

NORGES BANKS INFLASJONSRAPPORT

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

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

1990-årene startet med høy arbeidsledighet i Norge og krise i finansnæringen. I det store og hele har dette tiåret likevel vært preget av stabilitet. Vi har hatt sammenhengende og sterk økonomisk vekst. Inflasjonen har vært lav og stabil. Ved utgangen av tiåret er sysselsettingen høy, og statsfinansene er gode.

De to foregående tiårene – 1970- og 1980-tallet – var derimot preget av ustabilitet med sterke konjunktursvingninger og høy inflasjon. Rundt midten av 1980-årene fikk vi en kredittfinansiert boble og tosifret inflasjon. Det ble ubalanse i utenriksøkonomien etter at oljeprisen falt i 1986. Den økonomiske politikken måtte legges om. Finanspolitikken ble strammet inn. Ved å holde en fast kronekurs bidrog pengepolitikken til at inflasjonen gradvis ble dempet.

På grunn av økende kapitalbevegelser og spekulasjon mot den faste kronekursen måtte pengepolitikken legges om i desember 1992. Siden da har vi hatt flytende kronekurs. Pengepolitikken rettes

imidlertid fortsatt inn mot stabilitet i kronekursen. Pengepolitikken har gitt økonomien et nominelt ankerfeste. I 1990-årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært 2¼ prosent.

Erfaringene med flytende kronekurs tilsier at vi i utøvelsen av pengepolitikken legger vekt på de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet: Inflasjonen må bringes ned mot det nivået som eurolandene sikter mot, og vi må unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til en nedgangstid som svekker tilliten til kronen.

Vi går ut av 1990-årene med balanse i norsk økonomi. Renten ble satt ned i begynnelsen av 1999, selv om kronen da fortsatt var svak, for å redusere risikoen for nedgangstid med deflasjon. Over tid er det viktig med symmetri i rentesettingen. En slik symmetri er nødvendig for å opprettholde tilliten til nominell stabilitet.

Svein Gjedrem

1 SAMMENDRAG

2 NYTT SIDEN SIST

- 2.1 Prisetviklingen
- 2.2 Renter, valutakurs og monetære forhold
- 2.3 Konjunkturutviklingen

Utdyping

- Hvordan påvirkes kronekursen av global valutakursrisiko
- Økonomiske effekter av Y2K

3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

- 3.1 Inflasjonsutsiktene neste to år
- 3.2 Inflasjonsforventningene

Utdyping

- Revisjon av konkurransekursindeksen
- Beregning av terminrentene i inflasjonsrapportene

4 PERSPEKTIVER FOR NORSK ØKONOMI MOT 2003

- 4.1 Hovedtrekk
- 4.2 Internasjonale rammebetingelser
- 4.3 Utenriksøkonomien
- 4.4 Innenlandsk etterspørsel
- 4.5 Arbeidsmarkedet

Utdyping

- Sammenlikning med fremskrivningene i Inflasjonsrapport 1998/4

5 USIKKERHET OG UTFORDRINGER

- 5.1 Usikkerheten i inflasjonsanslagene
- 5.2 Virkninger av endrede forutsetninger

Utdyping

- Etterprøving av Norges Banks anslag for 1998

Redaksjonen avsluttet 10. desember 1999

Konjunkturoppgangen som har preget siste del av 1990-tallet, er nå avløst av en periode med lavere vekst. Det er likevel fortsatt høyt press i deler av norsk økonomi. Risikoen for en markert nedgang synes nå mindre enn ved fremleggelsen av forrige inflasjonsrapport. Anslaget for den økonomiske veksten er noe oppjustert i denne rapporten. Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 1 prosent i år og $\frac{3}{4}$ prosent neste år. Deretter ser det ut til at veksten tar seg opp til den langsiktige trendveksten i økonomien.

Konjunkturavmatningen preges av en todelt utvikling i økonomien. Vekst i offentlig og privat konsum vil føre til at presset i arbeidsmarkedet for tjenesteytende næringer og offentlig sektor holder seg høyt. Dette forsterkes ved at det er lite ledige ressurser å finne i denne delen av arbeidsmarkedet. På den annen side er lønnsomheten i store deler av industrien presset av høyt kostnadsnivå og lave priser internasjonalt. Det vil i første rekke bidra til et fall i realinvesteringene. I tillegg kommer et markert fall i oljeinvesteringene etter flere år med rekordhøye investeringer i Nordsjøen. Vi får dermed et betydelig fall i sysselsettingen innenfor industrien.

Norges Bank venter at konsumprisveksten vil holde seg omkring dagens nivå det neste året. Konsumprisene anslås å øke med $2\frac{1}{4}$ prosent både i år og neste år. Anslaget neste år er oppjustert med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng, i hovedsak som følge av Stortingets vedtak om økte avgifter i budsjettet for 2000. Moderat lønnsvekst bidrar til å trekke konsumprisveksten ned. På den annen side vil økt vekst internasjonalt ventelig bidra til at den importerte prisveksten tar seg noe opp. I 2001 venter vi at konsumprisveksten blir $1\frac{3}{4}$ prosent.

Inflasjonsrapporten inneholder denne gang perspektiver for norsk økonomi fram mot 2003. For årene etter 2001 vil høyere vekst og økt etterspørsel etter arbeidskraft igjen kunne presse lønns- og prisveksten opp. Samlet venter vi at lønnsveksten vil tilta noe når veksten i økonomien øker. Med det vekstbildet vi nå ser for oss, kan prisveksten da ta seg litt opp.

I kapittel 5 i rapporten drøftes virkninger av å endre enkelte av de sentrale forutsetningene for anslagene. Anslagene er basert på tekniske forutsetninger om at kronkursen holder seg stabil mot europeiske valutaer, og at rentene i pengemarkedet følger markedets forventninger, reflektert ved terminrentene i desember. Terminrentene tyder på at det forventes om lag uendrede renter neste år. Oljeprisen er forutsatt å avta gradvis fra dagens nivå ned mot et leie på 15-17 dollar per fat.

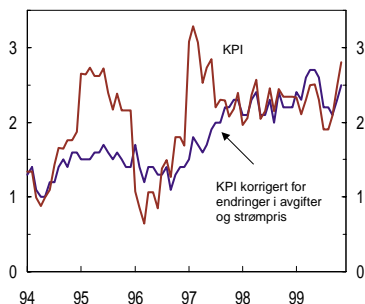
Anslagene i rapporten er basert på at den tradisjonelle lønnsdannelsen opprettholdes. Det innebærer at nedgangen i industrien bidrar til å dempe lønnsveksten til tross for relativt høyt press i tjenesteytende sektorer. Eventuelle endringer i lønnsdannelsen vil kunne gi høyere lønnsvekst enn anslått. Vi anslår at lønnsveksten kan bli opp mot 1½ prosentpoeng høyere i 2001 dersom presset i arbeidsmarkedet for tjenesteytende sektorer får slå fullt ut i lønnsnivået.

Inneværende år er veksten i statsbudsjettets utgifter blitt vesentlig høyere enn vedtaket om statsbudsjettet i fjor høst skulle tilsi. Målt ved den aktivitetskorrigerede budsjettindikatoren er den samlede innstramningen i finanspolitikken om lag halvert i forhold til det opprinnelige budsjettvedtaket. For årene fremover er anslagene basert på nøytral finanspolitikk. Det er lagt til grunn om lag uendret skatte- og avgiftsvekst og en vekst i offentlige utgifter på linje med trendveksten i BNP for Fastlands-Norge.

Store utgiftsøkninger på enkeltposter, særlig knyttet til deler av Folketrygden, tidligpensjonsordninger og satsing innenfor helsesektoren vil lett lede til et press mot finanspolitikken. Beregningene viser at en årlig økning i utgiftsveksten tilsvarende ½ prosent av BNP for Fastlands-Norge isolert sett, uten andre tiltak, kan bringe prisveksten opp mot 2½ prosent i 2003. Dersom utgiftsøkningen dekkes inn med skatteøkninger, kan virkningene av høyere utgifter på konsumprisveksten dempes noe. Det forutsetter imidlertid at endringer i skatte- og avgiftsnivået ikke kompenseres gjennom høyere vekst i nominelle lønninger. Dersom en slik finansiering derimot fører til en tilsvarende økning i lønnsveksten, kan virkningene på konsumprisene bli sterkere enn anslått i beregningene.

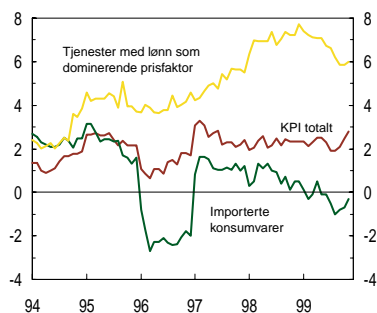
I kapittel 5 er også virkningene på konsumprisveksten av endringer i renten drøftet nærmere. Utslaget vil blant annet avhenge av hvordan kronkursen påvirkes. Anslagene tyder på at en endring i renten på 1 prosentpoeng over en treårsperiode isolert sett fører til en endring i den årlige veksten i konsumprisene med i størrelse ¼ - ½ prosentpoeng.

