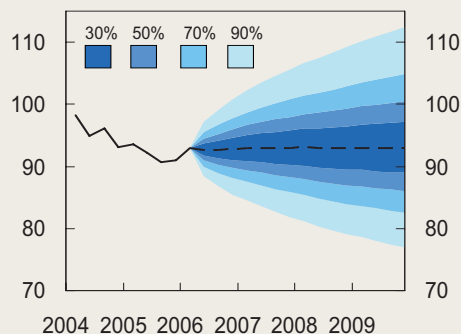
Kilde: TNS Gallup

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



Kilde: Norges Bank

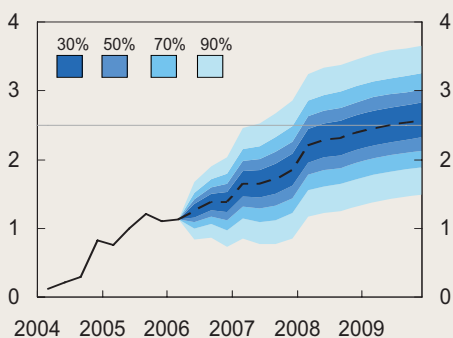
**Figur 1.5b** Importveid valutakurs (I-44)<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

Kilde: Norges Bank

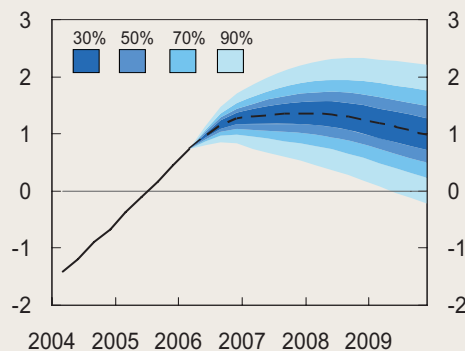
**Figur 1.5c** Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.5d** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

Kilde: Norges Bank

trolig bli lettere for bedriftene å velte kostnadsøkninger over i prisene i takt med økningen i etterspørsel og kapasitetsutnyttning.

Produksjonsgapet uttrykker vår vurdering av den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien i forhold til et normalnivå. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen nå er litt høyere enn sitt normale nivå. BNP for Fastlands-Norge fortsetter å vokse sterkt i 2006. Produksjonsgapet ventes å øke de neste to årene. Selv om en gradvis økning av renten etter hvert vil dempe veksten i etterspørselen, vil pengepolitikken fortsatt være ekspansiv. Veksten i internasjonal økonomi anslås å holde seg oppe. Dette gir både høy etterspørsel og gode priser for norsk eksportsektor. Det er utsikter til at høye oljeinvesteringer vil bidra til at aktiviteten holder seg høy i norsk økonomi. I 2008 og 2009 kan fortsatt store

oljeinntekter føre til at finanspolitikken blir ekspansiv. Når renten gradvis øker, vil veksten i husholdningenes disponible inntekter avta ved at rentebelastningen øker. Vi venter derfor at husholdningenes etterspørselsvekst etter hvert dempes. Etter høy vekst i boliginvesteringene de siste årene ventes en avdemping i veksten fremover. En videre renteøkning vil stabilisere veksten i produksjon og sysselsetting. Kapasitetsutnyttningen i økonomien kan etter hvert komme noe ned. Det vil dempe oppgangen i inflasjonen, slik at prisveksten vil stabilisere seg nær målet.

Utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttning i figur 1.7 synes å gi en rimelig avveining av de ulike hensynene pengepolitikken skal ta. Renten er tilstrekkelig lav til at inflasjonen vil nærme seg målet på 2,5 prosent samtidig som det unngås at kapasitetsutnyttningen blir for høy.

Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport er renteutsiktene om lag uendret, se figur 1.8. Raskere vekst i økonomien enn tidligere anslått (se figur 1.9) har isolert sett bidratt til å trekke rentebanen opp. I tillegg har den høye oljeprisen gitt utsikter til høyere investeringer i oljevirkosomheten og økte inntekter over statsbudsjettet. Kronkursen har svekket seg noe. Den uventet lave prisstigningen rundt årsskiftet (se figur 1.9) trekker i motsatt retning. Samlet sett tilsier dette et forløp for renten som er nær den utviklingen vi anslo i forrige inflasjonsrapport.

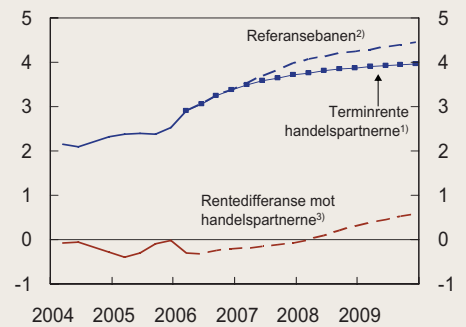
I de to foregående inflasjonsrapportene ble det pekt på risikoen for at en lang periode med lav rente kan gi sterkt press i økonomien, med risiko for flaskehals, tiltakende kostnadsvekst og oppbygging av gjeld. Som en risiko på den andre siden ble det vist til at fortsatte handelsvridninger og økt konkurranse i arbeidsmarkedet og i produktmarkedene kunne gi lavere pris- og lønnsvekst og mindre press i økonomien. Gjennom høsten trakk ikke løpende statistikk i retning av noen av alternativene, men vi ser nå tegn av begge. Dette kan øke usikkerheten om tilstanden i norsk økonomi. Pengepolitikken må finne en balanse mellom de ulike hensyn. Høyere vekst i norsk økonomi, strammere arbeidsmarked, markert stigning i aksjekursene og høy kredittvekst må holdes opp mot uventet lav inflasjon.

Vi har illustrert usikkerheten i anslagene for rente, kronkurs, inflasjon og produksjonsgap med sannsynlighetsvifter, se figur 1.5a-d.<sup>3</sup> Bredden på usikkerhetsbåndene er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk.<sup>4</sup> Vi har imidlertid ingen sikkerhet for at forstyrrelsene i fremtiden vil ha samme karakter og omfang. Jo bredere viftene er, desto mer usikre er prognosene. Usikkerheten i renten gjenspeiler pengepolitikkenes reaksjoner på uventede forstyrrelser i inflasjonen, produksjonen og valutakursen.

<sup>3</sup> Det er ikke tatt hensyn til usikkerheten om nåsituasjonen.

<sup>4</sup> Se egen utdyping i Inflasjonsrapport 3/05 og visesentralbanksjef Jarle Bergos foredrag 27. januar 2006 for en nærmere beskrivelse av hvordan usikkerhetsviftene er beregnet.

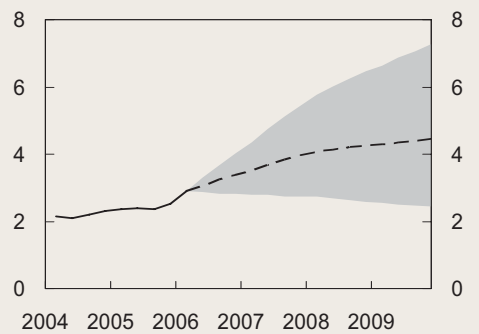
**Figur 1.6a** Renteprognoser for handelspartne og rentedifferanse. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



<sup>1)</sup> Beregnet som et veid gjennomsnitt av terminrentene for handelspartne. Terminrente per 10. mars  
<sup>2)</sup> Som i de tre foregående rapportene er terminrenten noe justert fra 2007 og utover  
<sup>3)</sup> Rentedifferanse mot handelspartne i referansebanen fra og med 1. kvartal 2006 (stiplet)

Kilde: Norges Bank

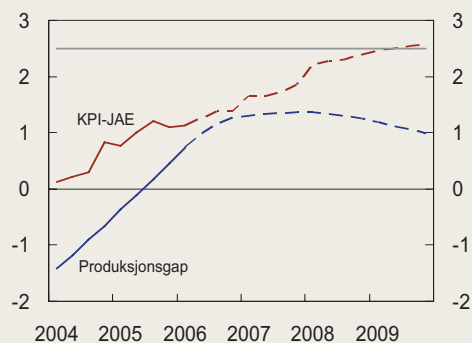
**Figur 1.6b** Handelspartnernes rente<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



<sup>1)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente  
<sup>2)</sup> Usikkerhetsviften er beregnet med utgangspunkt i priser på renteopsjoner. 90 prosent konfidensintervall

Kilder: Reuters og Norges Bank

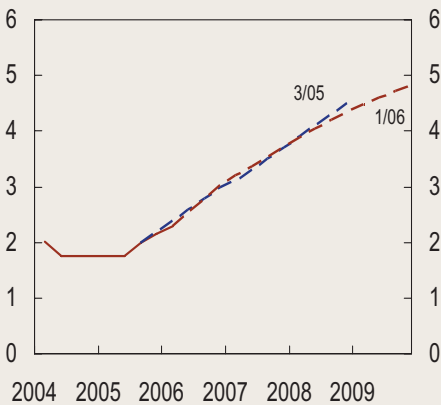
**Figur 1.7** Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

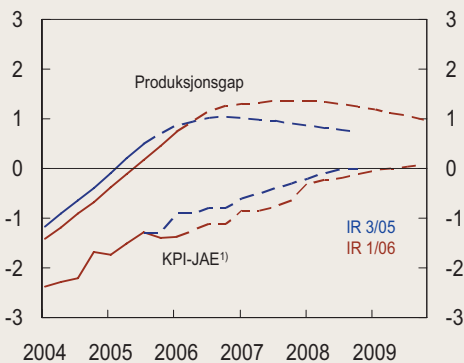
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.8** Foliorente i referansebanen i IR 3/05 og IR 1/06. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

**Figur 1.9** Anslag på produksjonsgapet og KPI-JAE<sup>1)</sup> (målt som avvik fra inflasjonsmålet) i referansebanen i IR 3/05 og IR 1/06. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Når renten, som anslått i referansebanen, gradvis bringes opp mot et mer normalt nivå, vil Norges Bank løpende kunne vurdere virkningene av rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen. I følge våre prognoser er vi nær inflasjonsmålet på tre års sikt. Vi er usikre på økonomiens virkemåte og på hvor lang tid det tar før ressursknappheten vi ser i deler av norsk økonomi, vil slå ut i økt prispress. Det kan tale for å bruke små skritt i rentesettingen.

## Usikkerhet i prognosene

Renten kommer ikke nødvendigvis til å følge prognosen i anslagsperioden. Prognosene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på en vurdering av nåsituasjonen og en oppfatning av økonomiens virkemåte. Forstyrrelser til økonomien kan føre til endringer i prognosene. Norges Banks ambisjon er å redusere usikkerheten om vårt eget reaksjonsmønster.

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

I figurene 1.10 a-c analyseres utviklingen under alternative utviklingsbaner. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for, og den forventede varigheten av forstyrrelsene. Jo senere pengepolitikken reagerer på slike forstyrrelser, desto større blir svingningene i produksjon og inflasjon.

### *Alternativ utviklingsbane (1): Inflasjonen blir lavere enn ventet*

Prisveksten har de siste årene vært lavere enn ventet. Det er særlig prisveksten på importerte konsumvarer som har vært lav. I denne rapporten har Norges Bank i referansebanen lagt til grunn at de prisdempende effektene av handelsvridningene varer ved, men gradvis avtar i styrke. Sterkere vridninger i importmønsteret kan likevel ikke utelukkes, og det kan ta lenger tid før veksten i prisene på importerte varer tar seg opp. I den utviklingsbanen vi her ser for oss bidrar dette til at prisveksten blir om lag ½ prosentpoeng lavere enn i referansebanen uten at dette har noe motstykke i endrede anslag på realøkonomien. Økt konkurranse kan også bidra til lavere prisvekst.

I den alternative utviklingsbanen er det lagt til grunn at sentralbanken de første månedene holder fast ved renten i referansebanen og ikke svarer på forstyrrelsene før høsten 2006. Heller ikke andre markedsaktører, husholdninger eller foretak er sikre på at økonomien følger en annen utviklingsbane før dette. Bakgrunnen for den forsinkede reaksjonen er at det er vanskelig å skille tilfeldige utslag i løpende statistikk fra reelle forstyrrelser og at det derfor kan ta tid å bli klar over at økonomien er kommet inn på et annet spor.

Lavere inflasjon tilsier isolert sett en rentebane som ligger under referansebanen. Produksjonsgapet blir etter hvert høyere enn i referansebanen som følge av den lavere renten. Inflasjonen blir lavere enn i referansebanen de neste tre årene.

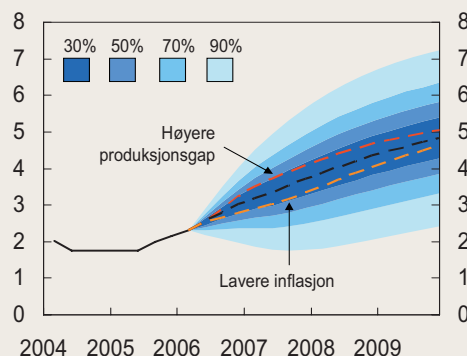
### Alternativ utviklingsbane (2): Inflasjonen tiltar raskere enn ventet

Det er også forhold som kan bidra til at pris- og kostnadsveksten blir høyere enn ventet. Vi har bak oss en periode med svært lave realrenter. Vi har liten erfaring med så lave renter over lang tid. Selv om kapasitetsutnyttingen øker, er det ikke synlige tegn til at inflasjonen vil øke raskt. Ny informasjon siden forrige inflasjonsrapport tyder likevel på at arbeidsmarkedet nå strammes til raskere enn hva vi har sett så langt i denne oppgangskonjunkturen. Det er usikkert hvor fort priser og lønninger vil reagere når veksten i produksjon og sysselsetting tiltar. Vi har tidligere erfart at lønnsveksten kan stige kraftig. Samlet lønnsvekst i fjor ser ut til å ha blitt om lag som anslått selv om revisjoner av tallene kan komme. I næringer med innslag av bonusutbetalinger var lønnsveksten høy. I rentesettingen må vi blant annet vurdere om vi skal forsøke å motvirke at økonomien på nytt kommer inn i en situasjon hvor det er fare for at kostnadsveksten i bedriftene øker kraftig.

En mulig pengepolitisk reaksjon på en slik alternativ utviklingsbane, der veksten i økonomien blir sterkere enn vi har antatt<sup>5</sup>, er illustrert i figur 1.10a. Det samlede resultatet for inflasjonen og produksjonsgapet er illustrert i figur 1.10b-c. Det er også i dette tilfellet antatt at det tar tid før årsakene til utviklingen avdekkes og politikken justeres. En slik utviklingsbane taler isolert sett for en raskere renteoppgang enn i referansebanen for å hindre at det høye produksjonsgapet varer ved og at prisstigningen etter hvert skyter over målet.

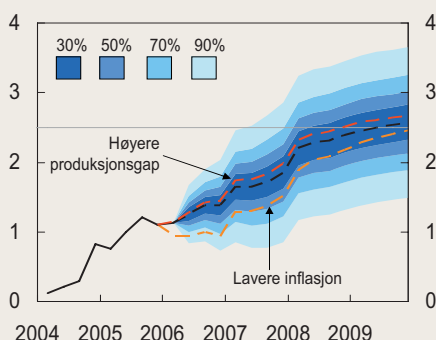
<sup>5</sup> Det er lagt til grunn at produksjonsgapet øker med 1 prosentpoeng i forhold til referansebanen.

**Figur 1.10a** Foliorente i referansebanen og i alternativene med lavere inflasjon (gul linje) og høyere produksjonsgap (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

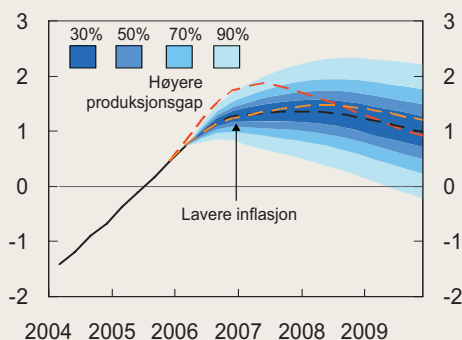
**Figur 1.10b** Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i referansebanen og i alternativene med lavere inflasjon (gul linje) og høyere produksjonsgap (rød linje). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.10c** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen<sup>1)</sup> og i alternativene med lavere inflasjon (gul linje) og høyere produksjonsgap (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



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

Kilde: Norges Bank

## Kryssjekker

Den pengepolitiske strategien bør kryssjekkes mot ulike enkle regler og indikatorer som er mindre avhengig av et bestemt analyseapparat og en spesifikk prognose for norsk økonomi. Enkle renteregler og indikatorer vil ikke fange opp alle detaljer i anslagene, men kan gi en pekepinn på om dagens rentenivå er rimelig tilpasset den økonomiske situasjonen.

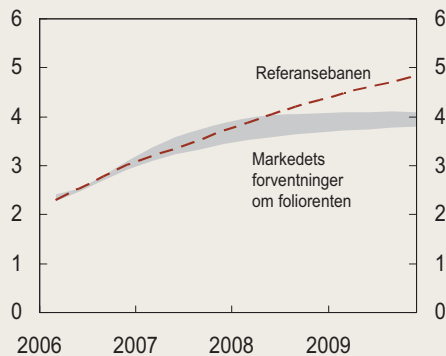
Realrenten har vært lav de siste årene, se figur 1.1. Risikoen for at forventninger om vedvarende lav realrente vil kunne forsterke konjunktursvingningene kan tilsi at pengepolitikken bør gjøres mindre ekspansiv gjennom en gradvis normalisering av renten.

Dersom Norges Banks renteprognose avviker fra markedsaktørenes renteforventninger, kan det være uttrykk for at sentralbanken og markedsaktørene har ulik oppfatning av det fremtidige økonomiske forløpet. Det kan også gjenspeile at markedsaktørene har en annen vurdering av de fremtidige avveiningene i pengepolitikken enn det sentralbanken legger til grunn. Markedsforventningene, slik de kommer til uttrykk ved terminrentene, vil være en kryssjekk for bankens renteprognose.

De beregnede terminrentene har steget noe på lang sikt siden forrige inflasjonsrapport. Ved å regne terminrentene om til et mål på foliorenten får vi et uttrykk for markedsaktørenes forventninger om den fremtidige styringsrenten, se figur 1.11. Det er nå forventninger om at styringsrenten øker gradvis til 4 prosent mot slutten av 2008. Disse forventningene følger i stor grad Norges Banks rentebane fram til utgangen av 2006, men er noe høyere gjennom 2007 og begynnelsen av 2008. Deretter ligger Norges Banks rentebane litt høyere enn markedsaktørenes renteforventninger. Markedsaktørene kan ha en annen oppfatning av hvilken renteutvikling som må til for å stabilisere inflasjonen på målet. Avviket mot slutten av referanseperioden kan også skyldes at særskilte forhold ved internasjonale kapitalstrømmer har presset langsiktige renter ned i mange land, se kapittel 2 for en nærmere omtale.

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

**Figur 1.11** Foliorenten i referansebanen og markedets forventninger om foliorenten.<sup>1)</sup> Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 09



<sup>1)</sup> Utledet fra beregnede terminrenter. I omregningen til foliorente er det trukket fra en kredittisikopremie samt en beregningsteknisk differanse på 0,20 prosentpoeng. Det grå skraverete intervallet viser høyeste og laveste rente på markedets foliorentebane i tidsrommet 27. feb. – 10. mar. 06

Kilde: Norges Bank

Taylor-regelen<sup>6</sup>, slik Norges Bank har beregnet den, sier at renten nå er for lav, se figur 1.12. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet. Produksjonsgapet kan riktignok ikke observeres direkte og er dermed en usikker størrelse. Vekstregelen<sup>7</sup> bygger derfor i stedet på den observerte BNP-veksten. Også denne regelen tilsier at renten skal økes. Det har sammenheng med den høye veksten i norsk økonomi og at inflasjonen er på vei opp. At inflasjonen ligger under målet på kort sikt, tilsier likevel at pengepolitikken også det kommende halvåret skal ha en ekspansiv innretning. Reglene har noen begrensninger som referanse for en liten, åpen økonomi. En renteøkning i tråd med reglene kan føre til en markert styrking av kronen slik at det tar vesentlig lenger tid før inflasjonen når målet. Heller ikke for flere andre land har enkle pengepolitiske regler kunnet beskrive den faktiske rentesettingen.

Regelen med utenlandsk rente<sup>8</sup> gir en noe lavere rente enn de andre reglene. Det skyldes at rentenivået ute er lavt. Alle de tre rentereglene sier at renten nå er for lav, men differansen ned til foliorenten er redusert siden forrige inflasjonsrapport. Det har sammenheng med at inflasjonen har vært lavere enn anslått, produksjonsgapet er noe nedjustert i 2005 og at foliorenten ble satt opp med 0,25 prosentenheter den 2. november.

Norges Bank har også beregnet en reaksjonsfunksjon basert på bankens tidligere handlinger, se utdyping i Inflasjonsrapport 3/04. Denne regelen taler for en viss tilstrømming fram mot sommeren 2006, men noe mindre enn de andre enkle reglene, se figur 1.13. Det er i første rekke høy BNP-vekst som bidrar til at reaksjonsfunksjonen gir høyere rente fremover. Reaksjonsfunksjonen gir om lag samme rente som i forrige inflasjonsrapport.

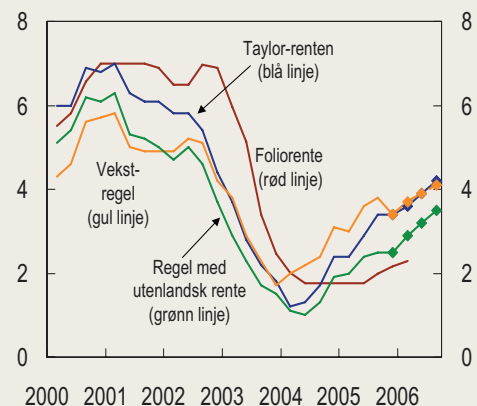
Historisk sett har det vært en viss sammenheng mellom prisutviklingen på den ene siden og hvor raskt pengemengden (M2) vokser i forhold til BNP på den andre siden, se figur 1.14. De siste årene har M2 økt langt mer enn utviklingen i aktivitetsnivået og prisene skulle tilsi. Det kan indikere et mulig prispress. Sammenhengen mellom prisutviklingen og M2 har imidlertid vært ustabil. For eksempel har

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

<sup>7</sup> Bl.a. Athanasios Orphanides foreslår å erstatte produksjonsgapet med differansen mellom faktisk vekst og trendvekst i økonomien (vekstgapet). Grunnen til dette er blant annet at Taylor-regelen er sårbar for feil i beregningen av produksjonsgapet. Se Orphanides A., R. D. Porter, D. Reifschneider, R. Tetlow og F. Finan (2000): "Errors in the measurement of the output gap and the design of monetary policy", Journal of Economics and Business, vol. 52, s.117–141.

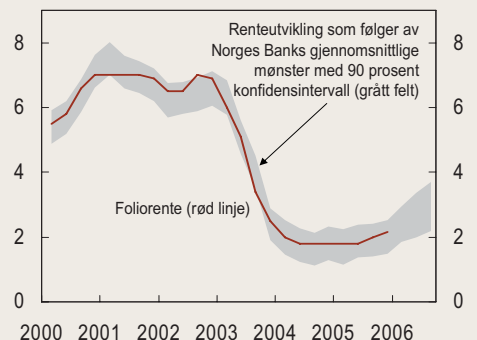
<sup>8</sup> Regel med utenlandsk realrente:  $Rente = \text{inflasjonsmål} + \text{likevektsrealrente} + 1,5 \cdot (\text{inflasjon} - \text{inflasjonsmål}) + 0,5 \cdot \text{produksjonsgap} + 1,0 \cdot (\text{realrente hos Norges handelspartnere} - \text{realrente i Norge})$ .

**Figur 1.12** Foliorente, Taylor-rente, vekstregel og regel med utenlandsk rente. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 06



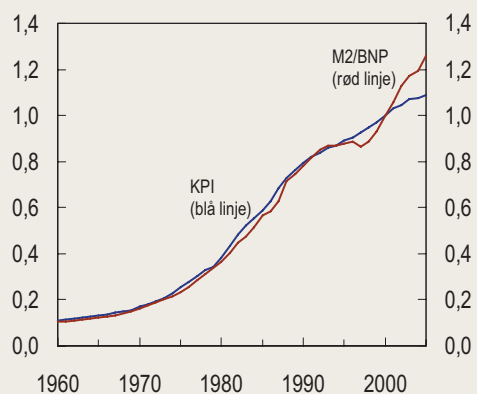
Kilde: Norges Bank

**Figur 1.13** Foliorente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 06



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

**Figur 1.14** KPI og skalert pengemengde (M2/BNP)<sup>1)</sup>. Indeks, 2000 = 1. Årstall. 1960 – 2005

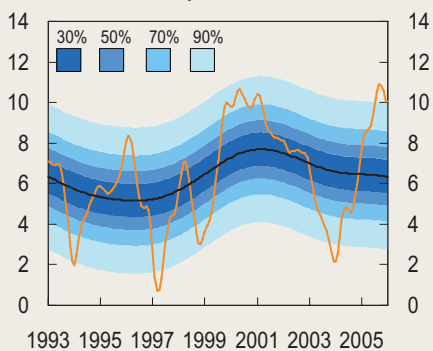


<sup>1)</sup> M2 er skalert med BNP i faste priser

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Figur 1.15** Pengemengden (M2). Tolvmånedersvekst, beregnet trendvekst og intervaller.<sup>1)</sup> Prosent. Månedstall. Jan. 93 – jan. 06



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

Kilde: Norges Bank

nye produkter i finansmarkedene, endringer i reguleringene på kredittmarkedene og utviklingen i de internasjonale kapitalmarkedene påvirket sammenhengene.

Veksten i M2 kan benyttes som indikator på prisutviklingen på lang sikt. Figur 1.15 viser faktisk og trendmessig vekst i pengemengden i perioden 1993-2005, samt den historiske variasjonen rundt trendveksten. Pengemengden vokser nå sterkere enn trendveksten, men veksten er noe lavere enn i perioden før forrige inflasjonsrapport.

## Konklusjoner – pengepolitisk strategi

Hovedstyrets vurdering er:

- Forløpet for renten som skisseres i denne rapporten, vil gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp mot målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, betinget av den informasjonen Norges Bank nå har.
- Renten kan gradvis – i små og ikke hyppige skritt – bringes tilbake mot et mer normalt nivå. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk.
- Foliorenten bør ligge i intervallet  $2\frac{1}{4}$  -  $3\frac{1}{4}$  prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 29. juni, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.
- Pengepolitikken må løpende vurderes i forhold til ny informasjon som er av vesentlig betydning for utsiktene for inflasjon og produksjon. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Sterkere handelsvridninger og økt konkurranse på arbeidsmarkedet kan på den ene siden gi lav pris- og lønnsvekst. Den uvanlig lave realrenten kan på den andre siden medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått. Rentesettingen må vurderes i lys av bakgrunnen for og varigheten av forstyrrelsene.

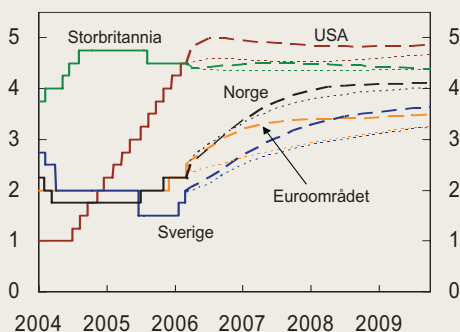
## 2 | Internasjonale rammebetingelser

### Utviklingen i finansmarkedene

*Økte styringsrenter, men fortsatt lave langsiktige renter*

Veksten hos våre handelspartnere er fortsatt god, og ser samlet sett ut til å være litt sterkere enn lagt til grunn i Inflasjonsrapport 3/05. De høye råvareprisene har bidratt til noe høyere inflasjon, men så langt har ikke underliggende inflasjon blitt trukket opp. Styringsrenten er satt opp i flere land, og markedsaktørene venter ytterligere renteøkninger. Siden forrige inflasjonsrapport er styringsrenten i USA og Canada økt med 0,75 prosentpoeng, og i euroområdet og Sverige med 0,50 prosentpoeng. I Sveits og New Zealand er styringsrentene satt opp med 0,25 prosentpoeng. Sentralbanken i Japan har endret sitt operasjonelle mål i pengepolitikken. Målet om å holde særskilt høy likviditet i banksystemet er opphevet. Det nye operasjonelle målet er dag-til-dag renten i pengemarkedet, som fortsatt vil bli holdt rundt null. Styringsrentene er fortsatt lave hos flere av våre handelspartnere. Markedsaktørene venter at styringsrentene vil øke gradvis i tiden fremover både i Sverige og i euroområdet, og noe raskere enn tilfellet var ved forrige inflasjonsrapport, se figur 2.1. I USA ventes styringsrenten å øke med ½ prosentpoeng til før rentetoppen er nådd. I Storbritannia ventes om lag uendret styringsrente fremover.

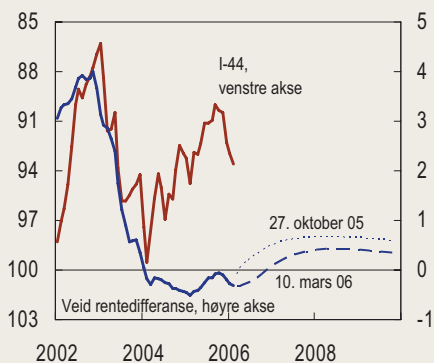
**Figur 2.1** Renteforventninger. Faktisk utvikling. Dagstall. 1. jan. 04 – 10. mar. 06. Forventet styringsrente per 27. okt. 05 og 10. mar. 06.<sup>1)</sup> Kvartalstall. 1. kv. 06 – 4. kv. 09



<sup>1)</sup> Stiplede kurver viser forventninger per 10. mars 2006. Prikkete kurver viser forventninger per 27. oktober 2005 (IR 3/05). Forventningene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper

Kilder: Reuters og Norges Bank

**Figur 2.2** Tre måneders rentedifferanse og importveid valutakurs (I-44)<sup>1)</sup>. Månedstall. Jan. 02 – des. 09



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

Kilder: Reuters og Norges Bank

I Norge ble styringsrenten hevet med 0,25 prosentpoeng, til 2,25 prosent 2. november i fjor. En større økning i renteforventningene internasjonalt enn i Norge har bidratt til å redusere den forventede rentedifferansen til våre handelspartnere, se figur 2.2. Prisingen i markedet indikerer forventninger om en gradvis økning i styringsrenten fremover. Markedet priser inn at styringsrenten i Norge ved utgangen av 2009 vil være lavere enn i USA og Storbritannia, men høyere enn i euroområdet og Sverige.

I USA har kortsiktige renter økt mer enn langsiktige renter, som fortsatt er lave. For første gang siden årsskiftet 2000/2001 er de langsiktige rentene i USA om lag på samme nivå som de kortsiktige rentene. Historisk har en slik avkastningskurve ofte blitt etterfulgt av et økonomisk tilbakeslag. Enkelte faktorer trekker imidlertid i retning av at dette er mindre sannsynlig nå. De lave langsiktige rentene må ses i sammenheng med lave inflasjonsforventninger internasjonalt og generelt høy etterspørsel etter amerikanske verdipapirer fra asiatiske sentralbanker og oljeeksporterende land. Forventede regelendringer for pensjonsfond har bidratt til økt etterspørsel etter langsiktige verdipapirer. Blant dem som analyserer og gir anslag for utviklingen i amerikansk økonomi venter de fleste at veksten vil holde seg oppe. Se egen utdyping på side 49.

De langsiktige rentene er lave også i de fleste andre land, se figur 2.3. I Norge har Kredittilsynets forslag til endrede kapitalkrav for norske forsikringselskaper i perioden 2007-2009 bidratt til å holde de langsiktige rentene lave. Siden forrige inflasjonsrapport har de langsiktige rentene i Storbritannia falt, mens de har økt i euroområdet og i Sverige.

### Svakere kronekurs

Kronekursen styrket seg gjennom store deler av 2005. Styrkingen var særlig markert mot svenske kroner. Utviklingen snudde i november i fjor. Målt ved den importveide indeksen I-44 har kronekursen svekket seg med 2,9 prosent siden 27. oktober 2005.

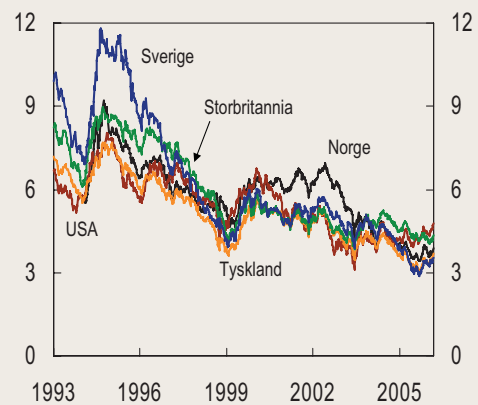
Svekkelsen av kronekursen siden november i fjor kan ha sammenheng med flere forhold. Som i enkelte tidligere år, bidro reduksjoner av positive kroneposisjoner til en svekkelse av kronekursen i forkant av årsskiftet. Lavere inflasjon enn ventet i desember og januar bidro til fall i markedsaktørenes renteforventninger og til salg av norske kroner. Svekkelsen av kronekursen var imidlertid større enn endringen i renteforventningene skulle tilsi. Noe av årsaken kan være at de overraskende lave inflasjonstallene bidro til økt usikkerhet om Norges Banks videre rentesetting, og dermed økte risikoen ved å investere i norske kroner. I det siste har kronekursen styrket seg noe.

Selv om kronen har svekket seg siden november, er kronekursen, målt med både I-44 og konkurransekursindeksen, fortsatt sterkere enn gjennomsnittet i perioden fra 1970 til 2005. Også realvalutakursen er sterkere. Målt ved relative lønnskostnader i felles valuta kan den reelle valutakursen hittil i år anslås å være om lag 7 prosent sterkere, se figur 2.4. Målt ved konsumprisene i felles valuta kan den reelle valutakursen anslås å være vel 6 prosent sterkere.

### Fortsatt oppgang i aksjekursene i Norge og internasjonalt

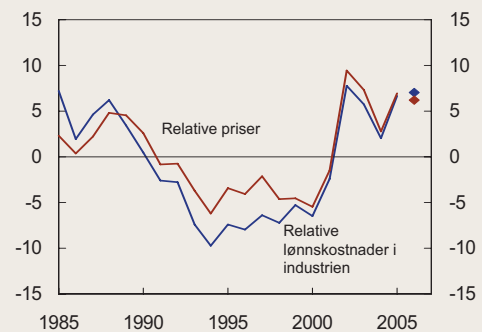
Aksjekursene i Norge og internasjonalt har gjennomgående steget siden 2003. Høy oljepris og forventninger om økt inntjening har bidratt til stadig nye toppnoteringer på Oslo Børs. Siden forrige inflasjonsrapport har hovedindeksen steget med 25 prosent. Oppgangen har vært størst for energi- og finansindeksen, med henholdsvis 28 og 25 prosent, se figur 2.5. I forhold til historiske nivåer for bokførte verdier er verdsettingen av selskapene på Oslo Børs relativt høy. Dette gjenspeiler høy faktisk og forventet inntjening. Børsindeksene i Europa og i USA har økt mindre enn Oslo Børs, med henholdsvis 17 og 9 prosent.

**Figur 2.3** 10-års rente i ulike land. Prosent. Uketall. Uke 1 1993 – uke 10 2006



Kilde: Bloomberg

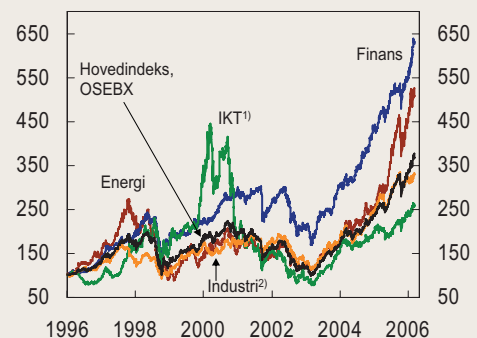
**Figur 2.4** Realvalutakurser (relative konsumpriser og lønnskostnader i felles valuta). Avvik fra gjennomsnittet 1970 – 2005. Årstall. Prosent. 1985 – 2006<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig nominell valutakurs (KKI) for 2006 er basert på gjennomsnittet hittil i år til og med 10. mars. Anslag for konsumprisveksten og lønnsveksten i 2006 er basert på referansebanen i IR 1/06

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

**Figur 2.5** Utviklingen i delindekser ved Oslo Børs. Indeks, 2. jan. 96 = 100. Dagstall. 2. jan. 96 – 10. mar. 06

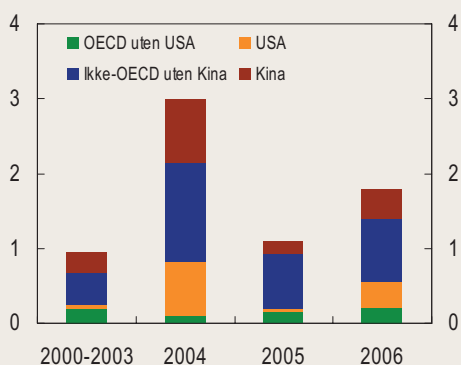


<sup>1)</sup> Gjennomsnitt av indeksene for IT og telekom

<sup>2)</sup> Gjennomsnitt av indeksene for industri og materialer

Kilder: EcoWin og Norges Bank

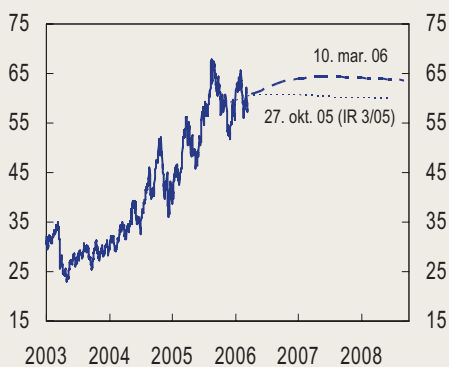
**Figur 2.6** Vekst i oljeetterspørsel.  
Millioner fat per dag. Årstall. 2000 – 2006<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Prognoser fra IEA for 2006

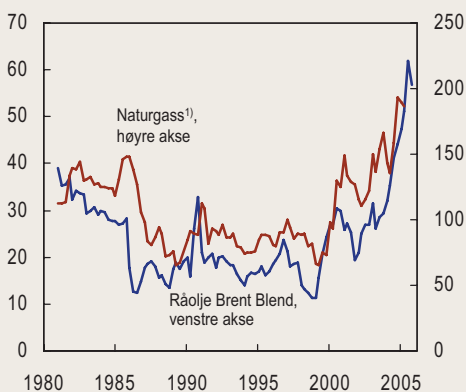
Kilder: EcoWin og International Energy Agency

**Figur 2.7** Oljepris (Brent Blend) i USD per fat.  
Dagstall. 2. jan. 03 – 10. mar. 06. Terminpriser fra 10. mars 06. Månedstall. Apr. 06 – sep. 08



Kilder: EcoWin, Reuters og Norges Bank

**Figur 2.8** Priser på naturgass (USD per 1000 Sm<sup>3</sup>) og råolje (USD per fat). Kvartalstall. 1. kv. 81 – 4. kv. 05



<sup>1)</sup> Pris på norsk gass eksport. Tall til og med 2. kv. 05

Kilder: EcoWin, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Olje- og gassmarkedet

I 2004 var det sterk vekst i den samlede etterspørselen etter olje, se figur 2.6. Høy økonomisk vekst globalt, og særlig høyt forbruk av olje til produksjon av kraft i Kina, var viktige årsaker. Den ledige produksjonskapasiteten, hovedsakelig i OPEC-landene, ble kraftig redusert. Oljeprisen steg markert.

I 2005 var veksten i etterspørselen mer moderat. I Kina gikk etterspørselsveksten ned fra 15,4 prosent i 2004 til 2,5 prosent i 2005. I USA var etterspørselen etter olje uendret i forhold til året før etter at høye priser bremsset forbruket noe. Orkanene i Mexicogulften førte til at veksten i oljeproduksjonen også ble lavere. I Nordsjøen falt produksjonen blant annet som følge av uhell, nedstengninger for vedlikehold og forsinkelser. Oljeproduksjonen i land utenfor OPEC var samlet sett uendret fra 2004 til 2005. Etterspørselsveksten i 2005 ble derfor i stor grad dekket av olje fra OPEC-landene, og oljeprisen steg ytterligere gjennom 2005.

Med liten ledig kapasitet, kan selv små forstyrrelser på produksjons- eller etterspørselssiden gi store utslag i oljeprisen. De siste månedene har den politiske situasjonen blitt mer spent i viktige oljeeksporterende land som Nigeria, Venezuela og Iran. Bortfall av produksjon i ett eller flere av disse landene vil ikke kunne erstattes fullt ut av økt produksjon andre steder og utgjør dermed en risiko for høyere oljepris.

Vi venter at veksten i den globale oljeetterspørselen vil ta seg opp mot om lag 2 prosent i år. Dette er på linje med den ventede veksten i tilbudet fra land utenfor OPEC. Samlet sett tilsier dette at oljeprisen vil holde seg oppe. Oljeprisen er nå om lag på samme nivå som ved forrige inflasjonsrapport. Terminprisene, som ligger til grunn for anslagene i denne rapporten, indikerer at oljeprisen holder seg over 60 dollar per fat i flere år fremover, se figur 2.7. Dette er nesten 5 dollar høyere enn ved publiseringen av Inflasjonsrapport 3/05.

For Norge blir utviklingen i gassmarkedet stadig viktigere. Ifølge Oljedirektoratet er det ventet at gass eksporten vil øke fra om lag 85 milliarder standard kubikkmeter (Sm<sup>3</sup>) per år til over 100 milliarder Sm<sup>3</sup> om få år. Samtidig venter Oljedirektoratet at oljeproduksjonen vil holde seg om lag uendret de nærmeste årene for deretter å falle. I løpet av de neste ti årene kan gassproduksjonen bli like stor som oljeproduksjonen målt etter energiinnhold. Inntektene fra gass eksporten vil likevel være lavere enn inntektene fra oljeeksporten enda noen år. I fjor utgjorde eksportverdien av naturgassen 24 prosent av Norges samlede petroleumsinntekter.

Norsk gass eksport har lenge vært knyttet til langsiktige kontrakter, der volumet har vært avtalt på forhånd og prisen har vært knyttet opp til oljeprisen eller alternative energikilder som fyringsolje, se figur 2.8. Når produksjonen starter ved

Snøhvit og Ormen Lange i løpet av 2007, vil mye av naturgassen bli eksportert til Storbritannia og USA. Her fastsettes prisen på gass i større grad i egne, uavhengige markeder som kan sammenliknes med det nordiske kraftmarkedet.

I andre halvår i fjor var gassprisene både i Storbritannia og USA svært høye, se figur 2.9. I USA ble gassproduksjonen sterkt rammet av orkanene i fjor høst. Det var ikke mulig å erstatte dette bortfallet med import eller ved å trekke på lagrene slik som for olje. Dermed steg prisene kraftig og holdt seg oppe lenger enn oljeprisen. I Storbritannia har gassproduksjonen fra Nordsjøen falt mer enn ventet, og importkapasiteten er begrenset. Kaldt vær og høyt forbruk har dermed ført til betydelig prisoppgang. De siste ukene har gassprisene både i USA og Storbritannia falt en del igjen. Dette må ses i lys av at gassproduksjonen har tatt seg opp i Mexicogulften, og at varmere vær har redusert etterspørselen i Storbritannia.

## Den økonomiske utviklingen hos handelspartnerne

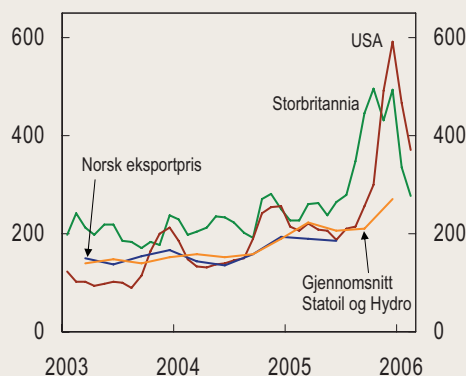
Den globale veksten holdt seg godt oppe i fjor, selv om det var en viss avdemping fra året før. Som i de foregående årene var det Kina og USA som bidro mest til veksten, men også i Japan og flere andre asiatiske land var det god vekst. I Storbritannia avtok veksten markert fra 2004 til 2005. I Sverige tok aktiviteten seg opp gjennom 2005. I euroområdet holdt veksten seg lav.

Høy vekst i verdensøkonomien bidro også til at prisen på andre råvarer enn olje steg ytterligere. Økningen har fortsatt inn i 2006. Til tross for en viss reduksjon i det siste har metallprisene økt betydelig de siste månedene. Også prisene for fremtidig levering har økt markert, se figur 2.10. Det tyder på forventninger om en varig oppjustering i metallprisene i likhet med prisen på olje.

De høye råvareprisene har bidratt til noe høyere inflasjon, men så langt har ikke den underliggende inflasjonen tiltatt, se figur 2.11. Økt handel har ført til høy etterspørsel etter sjøfrakt og skip. Flere tilgjengelige skip bidro likevel til lavere fraktrater i 2005 enn i 2004. Stigende priser på råvarer og høy aktivitet i markeder som er viktige for Norge har gitt vekstimpulser til norsk økonomi, selv om noen av landene vi eksporterer mest til har hatt lav vekst.

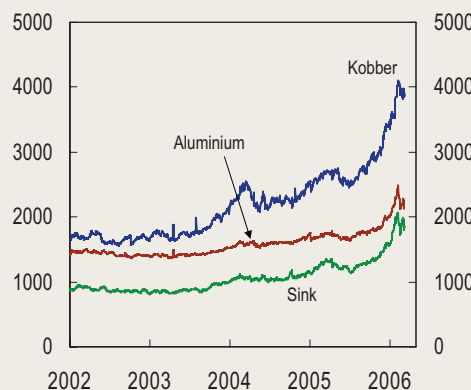
For handelspartnerne samlet legger vi til grunn at oppgangen vil vare ved. Veksten anslås å bli litt sterkere i år enn i fjor, og litt høyere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport, se tabell 2.1. Det vil likevel fortsatt være ledige ressurser, særlig i flere europeiske land. Det bidrar til at prisstigningen forblir lav.

**Figur 2.9** Priser på naturgass. USD per 1000 Sm<sup>3</sup>. Måned- og kvartalstall. Jan. 03 – feb. 06



Kilder: EcoWin, ICE, NYMEX, Statistisk sentralbyrå, Statoil, Hydro og Norges Bank

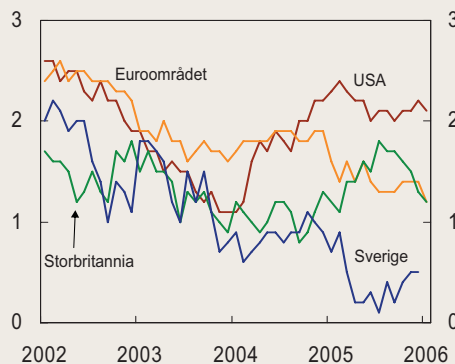
**Figur 2.10** Metallpriser for fremtidig levering<sup>1)</sup>. USD per tonn. Dagstall. 1. jan. 02 – 10. mar. 06



<sup>1)</sup> Levering om 27 måneder

Kilder: London Metal Exchange og EcoWin

**Figur 2.11** Kjerneinflasjon<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – jan. 06



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

Kilde: EcoWin

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

	2006	2007	2008	2009
USA	3	3	3	3
Japan	2½	2	1½	1¼
Tyskland	1½	1½	1½	1½
Frankrike	2	2	2	2
Storbritannia	2	2¼	2½	2½
Sverige	3½	2¾	2½	2¼
Norges handelspartnere <sup>1)</sup>	2¾	2½	2½	2½
Euroområdet <sup>2)</sup>	2	2	2	2
Kina <sup>3)</sup>	9	8½	9	8

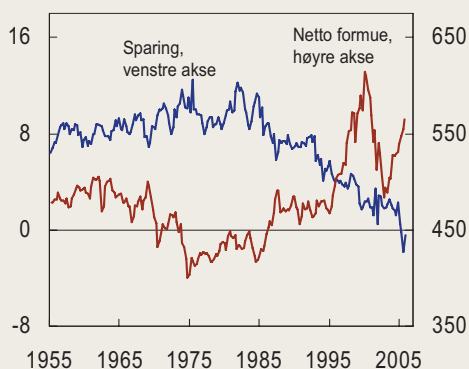
<sup>1)</sup> Eksportvekter

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

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

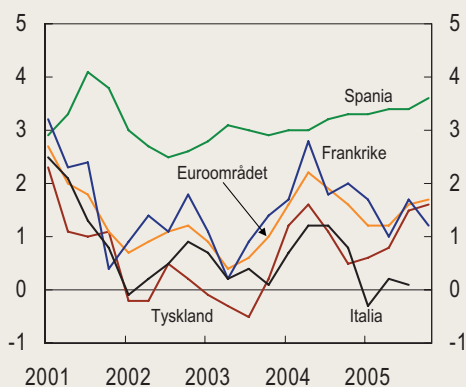
Kilder: Consensus Forecasts og Norges Bank

**Figur 2.12** Husholdningenes nettoformue og sparing i USA. Prosent av disponibel inntekt. Kvartalstall. 1. kv. 55 – 4. kv. 05



Kilde: EcoWin

**Figur 2.13** BNP. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 01 – 4. kv. 05



Kilde: EcoWin

## USA

I USA bidro privat konsum og private realinvesteringer til høy vekst i 2005. Investeringsveksten understøttes av god lønnsomhet i næringslivet. Konsumveksten ble holdt oppe av sterk økning i boligprisene. Også boliginvesteringene har økt. Husholdningenes sparerate har falt videre og er nå negativ, se figur 2.12. Selv om gjelden har økt raskt, har boligprisveksten bidratt til at verdien på husholdningenes nettoformue har økt.

Veksten i både privat konsum og boliginvesteringer avtok markert fra tredje til fjerde kvartal. Dette skyldtes i noen grad ettervirkninger av orkanene i høst. Konsumet, sammen med konsumenttilliten, tok seg opp igjen mot slutten av fjoråret. Boligmarkedet har vist tegn til svakere utvikling, med lavere prisvekst, reduserte omsetningstall og fall i salgstakten for boliger. Veksten i realinvesteringene i næringslivet avtok i fjerde kvartal. Ulike korttidsindikatorer for næringslivet tyder likevel på at aktiviteten tar seg opp. Konsumprisene har økt som følge av høyere energipriser, men kjerneinflasjonen har holdt seg rundt 2 prosent.

Fremover legger vi til grunn at husholdningene i USA øker sparingen noe, og at boliginvesteringene etter hvert avtar. God lønnsomhet i næringslivet gir trolig grunnlag for fortsatt vekst i realinvesteringene og sysselsettingen. Økt sysselsetting vil bidra til å holde veksten i konsumet oppe. I den nærmeste tiden vil også gjenoppbygging etter orkanene bidra til økt aktivitet. Samlet sett legger vi til grunn at det blir en moderat avdemping av veksten fra i fjor til i år. Konsumprisene vil fortsatt være påvirket av svingninger i energiprisene, men kjerneinflasjonen ventes å endre seg lite.

## Europa

BNP-veksten i euroområdet ble forholdsvis lav også i 2005, på 1,3 prosent. Det var tegn til tiltakende BNP-vekst de tre første kvartalene i fjor. Veksten i fjerde kvartal ble imidlertid svak, blant annet som følge av stagnasjon i Tyskland. Privat konsum i euroområdet vokste lite i 2005. De største bidragene til veksten i samlet etterspørsel kom fra realinvesteringer og nettoeksport. Veksten i Frankrike var om lag som gjennomsnittet for euroområdet, mens Spania vokste klart sterkere. Tyskland og Italia var blant landene hvor BNP vokste mindre enn gjennomsnittet for euroområdet i fjor, se figur 2.13.

Det er tegn til at veksten i euroområdet vil ta seg opp. Industriproduksjonen øker. Samtidig peker en rekke indikatorer for aktivitet og tillit i næringslivet i retning av økt vekst, se figur 2.14. Vi venter at realinvesteringene i euroområdet vil øke ytterligere. Til tross for svak BNP-vekst har arbeidsledigheten falt, og det er tegn til bedring i konsumentenes tillit. Det kan gi grunnlag for oppgang i

privat forbruk. Høye energipriser har ført til at inflasjonen i euroområdet er noe høyere enn målet, men kjerneinflasjonen er lav og stabil. Samlet sett venter vi at veksten i BNP tar seg noe opp i tiden som kommer. Samtidig vil det fortsatt være ledige ressurser, slik at kjerneinflasjonen trolig vil holde seg lav, se tabell 2.2.

Veksten i Storbritannia var i fjor den laveste siden 1992. Det skyldes særlig lav vekst i privat konsum som ble påvirket av at økningen i boligprisene stoppet opp. I fjerde kvartal tok aktiviteten seg noe opp med sterk vekst i tjenestesektoren. Boligprisene økte også mot slutten av fjoråret og kan gi grunn for sterkere vekst i konsumet fremover. Høye energipriser førte til at inflasjonen ble litt høyere enn inflasjonsmålet på to prosent, men prisveksten har siden avtatt. Kjerneinflasjonen er fortsatt moderat. Presset i økonomien avtok noe i 2005. Selv om veksten ventes å ta seg opp fremover, er det ikke utsikter til at det vil oppstå vesentlig press i økonomien. Det tilsier at inflasjonen vil holde seg moderat fremover.

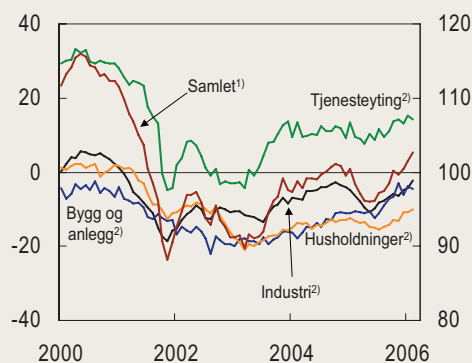
I Sverige tok aktiviteten seg opp gjennom 2005. Arbeidsmarkedet bedret seg noe mot slutten av året. Fremover venter vi at vekst i sysselsettingen vil gi grunnlag for at konsumet fortsetter å øke. Finanspolitikken ventes å stimulere aktiviteten fremover. I Danmark tiltok veksten i 2005. Realinvesteringsveksten i næringslivet steg, samtidig som husholdningenes etterspørsel fortsatte å øke. Inflasjonen har holdt seg lav i både Sverige og Danmark, men økende kapasitetsutnyttning vil trolig bidra til at den tiltar noe.

## Asia

Den sterke veksten i Kina fortsatte gjennom fjoråret. Nettoeksporten bidro mye, men også realinvesteringer og privat konsum vokste sterkt. Reviderte tall viser at BNP er betydelig større enn tidligere antatt. Revisjonen er i hovedsak knyttet til tjenestesektoren og førte til en markert oppjustering av tjenesteproduksjonen og trolig også tjenestekonsumet. Det samlede konsumet utgjør i så fall en større andel av BNP enn det de foreløpige tallene viste. Motstykket er at investeringenes andel av BNP er redusert. Etter justeringen fremstår veksten i Kina som mer balansert. Investeringsandelen er imidlertid fortsatt høy, og det er fortsatt fare for tilbakeslag som følge av overinvesteringer.

Vi legger til grunn at Kina vil bli konkurransedyktige på stadig nye områder, og at nettoeksporten vil bidra til veksten også fremover. Utbygging av infrastruktur vil trolig fortsatt gi vekst i investeringene i Kina. Vi venter at sysselsettingen vil ta seg opp og bidra til raskt økende konsum. Kina har fremdeles stor tilgang på billig arbeidskraft, og produktivitetsveksten er høy. Prisveksten vil derfor trolig holde seg lav selv om den sterke veksten i produksjonen fortsetter, se figur 2.15.

**Figur 2.14** Tillitsindikatorer for euroområdet. Indekser. Månedstill. Jan. 00 – feb. 06



<sup>1)</sup> Sammenveid indeks, 100 = gjennomsnitt for 1990 – 2003.

Høyre akse

<sup>2)</sup> Diffusjonsindeks. Venstre akse

Kilde: EcoWin

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

	2006	2007	2008	2009
USA	2¼	2½	2½	2½
Japan	¼	½	¾	1
Tyskland <sup>1)</sup>	1¾	2	1¾	1½
Frankrike <sup>1)</sup>	1¾	2	2	2
Storbritannia <sup>1)</sup>	2	2	2	2
Sverige	1¾	2	2	2
Norges handelspartnere <sup>2)</sup>	2	2	2¼	2
Euroområdet <sup>3)</sup>	2	2	2	2
Kina <sup>4)</sup>	2¼	2¼	3¼	3

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

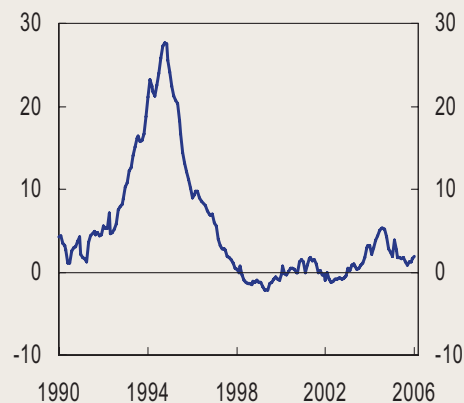
<sup>2)</sup> Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere

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

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

Kilder: Consensus Forecasts og Norges Bank

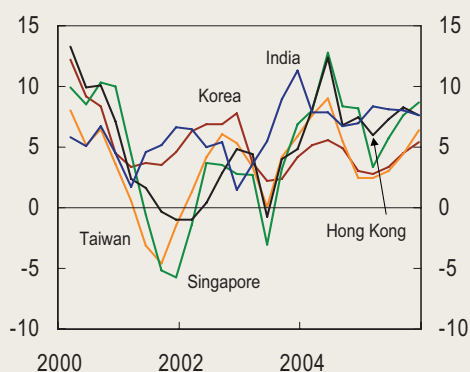
**Figur 2.15** Konsumpriser i Kina. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 90 – jan. 06



Kilder: EcoWin og National Bureau of Statistics China



**Figur 2.16** BNP. Firekvartalersvekst. Prosent.  
1. kv. 00 – 4. kv. 05



Kilder: EcoWin og Norges Bank

I Japan var det god vekst for andre år på rad i fjor. Realinvesteringene økte markert, trolig som følge av sterk eksportvekst og god lønnsomhet i næringslivet. Vi venter fortsatt god vekst i japansk økonomi. Ulike forventningsindikatorer for næringslivet tyder på optimisme, og industriproduksjonen tar seg opp. Konsumentenes tillit bedres, og tiltakende lønnsvekst og økt sysselsetting vil gi grunnlag for vekst i det private forbruket. Målt med BNP-deflatoren er det fortsatt deflasjon, men konsumprisene økte fra januar 2005 til januar 2006. Økende aktivitetsnivå og tilstrømming i arbeidsmarkedet kan etter hvert føre til at prisene stiger.

Også andre land i Asia hadde sterk vekst i fjor, se figur 2.16. Fremover ventes aktiviteten å bli stimulert av vekst i Kina og Japan. Også i India fortsetter økonomien å vokse sterkt. Myndighetene i India viser større åpenhet for handel og investeringer utenfra, noe som vil kunne understøtte veksten fremover.

## Risikomomenter

Det er store ubalanser i verdensøkonomien. Underskuddet på USAs driftsbalanse økte til over 6 prosent av BNP i 2005. Samtidig øker overskuddene i oljeeksporterende land og land i Øst-Asia. Selv om veksten ventes å avta i USA og tilta noe i andre land, vil ikke ubalansene endres vesentlig. Skulle ubalansene lede til brå og store korreksjoner, ville det kunne føre til en vesentlig svakere utvikling enn vi legger til grunn.