Figur 2.1 Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgifter og strømpris. Tolvmånedersvekst. Prosent



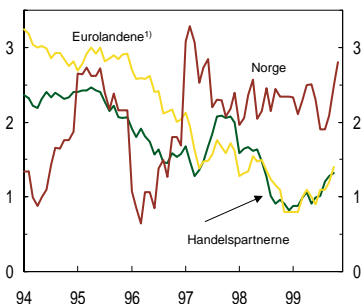
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.3 Konsumprisene i Norge og i utlandet. Tolvmånedersvekst. Prosent



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Eurostat og OECD

2.1 Prisutviklingen

Noe høyere prisvekst enn forventet

Prisveksten de siste månedene har vært noe høyere enn ventet. I november økte konsumprisindeksen med 2,8 prosent fra samme måned i fjor, se figur 2.1. Høyere strømpriser er den viktigste forklaringsfaktoren bak den økte prisveksten. Fra august til november steg strømprisene med 18 prosent. Den underliggende prisveksten – som korrigerer for utviklingen i strømprisene og bidrag fra avgiftsendringer – har vært mer stabil. I november var den underliggende prisveksten 2,5 prosent.

Prisene på matvarer har økt langt mindre i høst enn for et år siden. Tall fra utenrikshandelsstatistikken for tredje kvartal viser at prisen på importerte matvarer falt med om lag 10 prosent fra samme kvartal i fjor, mens det året før var en økning på 4 prosent. Dette kan ha påvirket prisutviklingen også for norskproduserte matvarer.

Prisene på importerte konsumvarer har fortsatt å falle. Vekstraten har vist en fallende trend siden virkningene av Asia-krisen meldte seg i fjor sommer. Tjenestepriser med lønn som dominerende kostnadsfaktor bidrar fremdeles til å trekke tolv månedersveksten i konsumprisene opp, men veksttakten avtar, se figur 2.2.

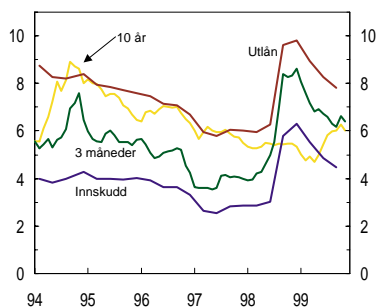
Prisveksten hos våre tradisjonelle handelspartnere var 1,3 prosent i oktober. Målt ved den harmoniserte konsumprisindeksen var prisveksten i eurolandene 1,4 prosent samme måned. Markert høyere oljepriser har bidratt til å øke veksten i konsumprisene hos våre handelspartnere, men inflasjonen er fortsatt moderat, se figur 2.3 Den harmoniserte indeksen viste en prisvekst i Norge på 2,6 prosent i november, mot 2,4 prosent måneden før. En planlagt utvidelse av grunnlaget for den harmoniserte prisindeksen vil trolig føre til at prisveksten målt ved denne indeksen i Norge øker opp mot veksten i den vanlige konsumprisindeksen. Utvidelsen vil antakelig ikke påvirke den harmoniserte prisveksten i eurolandene.

2.2 Renter, valutakurs og monetære forhold

Sterkere kronkurs og forbigående renteoppgang.

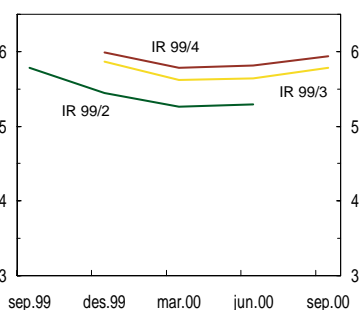
Norges Bank har redusert styringsrentene med 0,5 prosentpoeng siden forrige inflasjonsrapport. Siden årsskiftet er rentene redusert fem ganger med til sammen 2,5 prosentpoeng.

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



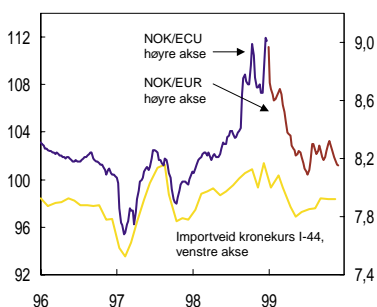
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 Fremtidige tremånedersrenter (FRA-renter) nå og ved tidligere inflasjonsrapporter



Kilde: Reuters og Norges Bank

Figur 2.6 Valutakurs for NOK/ECU, NOK/EUR (uketall) og importveid kronkurs mot 44 land (månedstill, januar 1995=100)



Kilde: Norges Bank

Internasjonalt har det vært en tendens til økte styringsrenter i sentralbankene de siste månedene. I euroområdet ble renteøkningen 4. november blant annet begrunnet med at høy vekst i pengemengden og økte produsentpriser har gitt økt risiko for høyere prisvekst. I tillegg ble det lagt vekt på at de økonomiske rammebetingelsene nå er mer fordelaktige enn da renten ble satt ned i april. I USA ble renteøkningen forklart ut fra blant annet det stramme arbeidsmarkedet. Også Bank of England, Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand og Reserve Bank of Australia har økt rentene siden forrige rapport.

Tremånedersrenten i pengemarkedet er om lag uendret sammenliknet med nivået ved forrige rapport. Det har imidlertid vært betydelige bevegelser i renten i løpet av perioden. De siste dagene i september økte den nominelle tremånedersrenten med om lag 0,3 prosentpoeng, til 6,2 prosent. Deretter økte den gradvis fram til midten av oktober da den nådde en topp på 6,5 prosent. Siden har den falt igjen og var 6,0 prosent 10. desember. Økningen hadde i stor grad sammenheng med at usikkerhet rundt årsskiftet har gjort det dyrere å låne over nyttår. Dette var ikke et særnorsk fenomen. Både i euroområdet, USA, Storbritannia, Japan og Sverige var det en tilsvarende, og til dels mer markert, renteøkning. Fallet i rentene siden midten av oktober tyder imidlertid på at usikkerheten knyttet til årsskiftet er blitt mindre.

FRA-rentene indikerer nå at tremånedersrenten ventes å falle litt etter årsskiftet, og deretter øke noe gjennom neste år.

Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid er nå 6,0 prosent, som er om lag det samme som ved forrige rapport. Internasjonalt har de langsiktige rentene økt betydelig i løpet av 1999, og norske obligasjonsrenter har i hovedsak fulgt denne utviklingen. Tiårsrenten i Norge fortsatte å øke etter at forrige inflasjonsrapport ble lagt fram i september. I midten av oktober kom renten opp i 6,4 prosent. Siden har tiårsrenten falt med om lag 0,4 prosentpoeng. Også dette gjenspeiler den internasjonale renteutviklingen. Renteforskjellen mot tilsvarende tyske obligasjoner har variert rundt 0,9 prosentpoeng i oktober og november.

Kronekursen mot euro er noe sterkere enn ved forrige rapport. Den 10. desember var kursen 8,11. Gjennom første halvdel av oktober svekket kronen seg gradvis og kom ned i 8,37 i midten av måneden. Siden har kronekursen styrket seg igjen, se figur 2.6. Kronekursen svekket seg i samme periode som tremånedersrenten i pengemarkedet økte, og styrket seg tilbake da renten falt igjen. Dette kan tyde på at usikkerhet knyttet til årsskiftet også har påvirket kronekursens utvikling mot euro. Målt mot amerikanske dollar styrket kronekursen seg fram til 1. oktober, men den har svekket seg igjen siden midten av oktober. Kursen var 7,99 den 10. desember. I forhold til den importveide valutakursen mot 44 land har kronen svekket seg med 0,5 prosent fra august til november.

Hvordan påvirkes kronkursen av global valutakursrisiko?

Små lands valutaer synes å ha en tendens til å svekke seg når det er stor usikkerhet i verdensøkonomien og uro i de internasjonale finansmarkedene. For å undersøke sammenhengen mellom kronkursen og usikkerheten i globale finansmarkeder, trenger man en indikator for denne typen usikkerhet. De mest vanlige indikatorene for internasjonal usikkerhet er:

- «Swap spread» i USA, som tilsvarer differansen mellom renten på amerikanske private obligasjoner og statsobligasjoner. En økning kan indikere økt fokus på kredittrisiko.
- Internasjonale børsindekser. Aksjer er generelt risikable investeringsobjekter, og nedgang på internasjonale børser kan indikere økt global finansrisiko.
- Historisk valutakursvolatilitet. Økte fluktasjoner i valutakurser internasjonalt kan innebære økt usikkerhet og dermed økt fokus på valutakursrisiko.

Svakhetene til disse indikatorene er at de enten måler andre forhold enn valutakursrisiko direkte (de to første) eller at de ikke nødvendigvis måler hvordan markedsaktørene vurderer valutakursrisikoen (den siste). Et mer direkte mål på aktørenes vurdering av valutakursrisiko er prisene på valutaopsjoner (implisitt volatilitet). Som beskrevet i Eitrheim, Frøyland og Røisland (1999), prises slike opsjoner direkte i implisitt volatilitet, som uttrykker forventet

variasjon i valutakursen (målt som årlig standardavvik).