En risiko er at husholdningene i USA øker sparingen markert, kanskje utløst av et svakere boligmarked. Det vil svekke etterspørselen i USA og dempe importen fra andre land. Svakere vekst i USA vil få betydning for svært mange land, men asiatiske land vil trolig rammes særlig hardt. Med en slik utvikling vil rentene kunne falle, og amerikanske dollar svekkes.

For noen år siden ble underskuddet på USAs driftsbalanse i hovedsak dekket av kapitalinngang fra private. De senere årene har andre lands sentralbanker, både i Asia og oljeeksporterende land, stått for en betydelig del av finansieringen. Dersom noen av disse aktørene ikke lenger skulle ønske å øke sine beholdninger av dollar-aktiva, kan valutaen svekkes betydelig. En markert svakere dollar vil redusere vekstutsiktene for andre land. Selv om en svekkelse av dollaren styrker vekstutsiktene for USA, kan den samlede virkningen bli et globalt tilbakeslag.

Den sterke prisøkningen på olje og annen energi skaper også usikkerhet. Til nå har de høye prisene ikke hatt sterke negative effekter, jf egen utdyping i forrige inflasjonsrapport. Over tid kan imidlertid høye priser på energi dempe veksten og gi økt inflasjon. I første omgang kan dette få

begrenset virkning for Norge, fordi aktiviteten i oljerelatert virksomhet vil holde seg oppe eller øke. Skulle derimot oljeprisen og andre råvarepriser falle, for eksempel som følge av tilbakeslag i USA, vil Norge kunne rammes relativt hardt.

Andre forhold som kan gi en svakere internasjonal utvikling, er blant annet en mulig opptrapping av konflikter i ulike deler av verden og terrorangrep. En eventuell pandemi med utgangspunkt i fugleinfluensaen kan i verste fall føre til et tilbakeslag i verdensøkonomien.

Det er også andre forhold som kan føre til sterkere vekst enn vi anslår i denne rapporten. Den gode lønnsomheten i næringslivet kan slå ut i enda høyere realinvesteringer i flere land. Konsumet kan også ta seg raskere opp enn vi anslår. Da kan BNP-veksten, kanskje særlig i Japan og Europa, bli sterkere enn vi legger til grunn, og avdempingen i USA kan bli svært moderat. Oljeprisen kan da stige ytterligere. For Norge vil en slik utvikling gi sterkere positive impulser både fra våre største handelspartnere og fra viktige råvaremarkeder.

# 3 | Nærmere om utviklingen i norsk økonomi

## Den økonomiske situasjonen

### *Etterspørsel, produksjon og kapasitetsutnyttning*

Veksten i norsk økonomi har vært høy siden sommeren 2003. Oppgangen er etter hvert blitt bredt basert. Lav rente har bidratt til at husholdningenes etterspørsel har økt forholdsvis sterkt i hele oppgangsperioden. Samtidig har god vekst internasjonalt gitt økt etterspørsel etter mange norske eksportvarer og høye priser. Realinvesteringene i petroleumssektoren har steget kraftig. Det har ført til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra bedrifter i Fastlands-Norge. Etter hvert har også realinvesteringene i Fastlands-Norge steget. Fastlandsøkonomien har så langt i oppgangskonjunkturen i gjennomsnitt vokst med om lag 3,5 prosent fra kvartal til kvartal, målt i årlig rate, se figur 3.1.

Til nå har en vesentlig del av produksjonsveksten kommet gjennom sterk vekst i utførte timeverk. Fallet i sykefraværet i 2004 tilførte bedriftene ekstra arbeidskraft. Produktiviteten i Fastlands-Norge har vokst forholdsvis moderat de siste to årene. Det er tegn til at veksten i produktiviteten etter hvert har tatt seg noe opp. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall økte produktiviteten med om lag 2 prosent fra 3. kvartal 2004 til 3. kvartal i fjor.

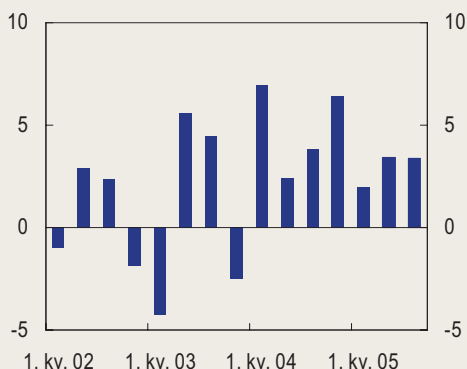
Vurderingen av den samlede ressursutnyttningen i økonomien kommer til uttrykk i vårt anslag for produksjonsgapet, se figur 3.2. Produksjonsgapet er det prosentvise avviket mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon. Potensiell produksjon er ikke observerbar og angir det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil pris- og kostnadsvekst.<sup>1</sup> Produksjonen har økt raskere enn produksjonspotensialet i 2-3 år. Mye av den ledige kapasiteten er tatt i bruk. Anslagene i denne rapporten er basert på at BNP for Fastlands-Norge var om lag 1/2 prosent høyere enn sitt potensielle nivå ved utgangen av 2005.

I vurderingen av størrelsen på produksjonsgapet holdes tekniske beregninger opp mot annen informasjon vi har om kapasitetsutnyttningen i økonomien. I vårt regionale nettverk sier 49 prosent av kontaktene at de vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en økning i etterspørselen, se figur 3.3. Dette er høyere enn i de foregående rundene. Vi har få holdepunkter for å oversette denne andelen til et bestemt nivå på produksjonsgapet, siden datamaterialet fra nettverket ikke dekker en full konjunktursyklus. Erfaringer fra utlandet tyder imidlertid på at en andel på 49 prosent tilsier et positivt produksjonsgap.<sup>2</sup>

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

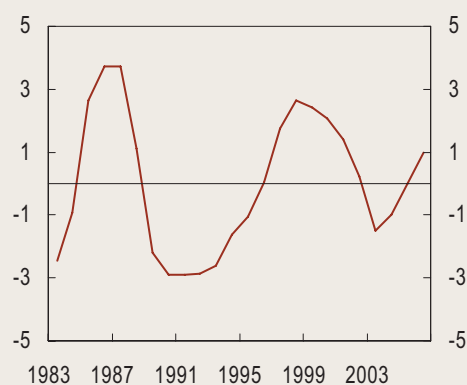
<sup>2</sup> I det regionale nettverket til den canadiske sentralbanken har et likelydende spørsmål om kapasitetsutnyttning blitt stilt siden 1999. Erfaringen derfra er at kapasitetsproblemer i 40 prosent av bedriftene kan være forenlig med et produksjonsgap rundt null. I høykonjunkturer har andelen bedrifter med kapasitetsproblemer kommet opp mot 60 prosent.

**Figur 3.1** BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert, annualisert kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 02 – 3. kv. 05



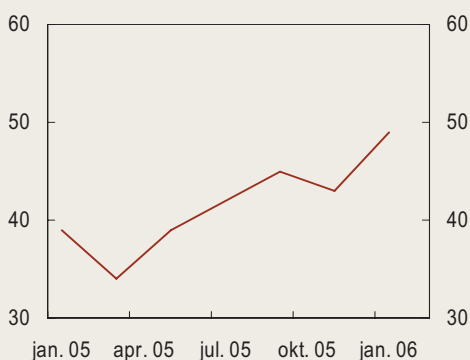
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.2** Anslag på produksjonsgapet. Prosent. Årstall. 1983 – 2006



Kilde: Norges Bank

**Figur 3.3** Kapasitetsutnyttning. Regionalt nettverk. Andel som svarer at de har noen eller betydelige problemer med å møte en etterspørselsøkning. Prosent. Jan. 05 – jan. 06



Kilde: Norges Bank

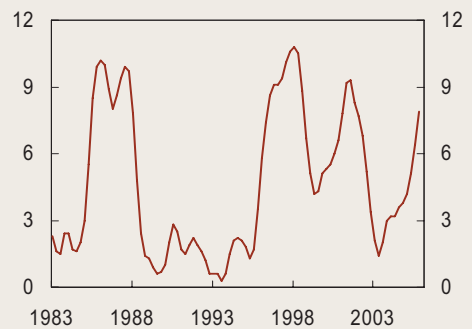
Kapasitetsutnyttningen ser ut til å variere en del mellom de ulike næringene. Bygge- og anleggsbransjen opererer trolig ved kapasitetsgrensen. I vårt regionale nettverk melder over 80 prosent av bedriftene i bygg og anlegg at de vil ha kapasitetsproblemer ved en økning i etterspørselen. Det er knapphet på ingeniører og prosjektledere. Industrien melder også om høy kapasitetsutnyttning, særlig blant leverandører til oljeindustrien. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer er knapphet på arbeidskraft en begrensende faktor for produksjonen i stadig flere industribedrifter. Andelen som melder om dette er høy, men fortsatt noe lavere enn i 1998 og 2001, se figur 3.4.

I det regionale nettverket gis det ikke uttrykk for mangel på kapasitet i varehandelen og i andre tjenesteytende næringer. Disse næringene utgjør til sammen en stor del av fastlandsøkonomien. I varehandelen har kapasitetsutnyttningen økt noe det siste året. Kapasitetsutnyttningen i tjenesteytende næringer har samlet sett endret seg lite. Innen rådgivning melder imidlertid bedriftene om økt konkurranse om arbeidskraften.

Arbeidsledigheten er på vei ned. De to statistikkene for arbeidsledighet ga lenge ulike signaler om hvor raskt tilstrammingen i arbeidsmarkedet skjer, men de siste månedene har begge vist at ledigheten faller raskt, se figur 3.5. Ved arbeidskontorene var det i februar registrert 19 000 færre ledige enn ett år tidligere. Målt i prosent av arbeidsstyrken var den sesongjusterte ledigheten 2,9 prosent, på samme nivå som mot slutten av 1997. Arbeidskraftundersøkelsen til Statistisk sentralbyrå viser også at ledigheten falt mot slutten av fjoråret. Likevel har ikke AKU-ledigheten avtatt med mer enn 5000 personer siden oppgangen startet i 2. kvartal 2003. Forskjellen mellom ledigheten som måles i AKU og den som registreres ved arbeidskontorene er større enn normalt. Ledighetsnivået i AKU trekkes trolig noe opp av at flere yrkeshemmede kjenner en nærmere tilknytning til arbeidsmarkedet etter at ansvaret for oppfølging ble overført fra trygdeetaten til Aetat. Av den grunn kan en større andel enn før av de yrkeshemmede oppgi at de er arbeidsledige i AKU. Nivået på ledigheten i AKU som er forenlig med balanse i arbeidsmarkedet, kan derfor ha økt litt. Tar vi hensyn til dette, var den gjennomsnittlige AKU-ledigheten i fjor trolig nær et nivå som er forenlig med normal ressursutnyttning. Nivået på den registrerte ledigheten kunne tilsi noe høyere ressursutnyttning.

Utviklingen i arbeidsstyrken, antall sysselsatte og utførte timeverk gir også holdepunkter for å vurdere kapasitetsutnyttningen i økonomien. Gjennom denne oppgangskonjunktoren har utførte timeverk økt klart mer enn antall sysselsatte. Forskjellen skyldes i hovedsak fallet i sykefraværet i 2004. Samtidig har gjennomsnittlig arbeidstid per sysselsatt økt fordi færre arbeider deltid og bruken av overtid har økt. Veksten i sysselsatte personer skjøt imidlertid fart mot slutten av fjoråret og inn i 2006, se figur 3.6.

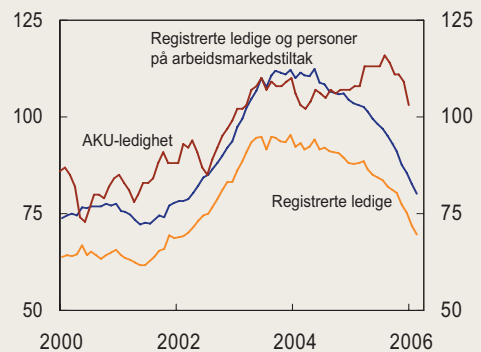
**Figur 3.4** Konjunkturbarometer for industrien. Knapphet på arbeidskraft i industrien.<sup>1)</sup> Glatte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 83 – 4. kv. 05



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

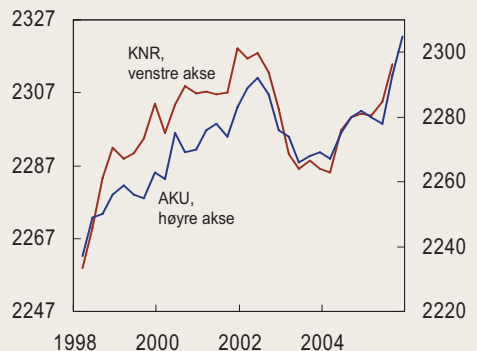
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.5** Arbeidsledige. AKU-ledighet, registrerte ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Antall i tusen. Sesongjustert. Månedstall. Jan. 00 – feb. 06



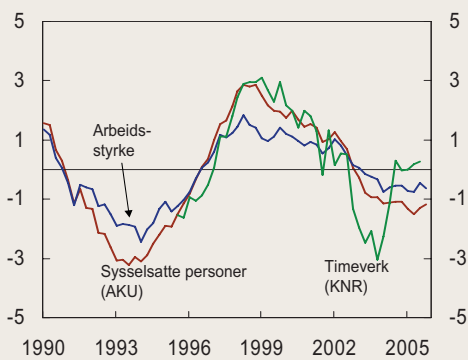
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet

**Figur 3.6** Sysselsetting. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) og kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). Sesongjustert. Antall i tusen. Kvartalstall. 1. kv. 98 – 4. kv. 05



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.7** Sysselsetting, utførte timeverk og arbeidsstyrke. Prosentvis avvik fra trend<sup>1)</sup>. Kvartalstall. 1. kv. 90 – 4. kv. 05

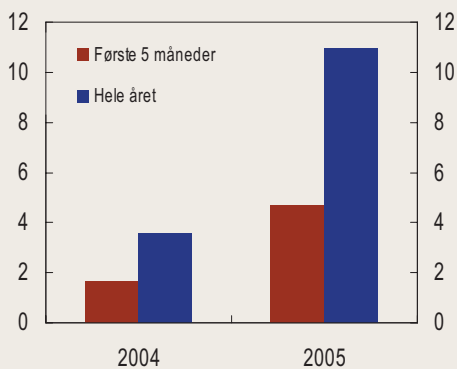


<sup>1)</sup> Trend beregnet med HP-filter. Se Staff Memo 2005/2 ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)) for nærmere omtale

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Nivået på arbeidsstyrken, antall sysselsatte og utførte timeverk svinger normalt i takt med konjunktorene, se figur 3.7. I en oppgangskonjunktur øker sysselsettingen, samtidig som flere melder seg på arbeidsmarkedet. Mot slutten av fjoråret var nivået på arbeidsstyrken og antall sysselsatte fortsatt noe lavere enn sine beregnede trendnivåer. Det kan isolert sett tyde på at det fortsatt var noe uutnyttet arbeidskraft i økonomien. Nivået på utførte timeverk var imidlertid høyere. Endelige nasjonalregnskapstall for 2003 viser at bruken av arbeidskraft avtok noe mer i den siste nedgangskonjunktoren enn de foreløpige tallene tydet på. Det taler for at kapasitetsutnyttningen var noe lavere da oppgangen begynte enn vi tidligere har lagt til grunn. På den bakgrunn har vi foretatt en liten nedjustering av anslaget for produksjonsgapet i 2005 og de foregående årene. Etter vår vurdering var ressursutnyttningen i arbeidsmarkedet i 2005 sett under ett forenlig med et produksjonsgap nær null.

**Figur 3.8** Antall registrerte utenlandske arbeidere fra nye EU-land. Antall i tusen



Kilder: Sentralskattekontoret for utenlandssaker og Norges Bank

Arbeidstilbudet påvirkes også av at arbeidsinnvandringen fra nye medlemsland i EU og EØS øker. Slike endringer er vanskelige å måle i offisiell arbeidsmarkedsstatistikk. Alternative kilder, som beholdningen av midlertidige arbeidstillatelser fra UDI, viser en vekst på om lag 8000 tillatelser fra januar 2005 til januar 2006. Sentralskattekontoret for utenlandssaker registrerte en økning i arbeidstakere fra nye EU-land på om lag 7000 personer fra 2004 til 2005, se figur 3.8. Dette omfatter arbeidstakere både i norske og utenlandske virksomheter. Hvor stor økning i det faktiske arbeidstilbudet som ligger bak disse tallene er usikkert, fordi det ikke finnes informasjon om varigheten av arbeidsforhold. Samlet sett er det likevel tegn til at bruken av utenlandsk arbeidskraft har bidratt til å dempe presset på realressursene gjennom oppgangsperioden. Virkningen har trolig vært størst i bygge- og anleggsbransjen. Det kommer særlig til uttrykk ved at lønnsveksten holdt seg moderat i fjor, selv om aktivitetsnivået var svært høyt.

Arbeidsinnvandringen fra andre nordiske land er også betydelig, men målt i antall personer ser det ikke ut til at arbeidstilbudet fra disse landene har endret seg vesentlig de siste årene. Svenske borgere har utgjort den største delen av arbeidstilbudet fra de nordiske landene. Med tilstrømmingen som skjer i det svenske arbeidsmarkedet kan det være grunn til å vente noe mindre tilgang på svensk arbeidskraft i Norge.

Vårt anslag for produksjonsgapet kan også holdes opp mot utviklingen i finansielle størrelser. Den sterke veksten i kreditt og boligpriser de siste årene kan tyde på et sterkere press i norsk økonomi enn vi legger til grunn. Utviklingen i arbeidsstyrken, sysselsettingen og arbeidsinnvandringen kan imidlertid trekke i motsatt retning.

Det er utsikter til at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil holde seg oppe i de nærmeste kvartalene. Industriledernes vurderinger i konjunkturbarometeret og høye ordretall i

industrien tilsier fortsatt vekst i produksjonen fremover. I bygge- og anleggsbransjen er aktiviteten høy. Veksten i omsetningen innen eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting har også økt. Fortsatt god vekst i husholdningenes etterspørsel vil trolig bidra til økt aktivitet i både vareproduserende og tjenesteytende næringer. Veksten i antall sysselsatte personer har tiltatt de siste månedene. Antallet ledige stillinger øker. Utviklingen i den registrerte arbeidsledigheten peker i retning av at tilstramningen i arbeidsmarkedet skjer noe raskere enn tidligere anslått. Samlet sett er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen i økonomien vil øke ytterligere de nærmeste kvartalene, og noe raskere enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Endringene i anslagene siden forrige rapport er nærmere omtalt i en egen utdyping på side 52.

### Prisveksten

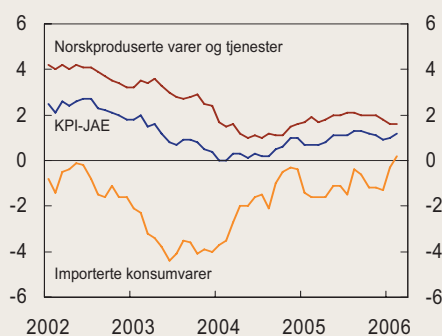
Etter hvert som oppgangskonjunkturen fikk bredere feste, begynte inflasjonen gradvis å ta seg opp, se figur 3.9. Svekkelsen av kronkursen gjennom 2003 bidro til at fallet i prisene på importerte konsumvarer avtok gjennom 2004. Virkningen på den innenlandske inflasjonen av spesielle forhold, som sterkere priskonkurranse innen luftfarten og i dagligvarebransjen, ble faset ut av tallene eller reversert. I andre halvdel av 2005 varierte tolv månedersveksten i konsumprisene utenom avgifter og energivarer (KPI-JAE) mellom 1 og 1½ prosent, før den overraskende falt i desember og januar. I februar økte inflasjonen noe igjen. Endringene i KPI-JAE fra måned til måned har til dels vært betydelige den senere tiden. De siste årene har det vært en tendens til økende variasjon i veksten i KPI-JAE fra måned til måned, se figur 3.10.

Fra nyttår ble maksimalsatsene i barnehagene redusert med 500 kroner. Nedgangen anslås å trekke ned veksten i KPI-JAE over de siste tolv månedene med 0,2 prosentpoeng gjennom 2006. Justeres KPI-JAE også for den beregnede direkte virkningen av nedgangen i renten på husleiene, kan prisveksten anslås til 1,3 prosent i februar. Andre indikatorer for underliggende prisvekst viser noe høyere vekst enn KPI-JAE, se figur 3.11. Siden i fjor sommer har veksten i trimmet gjennomsnitt og vektet median variert mellom 1½ og 2 prosent, se egen utdyping på side 44.

Økte bensinpriser bidro til at konsumprisveksten (KPI) steg fra våren 2005, og kom opp i 2 prosent i september i fjor. Deretter avtok KPI-veksten noe igjen, blant annet fordi oljeprisen falt midlertidig mot slutten av fjoråret. I år har bidraget fra energipriser til den samlede prisveksten økt på ny. KPI økte med 2,6 prosent de siste tolv månedene fram til februar. Bidraget fra energiprisene var på 1,4 prosentpoeng.

Målt på årsbasis har prisene på importerte konsumvarer falt i flere år. Fra 2004 til 2005 falt disse prisene med 1,2

**Figur 3.9** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06



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

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

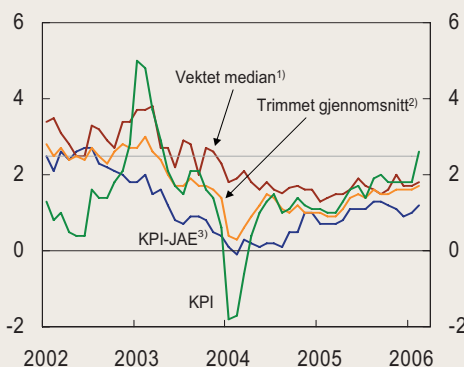
**Figur 3.10** Volatilitet i KPI-JAE<sup>1)</sup>. Målt ved standardavviket til månedsveksten over de siste 12 månedene. Jan. 01 – feb. 06



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.11** KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06



<sup>1)</sup> Beregnet på grunnlag av 146 undergrupper av KPI

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

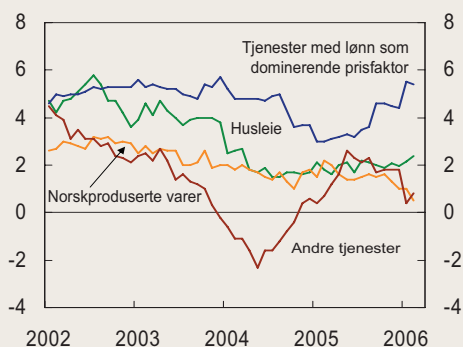
<sup>3)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilde: Statistisk sentralbyrå

prosent. Lavere importpriser skyldes at nedbygging av handelshindre har bidratt til at en økende andel konsumvarer importeres fra land med lave kostnadsnivåer. Samtidig har produksjonskapasiteten økt betydelig i flere av landene. Det har gitt sterk internasjonal priskonkurrans på en rekke konsumvarer.

Etter at prisene på importerte konsumvarer i KPI steg nokså mye fra juli til september i fjor var prisveksten lavere enn ventet fram til desember. Prisfallet over de siste tolv månedene ble som ventet mindre i januar. I februar var det en liten økning fra året før. Virkningene av en noe sterkere krone gjennom de to foregående årene og fortsatt lave prisimpulser utenfra trekker imidlertid i retning av at prisveksten på importerte konsumvarer kan avta noe igjen den nærmeste tiden. En økning i importprisene i utenriks-handelsstatistikken mot slutten av fjoråret kan imidlertid peke i motsatt retning. Normalt leder disse prisene prisutviklingen på tilsvarende varer i KPI.

**Figur 3.12** Prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Fordelt etter leveringssektorer. Avgiftsjustert. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06

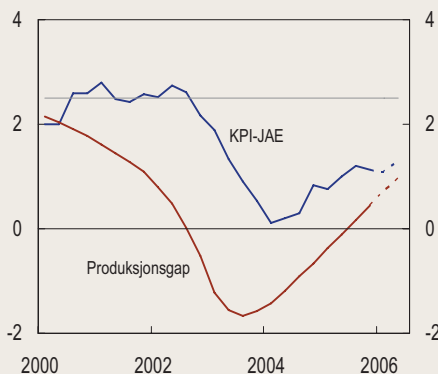


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten på tjenester i KPI har økt gjennom oppgangskonjunktoren. Særlig har prisene på tjenester med lønn som dominerende faktor økt markert de siste månedene, se figur 3.12. Prisveksten på andre tjenester økte også noe gjennom 2005, men avtok mot slutten av året. I januar 2006 falt disse prisene markert, men dette har blant annet sammenheng med reduksjonen i maksimalprisen i barnehager.

Prisveksten på norskproduserte varer er svært lav. Tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer med internasjonal konkurranse var nær null gjennom 2005 og i begynnelsen av 2006. Dette reflekterer trolig både den sterke internasjonale konkurransen norske produsenter er stilt overfor og at det kan være en del varer som nå importeres, men som fortsatt klassifiseres som norskproduserte. Prisveksten på norskproduserte varer som er skjermet for konkurranse er noe høyere, men veksttaket avtok mot slutten av 2005, blant annet som følge av lavere vekst i matvareprisene. Fra nyttår økte momssatsen på matvarer fra 11 til 13 prosent. I Statistisk sentralbyrås beregninger av KPI-JAE forutsettes det at avgiftsøkningen umiddelbart veltes over i utsalgsprisene. I praksis skjer tilpasningen til nye satser trolig over noe tid. Prisveksten, slik den måles i KPI-JAE kan derfor være noe undervurdert i de første månedene etter slike avgiftsøkninger. Den lave prisveksten på matvarer i KPI kan også ha sammenheng med at metoden for å måle matvareprisene ble endret i fjor. Den nye metoden fanger bedre opp virkningene av at forbrukerne vrir etterspørselen mot varer som blir relativt sett billigere. Blant annet vil tilbudskampanjer på matvarer slå ut i sterkere grad enn før.

**Figur 3.13** KPI-JAE<sup>1)</sup> og anslag på produksjonsgapet<sup>2)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 2. kv. 06<sup>3)</sup>



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

<sup>2)</sup> Kvartalstallene for produksjonsgapet er avledet fra årstall

<sup>3)</sup> Anslag for 1. kv. 06 – 2. kv. 06

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det er ikke utsikter til at prisveksten vil tilta vesentlig den nærmeste tiden. Holdes virkningen av reduserte barnehagepriser utenfor, anslås veksten i KPI-JAE målt fra året før til litt over 1 prosent i 1. og 2. kvartal i år, se figur 3.13.

Prisveksten vil dempes av fortsatt lave prisimpulser utenfra og styrkingen av kronen gjennom 2004 og 2005. Etter hvert vil en utfasing av den høye veksten i bensinprisene gjennom fjoråret trolig føre til at tolv månedersveksten i KPI avtar noe, se figur 3.14.

Ifølge foreløpig rapport fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) var årslønnsveksten i 2005 vel 3¼ prosent for alle lønnsmottakere sett under ett. Industriarbeiderne hadde en lønnsvekst som var om lag på linje med gjennomsnittet. Lønnsveksten for funksjonærene i industrien var om lag ett prosentpoeng høyere enn dette, se figur 3.15. I næringer med sterkere innslag av bonusutbetalinger var lønnsveksten vesentlig høyere. Det reflekterer trolig lønnsomhetsutviklingen i deler av norsk næringsliv. Tilstrømmingen av arbeidsmarkedet tilsier noe høyere lønnsvekst i år. Årslønnsveksten for 2006 anslås til 4 prosent. Dette anslaget inkluderer også kostnader knyttet til innføring av minimumsstandarder for tjenestepensjon.

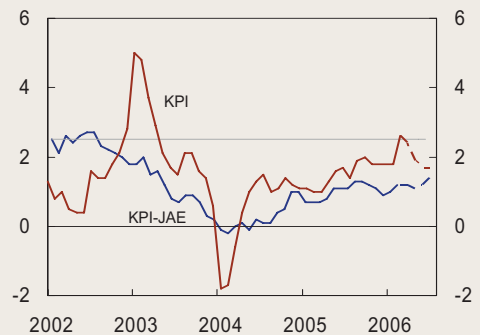
## Utsiktene for årene fremover

### Husholdningenes etterspørsel

Lav rente og forholdsvis høy reallønnsvekst har de siste par årene bidratt til sterk vekst i husholdningenes kjøpekraft, se figur 3.16. Med utsikter til bedring i arbeidsmarkedet og forholdsvis lav prisvekst gjennom prognoseperioden, vil trolig veksten i husholdningenes reelle lønnsinntekter forbli nokså høy i årene fremover. Husholdningenes gjeld har imidlertid økt sterkt i flere år, se figur 3.17. Gjelden som andel av disponibel inntekt er høy og stigende. En gradvis normalisering av rentenivået vil dempe veksten i disponible inntekter siden renteutgiftene vil øke. Samlet sett ventes husholdningenes disponible realinntekter å øke med om lag 2¼ prosent i gjennomsnitt per år i prognoseperioden.

Det private forbruket har økt betydelig de siste årene. Både målt i verdi og volum har konsumet som andel av BNP for Fastlands-Norge økt markert siden 1998, se figur 3.18. Boligformuen er husholdningenes viktigste formuesobjekt. Med stigende boligpriser har denne formuen økt. Også aksjeverdiene har steget markert. En gunstig formuesutvikling i husholdningssektoren kan ha bidratt til den høye konsumetterspørselen og vil trolig bidra også fremover. Med utsikter til noe høyere renter og en vesentlig økning i husholdningenes renteutgifter har vi imidlertid lagt til grunn at veksten i konsumet dempes fram mot 2009. Tilpasningen til lavere konsumvekst vil trolig skje gradvis, noe som innebærer at spareraten vil kunne falle noe de nærmeste årene, før den viser en viss utflatning mot slutten av prognoseperioden, se figur 3.19.

**Figur 3.14** KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – jun. 06<sup>2)</sup>

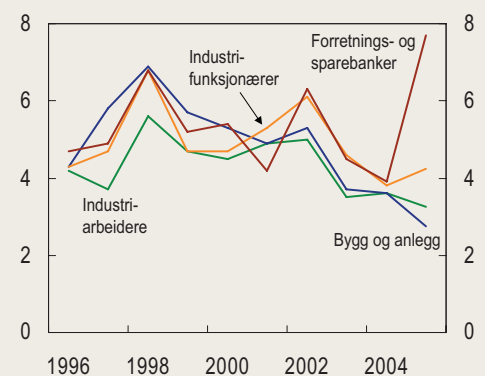


<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

<sup>2)</sup> Anslag for mar. 06 – jun. 06

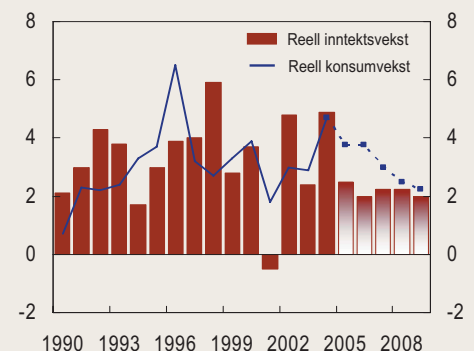
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.15** Årslønnsvekst. Prosent. Årstall. 1996 – 2005



Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene

**Figur 3.16** Reell vekst i husholdningenes disponible inntekter<sup>1)</sup> og konsum. Prosent. Årstall. 1990 – 2009<sup>2)</sup>



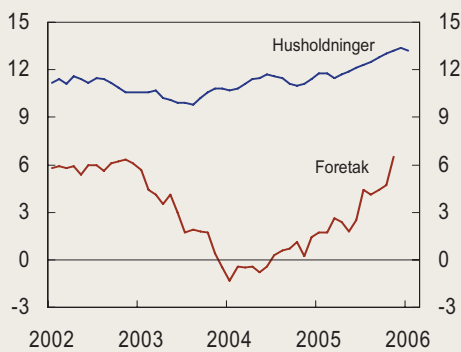
<sup>1)</sup> Korrigeret for anslåtte reinvesterte aksjeutbytter fra og med 2001

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Figur 3.17** Kreditt til husholdninger<sup>1)</sup> og foretak<sup>2)</sup>.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – jan. 06

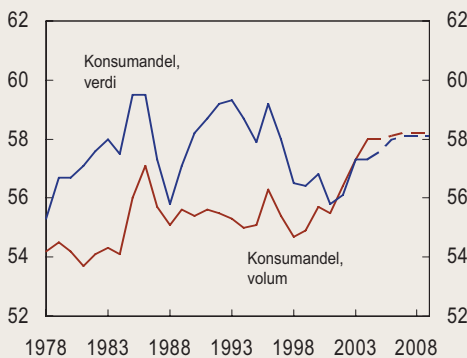


<sup>1)</sup> Kreditt fra innenlandske kilder (K2)

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

Kilde: Norges Bank

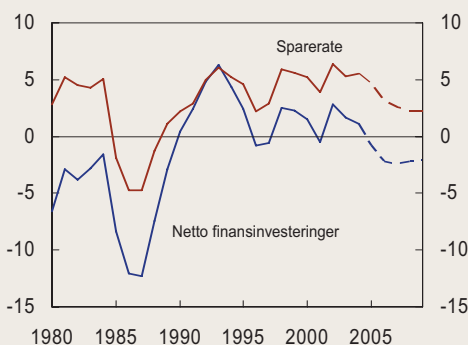
**Figur 3.18** Konsumet som andel av BNP Fastlands-Norge. Faste og løpende priser. Prosent. Årstall. 1978 – 2009<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.19** Husholdningenes sparerate og netto finansinvesteringer i prosent av disponibel inntekt.<sup>1)</sup> Årstall. 1980 – 2009<sup>2)</sup>



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

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det er stor usikkerhet knyttet til nivået på husholdningenes sparing. Ifølge Norges Banks finansmarkedsstatistikk er husholdningenes nettofinansinvesteringer lavere enn det som kommer til uttrykk i nasjonalregnskapet. Legger vi denne mer direkte målingen av nettofinansinvesteringene til grunn, blir spareraten i 2005 lavere. Spriket i statistikkene gir økt usikkerhet om hvordan husholdningene vil tilpasse seg et gradvis høyere rentenivå. Dersom sparingen i utgangspunktet er lavere, kan veksten i forbruket avta mer i årene fremover enn vi har lagt til grunn.

Boliginvesteringene vokste videre i 2005 fra det rekordhøye nivået i 2004. Igangsettingen av nye boliger er på et svært høyt nivå. Fra vårt regionale nettverk rapporteres det om høy aktivitet, men at det ventes noe lavere igangsetting fremover. Vi har lagt til grunn at boliginvesteringene vil vokse litt i år, for så å avta noe de neste årene.

En gradvis normalisering av rentenivået og økt tilbud av nye boliger ventes å bidra til lavere vekst i bruktboligprisene i årene fremover, jf figur 1.3. Veksten i husholdningenes gjeldsopptak anslås å avta gradvis gjennom prognoseperioden. Den sterke boligprisveksten vi har bak oss vil trolig bidra til at kredittveksten dempes forholdsvis sakte.

### Offentlig sektor

Handlingsregelen for budsjettpolitikken innebærer at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med forventet realavkastning av Statens pensjonsfond - Utland, som er anslått til 4 prosent. Retningslinjene for bruken av oljeinntekter tar utgangspunkt i en normal konjunktursituasjon. I en situasjon med høy aktivitet i økonomien, bør en holde tilbake i budsjettpolitikken i forhold til dette, mens det ved et konjunkturtilbakeslag kan være behov for noe større bruk av oljeinntekter.

I nysalderingen av budsjettet for 2005 ble det bevilget ekstra beløp som samlet sett økte det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet med om lag 1 milliard kroner i forhold til anslaget i Nasjonalbudsjettet 2006.

I statsbudsjettet for 2006 fra Regjeringen Stoltenberg II er det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslått til 4,6 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. Dette er det samme som i 2005, og det samme som i forslaget fra Regjeringen Bondevik II. Det vedtatte statsbudsjettet for 2006 innebærer en balansert budsjettendring i forhold til forslaget fra Bondevik II-regjeringen. Økte utgifter dekkes inn med økte skatter og avgifter tilsvarende 6,4 milliarder kroner. Dette innebærer også at signalene fra Soria Moria-erklæringen om å bringe det samlede skatte og avgiftsnivået tilbake til 2004-nivå følges opp. Det er lagt opp til at

hoveddelen av økningen gjennomføres i 2006. Vi legger til grunn at resten av skatte- og avgiftsøkningen, rundt 2 milliarder kroner, kommer i 2007.

Budsjettet for 2006 innebærer en underliggende verdivekst i utgiftene over statsbudsjettet på 4½ prosent i forhold til anslag på regnskap for 2005, se figur 3.20. Dette er en økning på ¾ prosentpoeng fra anslaget i Nasjonalbudsjettet. Økte overføringer til kommunene og barnehagene utgjør størsteparten av de nye utgiftsøkningene. Kommunenes frie inntekter øker med 5,7 milliarder kroner fra 2005. I statsbudsjettet er det ikke satt av vesentlige beløp til uforutsette utgifter utover avsetninger til lønnsoppgjøret.

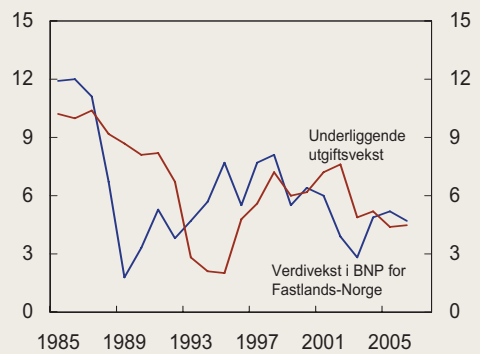
Det er utsikter til at Statens pensjonsfond - Utland vil vokse sterkt i årene som kommer. Med vår forutsetning for oljeprisutviklingen fremover (terminprisen) kan en mekanisk bruk av 4-prosentregelen innebære at bruken av petroleumsinntekter øker med vel 31 milliarder kroner fra 2006 til 2009, se figur 3.21. Dette er noe høyere enn anslagene i Regjeringens tillegg til statsbudsjettet for 2006. Forskjellen skyldes dels at fondskapitalen ved utgangen av 2005 var høyere enn Regjeringen anslo, dels at Regjeringen la til grunn en lavere oljepris fremover enn dagens terminpris. For 2007 legger vi til grunn om lag uendret strukturelt, oljekorrigert underskudd. Med våre anslag for utviklingen i Statens pensjonsfond - Utland innebærer en mekanisk bruk av handlingsregelen at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet kan øke med 14,4 milliarder 2006-kroner både i 2008 og 2009.

Med fortsatt god vekst i norsk økonomi vil det være i tråd med handlingsregelen om bruken av petroleumsinntekter i noen år ligge under den forventede realavkastningen av Statens pensjonsfond - Utland. I anslagene har vi lagt til grunn at finanspolitikken vil gi en viss stimulans til samlet etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009, men noe mindre enn en mekanisk bruk av handlingsregelen basert på vår oljeprisforutsetning skulle tilsi.

### Petroleumsinvesteringene

De siste årene har investeringene i petroleumssektoren økt sterkt, se figur 3.22. Vi anslår nå at det ble investert for om lag 88 milliarder kroner i 2005. Investeringsveksten har gitt betydelige impulser til fastlandsøkonomien de siste årene. De store utbyggingsprosjektene på Snøhvit utenfor Hammerfest og Ormen Lange på Aukra har bidratt mye til den høye veksten. Begge disse prosjektene omfatter større utbygginger også på land, noe som kan ha gitt sterkere impulser til næringslivet lokalt enn rene offshore-prosjekter. Investeringene knyttet til Snøhvit og Ormen Lange vil trolig avta fram mot ferdigstillingen i 2007.

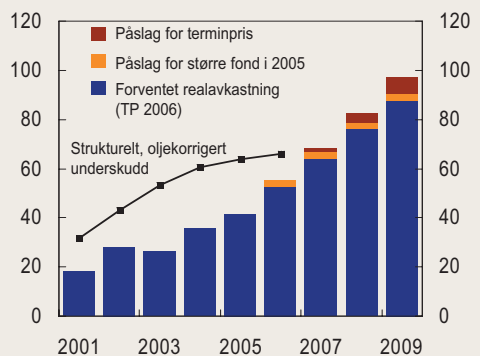
**Figur 3.20** Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Prosent. Årstall. 1985 – 2006<sup>1)</sup>



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

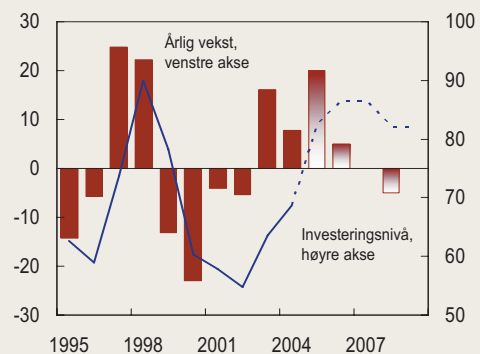
Kilder: Finansdepartementet (Tilleggsproposisjonen 2006) og Statistisk sentralbyrå

**Figur 3.21** Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond - Utland. Milliarder 2006-kroner. Årstall. 2001 – 2009



Kilder: Finansdepartementet (Tilleggsproposisjonen 2006) og Norges Bank

**Figur 3.22** Investeringer i olje- og gassutvinning inkl. rørtransport. Investeringsnivå i milliarder kroner (faste 2003-priser) og årlig vekst i prosent. 1995 – 2009<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den høye oljeprisen har ført til sterk økning i aktiviteten på den norske sokkelen. Mange prosjekter er satt i gang for å øke utvinningen fra felt som er i drift. Flere oljeselskaper har oppjustert de langsiktige oljeprisene som legges til grunn når de fatter beslutninger om å investere, men i forhold til prisene i terminmarkedet er de fortsatt moderate.

Antallet nye letebrønner var svært lavt i fjor, siden mye av riggekapasiteten ble benyttet til boring av nye produksjonsbrønner på felt i drift. På tross av forholdsvis liten leteaktivitet de siste årene, blir resultatene beskrevet som svært interessante av Oljedirektoratet. Investeringene ligger an til å øke ytterligere i inneværende år, delvis som følge av at en del prosjekter som var planlagt gjennomført i 2005 har blitt utsatt. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk viser at bedrifter innen oljeleverandørnæringen har hatt svært god vekst de siste årene. De venter også vekst i tiden fremover. Den sterke økningen i petroleumsinvesteringene kan føre til at prisveksten på investeringene blir noe høyere de nærmeste årene.

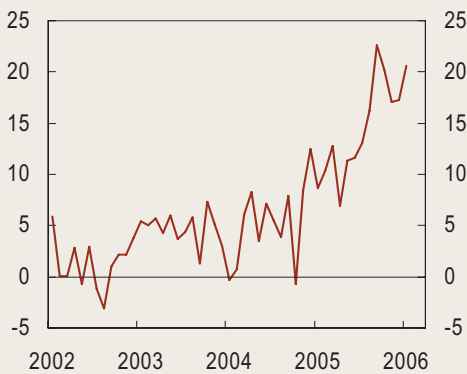
Utover i prognoseperioden blir utviklingen i oljeinvesteringene svært usikker. Vi legger til grunn at den samlede aktiviteten vil falle noe når Snøhvit og Ormen Lange blir ferdige, men antar at den høye oljeprisen vil bidra til å holde investeringene på et forholdsvis høyt nivå gjennom hele prognoseperioden.

### *Fastlandsbedriftenes investeringer*

Lettelser i pengepolitikken har bidratt til at bedriftenes lønnsomhet har bedret seg de siste årene. Foretakenes beholdning av likvide midler (M2) vokste med årssater rundt 20 prosent de siste månedene fram til januar i år, se figur 3.23. Undersøkelser fra TNS Gallup og Norges Banks regionale nettverk tyder på at bedriftene venter at lønnsomheten holder seg på et høyt nivå også i år. Solid inntjening og optimisme danner grunnlag for sterk vekst i bedriftenes investeringer.

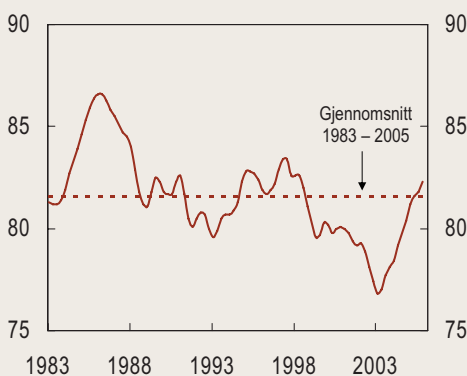
Industriproduksjonen økte med 2,5 prosent fra 2004 til 2005. Optimismen synes å være større enn på mange år. Norske industriledere melder om positive markedsutsikter også ved inngangen til 2006. Sterk vekst i oljeinvesteringene bidrar til høy etterspørsel etter investeringsvarer, og ordresituasjonen er svært god for skipsverft og leverandører til oljesektoren. Det er forventninger om økt sysselsetting i industrien. Kapasitetsutnyttningen er høyere enn det historiske gjennomsnittet, se figur 3.24. Dette gir grunn til å vente økte investeringer fremover. I SSBs investeringstelling for 2006 viser antatte investeringer innenfor kraftforsyning en sterk vekst i forhold til fjoråret. Store enkeltprosjekter bidrar mye til veksten, men også en rekke mindre utbygginger og oppgraderinger av eksisterende kraftverk ventes utført de nærmeste årene.

**Figur 3.23** Foretakenes likvide midler<sup>1)</sup>.  
Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – jan. 06



<sup>1)</sup> Ikke-finansielle foretaks beholdning av pengemengden (M2)  
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.24** Kapasitetsutnyttingsgrad i industrien.  
Trend. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 83 – 4. kv. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Markedet for næringsbygg bedret seg gjennom fjoråret. Lave langsiktige renter har gjort næringseiendom mer attraktivt som investeringsobjekt. Leieprisene for kontorlokaler har økt, særlig i sentrumsnære områder i byene. Andelen ledige kontorlokaler i Oslo, Asker og Bærum har falt, se figur 3.25. Både rehabilitering av eksisterende bygningsmasse og igangsetting av nye bygg ventes å øke fremover. Sammenliknet med året før, var det i 2005 en klar økning i igangsatte bygg innenfor eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting. Ordrebeholdningen for rehabilitering av andre bygg enn boliger har også økt markert. Samlet ventes investeringer i næringsbygg å bidra til sterk vekst i investeringene i tjenesteytende næringer de nærmeste årene.

### Handelen med utlandet

Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har bidratt til veksten i BNP gjennom hele denne konjunkturoppgangen. I starten var det særlig eksporten av innsatsvarer som aluminium og andre metaller som steg mye. Etter hvert har også etterspørselen etter investeringsvarer tatt seg opp. Internasjonalt er det nå behov for å utvide produksjonskapasiteten etter en periode der produksjonen har økt som følge av bedret utnytting av eksisterende kapital. Produksjonen av verkstedsprodukter og andre investeringsvarer er mer arbeidsintensiv enn produksjonen av innsatsvarer. Det er derfor først i det siste at sysselsettingen i eksportindustrien har tatt seg opp.

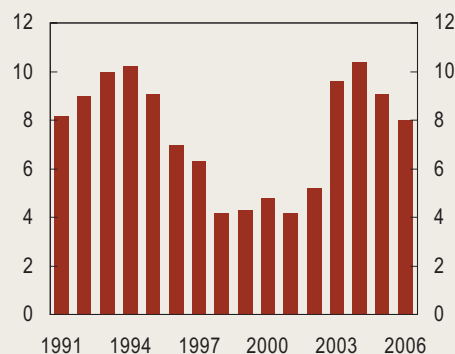
Siden andre halvdel av 1990-tallet har veksten i norsk eksport gjennomgående vært lavere enn veksten i verdenshandelen. Tegn til noe sterkere vekst i land vi handler mye med og svekkelsen av valutakursen de siste månedene, vil trolig gi forholdsvis høy eksportvekst de neste årene. I år og neste år legger vi til grunn at norsk eksport av industrivarer vokser i takt med verdenshandelen. Utover i prognoseperioden vil effekten av kurssvekkelsen bli mindre, og norske markedsandeler kan igjen bli redusert.

Prisene på norsk import har siden 1980-tallet steget mindre enn prisene på norskproduserte varer og tjenester, se figur 3.26. Dette har ført til at en stadig større andel av norsk etterspørsel har rettet seg mot importerte varer og tjenester. Denne utviklingen vil trolig fortsette fremover, men på kort sikt kan den svakere kronkursen gi noe høyere priser på importvarer i år og neste år. Importandelen blir derfor anslått å vokse litt mindre enn det historiske gjennomsnittet de to neste årene for så å ta seg opp igjen, se figur 3.27.

### Produksjon

Norsk økonomi er nå i en høykonjunktur. Flere av drivkreftene bak oppgangskonjunktoren de siste årene vil fortsette å bidra til sterk vekst i økonomien en tid fremover, se

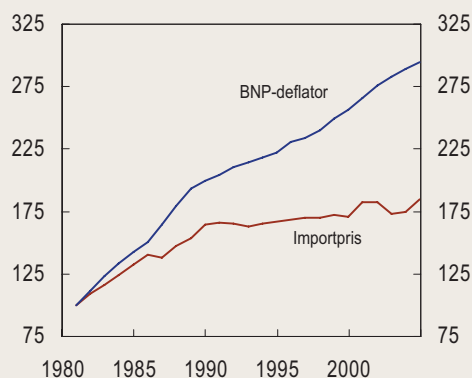
**Figur 3.25** Ledige kontorlokaler i Oslo, Asker og Bærum. Prosent av total eiendomsmasse. Årstall. 1991 – 2006<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Per februar

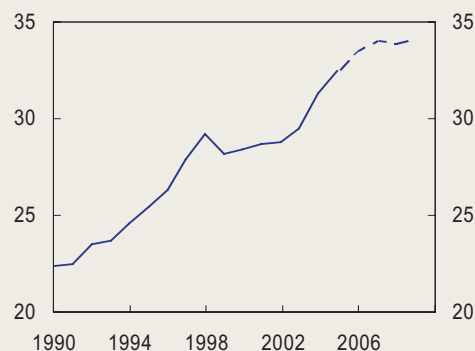
Kilde: Eiendomsspar AS

**Figur 3.26** Importpris i alt og BNP-deflator for Fastlands-Norge. Indeks, 1980 = 100. Årstall. 1980 – 2004



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.27** Importandel for Fastlands-Norge.<sup>1)</sup> Prosent. Årstall. 1990 – 2009<sup>2)</sup>



<sup>1)</sup> Import av tradisjonelle varer, reisetrafikk og andre tjenester

<sup>2)</sup> Anslag for 2005 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2005	2006	2007	2008	2009
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4	3¼	3	2½	2½
Privat konsum	3¼	3¼	3	2½	2¼
Offentlig konsum	1¼	2½	1¼	3	3
Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	8¼	6	4½	2¼	1¼
Oljeinvesteringer	20	5	0	-5	0
Tradisjonell eksport	5½	6	5	3¼	3½
Import	7¼	6	3¼	1¼	2¼
BNP, Fastlands-Norge	3¼	3½	2¼	2½	2¼
Produksjonsgap <sup>1)</sup> , F-Norge	0	1	1¼	1¼	1
Sysselsetting	¾	1¼	1	¾	½
AKU-ledighet <sup>2)</sup>	4,6	3¼	3¼	3¼	3¼
KPI-JAE <sup>3)</sup>	1,0	1¼	1¼	2¼	2½
Årslønn <sup>4)</sup>	3¼	4	4½	4¼	4¼

<sup>1)</sup> Prosentvis avvik mellom faktisk og anslått potensielt BNP F-Norge

<sup>2)</sup> Prosent av arbeidsstyrken

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

<sup>4)</sup> Basert på TBUs definisjoner og beregninger. Inkluderer kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon

Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

tabell 3.1. Renten er fortsatt lav. Etterspørselen rettet mot varehandelen og tjenesteproduksjonen ventes å holde seg høy. Veksten i internasjonal økonomi anslås å holde seg oppe. Det gir både høy etterspørsel etter våre tradisjonelle eksportvarer og høye priser. En noe svakere kronekurs trekker også i retning av høy vekst og god lønnsomhet i eksportsektoren. Oljeinvesteringene anslås å vokse litt mer i år enn anslått i forrige inflasjonsrapport, og det er utsikter til at høye oljeinvesteringer vil bidra til høy aktivitet i alle årene fram til 2009. Positiv stimulans fra finanspolitikken i 2008 og 2009 vil også bidra til at veksten holder seg oppe. Etter hvert vil økte renter imidlertid føre til at veksten i økonomien avtar noe. I de siste årene i prognoseperioden ventes veksten i BNP for Fastlands-Norge å være nær veksten i produksjonspotensialet.

## Arbeidsmarkedet

Økningen i arbeidstilbudet, målt i antall personer, bestemmes over tid av veksten i befolkningen, alderssammensetningen i befolkningen som er i arbeidsfør alder og utviklingen i antall uføretrygdede.

Ifølge Statistisk sentralbyrås befolkningsfremskrivninger øker befolkningen i arbeidsfør alder med 0,8-0,9 prosent årlig fra 2005 til 2009, se tabell 3.2. Antall uførepensjonister har økt forholdsvis sterkt siden 1990-tallet. I anslagene har vi lagt til grunn at veksten i antall uføretrygdede vil fortsette i om lag samme takt, og trekke ned veksten i arbeidsstyrken.

Yrkesdeltakelsen varierer mye mellom ulike aldersgrupper. Deltakelsen er høyest blant personer mellom 30 og 55 år. Etter 55 år faller den forholdsvis raskt. Utviklingen i arbeidstilbudet påvirkes av endringer i alderssammensetningen. I årene fremover vil en økende andel av befolkningen komme i de øvre aldersgruppene, se figur 3.28. Utviklingen vil komme gradvis.

Effekten fra alderssammensetningen vil delvis motvirkes av at yrkesfrekvensen erfaringsmessig øker noe når økonomien er i en høykonjunktur. Vi har lagt til grunn at dette vil bidra til å øke yrkesdeltakelsen med om lag ½ prosentpoeng i år, og noe mindre i de etterfølgende årene. Med disse forutsetningene vil arbeidsstyrken øke med om lag 1 prosent i år, før veksten avtar i årene etter. Arbeidstilbudet vil også påvirkes av eventuell vekst i importen av arbeidskraft.

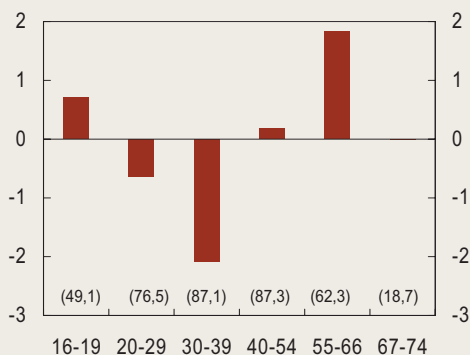
Sett i forhold til tidligere tok det i denne konjunkturoppgangen nokså lang tid før sysselsettingen økte vesentlig. Men ifølge AKU skjøt veksten fart gjennom 2. halvår i fjor. Siden juni har sysselsettingen i de månedlige AKU-tallene i snitt økt med vel 5 800 personer per måned. Det tilsvarer en årlig vekstrate på hele 3 prosent. En vesentlig del av dette skyldes at sysselsettingen økte uvanlig mye mot slut-

**Tabell 3.2** Vekst i befolkning og arbeidsstyrke

	2005	2006	2007	2008	2009
Vekst i befolkningen i alderen 16-77 år	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Bidrag fra demografisk endring i arbeidsstyrken	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Bidrag fra økning i antall uføretrygdede	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Bidrag fra konjunkturelle forhold	0,2	0,5	0,3	0,3	0
Vekst i arbeidsstyrken	¾	1	¾	¾	½

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.28** Befolknings sammensetningen. Andelsendringer for ulike aldersgrupper fra 2004 til 2009. Prosentpoeng. Yrkesfrekvenser i 2004 i parentes



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ten av fjoråret og inn i 2006. I anslagene fremover har vi veid den unormalt sterke veksten i det siste opp mot den store usikkerheten i AKU, og erfaringen med at tallene kan revideres betydelig i ettertid. Fra 2005 til 2006 anslår vi at sysselsettingen øker med 1¾ prosent. I årene etter venter vi at sysselsetningsveksten avtar som følge av at etterspørsel og produksjon vokser noe mindre.

Sykefraværet viser nå tegn til å øke litt igjen. Når sysselsettingen øker raskt, kan det være grunn til å vente en viss normalisering av overtidsbruken, som økte mye tidlig i oppgangskonjunkturen. Timeverkene kan derfor øke noe mindre enn personsysselsettingen i år.

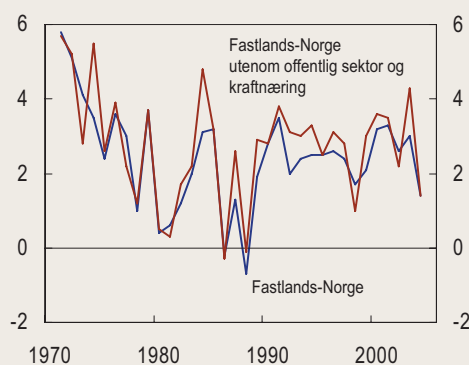
Med våre anslag for veksten i arbeidsstyrken og sysselsettingen vil arbeidsledigheten målt ved AKU avta fra 4½ prosent i 2005 til 3¾ prosent i år. Ledigheten ventes å holde seg rundt dette nivået i de etterfølgende årene. Anslagene for utviklingen i arbeidsstyrken, sysselsettingen og ledigheten i AKU baserer seg på definisjoner som er benyttet fram til 2006. Utviklingen i disse størrelsene fremover kan påvirkes av at Statistisk sentralbyrå gjennomfører enkelte endringer i definisjonene som ligger til grunn i arbeidskraftsundersøkelsen.

### Produktivitet

Siden 1990 har produktiviteten i Fastlands-Norge, målt som bruttoprodukt per timeverk, økt med 2,4 prosent per år i gjennomsnitt, se figur 3.29. Holdes offentlig sektor og kraftproduksjonen utenfor, har økningen vært på 2,9 prosent. I tidligere oppgangsperioder har vi sett at produktiviteten den første tiden øker noe sterkere enn den langsiktige veksttakten. Mange bedrifter holder på arbeidsstokken gjennom en nedgangsperiode og har ledige ressurser i starten av en oppgang. Etter hvert som oppgangen varer ved, brukes de eksisterende ressursene mer intensivt og det oppstår behov for å øke sysselsettingen og investere mer.

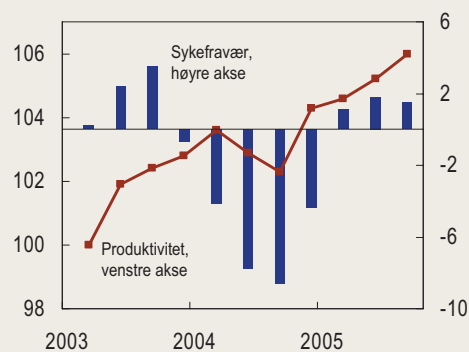
For hele oppgangskonjunkturen vi nå er inne i, ventes produktiviteten å vokse noe mindre enn gjennomsnittet siden 1990, se egen utdyping på side 47. Den forholdsvis lave veksten tidlig i oppgangen må trolig ses i sammenheng med at sykefraværet, målt ved tapte dagsverk, falt med om lag 2 prosentpoeng over en toårsperiode etter 2003. Det tilførte mange bedrifter ekstra arbeidskraft og kan ha dempet oppgangen i produktiviteten, se figur 3.30. Likevel bidro det økte tilbudet av arbeidskraft trolig til at veksten i potensiell produksjon ble noe høyere enn den trendmessige veksten i denne perioden. Potensiell produksjon anslås å ha blitt trukket opp med til sammen ¾ prosentpoeng over de to årene sykefraværet falt. Når sykefraværet nå øker noe igjen, ventes timeverkeveksten å bli noe mer avdempet og produktiviteitsveksten på nytt å ta seg noe opp. Over hele prognoseperioden anslår vi at produktiviteten for

**Figur 3.29** Produktivitet i Fastlands-Norge og Fastlands-Norge utenom offentlig sektor og kraftnæring. Årlig vekst i prosent. 1971 – 2004



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.30** Produktivitet. Indeks, 1. kv. 03 = 100. Sykefravær. Sesongjustert kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 03 – 3. kv. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fastlands-Norge vokser med om lag 2 prosent per år i gjennomsnitt. Det er litt lavere enn gjennomsnittet siden 1990-tallet. Det skyldes at det i anslagene er lagt til grunn en viss normalisering av produktivitsveksten i varehandelen som var svært høy gjennom store deler av 1990-tallet. I tillegg ventes sysselsettingsveksten fremover å bli noe høyere i offentlig sektor enn andre deler av økonomien hvor den målte produktivitsveksten har vært høyere.