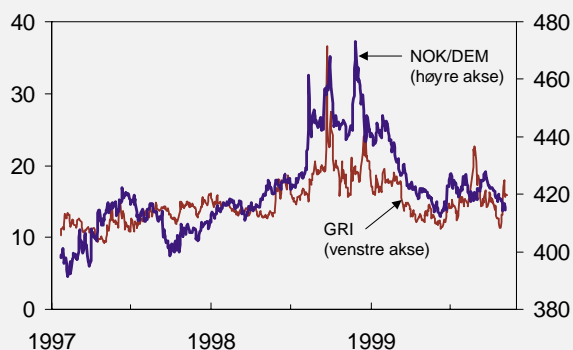
Det finnes opsjoner for en rekke valutaer. De største og mest likvide markedene er for amerikanske dollar (USD), euro (EUR) og japanske yen (JPY). For å konstruere en indikator basert på disse opsjonsprisene, kunne en for eksempel benytte den gjennomsnittlige implisitte volatiliteten for disse valutaparene. Det viser seg imidlertid at dette kan gi et feilaktig resultat. Brousseau og Scacciavillani (1999) – to forskere i Den europeiske sentralbanken – har utviklet en formel for å sammenstille implisitt volatilitet for USD, EUR og JPY. Basert på denne formelen kan en konstruere en indikator for global valutakursrisiko – GRI (global risikoinndikator).¹

Figur 1 viser utviklingen i GRI siden januar 1997. Vi ser at internasjonal kursrisiko har variert betydelig og at store utslag ofte kan identifiseres ved begivenheter i internasjonale finansmarkeder. GRI nådde et spesielt høyt nivå i dagene rundt 10. oktober 1998, da det var et kraftig fall i dollarkursen mot yen.

Det fremgår av figur 1 at det kan være en sammenheng mellom global valutakursrisiko og nivået på kronkursen. En økning i global valutakursrisiko kan blant annet slå ut i økt usikkerhet om fremtidig kronkurs, som igjen øker risikopremien på kronen. En økning i risikopremien vil normalt føre til en svekkelse av kronen, med mindre rentedifferansen øker tilsvarende.

¹Brousseau og Scacciavillani (1999) kaller indikatoren «Global Hazard Index» (GHI).

Figur 1 Utviklingen i GRI og kronkursen.



GRI måler bare en del av risikoen i globale finansmarkeder. Fordi den inneholder kun de tre hovedvalutaene USD, EUR og JPY, fanger den ikke så godt opp situasjoner med «flight to quality», hvor markedsaktørene blant annet ønsker å selge mindre valutaer og gå inn i hovedvalutaene. Slike generelle «flight to quality»-situasjoner kan tenkes å ramme kronekursen sterkere enn for eksempel en økning i volatiliteten til japanske yen.

Referanser

- Brousseau, V. and F. Scacciavillani (1999). «A Global Hazard Index for the World Foreign Exchange Markets», *European Central Bank Working Paper Series* No. 1.
- Eitrheim, Ø., E. Frøyland og Ø. Røisland (1999). «Kan prisen på valutaopsjoner si noe om markedets oppfatning av usikkerhet om kronekursen?», *Penger og Kreditt* nr. 2.

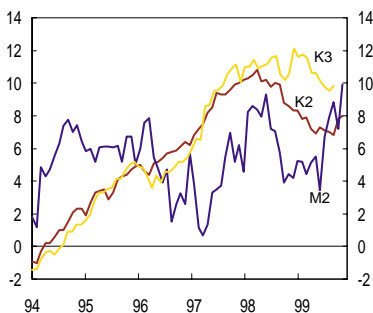
Noe høyere kredittvekst

Etter at årsveksten i innenlandsk kreditt (K2) nådde et toppunkt ved utgangen av mars 1998, avtok veksten fram til utgangen av mars i år. Så fulgte seks måneder med en veksttakt på om lag 7 prosent før årsveksten i K2 økte til omkring 8 prosent i september og oktober. Det var særlig høyere vekst i bankutlånene som førte til oppgangen i K2 fra august. Kredittveksten til foretak har vist en fallende tendens gjennom 1999, noe som trolig har sammenheng med lavere investeringsaktivitet. Veksten i kreditt til husholdningene har derimot holdt seg oppe. Dette gjenspeiler trolig den sterke prisveksten på boliger hittil i år. Den fortsatt forholdsvis høye kredittveksten kan også ha sammenheng med høy etterspørsel etter likviditet blant publikum i forbindelse med årsskiftet.

Årsveksten i samlet kreditt (K3), har vist en fallende trend i 1999, og var 9,8 prosent ved utgangen av september. Fallet i veksttaket skyldes at den utenlandske gjeldsveksten faller kraftig. Ettersom det i hovedsak er foretak som tar opp lån i utlandet, har dette trolig sammenheng med lavere investeringsaktivitet.

Årsveksten i pengemengden (M2) varierte mellom 3,5 prosent og 5,5 prosent i de fem første månedene av 1999, se figur 2.7. I sommermånedene økte pengemengdeveksten nokså markert, noe som trolig hadde sammenheng med at tilbakebetalingene av forskuddsskatt kom tidligere i år enn i fjor. Skatteutbetalingene i juni førte til økte bankinnskudd fra husholdningene. Fra utgangen av september til utgangen av oktober tok årsveksten i M2 seg ytterligere noe opp fra 7,2 prosent til 9,9 prosent. Den høye årsveksten kan skyldes økt likviditetsetterspørsel i forbindelse med årsskiftet.

Figur 2.7 Pengemengde (M2), kredittindikatoren (K2) og samlet kreditt til publikum (K3). Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

2.3 Konjunkturbildet

Veksten høyere enn ventet

Økonomiske indikatorer publisert siden forrige rapport indikerer at veksten i norsk økonomi har vært høyere enn ventet. Nasjonalregnskapet viste en vekst i BNP for Fastlands-Norge i

Økonomiske effekter av Y2K

Overgangen til år 2000 (heretter kalt Y2K) kan gi indirekte og direkte virkninger på realøkonomien. I tillegg kan en få virkninger i finansmarkedene. Det ser imidlertid ikke ut til at Y2K vil påvirke den samlede økonomiske utviklingen vesentlig.

Endringer i bedriftenes lageretterspørsel kan antas å påvirke samlet etterspørsel i 1999. Det skyldes at bedrifter vil kunne ønske å øke lagerbeholdningen for å møte eventuelle leveringsproblemer. I USA er det anslått at en eventuell økning i bedriftenes lagerbeholdninger kan øke BNP med opp mot 1 prosentpoeng¹. Denne effekten vil imidlertid raskt bli reversert i begynnelsen av 2000. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap for tredje kvartal er det enkelte tegn til at lagerbeholdningene i Norge øker.

I tillegg kan husholdninger hamstre ulike konsumvarer før årsskiftet. I en markedsundersøkelse av Norsk Gallup svarer 75 prosent av de spurte at de ikke kommer til å ta spesielle forhåndsregler i forbindelse med Y2K². Nærmere 400 000 husstander i Norge vil imidlertid forberede tusenårsskiftet ved å kjøpe inn ekstra mengder av ulike varer, i hovedsak mat og brennstoff. I foreløpig statistikk for tredje og fjerde kvartal for husholdningenes etterspørsel er det imidlertid vanskelig å avlese noen særlig effekt av dette.

Y2K har trolig medført at bedrifter har utsatt investeringer blant annet i nye EDB-systemer i år. Det finnes ikke statistikk for salg av programvare og EDB-maskiner til bedrifter i Norge. I Storbritannia var imidlertid nedgangen 13 prosent i tredje kvartal sammenliknet med salget i samme kvartal i fjor.³

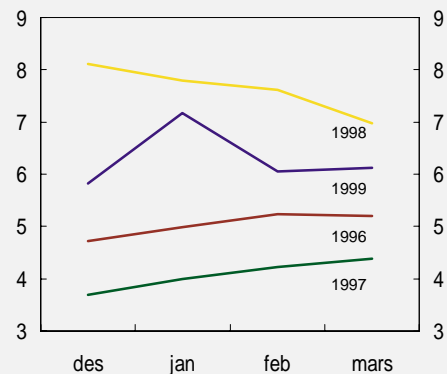
Anslagene på de makroøkonomiske virkningene av Y2K varierer. Ifølge en undersøkelse av Federal Reserve Bank of Philadelphia ventet 30 prognosemakere at Y2K ville føre til en vekstøkning i amerikansk økonomi i 1999 på 0,1 prosentpoeng og en reduksjon i veksten på 0,3 prosentpoeng i 2000⁴. For Nederland har Ing

Barings anslått at BNP vil falle med 1,4 prosent i 2000 som en følge av Y2K.

Forberedelsene knyttet til årsskiftet trekker ressurser vekk fra annen produktiv virksomhet. I USA er det beregnet at privat sektor har brukt omtrent 50 milliarder dollar⁵ på å forberede Y2K, mens den amerikanske stat har brukt 100 milliarder dollar ifølge det amerikanske handelsdepartementet. Det er ikke gjort tilsvarende beregninger for Norge, men tilsvarende andel i forhold til BNP ville være i underkant av 20 milliarder kroner. Globalt er det anslått at Y2K vil koste 300-600 milliarder dollar (anslag fra Gartner Group). Disse kostnadene har påløpt over flere år, slik at kostnaden i 1999 er lavere enn tallene i seg selv antyder.