### Lønnsveksten

Tilstrammingen som nå skjer i arbeidsmarkedet, vil trolig gi noe høyere reallønnsvekst i år enn i fjor. Årslønnsveksten anslås å øke fra vel 3¼ prosent i fjor til 4 prosent i år, se figur 3.31. Anslaget for i år inkluderer også kostnader knyttet til innføring av minimumsstandarder for tjenestepensjon. I årene etter anslås den nominelle lønnsveksten å ta seg noe opp både som følge av knapphet på arbeidskraft og tiltakende konsumprisvekst.

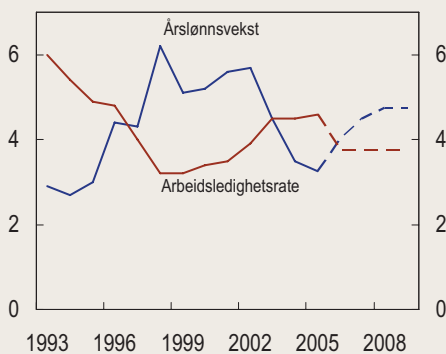
Det er usikkert hvilke virkninger økt arbeidsinnvandring vil ha på lønnsdannelsen i Norge. Bruken av utenlandsk arbeidskraft i Norge ser ut til å ha økt etter utvidelsen av EU og EØS 1. mai 2004, se omtale side 29. Dette kan ha dempet presstendensene og holdt kostnadsveksten nede i blant annet bygge- og anleggsbransjen hvor aktiviteten er høy.

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

Økt bruk av arbeidskraft fra de nye EU-landene dempet trolig presset på realressursene i Norge gjennom fjoråret. Samtidig er det innført allmenngjøring av tariffavtaler innen stadig flere områder. Større omfang av allmenngjøring av tariffavtaler bidrar til at utenlandske leverandører av tjenester mister mye av sitt konkurransefortrinn i forhold til norske virksomheter. Foreløpig viser imidlertid ikke tilveksten av utenlandske arbeidstakere tegn til å avta.

I ny arbeidsmiljølov, som trådte i kraft 1. januar 2006, er reglene for overtid gjeninnført slik de var før 2003. Dette er en innstramming i forhold til overtidsreglene de siste 3 årene. Det kan dempe ressurstilgangen til arbeidsmarkedet noe.

**Figur 3.31** Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. Årstall. 1993 – 2009<sup>2)</sup>



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

<sup>2)</sup> Anslag for 2006 – 2009

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

## Priser

Prisstigningen på norskproduserte varer og tjenester avtok noe mot slutten av 2005 og inn i 2006. Flere faktorer peker imidlertid i retning av tiltakende prisvekst. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker, og tilstrømmingen i arbeidsmarkedet vil kunne medføre høyere lønnsvekst de neste årene. Økningen i oljeprisen gir høyere kostnader på innsatsvarer for produsentene. På usikkert grunnlag har vi anslått at økningen i oljeprisen kan bidra til å øke veksten i konsumprisene med om lag ¼ prosentpoeng i år og neste år. Samlet sett anslås veksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester å stige gradvis fra 1,3 prosent<sup>3</sup> ved inngangen til 2006 til om lag 3½ prosent i 2009.

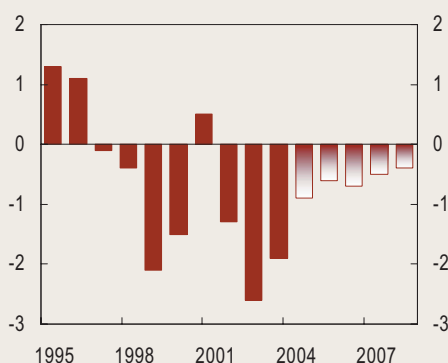
Prisimpulsene fra konsumvarer som importeres til Norge har vært negative i nesten alle årene siden midten av 1990-tallet. Dette skyldes liberalisering av handel og vridning av importen mot lavkostland. I anslagene har vi lagt til grunn at vridningen av importen vil være ved og virke dempende på prisveksten også i årene fremover. Økningen i prisene på olje og andre råvarer ventes å bidra til noe høyere vekst i produsent- og eksportprisene hos våre handelspartnere den nærmeste tiden. Det innebærer at de samlede prisimpulsene til importerte konsumvarer ventes å falle litt mindre i år enn i årene før, se figur 3.32.

Konsumprisene på varer som importeres og produseres i Norge påvirkes av utviklingen i kostnadene ved distribusjon og salg i Norge. Over flere år har forholdsvis høy produktivtetsvekst i varehandelen trolig bidratt til lav kostnadsvekst. Vi venter at noe høyere lønnsvekst og en litt lavere vekst i produktiviteten i denne næringen vil gi en gradvis høyere kostnadsvekst og bidra til å trekke prisveksten på konsumvarer opp gjennom prognoseperioden. Samlet anslås prisleddet på importerte konsumvarer gradvis å bli mer avdempet. Fra 2008 til 2009 anslås prisene på importerte konsumvarer å være om lag uendret, se figur 3.33.

Den samlede prisstigningen, målt ved KPI, tok seg opp fra 0,5 prosent i 2004 til 1,6 prosent i 2005, se figur 3.34. Elektrisitetsprisene i 2005 var lavere enn i 2004, men tok seg opp mot slutten av året. Så langt i år har elektrisitetsprisene forbrukerne står overfor økt ytterligere. Kraftig vekst i bensinprisene i fjor høst bidro til en rask oppgang i tolv månedersveksten i KPI. Terminprisene på olje kan indikere at bensinprisene ikke vil øke tilsvarende i år. Med en slik utvikling vil tolv månedersveksten i KPI avta en del i sommer og høst. For årene etter har vi lagt til grunn at KPI vokser på linje med veksten i KPI-JAE.

<sup>3</sup> Justert for redusert maksimalpris i barnehager fra januar 2006, kan prisveksten på norskproduserte varer og tjenester anslås til 1,6 prosent i februar.

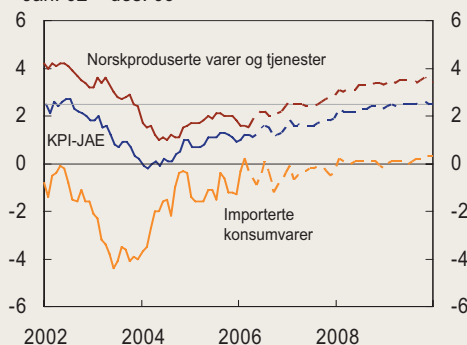
**Figur 3.32** Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta. Prosent. Årstall. 1995 – 2009<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005 – 2009

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.33** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 09<sup>3)</sup>



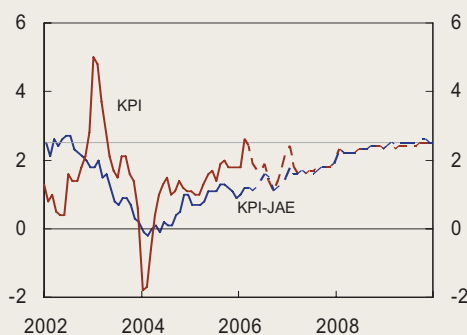
<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

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

<sup>3)</sup> Anslag for mar. 06 – des. 09

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.34** KPI og KPI-JAE<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – des. 09<sup>2)</sup>



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

<sup>2)</sup> Anslag for mar. 06 – des. 09

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



# Utdypinger

Valg av rentebane i prognosearbeidet

Prisutviklingen den siste tiden

Produktiviteten i Fastlands-Norge

Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA

Anslagene i Inflasjonsrapport 3/05 og 1/06

Etterprøving av anslagene for 2005

# Valg av rentebane i prognosearbeidet<sup>1</sup>

Norges Bank søker å oppnå en renteutvikling som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Tidligere var analysene i inflasjonsrapportene basert på en teknisk forutsetning om at renten utviklet seg i tråd med markedsforventningene. Siden Inflasjonsrapport 3/05 er rapportene basert på Norges Banks egen prognose for fremtidig rente.

Offentliggjøring av bankens egen renteprognose har blant annet som siktemål å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar. Norges Banks styringsrente er i utgangspunktet en svært kortsiktig rente, men kan påvirke økonomien gjennom markedsaktørenes forventninger til fremtidige renter.<sup>2</sup> I inflasjonsrapporten legger banken fram en samlet vurdering av nåsituasjonen i økonomien, utsiktene de neste årene og sannsynlige implikasjoner for rentesettingen fremover. Dersom sentralbanken ikke lykkes med å formidle utsiktene for pengepolitikken, kan konsekvensene bli større ustabilitet i både realøkonomiske størrelser så vel som i inflasjonen. Pengepolitikken er trolig mest effektiv når sentralbanken kommuniserer direkte om sine intensjoner i pengepolitikken fremfor å kommentere andres renteforventninger.

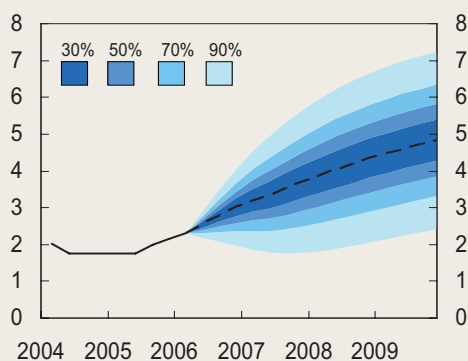
Tolkningen og etterprøvingen av prognosene blir dessuten vanskelig gjort hvis de er basert på en renteforutsetning som ikke samsvarer med den Norges Bank ser som mest realistisk. For at prognosene for inflasjon og produksjon skal kunne uttrykke bankens beste anslag, må også renteforutsetningen som ligger til grunn for prognosene være en som banken oppfatter som realistisk.

Overgangen fra å basere analysene på at renteutviklingen følger markedsforventningene til å utarbeide en egen renteprognose har vært glidende. Banken har ved tidligere anledninger uttrykt at renten bør utvikle seg forskjellig fra markedsforventningene og dermed forskjellig fra den renteforutsetningen som har ligget til grunn for prognosene. I Inflasjonsrapport 2/04 ble det for eksempel uttrykt at "det mest nærliggende nå synes å være at renten holdes uendret lenger enn det som i dag forventes i markedet". Det ble imidlertid ikke presist formidlet

hvilken renteutvikling banken tok sikte på. I de to første inflasjonsrapportene i 2005 ble fortsatt markedsrentene lagt til grunn, men med en betydelig skjønsmessig oppjustering i siste del av prognoseperioden. Det understreker at banken i lengre tid har vurdert rimeligheten av renteforutsetningen som har ligget til grunn for anslagene, men det var først fra Inflasjonsrapport 3/05 at intensjonene i pengepolitikken ble uttrykt eksplisitt gjennom en egen renteprognose.

Prognosene for renten og andre størrelser er basert på ufullstendig informasjon om nåsituasjonen og økonomiens virkemåte. Dersom økonomien utsettes for forstyrrelser, eller dersom sentralbanken endrer oppfatning av økonomiens virkemåte, kan utviklingen i renten og andre størrelser avvike fra prognosene. Det er derfor betydelig usikkerhet knyttet til prognosene. Figur 1 viser renteprognosen fra denne rapporten samt en usikkerhetsvifte rundt prognosen. Jo bredere viften er, desto mer usikker er prognosen. Usikkerheten er beregnet med utgangspunkt i forstyrrelser norsk økonomi ble utsatt for i perioden 1993-2005. Beregning av usikkerhetsvifter er basert på en rekke forutsetninger, og det er vanskelig å være presis på hvor stor usikkerheten i prognosene er. Usikkerhetsviften illustrerer imidlertid at banken legger betydelig vekt på at prognosen er usikker.<sup>3</sup>

**Figur 1** Foliorrente i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

I arbeidet med å lage prognoser for økonomiske størrelser bruker Norges Bank en bred tilnæringsmåte. Løpende statistikk og inntrykk fra Norges Banks regionale nettverk er viktig for å vurdere nåsituasjonen i økonomien. I prognosearbeidet bygges bro mellom den kortsiktige vurderingen og de langsiktige sammenhengene i økonomien. I denne prosessen bruker banken flere makroøkonomiske modeller; en kjernemodell og en rekke mindre modeller. De makroøkonomiske modellene gir en forenklet beskrivelse av økonomien og er kun et verktøy i prognosearbeidet. Prognosene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser i økonomien må oppfattes som et resultat av bankens beste skjønn. Det er ingen mekanisk sammenheng mellom de modellene banken bruker og prognosene.

Likevel er modellene et nyttig verktøy i prognosearbeidet. I prosessen med å komme fram til en retning for renten som etter bankens vurdering gir en rimelig avveining mellom de ulike hensynene pengepolitikken skal ta, er det behov for et analyse-skjema der renten og andre størrelser i økonomien gjensidig avhenger av hverandre, samtidig som aktørene i økonomien er fremoverskuende og reagerer på den forventede økonomiske utviklingen. Kjernemodellen har disse egenskapene.<sup>4</sup>

Modellens fremskrivninger må skjønnsjusteres. Som en retningslinje i arbeidet med å komme fram til prognosene har Norges Bank utarbeidet seks kriterier for en god rentebane, se egen utdyping i kapittel 1.<sup>5</sup> Kriteriene tar hensyn til at rentebanen skal gi en rimelig avveining mellom de ulike hensynene pengepolitikken skal ta. Kriteriene kan ikke gi en helt presis anvisning til hvordan renten bør settes, men peker på forhold som bør ha vært vurdert. I noen sammenhenger kan det være konflikt mellom de ulike kriteriene. Da er det særlig viktig å utøve skjønn i avveilingen.

<sup>1</sup> For en utdyping av argumentene under, se foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge den 27. januar 2006, "Prognoser, usikkerhet og valg av renteforutsetning i pengepolitikken", [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

<sup>2</sup> Michael Woodford, professor ved Columbia University, har uttrykt dette ved å si at pengepolitikk er "management of expectations"... "For not only do expectations about policy matter, but (...) very little else matters"... "[T]he current level of the overnight interest rates as such is of negligible importance for economic decision making", se Woodford, M. (2005): "Central-Bank communication and policy effectiveness", presentert på Sveriges Riksbanks konferanse: "Inflation targeting: implementation, communication and effectiveness": <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=15814>.

<sup>3</sup> Usikkerheten i prognosene drøftes nærmere i utdypninger i Inflasjonsrapport 3/05.

<sup>4</sup> Se Norges Bank Staff Memo 2004/3 "A small calibrated macro model to support inflation targeting at Norges Bank".

<sup>5</sup> Kriteriene for hva som er en god rentebane drøftes nærmere i Norges Bank Staff Memo 2005/5 "When does an interest rate path "look good"? Criteria for an appropriate future interest rate path – A practitioner's approach"

# Prisutviklingen den siste tiden

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser. I KPI-JAE holdes effekter av endringer i avgifter og energipriser utenfor og kan således være en indikator for det underliggende inflasjonspresset i økonomien. Andre prisindikatorer og prisveksten på varer og tjenester fra ulike sektorer kan også gi nyttig informasjon om inflasjonsutviklingen.

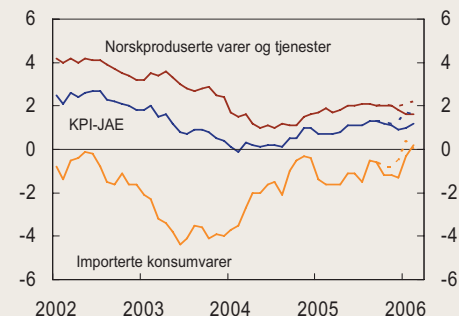
Konsumprisindeksen (KPI) økte med 2,6 prosent fra februar i fjor til februar i år, se figur 1. Prisveksten har vært lavere enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Det skyldes både lavere vekst i underliggende inflasjon og lavere vekst i energiprisene enn ventet. Tolv månedersveksten i KPI tiltok gjennom 2005, men flatet ut på et nivå under 2 prosent i siste halvdel av 2005. Den underliggende inflasjonen målt ved konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), avtok fra 1,3 prosent i september til 0,8 prosent i januar, men økte til 1,0 prosent i februar. Nedgangen i barnehagesatsene i januar i år trakk veksten i KPI-JAE ned med anslagsvis 0,2 prosentpoeng. Korrigert for dette var prisveksten 1,2 prosent i februar, se figur 2. Dette er 0,4 prosentpoeng lavere enn anslått i den forrige inflasjonsrapporten. Lavere prisvekst enn ventet skyldes i hovedsak at innenlandsk inflasjon har økt mindre enn lagt til grunn, se figur 2. Veksten i matvareprisene og prisene på en del tjenester falt overraskende mot slutten av 2005 og de første månedene av 2006. Imidlertid ser det ut til å være tiltakende

prisvekst på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor. Dette omfatter blant annet håndverkstjenester.

## Økte priser på importerte konsumvarer

I 2005 varierte tolv månedersveksten i prisene på importerte konsumvarer mellom -0,4 og -1,6 prosent. I februar 2006 var prisene på importerte konsumvarer 0,2 prosent høyere enn i samme måned året før. Dette var første gang på fire år at prisene på importerte konsumvarer viste positiv tolv månedersvekst. Prisøkningen avspeiler i stor grad at prisene på importerte konsumvarer i KPI-JAE falt ekstraordinært mye i januar 2005, men det kan også delvis reflektere at importprisene på konsumvarer økte med over 2 prosent i 4. kvartal i fjor, se figur 3.

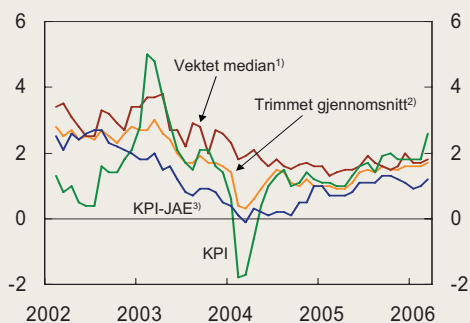
**Figur 2** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Historisk prisvekst og anslag IR 3/05 (stiplet). Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06



<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006  
<sup>2)</sup> Norges banks beregninger

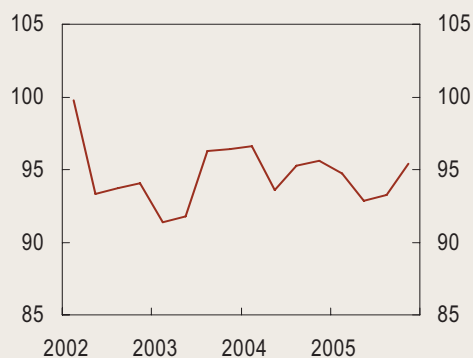
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1** KPI og indikatorer for underliggende prisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06



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

**Figur 3** Importpriser på konsumvarer fra utenrikshandelstatistikken. Indeks, 2000 = 100. Kvartalstall. 1. kv. 02 – 4. kv. 05

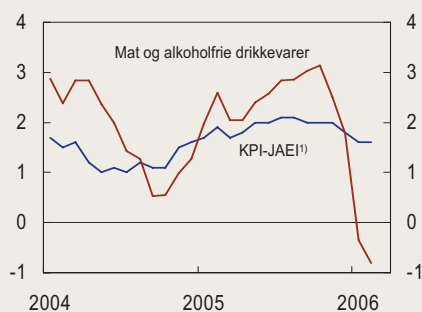


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Lavere prisvekst på matvarer

Prisene på matvarer og alkoholfrie drikkevarer falt med 0,8 prosent fra februar 2005 til februar 2006, ned fra en tolv månedersvekst i januar på -0,4 og 1,8 prosent i desember, se figur 4. Fra 1. januar 2006 økte momssatsen på matvarer fra 11 til 13 prosent. I Statistisk sentralbyrås beregninger av KPI-JAE forutsettes det at avgiftsøkningen umiddelbart veltes over i utsalgsprisene. I praksis skjer tilpasningen til nye satser trolig over noe tid. KPI-JAE kan derfor undervurdere prisveksten i de første månedene etter slike avgiftsøkninger.

**Figur 4** Priser på matvarer og alkoholfrie drikkevarer og innenlandsk prisvekst. Avgiftsjustert. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 04 – feb. 06



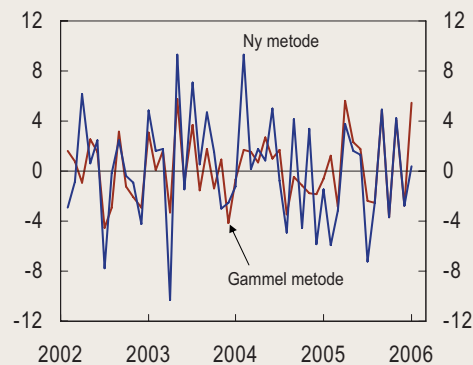
<sup>1)</sup> KPI-JAEI: Norges banks egne beregninger for innenlandsk prisvekst justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lavere prisvekst på matvarer kan også ha sammenheng med at SSB endret metoden for å måle prisveksten på matvarer i august i fjor. I den nye metoden endres vektene hver måned slik at endringer i etterspørselsmønsteret blir fanget opp den måneden det skjer. Dette vil slå særlig ut for matvaregrupper hvor priser og omsetning variere mye gjennom året som for eksempel frukt, se figur 5. Den nye målemetoden kan derfor føre til at indeksen svinger mer fra måned til måned enn tidligere. Dette vil påvirke sesongmønsteret i KPI, og skaper dermed økt usikkerhet rundt anslagene på månedsveksten. KPI vil nå i større grad enn før fange opp endringer i husholdningenes forbruksmønster for matvarer, og dette kan isolert sett trekke i retning av lavere målt prisvekst på matvarer over tid.

Ifølge kontakter fra vårt regionale nettverk er konkurransen hard mellom matvarekjedene, og prisene i de ulike kjedene er blitt mer like ved at kjedene med relativt sett høye priser har satt ned sine priser. Det rapporteres også om større grad av utkontraktering av innkjøpsfunksjonen. Dette gjør innkjøpene større og stadig mer basert på utenlandske produsenter.

**Figur 5** Prisvekst på frukt etter ny og gammel målemetode. Vekst fra måneden før. Prosent. Feb. 02 – jan. 06



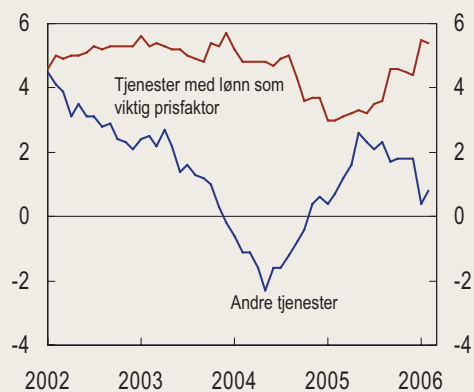
Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Store forskjeller i prisveksten på tjenester

Veksten i prisene på tjenester med lønn som dominerende faktor tiltok gjennom 2005, men flatet noe ut mot slutten av året. Imidlertid ser prisveksten i disse tjenestene nå ut til å ha tatt seg kraftig opp til tross for relativt lav lønnsvekst, se figur 6. Årsveksten i januar og februar var henholdsvis 5,5 og 5,4 prosent, opp fra en årsvekst i desember 2005 på 4,4 prosent. Tiltakende prisvekst på disse tjenestene kan være et resultat særlig sterk etterspørsel rettet mot noen sektorer, som for eksempel håndverkerbransjen.

Prisstigningen på tjenester utenom husleie og tjenester med andre dominerende kostnadsfaktorer enn lønn ("andre tjenester") økte markert fram til sommeren, men avtok i siste halvdel av 2005. Innføring av lavere makspris i barnehagene bidro til et markert fall i veksttaket i januar. Etter å ha

**Figur 6** KPI-JAE. Tjenestegrupper. Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 02 – feb. 06



Kilde: Statistisk sentralbyrå

økt noe fra januar var prisene i februar 0,8 prosent høyere enn i februar i fjor. Lavere prisutvikling på blant annet finansielle tjenester bidrar til å dempe prisveksten. Prisveksten på tjenester som bank og forsikring kan ha blitt dempet noe av økt priskonkurranse som følge av at internett gjør det lettere å sammenlikne priser på slike tjenester. Økt oppmerksomhet i media om å rangere og sammenlikne priser på finansielle tjenester trekker i samme retning. I tillegg har utenlandske banker bidratt til økt konkurranse i det norske bankmarkedet.

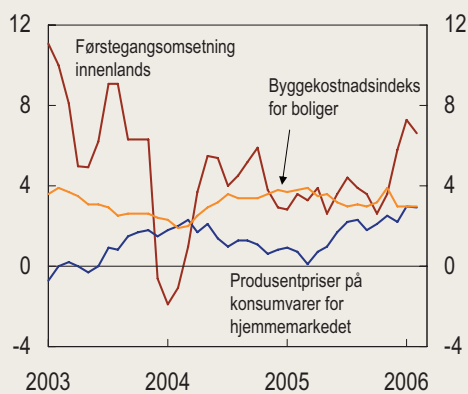
### Indikatorer for underliggende inflasjon

Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var 1,0 prosent i februar. Korrigeres det for rentens direkte virkning på husleiene og effektene av lavere makspris i barnehager blir tolvmånedersveksten i KPI-JAE ifølge våre beregninger på 1,3 prosent. Trimmet gjennomsnitt<sup>1</sup> og vektet median<sup>2</sup> er indikatorer som legger mindre vekt på de mest ekstreme prisendringene. De viste en tolvmånedersendring i februar på henholdsvis 1,7 og 1,8 prosent, se figur 1.

### Andre indikatorer for prisvekst

Både indeksene for førstegangsomsetning innenlands og produsentpriser har økt nokså markert det siste halve året, se figur 7. Produsentprisene på konsumvarer har økt fra en årsvekst på 0,1 prosent i mars 2005, til 2,9 prosent i februar 2006. Prisveksten på førstegangsomsetning har økt fra 3,3 prosent til 6,6 prosent i samme periode. Byggekostnadsindeksen tiltok markert i 2004, men veksten har senere flatet ut rundt 3 prosent.

**Figur 7** Andre indikatorer for prisvekst.  
Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 03 – feb. 06



Kilde: Statistisk sentralbyrå

### Økte energipriser i KPI

Den årlige konsumprisveksten inkludert avgifts- endringer og energivarer var 2,6 prosent i februar, og økte markert etter å ha vært stabil på 1,8 prosent de siste månedene. Energiprisene utviklet seg noe svakere enn ventet mot slutten av 2005. Imidlertid tok elektrisitetsprisene som forbrukerne står overfor tatt seg kraftig opp i februar, og var 24,4 prosent høyere enn i februar 2005.

Bensinprisene i KPI var i februar 12,4 prosent høyere enn i tilsvarende måned i fjor. Bensinprisene var uendret fra januar til februar, og vi venter kun små endringer i bensinprisene de neste månedene. Nivået er imidlertid høyt, og bensinprisene vil bidra til å trekke opp årsveksten i konsumprisene den nærmeste tiden.

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

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

# Produktiviteten i Fastlands-Norge

Tilgangen på arbeidskraft og hvor effektivt denne utnyttes i produksjonen er med på å bestemme utviklingen i potensiell produksjon, og dermed hvor raskt økonomien kan vokse over tid uten at pris- og kostnadsveksten tiltar. Arbeidskraftens effektivitet måles ofte som bruttoprodukt per timeverk, og omtales som arbeidskraftsproduktiviteten. Mange forhold påvirker produktiviteten. Både investeringer i realkapital og bedre arbeidsmetoder og organisering bidrar til å øke effektiviteten per arbeidstime.

Tallene for faktisk produktivitsvekst i Fastlands-Norge varierer mye. Trendveksten i produktiviteten gir et bedre bilde av den underliggende utviklingen. Den trendmessige veksten i produktiviteten kan imidlertid ikke observeres og må derfor anslås. I anslag for potensiell vekst fremover legger vi til grunn en årlig trendvekst i produktiviteten på om lag 2 prosent. I denne utdypingen drøftes dette anslaget.

Den historiske trendveksten i produktiviteten kan beregnes på ulike måter. En enkel metode er å benytte gjennomsnittet for en lengre periode som grunnlag for anslaget. Vi unngår da at anslaget blir påvirket av konjunkturelle forhold og midlertidige forstyrrelser. På den annen side kan en slik tilnærming miste viktig informasjon om eventuelle strukturelle endringer som påvirker den underliggende produktivitsveksten.

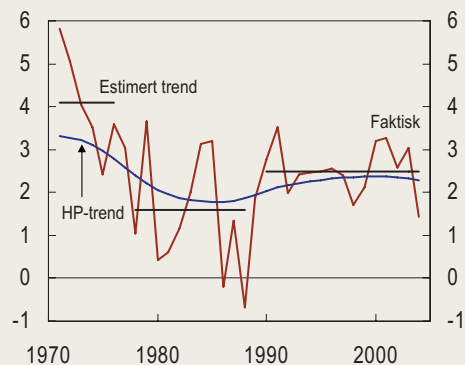
Andre metoder tillater endringer i trendveksten i produktiviteten. Hodrick-Prescott filteret dekompo-

nerer en tidsserie i en trendkomponent og en syklisk komponent. Ved å rense ut den sykliske komponenten får vi et uttrykk for den langsiktige tendensen i serien. Alternativt kan det testes for eventuelle skift i gjennomsnittet. En slik metode kan mer presist tidfeste eventuelle strukturelle brudd i trendproduktiviteten.