I en undersøkelse av Gartner Group er det anslått at særlig utviklingsland og Russland kan vente problemer knyttet til Y2K i telekommunikasjon, energi og transport.⁶ I disse landene har forberedelsene vært små. På den annen side er infrastrukturen i disse landene i mindre grad avhengig av moderne dataverktøy slik at problemene ikke nødvendigvis blir så omfattende. I tillegg er EDB-programmene antakelig av nyere dato, som i mindre grad er følsomme for Y2K. Siden Norge har liten handel med disse landene, vil eventuelle problemer neppe ha særlig virkning for norsk økonomi.

Figur 1. Implisitt enmåneds terminrente. Prosent



Kilde: Norges Bank

¹ Se <http://news.cnet.com/news/0-1009-200-1402160.html?tag=st.ne.1009.thed.1009-200-1402160>.

² Se <http://www.gallup.no/menu/offentlig/default.htm>.

³ Se <http://news.cnet.com/news/0-1009-200-852359.html>

⁴ Undersøkelsen er referert i http://abcnews.go.com/sections/tech/CNET/cnet_y2k981124.html.

⁵ Jf tale av Greenspan, se <http://www.bog.frb.fed.us/BoardDocs/speeches/1999/19990917.htm>.

⁶ Se <http://www.sun-sentinel.com/money/y2k/internat.htm>.

Mye av diskusjonen om Y2K har konsentrert seg om effekten på finansmarkedene. En rekke aktører frykter knapphet på likviditet rundt årsskiftet, og vil derfor allerede nå prøve å dekke opp dette likviditetsbehovet. Dette har ført til høyere renter på likviditet for levering rundt årsskiftet, både i Norge og internasjonalt. Figur 1 viser norske enmåneds terminrenter⁷ beregnet før og etter årsskiftet for årene 1996-1999. Terminrenten for 1999/2000 er over 1 prosentpoeng høyere over årsskiftet enn månedene før og etter. For årene 1996-1998 er det imidlertid intet tilsvarende hopp i terminrentene rundt årsskiftet. Det indikerer at den ekstraordinære høye renten rundt tusenårsskiftet skyldes Y2K. Denne midlertidige renteoppgangen har trolig små realøkonomiske effekter.

Det er blitt gjort omfattende forberedelser for å møte Y2K i finanssektoren. I sin oppsummering

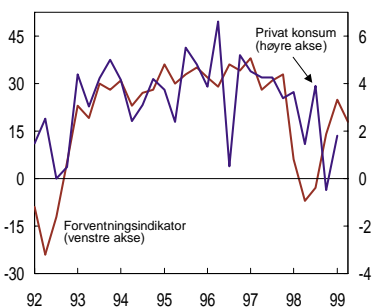
⁷ En implisitt terminrente er en beregnet fremtidig rente. Under bestemte forutsetninger kan implisitte terminrenter tolkes som markedets renteforventninger.

fra den siste undersøkelsen av forberedelsene hos aktørene i finansnæringen og deres datasentraler per 30. juni 1999, konkluderte Kredittilsynet med at forberedelsene ser ut til å være betryggende og at tilsynet ikke har grunnlag for å tro at det vil kunne oppstå store problemer knyttet til tusenårsskiftet på disse områdene. År 2000-forberedelser i finansiell sektor er nærmere drøftet i en ramme i Finansielt utsyn fra Norges Bank for andre halvår 1999.

Norges Bank har tidligere sendt ut melding om likviditetspolitikken ved årsskiftet. Renteutviklingen tyder på at frykten for uro i finansmarkedene rundt årsskiftet er mindre enn før. Norges Bank vil imidlertid under alle omstendigheter tilføre tilstrekkelig likviditet og ta hensyn til at omfordelingen av likviditet mellom bankene kan fungere dårligere enn vanlig. Norges Bank vil auksjonere likviditets-tilførende instrumenter både før julehelgen og i romjulen med forfall andre uke av januar.

tredje kvartal som var 1,5 prosent høyere enn i samme kvartal i 1998. Det er særlig utviklingen i tjenestekonsumet og realinvesteringene innenfor tjenesteyting og varehandel som har utviklet seg sterkere enn ventet. I tillegg har veksten i boliginvesteringene vært noe høyere enn ventet. Utviklingen innenfor industrien bidrar til at den samlede veksten dempes. I konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå oppgir industrilederne at tredje kvartal ble svakere enn tidligere forventet. Ordretilgangen fra hjemmemarkedet gikk ned sammenliknet med kvartalet før, noe som er klart svakere enn ventet. Et markert fall i industriinvesteringene bidrar til å trekke det samlede investeringsnivået ned. Nasjonalregnskapet viste et fall i realinvesteringene i Fastlands-Norge på 4,8 prosent i løpet av årets ni første måneder sammenliknet med samme periode i fjor.

Figur 2.8 Firekvartalersvekst i privat konsum og forventningsindikatoren (nivå)

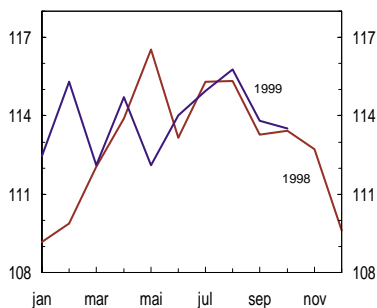


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Økonomisk Rapport

Husholdningene ser lyst på fremtiden

Privat konsum har så langt i år utviklet seg moderat. Nasjonalregnskapet for tredje kvartal viser en økning på 1,8 prosent fra samme kvartal i fjor, se figur 2.8. Veksten i varekonsumet har utviklet seg noe lavere enn forventet. Samtidig har tjenestekonsumet økt mer enn tidligere antatt. Økonomisk Rapports forventningsindikator for august og november viser at et flertall av husholdningene er optimistiske med hensyn til utviklingen i egen økonomi og landets økonomi fremover. Erfaringsmessig er det en viss sammenheng mellom utviklingen i privat konsum og forventningsindi-

Figur 2.9 Varekonsumindeksen.
Sesongjustert volum. 1995=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

katoren. Dette kan tyde på god vekst i privat konsum i den nærmeste tiden. Samlet innebærer dette at vi opprettholder vårt anslag for veksten i privat konsum på 2¼ prosent. Det har imidlertid vært en tendens til at konsumtallene oppjusteres i ettertid. Vi ser derfor ikke bort fra at den endelige konsumveksten kan bli høyere enn dette.

Det offentlige konsumet bidrar til å holde veksten i samlet etterspørsel oppe. Til og med tredje kvartal i år har offentlig konsum ifølge nasjonalregnskapet vokst med 1,8 prosent fra samme periode i fjor. Dette tallet kan bli oppjustert. Nysalderingsproposisjonen i desember viste at statsbudsjettets utgifter i år er blitt vesentlig høyere enn tidligere anslått. Anslaget for den underliggende reelle utgiftsveksten i statsbudsjettet har økt fra 1½ prosent til 2 prosent fra fremleggelsen av Statsbudsjettet 2000. I vedtatt budsjett for 1999 i fjor høst ble denne veksten anslått til om lag ½ prosent. Målt ved den aktivitetskorrigerede budsjettindikatoren er anslaget for den samlede innstramningen i finanspolitikken redusert fra om lag 1 prosent til om lag ½ prosent fra vedtaket om statsbudsjettet i fjor høst.

Tall fra ECON og Norges eiendomsmeglerforbund viser at bruktboligprisene steg med vel 10 prosent fram til og med tredje kvartal sammenliknet med samme periode i fjor. Dette var om lag som forventet i forrige rapport. Tall fra OBOS tyder på at bruktboligprisene i Oslo har stabilisert seg i oktober og november.

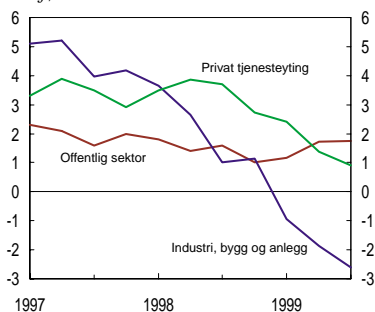
Fallet i investeringene og lavere vekst i privat varekonsum reflekteres i importstatistikken. I årets tre første kvartaler falt importvolumet med 3,5 prosent fra samme periode i fjor. Fallet i importen i tredje kvartal var større enn forventet i forrige rapport.

Arbeidsmarkedet stabiliseres, og ledigheten er fortsatt lav

Mens det er kraftig fall i sysselsettingen i deler av industrien, er det fortsatt økning i offentlig sektor og i enkelte skjermede næringer. Samlet er sysselsettingen i ferd med å stagnere, og var i tredje kvartal bare 0,1 prosent høyere enn i samme kvartal i fjor. Dette er om lag som ventet. Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU) for tredje kvartal viste at også arbeidstilbudet stagnerer.

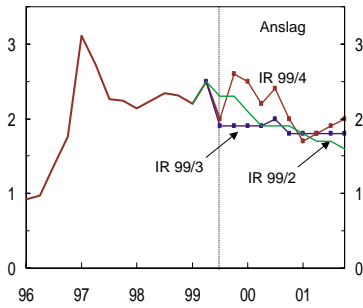
Den registrerte arbeidsledigheten holder seg relativt stabil og lav. I begynnelsen av desember var det registrert 56 500 helt arbeidsledige. Det tilsvarer 2,4 prosent av arbeidsstyrken. Beholdningen av ledige stillinger faller nå innenfor industriarbeid og teknisk arbeid. Økt etterspørsel etter arbeidskraft innenfor bygge- og anleggsarbeid, handelsarbeid og undervisningsarbeid bidrar imidlertid til at den samlede beholdningen av ledige stillinger har vært relativt stabil når det justeres for sesongvariasjoner. AKU-tallene for tredje kvartal viste en svak økning i ledigheten fra samme kvartal året før for første gang siden 1996. Presset i arbeidsmarkedet er således fortsatt meget høyt.

Figur 2.10 Sysselsatte etter sektor.
Prosentvis endring fra samme kvartal året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå, nasjonalregnskapet

Figur 3.1 Anslag på konsumprisveksten nå og tidligere. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3.1 Tekniske forutsetninger

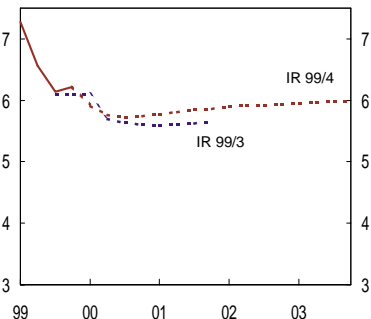
	1999	2000	2001	2002-2003
3 mnd. penge- markedsrente (årlig gj.snitt) ¹⁾	6,5	5,7	5,7	6,0
Valutakurs målt mot euro ²⁾	8,33	8,25	8,25	8,25
Realvekst off. utgifter	2½	2¼	2¼	2¼
Oljepris NOK/fat ³⁾	139	164	133	125

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

²⁾ Det legges til grunn en valutakurs på 8,25 kroner per euro fra fjerde kvartal. Dette tilsvarer om lag gjennomsnittet hittil i fjerde kvartal.

³⁾ Oljeprisen er forutsatt til om lag 24 USD per fat i fjerde kvartal. Det legges til grunn at oljeprisen gradvis vender tilbake til området 15-17 USD per fat.

Figur 3.2 Beregningsteknisk forutsetning om den kortsiktige pengemarkedsrenten¹⁾



¹⁾ Tremåneders pengemarkedsrente til og med 8. desember. Ut fjerde kvartal 1999 holdes renten uendret på nivået fra 8. desember. Fra og med første kvartal 2000: Tremåneders terminrenter estimert ut fra fire pengemarkedsrenter og fem statsobligasjonsrenter med ulik løpetid observert 8. desember.

Kilde: Norges Bank

3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

3.1 Inflasjonsutsiktene neste to år

Norges Bank anslår prisveksten til 2¼ prosent inneværende år, 2¼ prosent i 2000 og 1¾ prosent i 2001. Det er en oppjustering av prisveksten i 2000 på ¼ prosentpoeng fra forrige rapport. Oppjusteringen skyldes i hovedsak forventet bidrag fra vedtatte avgiftsøkninger i statsbudsjettet for 2000.

De siste par årene har konsumprisveksten i Norge vært preget av høy innenlandsk kostnadsvekst som har presset prisene på norskproduserte varer og tjenester opp. Fall i prisene på importerte konsumvarer har imidlertid holdt veksten i konsumprisene nede rundt 2¼ prosent. For de neste to årene venter vi en utvikling der lavere vekst i lønnskostnadene vil bidra til avtakende prisvekst på norskproduserte varer og tjenester, mens høyere råvare- og produsentpriser internasjonalt vil gi en viss økning i importprisene.

Den underliggende prisveksten anslås å bli 0,1 prosentpoeng høyere enn den samlede konsumprisveksten inneværende år. Det skyldes at strømprisene, til tross for kraftig økning i høst, hittil i år i gjennomsnitt er lavere enn i samme periode i fjor. Den underliggende prisveksten – som korrigerer for avgifter og strømpriser – anslås til i underkant av 2½ prosent i år og 2 prosent neste år. I 2001 anslås den underliggende prisveksten å følge den samlede konsumprisveksten.

I denne inflasjonsrapporten legger vi også fram anslag for norsk økonomi fram mot 2003. Prisanslaget fremover og usikkerheten i prisbildet er nærmere drøftet i kapittel 5.

Rente- og valutakursforutsetningene

Anslagene i denne inflasjonsrapporten er basert på en forutsetning om at pengemarkedsrenten utvikler seg i tråd med markedets renteforventninger uttrykt ved terminrentene i desember. Forutsetningen innebærer at pengemarkedsrenten for 2000 som gjennomsnitt blir om lag 5¾ prosent, se figur 3.2. Beregningsmetoden er nærmere omtalt i en egen ramme. Sentrale tekniske forutsetninger om penge- og finanspolitikken er gjengitt i tabell 3.1. Differansen mot europeiske renter vil ifølge terminrentene avta fra dagens nivå på noe under 3 prosentpoeng til 1¼ prosentpoeng ved utgangen av 2001. Vi har beregningsmessig forutsatt en kronkurs på 8,25 kroner per euro gjennom hele anslagsperioden. Dette tilsvarer om lag gjennomsnittet hittil i fjerde kvartal. På grunn av bevegelser hittil i år innebærer dette at kronen styrker seg med i gjennomsnitt 1¼ prosent fra i fjor til i år. Beregningsteknisk legger vi

deretter til grunn konstant kronekurs mot euro og mot våre handelspartnere.

Sterkere internasjonale prisimpulser

Samlet anslår vi at prisene på importerte varer og tjenester vil falle med 1 prosent i år og øke med 1 prosent både i 2000 og 2001.

De fleste råvareprisene har økt noe siden i sommer. Høyere vekst i verdensøkonomien fremover vil bidra til økt etterspørsel etter råvarer og isolert sett føre til ytterligere prisøkninger. På den annen side har produksjonskapasiteten for en rekke råvarer økt betydelig de siste årene, noe som vil dempe priseffektene av økt etterspørsel. Samlet venter vi at råvareprisene utenom olje vil øke moderat de nærmeste to årene.

Oljeprisen har fortsatt å stige og er på sitt høyeste siden begynnelsen av 1991. Prisoppgangen må ses i lys av at OPEC-landene i stor grad har overholdt vedtatte produksjonskutt. Vi

Revisjon av konkurransekursindeksen

Norges Bank vil fra 1. februar 2000 endre konstruksjonen av konkurransekursindeksen og utvide antallet valutaer i indeksen. Konkurransekursindeksen offentliggjøres daglig av Norges Bank på Reuters. Omleggingen har sin bakgrunn i tre forhold:

- Konkurransekursindeksen konstrueres i dag med utgangspunkt i valutakursenes endring i forhold til basiskursene 18. oktober 1990. Kursene for enkeltvalutaer veies med løpende årlige handelsvekter. Denne metoden har enkelte svakheter. Blant annet vil endringer i vekten til en valuta som ligger langt fra sin basiskurs føre til relativt store endringer i den aggregerte indeksen.
- Elleve av valutaene i dagens kurv ble fra 1. januar 1999 erstattet av euro.
- Norges Banks importveide kursindeks for 44 land illustrerer at land med forholdsvis små vekter i stor grad påvirker den effektive kursen ved store bilaterale kursbevegelser. Dette problemet er til stede også i konkurransekursindeksen, hvor særlig Asia er underrepresentert. Fra å dekke 98,5 prosent av handelen med industrivarer i 1970 har dekningsgraden falt til 89 prosent i 1996.

Konkurransekursindeksen vil heretter bli beregnet som en kjedeindeks. En vil derved

unngå store endringer i indeksen som følge av endringer i vektene. Vektene vil bli oppdatert fortløpende. Gjennom året vil indeksen bli beregnet i forhold til kursene første virkedag i februar (basiskursene). I februar året etter flyttes basiskursene ett år fram, og indeksen skjøtes. Den videre kursutviklingen beregnes ut fra de nye basiskursene. Den nye indeksen settes lik 100 i 1990. Til sammenlikning var den nåværende indeksen 99,9 i 1990.

Tidligere har utvidelser av antall valutaer i konkurransekursindeksen vært begrenset blant annet av manglende data for lønnskostnader per produsert enhet (LPE). På grunn av problemene med å sammenlikne produktivitetsutviklingen mellom land, legger en nå i stedet vekt på utviklingen i relative lønnskostnader som indikator for konkurransevneutviklingen. Slike tall er lettere tilgjengelige enn tall for LPE.