Disse to metodene indikerer tre ulike faser for produktivitsveksten siden 1970, se figur 1. På 1970-tallet var veksten i timeverksproduktiviteten høy, men fallende. Utviklingen i begynnelsen av 70-årene kan ses i sammenheng med fortsatt gjeninnhenting av USAs teknologiske forsprang. Ustabil økonomisk utvikling, blant annet som følge av oljeprissjokk, kan ha bidratt til lav og variabel vekst i produktiviteten mot slutten av 1970-tallet og på 1980-tallet. For eksempel ble mye energiintensivt produksjonsutstyr ulønnsomt. På 1990-tallet og fram til nedgangskonjunkturen etter årtusenskiftet var produktivitsveksten i Norge høy og stabil. Lav inflasjon i denne perioden kan ha bidratt til bedret ressursallokering, og dermed høyere produktivitsvekst. Siden 1990 har produktiviteten i Fastlands-Norge i gjennomsnitt økt med 2,4 prosent per år.

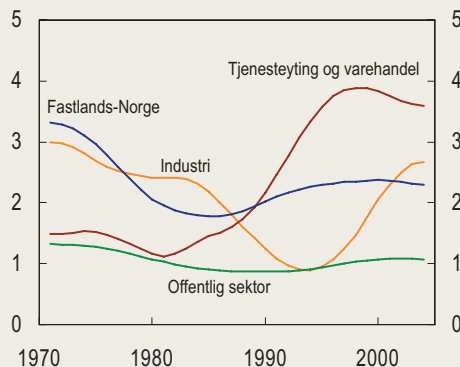
Produktivitsveksten innenfor tjenesteyting og varehandel var lav fram til midt på 1980-tallet, se figur 2. Etter dette har den tatt seg kraftig opp, og den holdt seg godt over gjennomsnittet for Fastlands-Norge på 1990-tallet. Strukturelle endringer som følge av samarbeid i kjeder og innføring av informasjons- og kommunikasjonsteknologi bidro til at

**Figur 1** Produktivitsvekst i Fastlands-Norge. Faktisk og trend. Prosent. Årstall. 1971 – 2004



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** Produktivitsvekst i Fastlands-Norge og fordelt på hovedsektorer. Trend. Prosent. Årstall. 1971 – 2004



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

produktiviteten i varehandelen i gjennomsnitt steg med 6,5 prosent per år fra 1992 til 2001. Økningen i produktiviteten tidlig på 1990-tallet reflekterer også effektivisering innenfor banksektoren i etterkant av bankkrisen.

Produktivitetsveksten i industrien har i de siste årene vært om lag som den var fra 1970 fram til midten av 1980-tallet. Utviklingen på 1990-tallet var svakere, hovedsaklig som følge av lav vekst i produktiviteten i enkelte deler av industrien som har vært beskyttet mot konkurranse. For eksempel ble produktivitetsveksten i denne perioden trukket ned som følge av lav vekst innen nærings- og nytelsesmiddelindustri. Med økende konkurranse har produktivitetsveksten i disse næringene tatt seg opp etter årtusenskiftet. Produktiviteten i offentlig sektor er svært vanskelig å måle. I nasjonalregnskapet er det lagt til grunn en produktivitetsvekst på om lag 1 prosent per år i denne sektoren.

Vårt anslag om en årlig trendvekst i produktiviteten for Fastlands-Norge på om lag 2 prosent er på linje med det historiske gjennomsnittet for perioden 1980-2003. Utviklingen i produktiviteten fra 1990 kan isolert sett trekke i retning av noe høyere trendvekst i produktiviteten for fastlandsøkonomien enn 2 prosent. På den annen side kan det være rimelig å legge til grunn at produktivitetsveksten i varehandel og tjenesteyting vil være noe lavere framover enn i perioden 1990-2003, som var preget av store strukturelle endringer og innføring av ny teknologi. Som figur 2 viser, er det nå en tendens til avtakende produktivitetsvekst i disse sektorene. I tillegg kan det være at de høye energiprisene vil trekke produktivitetsveksten noe ned fordi deler av realkapitalen blir økonomisk foreldet, slik vi så på slutten av 1970-tallet.



# Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA

Den amerikanske sentralbanken har siden juni 2004 hevet renten 14 ganger med til sammen 3½ prosentpoeng. Langsiktige amerikanske renter er i dag på samme nivå eller litt lavere enn de var våren 2004, og rentekurven i USA er nær invertert<sup>1</sup>. I denne utdypingen vil vi belyse hvordan rentekurven kan ha en form som historisk har indikert økt sannsynlighet for resesjon<sup>2</sup>, samtidig som utsiktene for amerikansk økonomi av de fleste vurderes som gode.

## *Invertert rentekurve – en pålitelig indikator?*

Figur 1 viser sammenhengen mellom termindifferansen (helningen på den amerikanske rentekurven) og resesjoner i amerikansk økonomi. En invertert rentekurve har

- predikert alle resesjoner siden 1960, inkludert den siste i 2000-2001
- blitt etterfulgt av resesjon etter fire til seks kvartaler
- kun gitt ett falskt signal; i 1967
- gitt bedre prediksjoner for veksten enn andre ledende indikatorer<sup>3</sup>

De vanligste økonomiske forklaringene på at en invertert rentekurve er et varsel om resesjon, tar utgangspunkt i at langsiktige renter gjenspeiler aktørenes forventninger til fremtidige kortsiktige renter. Svakere vekstutsikter gir forventninger om

lavere fremtidige kortsiktige renter, og rentekurven blir flatere. Indikatorens historiske prediksjonegenskaper er også knyttet til pengepolitikken. For å bekjempe sterk kostnads- og prisvekst har det vært ført en stram pengepolitikk forut for flere av resesjonene i amerikansk økonomi. Dette har bidratt til svakere vekstutsikter. Midlertidig høye kortsiktige renter kombinert med forventninger om fremtidige lettelse i pengepolitikken har da ført til en invertert rentekurve.

Den amerikanske sentralbanken og andre aktører har den senere tid kommentert den amerikanske termindifferansen. I mange av disse analysene pekes det på at sammenhengen mellom termindifferansen og vekst er endret de siste årene, og at indikatoren nå gir mindre pålitelige prognoser om vekstutviklingen enn tidligere.<sup>4</sup>

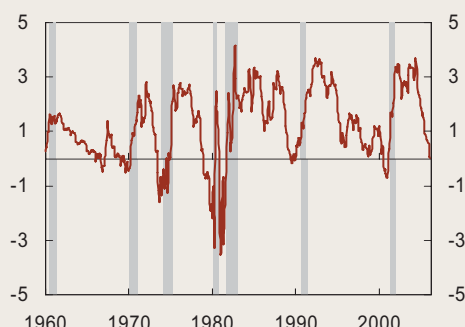
## *Flere indikatorer indikerer fortsatt høy vekst*

Aksjemarkedet og rentedifferansen mellom foretaks- og statsobligasjoner er to størrelser som har vært benyttet som ledende indikator for økonomisk vekst. Aksjemarkedet i USA har hatt en stigende trend siden begynnelsen av 2003, og utviklingen den siste tiden støtter i liten grad troen på resesjon i amerikansk økonomi. Rentedifferansen mellom obligasjoner med ulik kredittrisiko har falt de siste årene og viser ingen tegn til å øke. En økt rentedifferanse kunne ha vært en indikasjon på økt sannsynlighet for redusert vekst i USA.

## *Prognosemakerne er i hovedsak optimistiske*

Anslag fra prognosemakere antyder ingen tro på resesjon i amerikansk økonomi. I februarrapporten fra Consensus Forecasts er holdningen at veksten i USA vil holde seg relativt sterk fremover, selv om de som svarer i undersøkelsen, venter en noe lavere vekst i 2007 enn i 2006. Spredningen i vekstanslagene er liten, og ingen i undersøkelsen tror på markert lavere vekst de neste to årene. Dette synet deles av den amerikanske sentralbanken, som anslår at veksten blir rundt 3½ prosent i år og 3 - 3½ prosent i 2007.

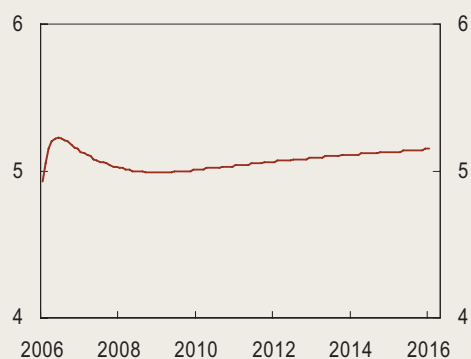
**Figur 1** Resesjoner i USA og differanse mellom 10-års og 3-måneders rente.<sup>1)</sup> Prosentpoeng. Månedstall. Jan. 60 – feb. 06



<sup>1)</sup> Skraverte områder indikerer resesjon i USA i henhold til NBERs definisjon

Kilder: Federal Reserve og National Bureau of Economic Research (NBER)

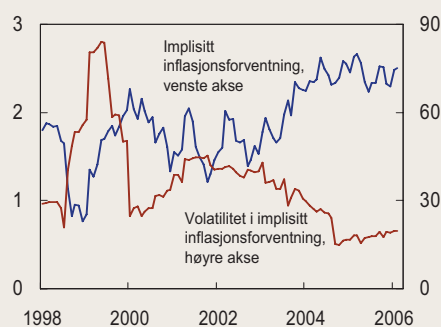
**Figur 2** Forventede fremtidige 3-måneders renter i USA.<sup>1)</sup> Prosent. Månedstall. Mar. 06 – mar. 16



<sup>1)</sup> Gjennomsnittlige terminrenter i perioden 27. feb. 06 – 10. mar. 06

Kilde: Norges Bank

**Figur 3** Implisitt inflasjonsforventning på 10-års sikt for USA og volatilitet<sup>1)</sup> i implisitt inflasjonsforventning. Prosent. Månedstall. Jan. 98 – feb. 06



<sup>1)</sup> Beregnet som 12 måneders standardavvik på månedlige prosentvise endringer omregnet til årlig basis.

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

I februarutgaven av Merrill Lynch Global Fund Manager Survey svarer bare 13 prosent av de spurte fondsforvalterne at det er svært sannsynlig eller noe sannsynlig med resesjon de neste 12 månedene. Andelen forvaltere som tror på dette, er noe høyere enn ved tidligere undersøkelser, men de er fortsatt i klart mindretall.

Mange analyser peker på at utviklingen i boligmarkedet og i energiprisene utgjør to risikofaktorer for veksten. Et markert fall i boligprisene vil kunne øke husholdningenes sparing og dermed redusere deres konsum. En økning i energiprisene vil også kunne slå ut i lavere konsum og dermed lavere vekst. Disse usikkerhetsfaktorene kan være en del av forklaringen på at rentekurven i USA er fallende fra ett til tre år, se figur 2.

### *Reduserte risikopremier*

En vanlig antakelse er at langsiktige renter kan ses på som summen av forventede fremtidige realrenter, inflasjon samt risikopremier som investorer vil kreve fordi fremtidig renteutvikling er usikker, blant annet på grunn av usikkerhet knyttet til inflasjons- og vekstutviklingen. Langsiktige renter er nå historisk sett svært lave.<sup>5</sup> De lave langsiktige rentene må trolig i stor grad ses i sammenheng med reduserte risikopremier. Betydelige bevegelser i risikopremier innebærer at endringer i langsiktige renter ikke kun gir uttrykk for endrede renteforventninger. I en slik situasjon vil ikke en invertert rentekurve nødvendigvis gi et signal om resesjon.

Økt globalisering og sentralbankenes vektlegging av lav og stabil inflasjon har gitt mer stabile langsiktige inflasjonsforventninger. Dette gjenspeiler at faktisk inflasjon er lavere og varierer mindre nå

enn på 1970 og 80-tallet. Markedsaktørene vurderer nå risikoen for en betydelig økning eller reduksjon i inflasjonen som forholdsvis liten, se figur 3.

Usikkerheten om fremtidig renteutvikling er trolig også redusert fordi konjunktursvingningene i amerikansk økonomi er blitt mindre. Dermed kan usikkerheten om realrenteutviklingen ha blitt redusert. Økt åpenhet fra den amerikanske sentralbanken om den pengepolitiske strategien har trolig også ført til redusert usikkerhet om den fremtidige renteutviklingen.

Disse forholdene, som alle har bidratt til å redusere aktørenes usikkerhet om fremtidig renteutvikling, har trolig redusert risikopremiene i rentemarkedet betydelig over en årrekke. Den markerte reduksjonen i langsiktige renter de siste årene kan imidlertid også skyldes andre forhold.

Et generelt høyt likviditetsoverskudd kan ha bidratt til at husholdninger og bedrifter har ønsket å redusere sine beholdninger av kontanter og kortsiktige bankinnskudd, og å øke sine plasseringer i aksjer, eiendom og langsiktige obligasjoner. Slike tilpasninger av porteføljer kan ha bidratt til oppgang i prisene på formuesobjekter som aksjer og eiendommer, og har trolig også påvirket obligasjonsprisene og de langsiktige rentene. Asiatiske sentralbanker har en periode vært betydelige kjøpere av amerikanske statsobligasjoner, og i det siste har også oljeeksporterende land etterspurt slike plasseringer. Pensjonsfond har likeledes vært kjøpere av langsiktige statsobligasjoner. Denne aktiviteten henger sammen med aktørenes behov for å redusere renterisikoen som oppstår dersom selskapenes forpliktelser og eiendeler har svært ulik løpetid. Utsikter til endringer i reguleringen av pensjonsfond har

også medvirket til å øke selskapenes behov for å investere i langsiktige obligasjoner. Ved slike tilpassninger av porteføljer, kan etterspørselen bli relativt lite priselastisk. Dette kan sammen med et begrenset tilbud av statsobligasjoner, ha bidratt til å holde langsiktige renter lave.

Lave langsiktige renter er hovedårsaken til den nå nær inverterte amerikanske rentekurven. Fallet i langsiktige renter må trolig i hovedsak henføres til reduserte risikopremier. Dette er en vesentlig forskjell fra tidligere perioder, der rentekurven var invertert på grunn av høye kortsiktige renter og hvor rentekurven i større grad reflekterte forventninger om redusert vekst og fall i de kortsiktige rentene. Konjunkturutsiktene i USA synes fortsatt å være relativt gode. Usikkerheten forbundet med utviklingen i boligmarkedet i USA og utviklingen i energiprisene er imidlertid trolig en del av forklaringen på at markedet ser for seg en noe lavere styringsrente i USA fra ett til tre år fram i tid.

<sup>1</sup> Rentekurven sies å være invertert når langsiktige renter, for eksempel en tiårig statsobligasjonsrente, er lavere enn kortsiktige renter, for eksempel renten på et tremåneders statssertifikat.

<sup>2</sup> Med resesjon mener vi her en betydelig nedgang i aktiviteten i flere deler av økonomien som varer lenger enn et par måneder. Dette er National Bureau of Economic Research (NBER) sin definisjon på resesjon.

<sup>3</sup> Rentekurvens prediksjonsegenskaper er dokumentert i "The Yield Curve as a Leading Indicator: Frequently Asked Questions", Arturo Estrella, New York FED, October 2005.

<sup>4</sup> Se blant annet "Remarks by Vice Chairman Roger W. Ferguson, Jr", Howard University Economics Forum, March 3, 2006 og brev fra Alan Greenspan til Joint Economic Committee, November 28, 2005.

<sup>5</sup> Se utdyping "Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?" i Inflasjonsrapport 1/2005 for en grundigere beskrivelse av faktorer som har bidratt til lave langsiktige renter.

# Anslagene i Inflasjonsrapport 3/05 og 1/06

I denne utdypingen analyseres endringene i anslagene fra den forrige inflasjonsrapporten. Endringene skyldes dels at utviklingen siden november i fjor er blitt noe annerledes enn vi anslo. Det har også kommet ny informasjon om drivkreftene som vil virke på økonomien i tiden fremover. Vi ser først på noen isolerte effekter av enkelte nyheter på renteprognozen. Deretter viser vi den samlede effekten på produksjonsgap og inflasjon når den nye renteprognozen legges til grunn. Til slutt sammenliknes Norges Banks anslag for 2006 med andre institusjoners anslag.

## Utviklingen den siste tiden

Ny informasjon tyder på at økonomien vokser litt sterkere enn vi anslo i Inflasjonsrapport 3/05. Rapporter fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at både veksten og kapasitetsutnyttningen i bedriftene er høyere enn tidligere. Utsiktene for tiden fremover regnes også som gode. Industriproduksjonen vokste sterkt i 4. kvartal i 2005. Tall fra Aetat har en stund vist at arbeidsledigheten faller. Også AKU-tallene fra Statistisk sentralbyrå viser nå klar nedgang i arbeidsledigheten og sterk vekst i sysselsettingen. Anslagene for investeringene i petroleumsnæringen er oppjustert noe for prognoseperioden sett under ett.

Omfanget av ledige ressurser i økonomien kan ha vært noe større enn vi tidligere har lagt til grunn. Endelige nasjonalregnskapstall for 2003 viser at bruken av arbeidskraft avtok mer i den siste ned-

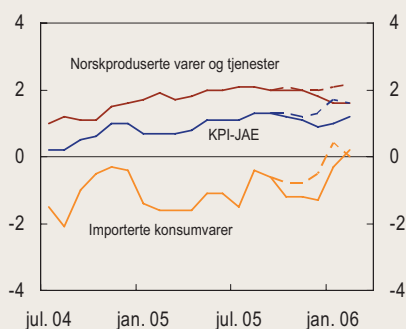
gangskonjunkturen enn de foreløpige tallene tydet på. Det taler for at kapasitetsutnyttningen var noe lavere da oppgangen begynte enn tidligere antatt. I forhold til forrige inflasjonsrapport er nivået på produksjonsgapet derfor litt nedjustert for 2005, men veksttakten mot slutten av året anslås samtidig høyere.

Anslaget på den økonomiske veksten hos Norges handelspartnere er justert litt opp siden forrige inflasjonsrapport. Sammen med en noe svakere kronkurs, bidrar dette til fortsatt gode utsikter for norsk eksport.

Veksten i konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) har vært lavere den siste tiden enn vi anslo i Inflasjonsrapport 3/05, se figur 1. I andre halvdel av 2005 varierte tolv månedersveksten i KPI-JAE mellom 1 og 1½ prosent, før den overraskende falt i desember og januar. I februar økte inflasjonen noe igjen, men var likevel lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Også i forhold til en enkel tidsseriemodell har inflasjonen utviklet seg svakere, se figur 2. Korrigeres KPI-JAE for reduksjonen i barnehageprisene fra nyttår og for den beregnede direkte virkningen av nedgangen i renten på husleiene kan prisveksten anslås til 1,3 prosent i februar.

Holdes virkningen av reduserte barnehagepriser utenfor, anslås veksten i KPI-JAE å bli i overkant av 1 prosent i 1. og 2. kvartal i år. Dette er lavere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport.

**Figur 1** KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer<sup>2)</sup>. Faktisk prisvekst og anslag fra IR 3/05. Tolv månedersvekst. Prosent. Jul. 04 – feb. 06

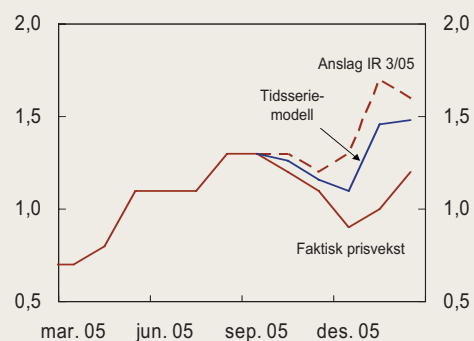


<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Det er i tillegg justert for beregnet virkning av reduserte maksimalpriser i barnehager fra januar 2006

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** KPI-JAE. Anslag i Inflasjonsrapport 3/05, anslag fra tidsseriemodell og faktisk prisutvikling.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Mar. 05 – feb. 06



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Effektene på rentebanen

Figur 3 viser renteprognosen fra Inflasjonsrapport 3/05 samt en usikkerhetsvifte rundt prognosen. Ved hjelp av Norges Banks modellapparat kan vi illustrere de isolerte effektene på renten av de ulike nyhetene vi har fått siden forrige inflasjonsrapport.

Lavere prisstigning enn ventet trekker i retning av en rentebane som ligger under rentebanen fra forrige inflasjonsrapport. Renteeffekten er illustrert i figur 3.

På den annen side tilsier høyere vekst enn tidligere anslått i norsk og internasjonal økonomi isolert sett en noe strammere pengepolitikk enn hva vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. Dette er illustrert i figur 4.

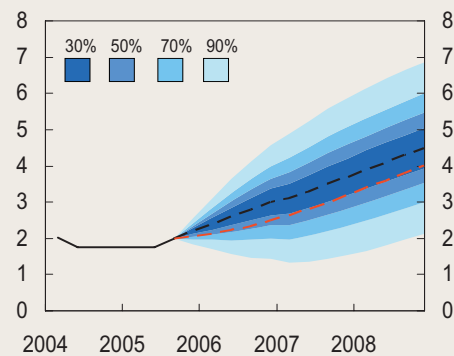
I tillegg er kronekursen svakere enn vi la til grunn i Inflasjonsrapport 3/05. Dette kan isolert sett gi rom for en høyere rentebane enn i forrige inflasjonsrapport.

Vårt modellapparat gir en forenklet beskrivelse av økonomien og er kun et verktøy i prognosearbeidet. Prognosene for renten og andre størrelser i økonomien må oppfattes som et resultat av bankens beste skjønn.

## Endringer i anslagene fremover

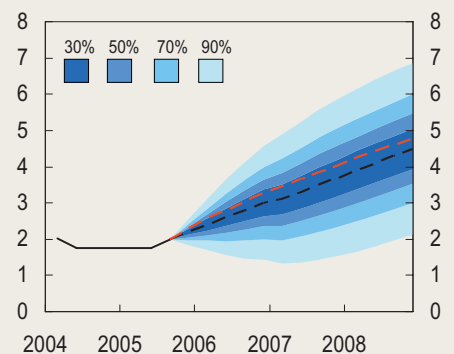
Samlet tilsier ny informasjon et forløp for renten som er nær den utviklingen vi la til grunn i Inflasjonsrapport 3/05. Anslagene i denne rapporten bygger på at renten følger en utvikling som etter hovedstyrets vurdering gir en rimelig avveining av de hensyn Norges Bank skal legge vekt på i rentesettingen. I referansebanen øker renten gradvis – i små og ikke hyppige skritt – opp mot et mer normalt nivå, se figur 5. Denne utviklingen er nærmere omtalt i kapittel 1. Utenlandske renter forutsettes å følge terminrentene det neste året, for deretter å øke

**Figur 3** Foliorente i referansebanen i IR 3/05 med usikkerhetsvifte og rentebane som følger av ny informasjon om KPI-JAE (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

**Figur 4** Foliorente i referansebanen i IR 3/05 med usikkerhetsvifte og rentebane som følger av ny informasjon om produksjonsveksten hjemme og ute (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

noe raskere. Dette gir noe høyere rente ute enn vi la til grunn sist. Utviklingen i valutakursen er vanskelig å anslå. Uventede utslag i løpende statistikk kan ha gjort plassering i norske kroner mer usikre og bidratt til å svekke kronekursen de siste månedene.

**Tabell 1** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Inflasjonsrapport 1/06. Endring fra anslag i Inflasjonsrapport 3/05 i parentes.

	2005	2006	2007	2008	2009
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4 (¼)	3¾ (0)	2¾ (¼)	2½ (¼)	2½
BNP Fastlands-Norge	3¾ (0)	3½ (¼)	2¾ (¼)	2½ (¼)	2¼
Sysselsetting	¾ (0)	1¾ (¼)	1 (0)	¾ (0)	½
AKU-ledighet (rate)	4,6	3¾ (-¼)	3¾ (-¼)	3¾ (-¼)	3¾
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1,0	1¼ (-½)	1¼ (-¼)	2¼ (-¼)	2½
KPI	1,6	1¼ (-¼)	1¼ (-¼)	2¼ (-¼)	2½
Årslønn	3¾ (-¼)	4 (-¼)	4½ (0)	4¾ (¼)	4¾

1) Justert for at redusert makspris i barnehager reduserer veksten i KPI-JAE med anslagsvis 0,2 prosentpoeng i 2006

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Forløpet for renten hjemme og ute kan være forenlig med at kronkursen holder seg om lag uendret, se figur 6.

I denne inflasjonsrapporten anslår vi litt høyere vekst i BNP for Fastlands-Norge fremover enn vi gjorde i den forrige. Dette gir et noe høyere produksjonsgap, se figur 7. I 2008 ventes produksjonsgapet å være om lag ½ prosentpoeng høyere enn vi anslo sist. Inflasjonen målt ved KPI-JAE anslås derimot å bli noe lavere de nærmeste par årene, se figur 8.

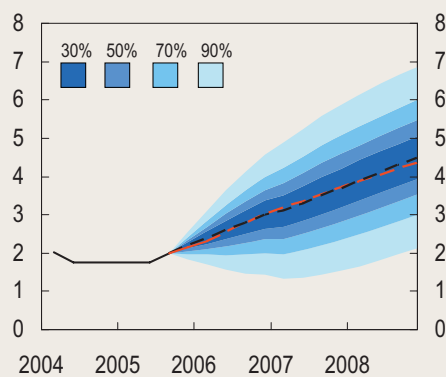
Vi venter nå at arbeidsmarkedet blir noe strammere i årene fremover enn vi gjorde i forrige inflasjonsrapport. Det skyldes både at den registrerte arbeidsledigheten nå er lavere enn vi tidligere har anslått, og at økonomien ventes å vokse noe sterkere i årene fremover. AKU-ledigheten holdt seg lenge høyere enn anslått, men faller nå forholdsvis raskt.

Anslagene for arbeidsledigheten er justert ned fra og med 2006. På bakgrunn av lavere arbeidsledighet anslår vi at veksten i reallønningene blir noe høyere i årene fremover enn vi så for oss i forrige rapport.

Det er ikke gjort store endringer i anslagene for de ulike etterspørselskomponentene. Noe høyere vekst internasjonalt og svakere kronkurs bidrar til at anslagene for eksportveksten er justert opp. Høyere reallønnsvekst bidrar til at veksten i det private forbruket holder seg oppe lenger enn vi anslo sist.

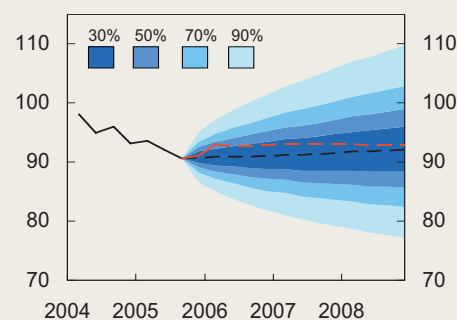
Anslaget for inflasjonen målt ved KPI-JAE er justert ned. Endringen i inflasjonsanslaget er størst for inneværende år. Hovedgrunnen er at prisveksten ved inngangen til 2006 var lavere enn vi anslo i forrige rapport. Avstanden til inflasjonsmålet er større enn vi ventet i fjor høst. For årene 2007 og 2008 er endringene i anslagene mindre. Høyere kapa-

**Figur 5** Foliorente i referansebanen i IR 3/05 med usikkerhetsvifte og foliorente i referansebanen i IR 1/06 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



Kilde: Norges Bank

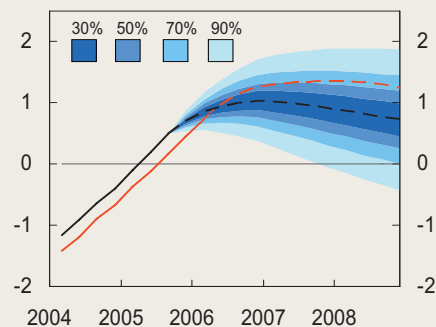
**Figur 6** Importveid valutakurs (I-44)<sup>1)</sup> i referansebanen i IR 3/05 med usikkerhetsvifte og I-44 i referansebanen i IR 1/06 (rød linje). Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



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

Kilde: Norges Bank

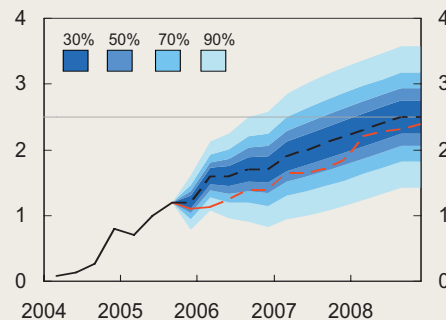
**Figur 7** Anslag på produksjonsgapet i referansebanen<sup>1)</sup> i IR 3/05 med usikkerhetsvifte og produksjonsgapet i referansebanen i IR 1/06 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



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

Kilde: Norges Bank

**Figur 8** Anslag på KPI-JAE<sup>1)</sup> i referansebanen i IR 3/05 med usikkerhetsvifte og KPI-JAE i referansebanen i IR 1/06 (rød linje). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 04 – 4. kv. 08



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sitetsutnyttning og reallønnsvekst og noe svakere kronekurs bidrar til at prisveksten i denne rapporten etter hvert øker noe raskere enn vi anslo i november. Som i den forrige inflasjonsrapporten anslår vi at den gradvise økningen i renten etter hvert vil bringe kapasitetsutnyttningen ned slik at inflasjonen stabiliseres nær inflasjonsmålet.