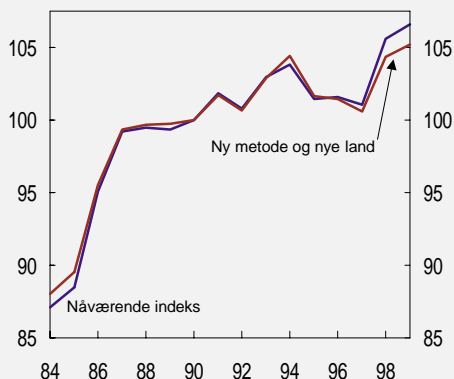
I tillegg til de eksisterende 18 landene i indeksen, inkluderes Singapore, Sør-Korea, Taiwan og Thailand fra 1984, og Polen, Tsjekkia og Ungarn fra 1994. Fra disse tidspunktene foreligger daglige valutakursnoteringer. Utvidelsen medfører at rundt 94 prosent av handelen med industrivarer dekkes av indeksen i 1996, mot 89 prosent i den nåværende indeksen. For eurolandene erstattes dagens valutakurser med euro når den nye indeksen publiseres.

Norges Bank vil med jevne mellomrom vurdere om det er grunnlag for å utvide indeksen ytterligere. Slike utvidelser vil i så fall finne sted ved den årlige flyttingen av basiskursene.

Figuren viser den nåværende konkurransekursindeksen sammen med den nye indeksen. Utviklingen i de to indeksene er stort sett sammenfallende, bortsett fra i 1986 og i 1998. Årsaken til avvikene er i hovedsak at flere valutaer er inkludert. I begge disse årene fikk vi en betydelig svekkelse av norske kroner. Selv om de nye valutaene utgjør en liten del av konkurransekursindeksen, reduseres endringen i kronekursen noe når de tas med.

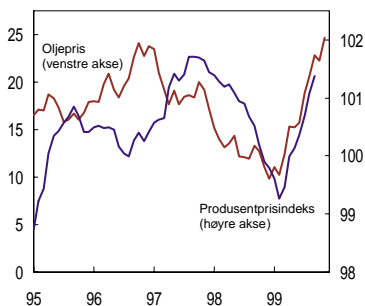
Ifølge den nye konkurransekursindeksen deprecierte den effektive kronekursen med 3,7 prosent fra 1997 til 1998, mens den nåværende indeksen viser en depresiering på 4,5 prosent.

Figur 1 Nåværende og ny konkurransekursindeks. 1990=100



Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Oljepris, USD per fat og produsentprisindeks for handelspartnerne, 1995=100



Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 3.2 Konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år.

	1999	2000	2001
USA	2¼	2½	2½
Japan	-½	0	¼
Tyskland	½	1	1¾
Frankrike	½	1	1¾
Italia	1½	1¾	1¾
Storbritannia	2½	2¼	2½
Sverige	½	1½	2
Danmark	2½	2½	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	1¼	1½	2
Euroområdet ²⁾	1	1½	1¾

¹⁾Konkurransevektvekt

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

Kilde: Norges Bank

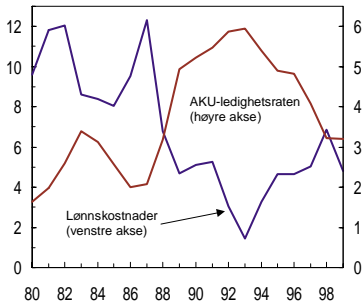
legger til grunn som teknisk forutsetning at den gjennomsnittlige oljeprisen hittil i fjerde kvartal, som var nærmere 190 kroner per fat, holder seg ut neste kvartal. Videre forutsetter vi at oljeprisen i løpet av et år gradvis vender tilbake til et leie i området 15-17 dollar, se tabell 3.1. Anslaget for oljeprisen er oppjustert med 30 kroner per fat for 2000 og med 13 kroner per fat for 2001 i forhold til forrige rapport.

Etter at produsentprisene hos våre handelspartnere viste et markert fall i første kvartal, økte de i andre og tredje kvartal, se figur 3.3. Forløpet reflekterer blant annet utviklingen i oljeprisen og andre råvarepriser. Vi har oppjustert anslaget for veksten i produsentprisene blant våre handelspartnere til -¼ prosent i år. Neste år anslås veksten til 1½ prosent. Dette bidrar til å forklare at prisfallet på importerte varer i år avløses av økende importpriser fra neste år.

Også utviklingen i kronekursen kan ha bidratt til prisfallet på importerte varer. Hittil i år har kronen appresiert med 1¼ prosent målt mot den importveide kursindeksen. Vi har i denne rapporten som vanlig lagt til grunn at utviklingen i kronekursen de neste årene ikke vil gi selvstendige bidrag til utviklingen i importprisene.

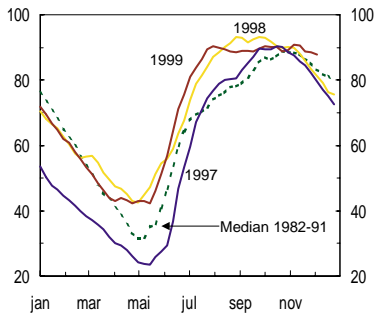
Til tross for at den kraftige oppgangen i oljeprisen har bidratt til økt konsumprisvekst hos våre handelspartnere, er prisveksten fortsatt moderat. Dette skyldes blant annet at avgiftssystemet i mange land demper gjennomslaget av oljeprisen på konsumprisene. Dessuten bidrar økt konkurranse i produktmarkedet innenfor euroområdet og fortsatt høy produktivitetsvekst i USA til å holde prisveksten nede. Vi venter at disse prosessene vil dempe de økte prisimpulsene fra

Figur 3.4 Gjennomsnittlige lønnskostnader i Fastlands-Norge. Prosentvis årlig vekst. AKU-ledighetsraten.



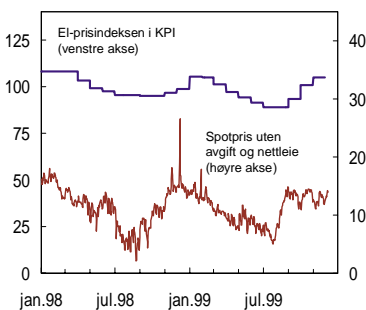
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Fyllingsgrad i vannmagasinene. Uketall



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.6 Elektrisitetspriser. Spotpris i øre per kWh



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Nordpool

råvare- og produsentprisene fremover, spesielt i EU-landene. I USA vil høyere vekst i importprisene og et stramt arbeidsmarked trolig likevel isolert sett bidra til økt prisvekst de nærmeste årene. Samlet anslås konsumprisveksten hos handelspartnerne å øke fra 1¼ prosent i år til 2 prosent i 2001, se tabell 3.2.

Industrien trekker lønnsveksten ned

Årslønnsveksten inneværende år anslås til 4¾ prosent. Anslaget er basert på at lønnsglidningen blir om lag som i fjor. Det er imidlertid fortsatt stor usikkerhet knyttet til årets lønns- glidning. Arbeidsmarkedet er fortsatt relativt stramt. Dette kan ha bidratt til høye lokale tillegg, særlig i tjenesteytende næringer. Tradisjonelt har industrien vært lønnsledende i norsk økonomi. Dette har vært basert på at lønnsomheten i industrien skal være retningsgivende for lønnsveksten i økonomien under ett. Lønnsdannelsen i RIMINI-modellen er bygd opp på tilsvarende måte. I årene fremover vil lønnsdannelsen i Norge bli preget av to motstridende effekter. Vi venter en markert nedgang i sysselsettingen i industrien som følge av lav lønnsomhet og lavere realinvesteringer. Dette trekker i retning av lavere lønnsvekst de neste årene. På den annen side venter vi at arbeidsmarkedet i offentlig sektor og enkelte private tjenesteytende næringer fortsatt vil være relativt stramt. Det innebærer at det vil kunne være press mot høyere lønnsvekst i disse sektorene.

Anslagene her er basert på at industrien fortsatt vil være lønnsledende. Samlet venter vi at lavere konsumprisvekst og avtakende press i arbeidsmarkedet med noe høyere ledighet vil dempe lønnsveksten de nærmeste årene. Vi anslår lønnsveksten til om lag 3¾ prosent både i 2000 og 2001. Dersom det tradisjonelle systemet for lønnsdannelsen ikke holder, er sannsynligheten for høyere lønnsvekst større enn sannsynligheten for en tilsvarende lavere lønnsvekst. I kapittel 5 har vi sett nærmere på den usikkerheten som ligger i lønnsanslaget og belyst mulige virkninger av et eventuelt brudd i den tradisjonelle lønnsdannelsen.

Strømprisen demper prisveksten i år

Til tross for kraftig prisoppgang i høst har strømprisene falt i underkant av 3 prosent hittil i år sammenliknet med samme periode i fjor. I tillegg til sterk konkurranse i kraftmarkedet bidrog den høye fyllingsgraden i vannmagasinene i løpet av sommeren til nedgangen i prisen på elektrisitet fram til august, se figur 3.5. Strømprisen vil bidra til å trekke den samlede konsumprisveksten ned med om lag 0,1 prosentpoeng i år. I 2000 vil økningen i elektrisitetsavgiften, med fullt gjennomslag til forbrukerne, isolert sett øke strømprisene med 6-7 prosent. For 2001 legger vi til grunn at strømprisene øker i takt med konsumprisindeksen.

Tabell 3.3 Ulike institusjoners anslag på konsumprisveksten i 1999 og 2000¹⁾. Prosentvis endring fra året før.

	1999	2000
Finansdepartementet	2,2	2,0
Statistisk sentralbyrå	2,3	2,1
OECD ²⁾	2,3	2,1
IMF	2,3	2,3
Consensus Forecasts ³⁾		
Høyeste anslag	2,3	2,1
Gjennomsnitt	2,3	2,0
Laveste anslag	2,2	1,9

1) Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene.

2) Konsumdeflator

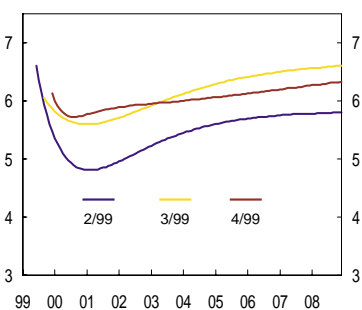
3) Desember 1999

Figur 3.7 Prisindeks for førstegangsomsetningen og produsentpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.8 Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter. Prosent



Kilde: Norges Bank

Kommunale gebyrer trekker husleiene opp

Delindeksen for husleie økte i november med 3,1 prosent sammenliknet med samme måned i fjor. Bidraget til konsumprisveksten har økt fra juni i år, da tolv månedersveksten var 2,6 prosent. Inneværende år vil husleie bidra til å trekke veksten i konsumprisindeksen opp. Økningen i husleieindeksen skyldes blant annet økningen i kommunale gebyrer. Kommunale gebyrer knyttet til bolig er en av komponentene i delindeksen for husleie. I Nasjonalbudsjettet for 2000 er kommunale gebyrer anslått å øke med 7,9 prosent i år og 4,6 prosent neste år. Vi legger til grunn at husleie vil bidra til å trekke veksten i konsumprisindeksen noe opp også i 2000.

3.2 Inflasjonsforventningene

Oversikten fra «Consensus Forecasts» i desember over anslag for norsk økonomi viser at et utvalg markedsobservatører venter en vekst i konsumprisindeksen på 2,3 prosent i år og 2,0 prosent neste år, se tabell 3.3. I gjennomsnitt er anslagene for i år og neste år nedjustert med 0,1 prosentpoeng fra august. Det er uklart i hvilken grad vedtaket om økte avgifter er reflektert i anslagene. De samme observatørene venter et noe mindre omslag i økonomien enn vi gjør.

De siste månedene er prisutviklingen på produsent- og engrosleddet sterkt påvirket av utviklingen i oljeprisen. Erfaringsmessig har ikke endringer i oljeprisen noe stort gjennomslag i konsumprisindeksen, se nærmere omtale i Inflasjonsrapport 99/2. I november økte produsentprisindeksen med 5,8 prosent fra samme måned i fjor. I industrien vokste produsentprisene med 2,7 prosent i november fra samme måned i fjor, se figur 3.7. Tolvmånedersveksten i indeksen for førstegangsomsetningen innenlands har økt fra 2,1 prosent i august til 3,1 prosent i november. Også for denne indeksen er det hovedsakelig oljeprisen som forklarer oppgangen i prisveksten.

Informasjon om aktørenes pris- og renteforventninger får vi også fra avkastningskurven i penge- og obligasjonsmarkedet. Med utgangspunkt i avkastningskurven kan en beregne terminrenter, som er implisitte renter mellom to fremtidige tidspunkter. Figur 3.8 viser hvordan de helt kortsiktige terminrentene, omregnet til tremånedersrenter, har utviklet seg siden Inflasjonsrapport 99/2. Disse terminrentekurvene kan med visse forutsetninger tolkes som et uttrykk for markedets forventninger om utviklingen i tremånedersrenten i årene fremover. Beregningene er nærmere omtalt i en egen ramme.

På kort og mellomlang sikt gjenspeiler terminrentene aktørenes forventninger om konjunkturutviklingen og innretningen av pengepolitikken. Terminrentene med forfall langt fram i tid gir i større grad informasjon om tilliten til at den samlede økonomiske politikken vil gi lav inflasjon over tid, samtidig som de gjenspeiler det langsiktige globale rentenivået.

Beregning av terminrentene i inflasjonsrapportene

Siden inflasjonsrapport 1998/4 har Norges Bank basert forutsetningen for renteutviklingen på terminrentekurven, som kan beregnes på grunnlag av observerte markedsrenter. Terminrentene kan tolkes som markedsaktørens forventninger om fremtidig rente. Forutsetningen er av teknisk karakter og er ikke basert på skjønsmessige vurderinger fra Norges Banks side om renteutviklingen¹.

Terminrentene kan også tolkes som en indikator for markedsaktørens tillit til den økonomiske politikken. Forskjellen mellom terminrentene i Norge og i eurolandene langt fram i tid kan tolkes som forventet inflasjonsforskjell på lang sikt pluss en risikopremie². Vesentlige endringer i denne terminrenteforskjellen kan tolkes som endringer i aktørens tillit til at inflasjonen i Norge over tid vil være på linje med inflasjonen i eurolandene. Mindre forskjeller i de langsiktige terminrentene kan skyldes ulike typer risikopremier eller midlertidige og tilfældige utslag.

For å beregne terminrenter bruker Norges Bank en metode som ble utviklet av Nelson og Siegel (1987) og videreutviklet av Svensson (1994). Metoden forutsetter en bestemt funksjonsform for terminrentekurven. Funksjonen er blant annet kjennetegnet ved at den konvergerer mot et konstant rentenivå på lang sikt. Funksjonen estimeres ut fra de observerte rentene i markedet ved hjelp av sannsynlighetsmaksimering. Terminrentene beregnes med svært kort løpetid for alle fremtidige tidspunkter. Fra og med inflasjonsrapport 99/4 regnes terminrentene som glidende tre-måneders gjennomsnitt, slik at de kan tolkes som forventede tremånedersrenter.

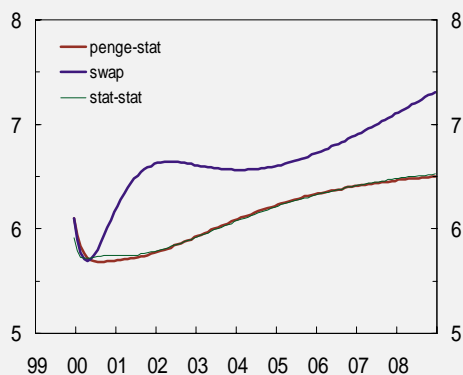
I beregningene benytter Norges Bank observasjoner av fire pengemarkedsrenter med en til tolv måneders løpetid og rentene på fem statsobligasjoner med gjensstående løpetid fra om lag 1½ år til 9½ år. Disse rentene er valgt fordi de antas å være fra de mest likvide markedene i de ulike løpetidssegmentene. I tillegg er det relativt lett å

finne sammenliknbare renter for andre land, noe som er nødvendig for å beregne terminrentedifferanser.

Det er ikke opplagt at kombinasjonen av pengemarkedsrenter og statsobligasjonsrenter gir det beste uttrykket for forventet fremtidig pengemarkedsrente. Ulik kredittrisikopremie for statspapirer og plasseringer i pengemarkedet kan påvirke de beregnede terminrentene. Hvis kredittrisikoen faller betydelig i overgangen fra pengemarkedsrenter til obligasjonsrenter, kan det føre til at terminrentekurven faller mer – eller stiger mindre – enn renteforventningene skulle tilsi i området 1-2 år fram.

Forskjellen i kredittrisiko kan fjernes ved å erstatte pengemarkedsrentene med statssertifikatrenter. Dette er gjort i den grønne kurven i figuren nedenfor. Alternativt kan statsobligasjonsrentene erstattes med langsiktige private renter³. Den blå kurven i figuren viser resultatet av en slik beregning. Den røde kurven er estimert fra pengemarkedsrenter og obligasjonsrenter, det vil si med de observasjonene Norges Bank normalt bruker i terminrenteberegningene.

Figur 1 Terminrenter basert på ulike renter. 1. desember 1999



Kilde: Norges Bank

Forskjellen mellom den røde og den grønne kurven er liten. Det tyder på at ulik kredittrisiko i første del av kurven ikke hadde vesentlig betydning da denne beregningen ble gjort. I perioder med større usikkerhet i markedene kan

¹ Se lederen til Inflasjonsrapport 99/2 for en nærmere omtale.

² Se Frøylund (1997) for en nærmere omtale.

³ Fastrentedelen i renteswapper med løpetid fra to til ti år.

imidlertid de to fremgangsmåtene gi mer ulike resultater. Den blå kurven, som er basert på private renter for alle løpetider, har et nokså ujevnt forløp og flater ikke ut i løpet av den nærmeste ti-års perioden. Den ligger også vesentlig høyere enn de to andre. Dette reflekterer først og fremst at det er høyere kredittrisiko på langsiktige private lån enn på tilsvarende statslån. Kredittrisikopremien kan være økende med løpetiden, og er heller ikke konstant over tid. Dermed blir det et avvik mellom terminrenten og forventet rente som gjør at terminrentene i den blå kurven i liten grad reflekterer de faktiske renteforventningene. På den annen side kan terminrentene som er basert på langsiktige statsrenter ligge litt lavere enn forventet pengemarkedsrente. Målt ved den gjennomsnittlige differansen mellom pengemarkedsrenter og renter på statscertifikater er imidlertid denne forskjellen nokså liten.