### Andre institusjoners anslag

Norges Banks anslag på den økonomiske veksten i 2006 er høyere enn anslagene fra Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og gjennomsnittet i Consensus Forecasts, se figur 9. I denne rapporten anslås veksten i Fastlands-Norge til 3½ prosent i år. Dette er ¼ prosentpoeng høyere enn i forrige Inflasjonsrapport. Siden november har Statistisk sentralbyrå oppjustert sitt anslag på veksten i 2006 med 0,2 prosentpoeng til 2,4 prosent. Statistisk sentralbyrå legger til grunn om lag samme vekst i etter spørnelsen fra Fastlands-Norge som Norges Bank. Men de anslår svakere utvikling i eksporten og noe sterkere vekst i importen.

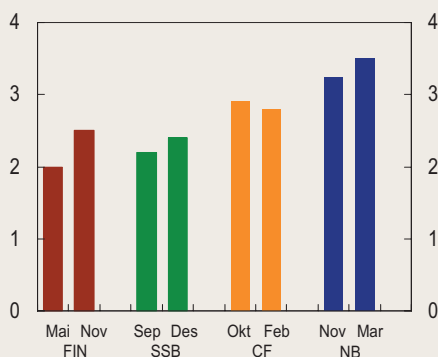
Gjennomsnittsanslaget fra Consensus Forecasts har endret seg svært lite siden begynnelsen av november. Deltakerne i denne undersøkelsen venter i gjennomsnitt fortsatt at veksten i Fastlands-Norge blir i underkant av 3 prosent i år. I Tilleggsproposisjonen for 2006 fra november i fjor anslo Finansdepartementet en vekst på 2,5 prosent i år.

I denne inflasjonsrapporten har Norges Bank nedjustert anslaget på veksten i KPI-JAE i år fra 1¾ til 1¼ prosent når det justeres for virkningen av

reduserte maksimalpriser i barnehagene fra 2006. Nedjusteringen fra forrige inflasjonsrapport skyldes i stor grad lav prisvekst de første månedene av 2006. Justeringen for reduserte maksimalpriser i barnehagene trekker isolert sett anslaget for KPI-JAE opp med 0,2 prosentpoeng i 2006. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene anslo i slutten av februar veksten i KPI-JAE til 1,3 prosent i år. Verken Finansdepartementet eller Statistisk sentralbyrå har publisert anslag hittil i år. De har derfor ikke hatt mulighet til å ta hensyn til den lave prisveksten i sine anslag. Finansdepartementet anslo i november en vekst i KPI-JAE på 1,5 prosent i 2006. I desember oppjusterte Statistisk sentralbyrå sine prognoser for veksten i KPI-JAE til 1,7 prosent. Consensus Forecasts samler ikke inn anslag på KPI-JAE.

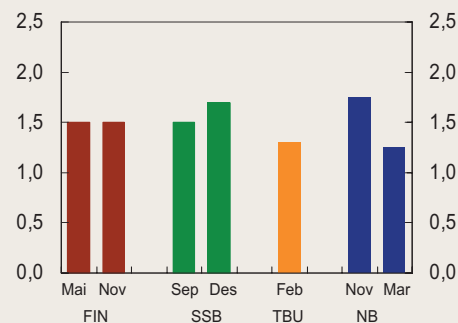
Finansdepartementets anslag er fra 6. mai og 10. november 2005. Statistisk sentralbyrå offentliggjorde sine anslag 15. september og 15. desember i fjor. Consensus Forecasts samlet inn sine tall 10. oktober 2005 og 13. februar 2006. Ettersom institusjonene publiserer anslag på forskjellige tidspunkter, vil informasjonen som ligger til grunn for anslagene være ulik.

**Figur 9** BNP Fastlands-Norge. De to siste publiserte anslagene for 2006. Prosentvis vekst



Kilder: Revidert Nasjonalbudsjett 2005, Tilleggsproposisjonen 2006, Økonomiske Analyser 4/05 og 6/05, Inflasjonsrapport 3/05 og 1/06, Consensus Forecasts oktober 2005 og februar 2006

**Figur 10** KPI-JAE<sup>1)</sup>. De to siste publiserte anslagene for 2006. Prosentvis vekst



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

Kilder: Revidert Nasjonalbudsjett 2005, Tilleggsproposisjonen 2006, Økonomiske Analyser 4/05, og 6/05. Om grunnlaget for inntektsoppgjørene 2006, Inflasjonsrapport 3/05 og 1/06

# Etterprøving av anslagene for 2005<sup>1</sup>

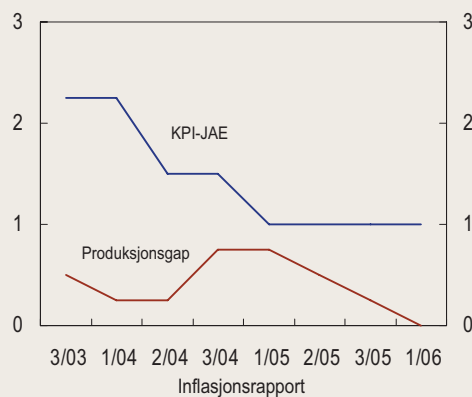
Konsumprisene justert for avgifter og uten energi-varer (KPI-JAE) økte med 1,0 prosent i 2005. Det var vesentlig lavere enn Norges Bank anslo i begynnelsen av 2004. En av årsakene er at kronkursen utviklet seg sterkere gjennom 2004 og 2005 enn vi la til grunn. Videre ble lønnsveksten lavere enn anslått. Etter at prisene på importerte konsumvarer falt overraskende mye i begynnelsen av 2005, har anslagene gitt gjennom 2005 truffet den faktiske prisutviklingen ganske godt, se tabell 1. Mot slutten av året avtok imidlertid prisveksten uventet.

## Produksjonsgapet litt lavere enn tidligere anslått

Produksjonsgapet, slik Norges Bank beregner det, ble trolig litt lavere i 2005 enn tidligere anslått, se figur 1. Dette skyldes særlig at nivået på produksjonsgapet i 2003 og 2004 i ettertid synes å være noe mer negativt enn vi tidligere la til grunn.

Reviderte nasjonalregnskapstall viser at bruken av arbeidskraft avtok noe mer i den siste nedgangskonjunktoren enn de foreløpige tallene tydet på. Andre indikatorer peker også i retning av mer ledig kapasitet. Innenlandsk prisvekst har vært lav, og det har tatt lenger tid enn ventet før veksten i sysselsettingen tok seg opp. Gjennom 2004 falt sykefraværet betydelig. Dette ga en økning i tilgjengelige timeverk. Sammen med økt arbeidsinnvandring fra de nye EU-landene kan fallet i sykefraværet ha bidratt til høyere potensiell vekst enn normalt de to siste årene.

Figur 1 Anslag på veksten i KPI-JAE og nivået på produksjonsgapet for 2005 fra IR 3/03 til IR 1/06. Prosent



Kilde: Norges Bank

Nedjusteringene av produksjonsgapet bakover i tid er i noen grad blitt motvirket av at veksten i økonomien i 2005 nå ser ut til å bli litt høyere enn anslått i begynnelsen av 2004. Det er flere årsaker til dette:

- Til og med Inflasjonsrapport 2/05 la Norges Bank markedets terminrente til grunn for anslagene. I 2005 ble renten litt lavere enn terminrentene tydet på i begynnelsen av 2004. Lavere rente enn forutsatt har bidratt til at den økonomiske veksten ble høyere.
- Den sterke oppgangen i oljeprisene har bidratt til at veksten i petroleumsinvesteringene ble klart sterkere enn tidligere forutsatt. Investeringene har gitt betydelige impulser til aktiviteten i Fastlands-Norge.
- Samlet sett er veksten hos Norges handelspartnere blitt om lag som tidligere anslått. Økt industrialisering i fremvoksende økonomier har

Tabell 1 Sentrale forutsetninger og anslag på noen makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi i 2005. Prosentvis endring fra året før der ikke annet er oppgitt

	IR 3/03	IR 1/04	IR 2/04	IR 3/04	IR 1/05	IR 2/05	IR 3/05	IR 1/06
Rente <sup>1)</sup> (nivå, prosent)	4,2	2,6	3,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2
Valutakurs (nivå, I-44)	96,1	99,0	95,2	93,3	93,3	92	91,8	91,9
BNP. Handelspartnere	2¾	2½	2½	2½	2¼	2	2¼	2,4
Internasjonale prisimpulser	¾	-½	-¼	¼	-¾	-1½	-1	-0,9
Oljepris (Brent Blend, USD per fat)	23,4	28,9	33,1	46,0	50,6	54,3	55,0	54,5
BNP Fastlands-Norge	2¾	3¼	3	3½	4	3¾	3¾	3¾
Arbeidsledighet (AKU, nivå)	4½	4¼	4	4	4	4¼	4½	4,6
Årslønn	4¾	4¾	4½	4½	4	3½	3½	3½
KPI	2	2¼	1¾	2¼	1¼	1¼	1½	1,6
KPI-JAE	2¼	2¼	1½	1½	1	1	1	1,0
Produksjonsgap (nivå)	½	¼	¼	¾	¾	½	¼	0

<sup>1)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente

Kilde: Norges Bank

<sup>1</sup> Utdypingen er basert på artikkelen "Etterprøving av Norges Banks anslag for 2005" i Penger og Kreditt 1/06.



ført til prisøkninger på råvarer, og økt handel har bidratt til høye rater for skipsfrakt. På tross av styrkingen av kronekursen har veksten i eksporten vært god.

I tråd med tidligere anslag økte kapasitetsutnyttningen i løpet av 2005. Økonomien kom trolig inn i en høykonjunktur i løpet av andre halvår. Norges Banks anslag på produksjonsgapet i 2005 vil fortsatt kunne endres i lys av revideringer av nasjonalregnskapstall eller vurderinger basert på annen ny informasjon.

### *Inflasjonen i 2005 ble lavere enn anslått i 2004 men i tråd med anslagene fra 2005*

Veksten i KPI-JAE ble 1¼ prosentpoeng lavere i 2005 enn anslått i begynnelsen av 2004. Det er flere årsaker til dette avviket:

- Kronekursen styrket seg gjennom 2004 og 2005. Kursen ble gjennomsnittlig nesten 8 prosent sterkere i 2005 enn lagt til grunn i den første inflasjonsrapporten fra 2004. Avviket skyldes dels at renten ute ikke ble satt opp så raskt som forventningene i markedet skulle tilsi. Dermed ble det relativt mer gunstig å investere i norske kroner. Veksten i oljeprisen kan også ha bidratt.
- I begynnelsen av 2005 falt prisene på importerte konsumvarer mer enn det kronekursutviklingen og de internasjonale prisimpulsene skulle tilsi. Endringer i momssatser og uvanlig salgsaktivitet rundt årsskiftet 2004/2005 bidro trolig til å trekke prisveksten ned.
- I den første inflasjonsrapporten fra 2004 ble lønnsveksten i 2005 anslått til 4¾ prosent. Foreløpige tall fra TBU tyder på at lønnsveksten i 2005 ble vel 3¼ prosent. Dette må blant annet ses i sammenheng med at tilgangen på arbeids-

kraft ble større enn vi ventet. Sykefraværet falt gjennom 2004 og antall arbeidstakere fra nye EU-land økte. Ledigheten falt ikke slik vi hadde anslått.

I tabell 2 har vi dekomponert avviket mellom faktisk og anslått prisvekst i Inflasjonsrapport 1/04 og 1/05 på ulike forklaringsvariable. Dekomponeringen viser at de viktigste bidragene til anslagsfeilen fra den første inflasjonsrapporten i 2004 er sterkere valutakurs og lavere lønnsvekst enn ventet. I dekomponeringen er det ikke tatt hensyn til mulige tilbakevirkninger fra nivået på prisveksten til lønnsutviklingen. Hadde vi tatt hensyn til dette, kunne lav lønnsvekst forklart en mindre del av anslagsfeilen i KPI-JAE.

Norges Banks anslag på veksten i KPI-JAE fra alle inflasjonsrapportene i 2005 stemte ganske godt med den faktiske utviklingen. Mot slutten av året bidro både lavere vekst i innenlandsk inflasjon, samt tiltakende prisfall på de importerte konsumvarene til å trekke veksten i KPI-JAE litt mer ned enn vi hadde anslått.

Figur 2 viser anslagene til Norges Bank og noen andre institusjoner for veksten i KPI-JAE i 2005 gitt på ulike tidspunkter. I 2003 og 2004 ventet ingen av institusjonene at prisveksten ville bli så lav som 1,0 prosent i 2005. En slik sammenlikning må tolkes med varsomhet da anslagene er gitt på ulike tidspunkt og derfor bygger på ulik informasjon.

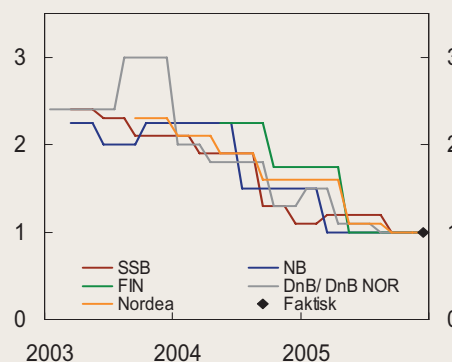
**Tabell 2** Dekomponering av avviket mellom faktisk prisvekst og anslått prisvekst i 2005 gitt i inflasjonsrapport 1/04 og 1/05

	IR 1/04	IR 1/05
Avvik mellom faktisk og anslått vekst i KPI-JAE. Prosentpoeng	-1¼	-0,1
<i>Dekomponering av avvik</i>		
Sterkere valutakurs	-0,4	0
Lavere internasjonale prisimpulser	-0,1	0
Lavere lønnsvekst	-0,4	-0,1
Rentens direkte effekt på husleie	-0,2	0
Andre forhold / uforklart <sup>1)</sup>	-0,2	0

<sup>1)</sup> Knytter seg hovedsakelig til fallet i importerte konsumpriser i 2005

Kilde: Norges Bank

**Figur 2** KPI-JAE. Anslag for 2005 gitt på ulike tidspunkter. Årlig vekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet, DnB NOR, Nordea og Norges Bank

# Oversikt over utdypinger 2002-2006

## **1 / 2006:**

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

## **3 / 2005:**

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

## **2 / 2005:**

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

## **1 / 2005:**

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

## **3 / 2004:**

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

## **2 / 2004:**

Økt antall virkedager i 2004  
Finansiell stabilitet  
Norges Banks anslag på produksjonsgapet  
Endrede inflasjonsforventninger?  
En foreløpig vurdering av anslagene i  
Inflasjonsrapport 1/04  
Hva ligger bak oppgangen i terminprisene for olje?

## **1 / 2004:**

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

## **3 / 2003:**

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

## **2 / 2003:**

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

## **1 / 2003:**

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

## **3 / 2002:**

Hovedkursteorien i ny form

## **2 / 2002:**

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

## **1 / 2002:**

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

# Vedlegg I

## Regionalt nettverk

# Norges Banks regionale nettverk

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

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

spesielt opptatt av. I tillegg vil det regionale nettverket kunne gi oss innsikt i virkninger av spesielle hendelser eller brukes til å undersøke aktuelle problemstillinger. Offisiell statistikk vil fortsatt være hovedgrunnlaget for oppfatninger om tilstanden i økonomien, men tidsetterslep og revideringer knyttet til slik statistikk gjør det nyttig med supplement som vårt regionale nettverk.

Den informasjonen vi får fra det regionale nettverket vil, sammen med annen tilgjengelig informasjon om den økonomiske utviklingen, danne et grunnlag for Norges Banks prognoser slik disse fremkommer blant annet i Inflasjonsrapporten.

Vi har delt Norge inn i sju regioner og har for seks av dem knyttet til oss regionale forskningsinstitutter som skal være ansvarlige for nettverket i de forskjellige regionene og gjennomføre kontaktmøter på vegne av Norges Bank. Følgende institutter er valgt:

Region Nord (Nordland, Troms, Finnmark)	Kunnskapsparken Bodø
Region Midt-Norge (Nord-og Sør-Trøndelag)	Senter for Økonomisk Forskning ved NTNU
Region Nordvest (Møre og Romsdal, Sogn og Fjordane)	Møreforskning Molde
Region Sørvest (Rogaland og Hordaland)	Rogalandsforskning
Region Sør (Aust- og Vest-Agder, Telemark, Vestfold)	Agderforskning
Region Innland (Hedmark og Oppland)	Østlandsforskning
Region Øst (Buskerud, Akershus, Oslo, Østfold)	Dekkes av Norges Bank

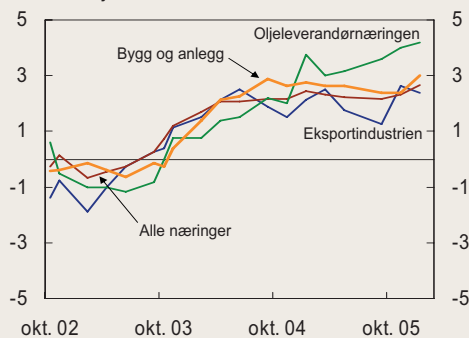
# Oppsummering av kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport

I kontaktrundene siden forrige inflasjonsrapport, gjennomført i november og januar, er det til sammen gjennomført samtaler med om lag 580 kontakter i det regionale nettverket. En nasjonal oppsummering og oppsummering fra hver region fra runden i januar blir lagt ut på Norges Banks internetsider 17. mars. Sammendraget nedenfor er basert på regionale rapporter fra instituttene som er ansvarlige for de forskjellige regionene, og er således ikke nødvendigvis sammenfallende med Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen.

## Etterspørsel, produksjon og markedsutsikter

Inntrykket fra bedriftene i det regionale nettverket er at aktivitetsnivået er høyt og at den gode veksten i norsk økonomi fortsetter. Sammenliknet med i høst meldes det om sterkere vekst i etterspørsel og produksjon i alle næringer, se figur 1. *Hjemmemarkedsindustrien* rapporterer om god vekst i etterspørsel og produksjon i alle regioner.

**Figur 1** Norges Banks regionale nettverk. Vekst i etterspørsel og produksjon. Indeks<sup>1)</sup>. Okt. 02 – jan. 06



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

Kilde: Norges Bank

Utviklingen i hjemmemarkedsindustrien preges av sterk kjøpekraft i husholdningene, og sterk aktivitet innen andre sektorer som bygg og anlegg og oljerelatert virksomhet. Leverandører til oppdrett og fiskeindustri opplever god vekst som følge av den positive utviklingen i oppdrettsnæringen og økt aktivitet innen deler av fiskeindustrien. I verftsindustrien rapporteres det om høy og stabil produksjon for virksomheter som produserer skip, og kapasiteten innen denne delen av industrien er presset. Det er spesielt oppdrag fra forsvarsindustrien og offshoresektoren som bidrar til dette.

I *eksportindustrien* er det samlet sett god vekst. Oppdrettsnæringen opplever kraftig vekst i etterspørselen fra EU og Russland. Det har vært en økning i både omsatt volum og gjennomsnittspris. Leverandører av skipsutstyr og farmasøytisk industri melder også om kraftig vekst. Det er god vekst innen mekanisk industri. Bildet er noe blandet i prosessindustrien. For produsenter av jern, stål og metallelementer er det en positiv utvikling, og eksisterende kapasitet utnyttes fullt ut. For ferroindustrien er produksjonskapasiteten redusert pga sterk konkurranse fra Kina og Russland. *Oljeverandørnæringen* rapporterer om fortsatt sterk vekst, både på hjemme- og eksportmarkedet. Veksten er sterkere enn i høst. I Norge er det store prosjekter som Kristin-feltet, Snøhvit, Ormen Lange og Langeled som sammen med økt lete- og utvinningsaktivitet internasjonalt bidrar til den kraftige veksten for oljeverandørnæringen. Det er fortsatt knapphet på rigger, og det begrenser leteaktiviteten noe.

*Bygg og anlegg* melder om fortsatt god og tiltakende vekst. Det er god til kraftig vekst i alle regioner og veksttaket rapporteres å være sterkest på Vestlandet. I flere runder har bransjen signalisert at den ønsker å holde aktivitetsnivået nede, men at den høye aktiviteten i markedet og forespørsler likevel presser opp aktivitetsnivået. Veksten skjer innen bygging og rehabilitering av boliger og yrkesbygg både i privat og offentlig sektor. Veksttaket i boligbygging har flatet noe ut de siste månedene og det er forventninger om lavere igangsetting framover. Det er god vekst i offentlige yrkesbygg med store investeringer i utbygging og rehabilitering av sykehus, sykehjem, skoler, barnehager og omsorgsboliger. Store veinvesteringer, kraftutbygginger, store utbygginger i Oslo, samt Snøhvit og Ormen Lange bidrar til god vekst innen anlegg.

*Varehandelen* rapporterte om en viss avmatning i veksttaket sent i høst, men veksten har tatt seg opp igjen og er god. Veksten er spesielt god innen salg av byggevarer. Det er god vekst innenfor varige konsumgoder som møbler, hvite- og brunevarer og elektriske artikler. Det er mer moderat vekst for klesbransjen, og salget av personbiler vurderes totalt sett å være stabilt, selv om det er vekst i salget i nye biler i noen regioner.

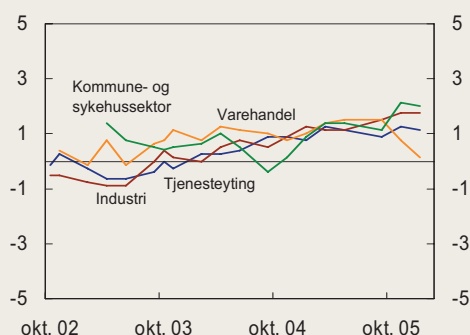
I *tjenesteyting* er det god vekst, og veksten er sterkere enn i høst. Forretningsmessig tjenesteyting fortsetter den gode veksten. Det er vekst i etterspørselen etter revisjons- og rådgivnings-tjenester, IT-tjenester, arkitekttjenester, advokater og reklame. Et strammere arbeidsmarked med til dels sterk konkurranse om arbeidskraft bidrar til at veksten fortsatt er kraftig innen arbeidsformidling. Bankene melder om sterk utlånsvekst både til husholdningene og næringslivet, og det er god vekst i forsikringsbransjen som følge av innføringen av obligatorisk tjenestepensjon. Det er god vekst innen reiseliv, med økt aktivitet innen segmentene kurs/konferanse, overnatting og reiser.

Markedsutsiktene for de neste seks månedene tyder på at norsk økonomi vil fortsette å vokse, men mer avdempet enn de siste 3 månedene. Det forventes størst vekst i oljeleverandørnæringen og bygg og anlegg.

### Kapasitetsutnyttning og investeringer

49 prosent av bedriftene i januarrunden oppgir at de vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å møte en vekst i etterspørselen. Andelen har økt gjennom høsten og på nyåret. Det er spesielt i oljerelatert industri og bygg og anlegg hvor det har strammet seg til ytterligere. Kapasitetsproblemene er størst på Vestlandet. Mangelen på fagfolk og prosjektledere ser ut til å være den viktigste begrensningen.

**Figur 2** Norges Banks regionale nettverk. Investeringsplaner. Endring i investeringer neste 6 – 12 måneder. Indeks<sup>1)</sup>. Okt. 02 – jan. 06



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

Kilde: Norges Bank

Det meldes om moderat til god vekst i investeringsplanene de neste 6-12 månedene i alle næringene, se figur 2. 40 prosent av virksomhetene planlegger økning i investeringene, mens 15 prosent forventer reduserte investeringer. Den sterkeste veksten forventes i industrien og kommune- og sykehus-

sektoren. I industrien forventes det sterkeste vekst blant oljeleverandører og i eksportindustrien, og det investeres i kapasitet, produksjonsutstyr, produktforbedring og effektivisering. Investeringene i varehandelen er knyttet til nybygg, utvidelser og modernisering av lokaler. I tjenesteytende sektor spenner investeringsplanene fra enkelt vedlikehold til IT-utstyr, kapasitetsutvidelse og kompetansehevede tiltak. Kommunene investerer i sykehjem, skoler, barnehager, psykiatri- og omsorgsboliger, vei, vann og avløp.

### Sysselsetting og arbeidsmarked

I takt med den økonomiske oppgangen øker sysselsettingen i næringslivet. Veksten i sysselsettingen i industrien og tjenesteyting er nå noe sterkere enn i høst, mens veksten har vært om lag stabil i bygg og anlegg og varehandel. I kommune- og sykehussektoren registreres det en liten vekst i sysselsettingen. De neste 3 månedene synes den positive utviklingen for næringslivet å fortsette. Det forventes økt sysselsettingsvekst i industrien, uendret veksttakt i bygg og anlegg og redusert veksttakt i varehandel og tjenesteyting. I kommune- og sykehussektoren forventes veksten å ligge på samme nivå som i de siste 3 månedene.

Hver tredje virksomhet mener tilgangen på arbeidskraft utgjør en begrensende faktor på produksjonen. Dette er en økning fra i høst og bekrefter tilstramningen i arbeidsmarkedet. Det er fortsatt i bygg og anlegg og i oljerelatert industri at det er størst mangel på kvalifisert arbeidskraft, men også for deler av tjenesteytende sektor meldes det om problemer med å skaffe kvalifisert arbeidskraft.

### Kostnader, priser og lønnsomhet

Det er forventninger om noe høyere årslønnsvekst i 2006 sammenliknet med 2005. I snitt forventes det en årslønnsvekst på 3¾ prosent. Prisveksten siste 12 måneder rapporteres å være moderat i alle næringer. Prisveksten har vært høyest i bygg og anlegg og lavest i varehandel. Fremover venter et flertall av virksomhetene høyere prisvekst. Økning i utsalgspriser i kombinasjon med økende etterspørsel bidrar til god lønnsomhetsutvikling for de fleste sektorer. Oljeleverandørnæringen skiller seg ut med kraftig bedring i lønnsomheten. Flere bedrifter i bygg og anlegg har nedgang i lønnsomheten eller svakere vekst som følge av at de har vokst for raskt og har problemer med kostnadskontrollen.

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

7. himmel  
A. Bøckmann AS  
ABB  
ABB Flexible Automation  
Accenture  
Active Nurse AS  
ADCom Data  
Adecco Nordland  
Adecco Troms  
Adidas Norge AS  
Advokatene Reinsnes, Strøm, Husmo og Torrisen  
Aetat Grenland, hovedkontor Telemark  
Aetat Nord-Trøndelag  
Aetat Sør-Trøndelag  
Aetat Vestfold  
Aker Brattvåg AS  
Aker Kværner Stord  
Aker Seafoods Finnmark  
Aksel L. Hansson  
Aktietrykkeriet  
Akvasmart  
Alf R. Johansen AS  
Alfr. Nasset AS  
Alléen Auto AS  
Allianse Øst  
Alvdal Skurlag AL  
Alvdal Tynset Sport AS  
American Express Business Travel  
Amfi Drift AS  
Amfi Namsos  
Amneus Boghandel AS  
A-Møbler AS  
Andreassen Jan Malermester AS  
Applica  
Apropos internett AS  
APS Norway (Flowtite Norway AS)  
ARKI arkitektar AS  
Arkitektfirma Brandsberg-Dahl  
Arkitektfirmaet C F Møller Norge AS  
Arne Rustand AS  
Arntzen de Besche  
Art In Dent AS  
Asko Agder AS  
Asko Midt-Norge AS  
Atelier Ekren AS  
Autokarosseri  
Avantor  
Avisa Glåmdalen  
Baker Hughes Inteq  
Barlindhaug  
Bates AS  
BearingPoint Norway AS  
Beitostølen Resort  
Berg Hansen NOR AS avd. Bodø  
Bergene Holm AS  
BergHansen Reisebyrå Vestfold AS  
Bernhard Olsen AS  
Betong Øst AS  
Bilsenteret Namsos AS  
Bjørge-Gruppen AS  
BKK  
Bleffjell sykehus  
Block Berge Bygg AS  
Bodø Bilskadesenter  
Bodø kommune  
Bodø Sildoljefabrikk  
Bohus Møbelhuset AS  
Box delivery  
Br. Reme AS  
Bravida AS  
Bravida geomatikk AS  
Brevik Construction AS  
Brilleland  
Brunvoll AS  
Bryggen gastronomi AS  
Brødrene Dahl  
Brødrene Flaarønning AS  
Brødrene Pedersen AS  
Brødrene Røsand AS  
Bussbygg  
Bygg og Maskin AS  
Byggholt  
Byggmo Eiendom AS  
Byggservice Nord-Østerdal AS  
Byhaven kjøpesenter  
Byåsen Bakeri AS  
Bøhmer Entreprenør AS  
Børset og Bjerkset AS  
Børstad Transport AS  
Cad Net Øst  
Capinor AS  
Central Drift Hotel AS  
Cerum AS  
Christensen Yngvar AS  
Clarion Hotel Ernst AS  
Color Line  
Coop Nord avd. OBS Bygg  
Coop Sogn og Fjordane BA  
Coop Trondheim og omegn BA  
Coop Økonom  
CorrOcean ASA  
Cowi AS  
Dale Bruk AS  
Dark Arkitekter AS  
De 3 stuer konsern AS  
DIPLOM-IS AS  
DnB NOR Kongsvinger  
DNH Den Norske Høytalerfabr AS  
Domstein Bodø AS  
E. Flasnes Transport AS  
EDB gruppen Norge AS  
Egersund Trål AS  
Eidesvik Offshore ASA  
Eidsvoll kommune  
Eiendomsmegler 1 AS  
Eiendomsmegler 1 Midt-Norge AS  
Eiendomsspar AS  
Ekornes ASA  
Elektro Bodø AS  
Elkem Aluminium ANS  
Elkem ASA Materials  
Elkem Salten  
Elkjøp  
Elkjøp stormarked Tromsø  
Elverum kommune  
Engen O L & CO AS  
Enger Lefsebakeri  
Engum Elkjøp AS  
Enskilda Securities  
Eramet Norway  
ErgoRunit AS  
Erling Moen AS  
Ernst & Young  
Esko Graphics AS  
Eurospar Sogndal  
Evensen & Evensen AS  
Exact Eiendomsmegling AS  
Fabelaktiv AS  
Falkanger Sko AS  
Farvingen AS  
Fatland AS  
Fauske Hotell AS  
Fauske kommune  
FAV Gruppen  
Felleskjøpet Trondheim  
Figgjo AS  
Finnøy Gear & Propeller AS  
Finsbråten AS  
Firda Avishuset  
Fjeldseth AS  
Flekkefjord kommune  
Flora kommune  
Follum fabrikker  
Fosen Trafikklag ASA  
Fossberg Hotell AS  
Fredrikstad kommune  
Friele kaffehus  
Frost Entreprenør AS  
Fru Haugans Hotell AS  
Fundator AS  
Funderud Gartneri AS  
GE Health Care AS  
Gjensidige avd. Ålesund  
Gjensidige Forsikring  
Gjensidige Nor Forsikring Oppland  
Gjøco AS  
Glamox ASA  
Glomsrød AS  
Glåmå Bygg AS  
Godstrafikk og Bilspedisjon AS  
Goldfish Boats AS  
Grane Kommune  
Granit Kleber AS  
Grenland Framnæs AS  
Grieg Logistics  
Grimstad kommune  
Grunnarbeid AS  
Gudbrandsdalens uldvarefabrikk  
Gunnar Hippe AS  
Gunvald Johansen Bygg AS  
H&M Hennes& Mauritz AS  
H. O. Bernhardsen  
Hagen og Godager AS  
Halden kommune  
Halliburton  
Hamco Bygg AS  
Hammerfest Kommune  
Hamworthy KSE  
Handelsbanken  
Handelshuset Martinsen  
Handicare produksjon AS  
Hansa Borg Bryggerier ASA  
Haram Kommune  
Harila Midt-Troms  
Havila AS  
Havkrefter AS  
Heidenreich AS  
Heimdals Gruppen AS  
Helkama Grepa AS  
Helse Midt-Norge  
Helse Nord RHF  
Helse Sunnmøre HF  
Hennig-Olsen Is AS  
Herregalleriet AS  
Herøy kommune  
Hifi klubben  
Hoff norske potetindustrier BA  
Holm Grafisk AS  
Holmen Fjordhotell  
Hordaland Reiseliv  
Hotel Augustin AS  
Hotell Continental  
HSD AS  
HTH kjøkkenforum Oslo  
Hydro Olje og Energi. Drift.  
Hydro Polymers AS  
Hydrotech Gruppen AS  
Høie AS  
Hå Kommune  
Håg ASA  
I. P. Huse AS  
ICA Norge AS  
Idecon AS  
Iittala AS  
IKM gruppen  
Indre Sogn Sparebank  
Ingeniør Gunnar M. Backe AS  
Innoventi Reklamebyrå AS  
Innvik Sellgren Industrier AS  
Island Offshore AS  
ISS Renhold AS, Region Telemark & Vestfold  
Itet AS avd. ERP  
Ivar Mjåland, Mandal  
Iversen Hans H.  
J. M. Nilsen  
Jangaard Export AS  
Joar Ryttervoll Tømmermester AS  
John Galten AS  
Jotunheimen og Valdresruten bilselskap  
Jærentreprenør  
K. Lund AS  
Kaffebrenneriet AS  
Kimek AS  
Kino1 Stavanger Sandnes  
Kirkenes Bil AS  
Kirkenes byggservice AS  
Kirkenes Trelast AS  
Kirkenesterminalen  
Kirkestuen transport  
Kitron ASA  
Kitron Microelectronics AS  
KLP Eiendom Trondheim  
Knutsen OAS  
Komplett ASA  
Kongsberg Automotive Raufoss  
Kontali Analyse AS  
Kosberg Arkitektkontor AS  
KPMG AS  
KPMG Bodø  
Kraft Foods Norway  
Kragerø kommune  
Kremmertorget kjøpesenter  
Kristiansund Kommune  
Kristiseter M Entreprenør AS  
Kruse Smith AS  
Kvalitet & Ledelse AS  
Kvikne's Hotel  
La Bionda Frisører AS  
Laerdal Medical AS  
Langmorkje almenning  
Langset AS  
Larvik kommune  
Lebesby kommune  
Leif Gromstads Auto AS  
Leiv Eriksson Nyformidling AS  
Lenvik kommune  
Leo Burnett  
Leonhard Nilsen Sønner AS  
Lillehammer kommune  
Lindex  
Linjebygg Offshore  
Linstow AS  
Lofotprodukt AS  
Lom møbelindustri AS  
Lom og Skjåk sparebank  
Luxo Industrier AS  
Lyse Energi AS  
Lørenskog kommune  
Løvenskiold-Fossum  
Løvolds Industri AS  
Mandal Industrier AS  
Mandal kommune

Manpower AS  
 Manpower AS avd. Møre og Romsdal  
 Manpower Hedmark og Oppland  
 Marine Harvest  
 Maritech AS  
 Maritime Hydraulics AS  
 Maritime Pusnes AS  
 Maxit  
 Maxmat AS  
 Meglerhuset AS  
 Meglerhuset Nylander AS  
 Melhus Kommune  
 Melhus Sparebank  
 Mercur shoppingssenter  
 Mesna Bruk AS  
 Meyer Butikkdrift AS  
 Mezina AS  
 Midsund Bruk AS  
 Midt-Troms Kjølleservice AS  
 Mills  
 Minde Sjokolade  
 Mo Mekaniske AS  
 Moderne byggfornyelse  
 Moelven Eidsvoll Værk AS  
 Moelven Limtre AS  
 Moelven Van Severen AS  
 Moelven Våler AS  
 Moelven Wood AS  
 Moen Slip AS  
 Moi Rør AS  
 Molde kommune  
 Moxy Engineering AS  
 MTU Telekom AS  
 Multi Elektro AS  
 Multiconsult AS  
 Møbel-Sven AS  
 Møllergruppen  
 Møre Tre AS  
 Mørenot AS  
 Nammo AS  
 Namsos kommune  
 Naper Informasjonsindustri AS  
 Narvesen  
 Nedre Eiker kommune  
 Nerland Granitindustri AS  
 Nestle-Norge AS  
 Net transe services AS  
 Netcom AS  
 Nettbuss Sør AS  
 Nexans Norway AS  
 Nobø Electro AS  
 Norbook AS  
 NorDan AS  
 Nord-Aurdal kommune  
 Nordea AS  
 Nordea Bank Norge ASA  
 Nordfjord Hotell  
 Nordfjord og Sunnmøre Billag AS  
 Nordia AS  
 Nordkyn Seafood AS  
 Nordlaks AS  
 Nordland Betongindustri AS  
 Nordox AS  
 Norfolier AS  
 Norgesgruppen  
 Norgestaxi Trondheim AS  
 Norpower Brødr. Malo AS  
 NorSea AS  
 Norsk Stein AS  
 Norsk Stål avd Brumunddal  
 Norsk Tipping AS  
 Nortrans Touring AS  
 Norwegian  
 Notar Eiendom Troms AS  
 Notodden Mur- og  
 Entreprenørforretning AS  
 Nova-Group  
 Nycomed Pharma AS  
 Nysted AS  
 Nyvågar Drift AS  
 Nøsted Kjetting AS  
 O. Kavli AS  
 Oasen  
 Odffjell ASA  
 Olympic Shipping AS  
 OPPEGÅRD KOMMUNE  
 Optimera Engro AS  
 Opus AS  
 Oras AS  
 OSK Elektrotilbehør AS  
 Oslo kommune  
 Oslo Sportslager AS  
 Ottadalen Mølle AL  
 Otteren Gullsmed  
 Overhalla Cementvare AS  
 P4 radio hele Norge ASA  
 Pasvikturist  
 Pedersen Birger AS  
 Per Aaland AS  
 Peterson Linerboard AS  
 Plastal AS  
 Pon Power  
 Porsgrunds Porselænsfabrik AS  
 Poseidon Simulations AS  
 Prepan Norge AS  
 PriceWaterhouseCoopers  
 Primahus AS  
 Proffice  
 Profilteam AS  
 Protech AS  
 Q-Free ASA  
 Quality Fagernes hotell AS  
 Quality Hotel Røros AS  
 Radisson SAS Caledonien Hotel  
 Ragasco AS  
 Rambøl Unico AS  
 Ramsvik Frisør  
 Rapp Hydema AS  
 Rasmuss Tallaksen  
 Rauma kommune  
 Reber Schindler Heis AS  
 Refa Frøystad Group  
 Rescon Mapei AS  
 Reslab Reservoir Laboratories AS  
 Restech Norway AS  
 Revisorgruppen Vestfold AS  
 Rica Maritim Hotell  
 Rikshospitalet  
 Ringnes AS  
 Risa AS  
 Risør kommune  
 Rogaland Felleskjøp  
 Rogaland Kunnskapspark  
 Rogne Bygg AS  
 Rolls-Royce Marine AS  
 Ruukki Profiler AS  
 Røros kommune  
 Røros Tweed AS  
 Raadhuset  
 S.A.T.S. Norge  
 Saga Fjordbase A/S  
 Saint Gobain Ceramic Materials AS  
 Sandefjords Blad AS  
 Sandnes kommune  
 Sarpsborg kommune  
 SAS Braathens  
 SAS Royal Garden Hotel AS  
 ScanRope AS  
 Schibsted ASA  
 Seafarm Invest AS  
 Selmer Skanska AS  
 Sentrum Bygg  
 Siemens  
 Sig.Halvorsen AS  
 Sigdal Kjøkken AS  
 SIVA Selskapet for industrivekst SF  
 Sjøvik AS  
 Skagen Brygge Hotell  
 SKANSKA AS  
 Skanska Norge AS  
 Skanska Norge Indre Østland  
 Skanska, Rogaland  
 Skeidar AS  
 Skipsplast AS  
 Skipsteknisk AS  
 Skodje Byggvare AS  
 Skretting AS  
 Slipen Mekaniske AS  
 Sogn Billag AS  
 Solstad Offshore  
 Sortland Entreprenør AS  
 Sparebank 1 Midt-Norge  
 Sparebank 1 Nord Norge  
 Sparebank1 SR-Bank  
 Sparebanken Pluss  
 Sparebanken Sogn og Fjordane  
 Sparebanken Sør  
 Sparebanken Vest  
 Spenncon AS  
 Spenst Bodø AS  
 Spis Norge AS  
 Sportshuset AS  
 Stallgården restaurantus  
 Stange kommune  
 Stansfabrikken Lillesand AS  
 Statholdergaarden  
 Statoil Stjørdal  
 Stavanger Aftenblad  
 Stavanger Toyota  
 Stavanger Universitetssykehus  
 Stavangerske AS  
 Stensaas Reinsdyrslakteri  
 Stillasservice AS  
 Stjern AS  
 Stjørdal kommune  
 Stoa Storkjøp AS  
 Stord Kommune  
 Storebrand ASA  
 Stor-Elvdal kommune  
 Stormoa Butikksenter  
 Storvik AS  
 Strand kommune  
 Strand Sea Service AS  
 Strandtorget Kjøpesenter  
 Studentsamskipnaden i Agder  
 Støren Trelast AS  
 Sulland Gruppen AS  
 Surnadal Kommune  
 Sykehuset Asker og Bærum HF  
 Sykehuset Innlandet HF  
 Sykehuset Østfold HF  
 Synnøve Finden ASA  
 Søgne og Greipstad sparebank  
 Søral  
 Sørco AS  
 Sørlandet sykehus HF  
 T.Stangeland Maskin AS  
 Tandberg Data ASA  
 Team Trafikk AS  
 Teeness ASA  
 Tele-team AS  
 Terra Skadeforsikring AS  
 Thon Hotel Arendal  
 Thon Hotels  
 Thrane-Steen AS  
 TI Group Automotive Systems AS  
 Timpex  
 Tine Meierier Sør  
 Tine Midt-Norge AS  
 Tinn kommune  
 TNS Gallup  
 Tonotel Bergen Brygge  
 Trafikk & Anlegg AS  
 Trebetong AS  
 Trelleborg Viking AS  
 Triplex AS  
 Tromsø Kommune  
 Trondheim Aktivum AS  
 Trondheimsfjorden interkommunale  
 havn  
 Tysvær kommune  
 Ulstein Verft AS  
 Umoe Mandal AS  
 Unex AS  
 Universal Sodexho  
 Universal Spedisjon AS  
 Universitetssykehuset i Nord-Norge  
 Valdres auto AS  
 Valdres last  
 Vann og Varme AS  
 Varner-Gruppen  
 Vegdirektoratet  
 Veidekke ASA  
 Vest Inkasso AS  
 Vesta forsikring  
 Vestlandshus  
 Veøy AS  
 VIA Travel Trondheim AS  
 WIBO Entreprenør AS  
 Vik-Sandvik Group  
 Villa Service AS  
 Visma Services  
 Vital Forsikring ASA  
 Vizrt  
 Voice  
 Volvat  
 Våga Rekneskapslag AL  
 Vågå kommune  
 Våler kommune  
 Wartsila Norway  
 Widerøes flyveselskap AS  
 Wikborg Rein  
 Windy Boats AS  
 WM Data Consulting AS  
 Yara Glomfjord  
 YIT Building Systems AS  
 Ø.M Fjeld AS  
 Økonor Flisa  
 Øksnes Entreprenør AS  
 Østbyen Bil AS  
 Østereng & Benestad AS  
 Åmot kommune  
 Åsen & Øvrelid AS



## Vedlegg II Tabeller, figurer og detaljerte anslag

# Oversikt over rentemøter i Norges Bank

med endringer i styringsrenten

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

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

Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig kjøp av varer og tjenester	Real-investeringer F-Norge	Olje-investeringer <sup>1)</sup>	Eksport av trad. varer	Import
1997	5,2	4,9	3,2	2,5	11,8	24,9	7,6	12,4
1998	2,6	4,1	2,7	3,3	8,6	22,2	5,4	8,5
1999	2,1	2,7	3,3	3,2	-0,1	-13,1	2,2	-1,8
2000	2,8	2,5	3,9	1,3	-1,2	-23,0	5,1	2,7
2001	2,7	2,1	1,8	5,8	4,3	-4,1	1,5	0,9
2002	1,1	1,4	3,0	3,7	2,5	-5,3	0,4	0,7
2003	1,1	1,4	2,9	1,3	-3,7	16,1	4,4	1,1
2004	2,8	3,4	4,7	2,2	7,2	7,8	3,4	8,9
2004 <sup>2)</sup> 1.kv	2,0	1,7	2,4	1,3	-3,7	-5,1	-1,1	3,6
2.kv	0,9	0,6	-0,2	1,3	5,5	14,4	-1,9	2,3
3.kv	-1,0	0,9	0,7	0,4	4,1	2,2	4,6	2,4
4.kv	1,3	1,6	1,8	0,5	6,7	10,9	4,4	2,7
2005 <sup>2)</sup> 1.kv	0,2	0,5	0,3	0	-7,7	-9,4	-1,2	-2,4
2.kv	1,3	0,8	1,7	0,4	4,6	21,4	-1,9	4,3
3.kv	0,8	0,8	0,9	-0,2	0,5	-5,3	5,3	2,8
Nivå 2004, mrd kroner	1710	1327	761	371	227	71	210	490

1) Utvinning og rørtransport  
2) Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

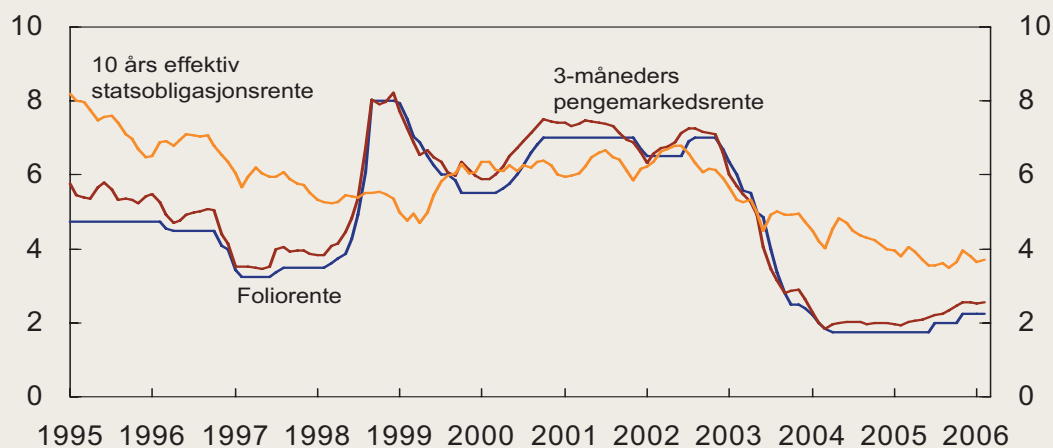
Tabell 2 Konsumpriser

Tolv måneders-vekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPI-JA <sup>2)</sup>	KPI-JE <sup>3)</sup>	HKPI <sup>4)</sup>
1997	2,6			2,3	2,5
1998	2,2			2,9	2,0
1999	2,3			2,3	2,1
2000	3,1			2,3	3,0
2001	3,0	2,6	3,2	2,4	2,7
2002	1,3	2,3	2,2	1,6	0,8
2003	2,5	1,1	2,5	1,0	2,0
2004	0,4	0,3	0,0	0,8	0,6
2005	1,6	1,0	1,1	1,4	1,5
2005 jan	1,1	0,7	0,5	1,2	0,9
2005 feb	1,0	0,7	0,4	1,3	0,9
2005 mar	1,0	0,7	0,5	1,1	0,9
2005 apr	1,3	0,8	0,8	1,3	1,2
2005 mai	1,6	1,1	1,2	1,5	1,5
2005 jun	1,7	1,1	1,3	1,4	1,6
2005 jul	1,4	1,1	1,1	1,4	1,4
2005 aug	1,9	1,3	1,5	1,6	1,8
2005 sep	2,0	1,3	1,7	1,6	2,2
2005 okt	1,8	1,2	1,5	1,4	1,9
2005 nov	1,8	1,1	1,5	1,4	1,9
2005 des	1,8	0,9	1,5	1,3	2,0
2006 jan	1,8	0,8	1,5	1,1	1,8
2006 feb	2,6	1,0	2,3	1,2	2,7

1) KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer  
3) KPI-JE: KPI uten energivarer  
4) HKPI: Harmonisert konsumprisindeks. Indeksen er basert på internasjonale kriterier utarbeidet av EUROSTAT.

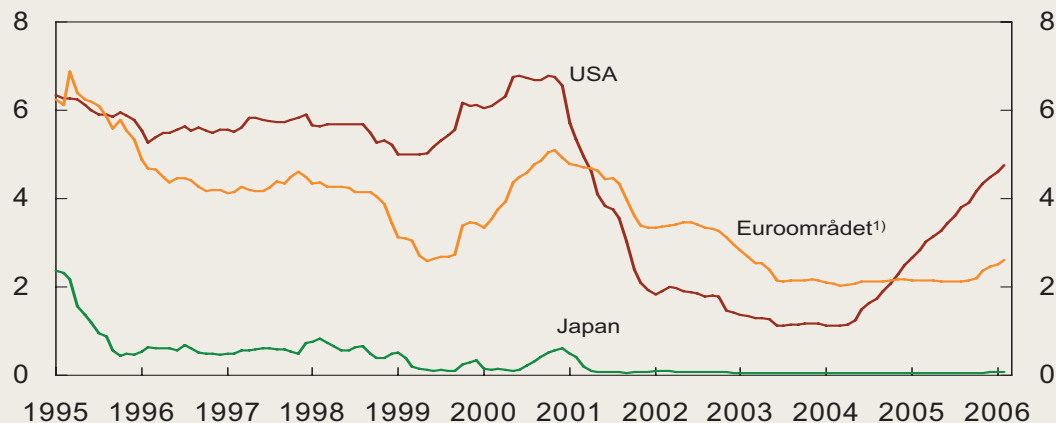
Kilde: Statistisk sentralbyrå

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



Kilde: Norges Bank

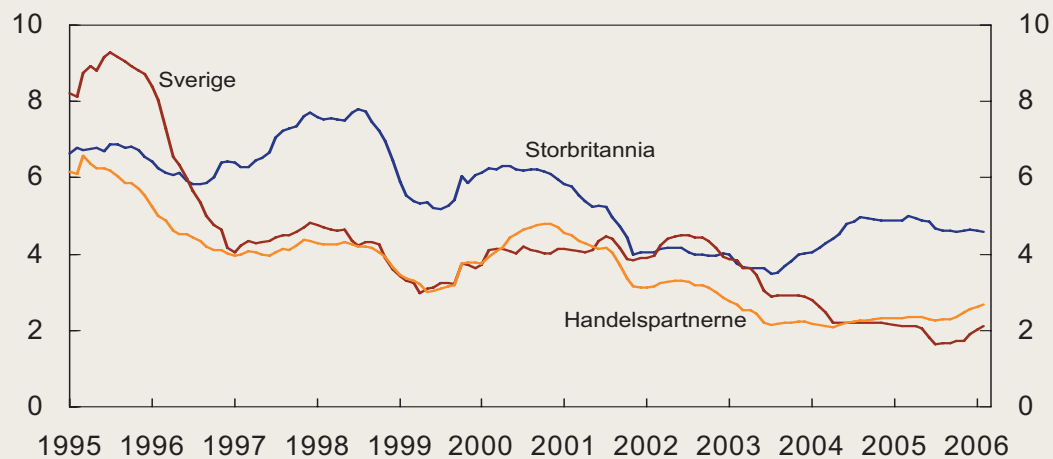
**Figur 2** Tremåneders renter i USA, euroområdet og Japan. Månedstill. Jan. 95 – feb. 06



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

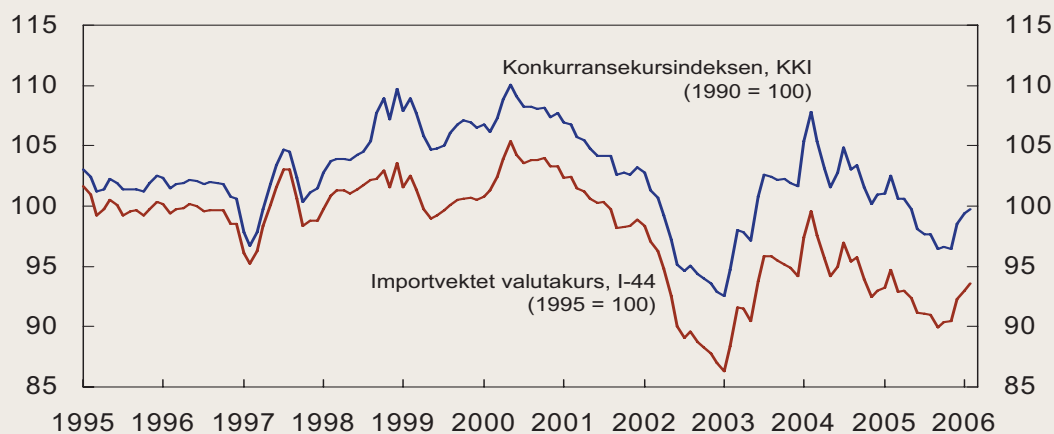
Kilde: EcoWin

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



Kilder: EcoWin og Norges Bank

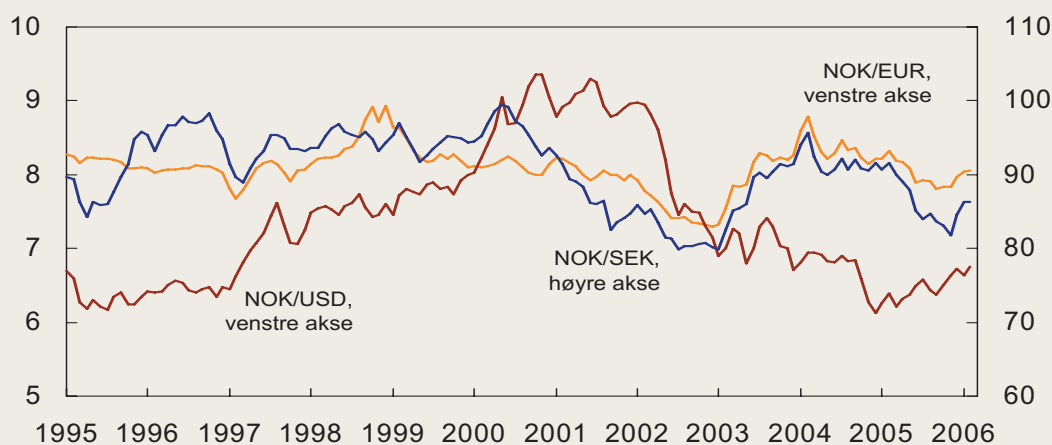
**Figur 4** Konkurranskursindeksen og importvektet valutakurs I-44.<sup>1)</sup>  
Månedstill. Jan. 95 – feb. 06



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

Kilde: Norges Bank

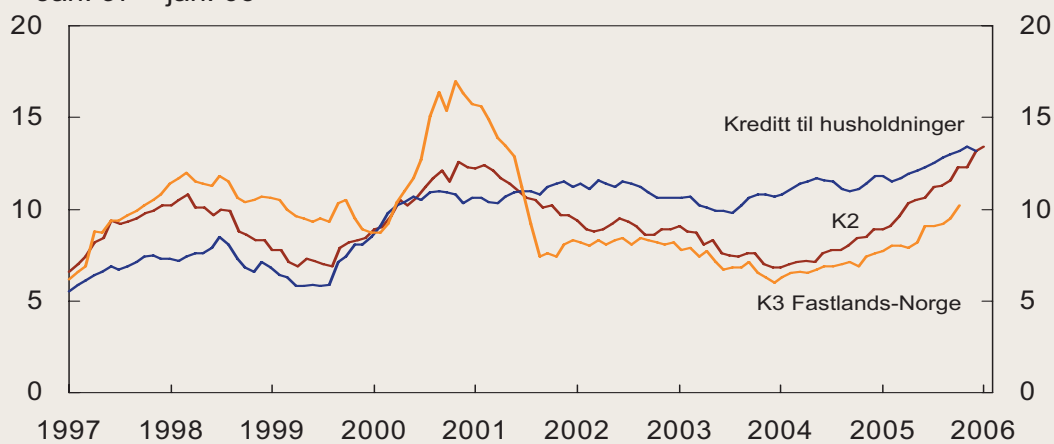
**Figur 5** Bilaterale valutakurser<sup>1)</sup>. Månedstill. Jan. 95 – feb. 06



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

Kilde: Norges Bank

**Figur 6** Kredittindikatoren (K2), kreditt til husholdninger og samlet kreditt til publikum, Fastlands-Norge (K3). Tolv månedersvekst. Prosent. Jan. 97 – jan. 06



Kilde: Norges Bank

Tabell 3 BNP-vekst i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år**  
**Anslag for 2006 – 2009**

	USA	Japan	Tyskland	Frankrike	UK	Sverige	Handels- partnerne <sup>1)</sup>	Euro- landene <sup>2)</sup>
2005	3,5	2,8	0,9	1,4	1,8	2,7	2,4	1,3
Anslag								
2006	3	2½	1½	2	2	3½	2¾	2
2007	3	2	1½	2	2¼	2¾	2½	2
2008	3	1½	1½	2	2½	2½	2½	2
2009	3	1¼	1½	2	2½	2¼	2½	2

1) Eksportvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere.

2) Vekter fra Eurostat

Kilder: IMF, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 4 Konsumpriser i utlandet

**Prosentvis vekst fra foregående år**  
**Anslag for 2006 – 2009**

	USA	Japan	Tyskland <sup>1)</sup>	Frankrike <sup>1)</sup>	UK <sup>1)</sup>	Sverige	Handels- partnerne <sup>2)</sup>	Euro- landene <sup>3)</sup>
2005	3,4	-0,3	1,9	1,9	2	0,5	1,9	2,2
Anslag								
2006	2¾	¼	1¾	1¾	2	1¼	2	2
2007	2½	½	2	2	2	2	2	2
2008	2½	¾	1¾	2	2	2	2¼	2
2009	2½	1	1½	2	2	2	2	2

1) HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices

2) Importvekter, Norges 25 viktigste handelspartnere.

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

Kilder: OECD, EU-kommisjonen og Norges Bank

Tabell 5 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner		Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
	2004	2004	Anslag				
			2005	2006	2007	2008	2009
<b>Realøkonomi</b>							
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1)</sup>	1469	4,4	4	3¾	3	2½	2½
- Privat konsum	761	4,7	3¾	3¾	3	2½	2¼
- Offentlig konsum	371	2,2	1¾	2½	1¾	3	3
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge <sup>2)</sup>	227	7,2	8¼	6	4½	2¼	1¾
Oljeinvesteringer <sup>3)</sup>	72	8,4	20	5	0	-5	0
Tradisjonell eksport	210	3,4	5½	6	5	3¾	3½
Import <sup>2)</sup>	490	8,9	7¼	6	3¾	1¾	2¾
BNP	1710	2,8	1½	3	2½	2¼	2
BNP Fastlands-Norge	1327	3,4	3¾	3½	2¾	2½	2¼
Potensielt BNP Fastlands-Norge		3	2¾	2½	2½	2½	2½
Produksjonsgap Fastlands-Norge <sup>4)</sup>		-1	0	1	1¼	1¼	1
<b>Arbeidsmarkedet</b>							
Sysselsetting		0,4	¾	1¾	1	¾	½
Arbeidsstyrke, AKU		0,3	0,8	1	¾	¾	½
Registrert ledighet (rate)		3,9	3,5	2¾	2¾	2¾	2¾
AKU-ledighet (rate)		4,5	4,6	3¾	3¾	3¾	3¾
<b>Priser og lønninger</b>							
KPI		0,4	1,6	1¾	1¾	2¼	2½
KPI-JAE <sup>5)6)</sup>		0,3	1,0	1¼	1¾	2¼	2½
Årslønn <sup>7)</sup>		3,5	3¾	4	4½	4¾	4¾
<b>Rente og valutakurs</b>							
Foliorente (nivå)		1,8	1,9	2¾	3½	4	4¾
Importveid valutakurs (I-44) <sup>8)</sup>		95,6	91,9	92¾	93	93	93

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

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

3) Utvinning og rørtransport

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

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

6) Justert for at redusert makspris i barnehager reduserer veksten i KPI-JAE med anslagsvis 0,2 prosentpoeng i 2006

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

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

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