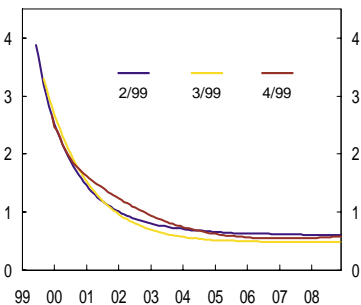
Terminrentene som brukes i inflasjonsrapportene kan ikke tolkes som et presist mål på rente-

forventningene. Likevel er det grunn til å tro at de er en god tilnærming til de faktiske forventningene. Det kan være visse tilfeldige variasjoner i terminrentekurvene over tid, men utslagene er nokså små og har minimal betydning for anslagene for den økonomiske utviklingen. Norges Bank vil komme tilbake med en nærmere analyse av terminrentene i neste utgave av Penger og Kreditt.

Referanser

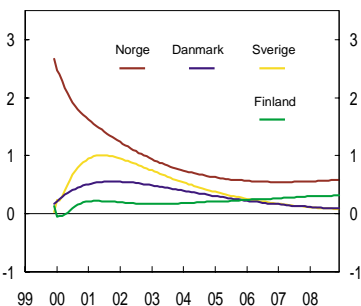
- Frøyland, E. (1997): «Beregning og tolkning av terminrenter», *Penger og Kreditt* s. 126-133.
- Nelson, C.R. og A.F. Siegel (1987). «Parsimonious Modeling of Yield Curves», *Journal of Business*, 60.
- Svensson, L.E.O. (1994). «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-94», *CEPR Discussion Paper Series*, No. 1051, October

Figur 3.9 Differansen mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Figur 3.10 Terminrentedifferanser mot Tyskland 8. desember 1999. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 viser at terminrentene i Norge er om lag uendret siden forrige rapport. Terminrentene tyder på at det ventes om lag uendrede renter for de nærmeste par årene. Figur 3.9 viser forskjellen mellom norske og tyske terminrenter nå og ved de to foregående inflasjonsrapportene. Den langsiktige terminrentedifferansen kan ses som en indikator for markedsaktørenes tillit til at inflasjonen i Norge over tid vil være på linje med inflasjonen i euroområdet. Denne differansen er om lag 0,6 prosentpoeng. Det er omtrent som ved forrige rapport.

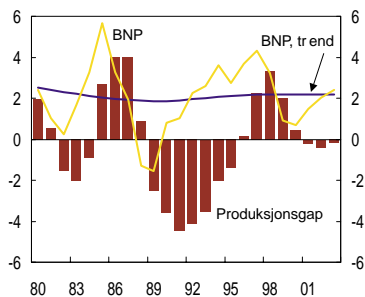
Figur 3.10 viser en sammenlikning av terminrentedifferansene mot Tyskland for Norge, Sverige, Danmark og Finland. Figuren illustrerer at de kortsiktige rentene for tiden er høyere i Norge enn i de andre landene, og at denne forskjellen ventes å avta i årene fremover. I Sverige ser markedsaktørene ut til å forvente betydelig økning i de kortsiktige rentene de nærmeste par årene. På lang sikt er terminrentedifferansen mot Tyskland noe høyere for Norge enn for Sverige, Danmark og Finland.

Tabell 4.1 Hovedtall 1999-2003. Prosentvis volumendring fra foregående år der ikke annet fremgår.

	1999	2000	2001	2002-2003
Etterspørsel fra				
Fastlands-Norge	¾	1	1¾	2½
Privat konsum	2¼	2	2	2¾
Offentlig konsum	2¼	2¼	2	2
Realinvesteringer	-5½	-3½	½	2¼
Tradisjonell eksport	1½	3¾	5½	5¼
Tradisjonell import	-2¾	-1	3½	5
BNP	¾	2¼	1¾	2
BNP, Fastlands-Norge	1	¾	1½	2¼
Sysselsetting	½	-½	0	1
Arbeidsledighet, AKU	3¼	3¾	4	4
Konsumpriser	2¼	2¼	1¾	2
Årslønn	4¾	3¾	3¾	3¾

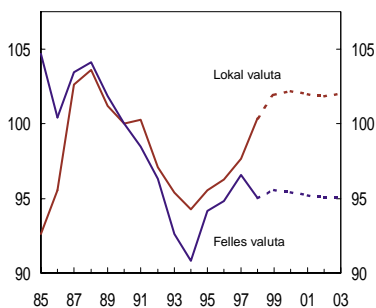
Kilde: Norges Bank

Figur 4.1 Reell vekst i BNP for Fastlands-Norge, trendmessig BNP-vekst og produksjonsgap



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Relative lønnskostnader i Norge i forhold til handelspartnerne. Indeks 1990=100



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

4.1 Hovedtrekk

Vi har bak oss en langvarig konjunkturoppgang. Den er nå avløst av en periode med lav vekst, men det er fortsatt rekordhøy yrkesdeltaking og betydelig press i deler av arbeidsmarkedet. Samtidig ser avmatningen i år og neste år ut til å bli mindre enn ventet. BNP-veksten for Fastlands-Norge anslås til ¾ prosent i 2000 og 1½ prosent i 2001. Deretter anslås veksten å komme tilbake til trendveksten.

Sysselsettingsveksten vil da være tilbake på en rate noe i overkant av den demografiske tilveksten i arbeidsstyrken.

Vi venter fortsatt økt etterspørsel etter arbeidskraft i offentlig sektor og i tjenesteytende næringer. Det ser ut til at omslaget i hovedsak vil begrenses til industrien, dels som følge av svekket lønnsomhet og tapt konkurransevne, men også som følge av en varig nedgang i oljeinvesteringene. Omslaget innebærer betydelige omstillinger i verftsindustrien og i deler av verkstedindustrien. Hvor store konsekvenser dette omslaget får for den samlede aktiviteten, vil blant annet avhenge av omstillingsevnen i de bedriftene som blir berørt.

De siste par årene har forhold på tilbudssiden i økonomien, først og fremst stramheten i arbeidsmarkedet, gjort det stadig vanskeligere å kombinere høy produksjonsvekst med lav innenlandsk kostnadsvekst. Samtidig har produktivetsveksten vært avtakende i norsk næringsliv. Dette får følger særlig for konkurranseutsatt sektor. Siden 1994 har lønnsveksten i norsk industri vært 8 prosentpoeng høyere enn hos handelspartnerne, se figur 4.2. Asia-krisen førte til fallende råvarepriser, lav internasjonal etterspørsel og dermed til lavere lønnsomhet i norsk industri. I tillegg faller oljeinvesteringene i år og enda kraftigere neste år.

Bedriftenes første tiltak vil være å redusere investeringene. Dette vil trolig skje i alle deler av næringslivet. I industrien vil en nokså raskt også se kostnadsreduksjoner gjennom tilpassing av arbeidsstokken. Utslaget i samlet produksjon blir ventelig noe mindre enn fallet i sysselsettingen. Dette henger blant annet sammen med at gjennomsnittlig produktivitet ventes å øke.

Deler av industrien og bygge- og anleggssektoren er del av et internasjonalt fleksibelt arbeidsmarked med innslag av utenlandsk arbeidskraft. Enkeltbedrifter kan dessuten omstille seg til ny virksomhet når ressurser frigjøres fra annen aktivitet. Fleksibilitet og omstillingsevne vil bidra til å dempe økningen i arbeidsledigheten. Samtidig anslås sysselsettingsveksten innenfor skjermet sektor å bli noe høyere enn tidligere ventet. Det vil bidra til å stabilisere den samlede sysselsettingen.

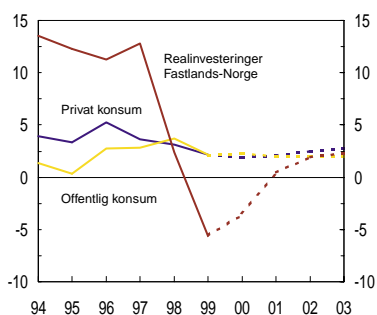
Stor omstillingsevne i næringslivet kan føre til at nedgangen i industrisysselsettingen blir lavere enn anslått. På den annen side er lønnsomheten i næringslivet svak. Bedriftssektoren inklusive oljesektoren har hatt betydelige negative finansinvesteringer i fjor og i år. Det er usikkert om våre anslag på lavere investeringer og fall i sysselsettingen vil gi en tilstrekkelig bedring i bedriftenes finansielle situasjon. Dette kan trekke i retning av et mer markert omslag.

Også andre anslag er preget av betydelig usikkerhet. Blant annet er utviklingen i husholdningenes sparing usikker. Demografiske forhold tilsier at sparingen i husholdningene vil vise underliggende vekst, blant annet som følge av økt privat pensjonssparing. Samtidig er husholdningenes finansielle formue historisk høy. Vi venter at husholdningenes reelle inntekter vil vokse med 1½ prosent neste år. Veksten vil deretter ta seg opp mot 3 prosent i slutten av perioden. Utsiktene for husholdningenes inntekter og formue innebærer en mulighet for at husholdningene vil øke sin etterspørsel mer enn anslått.

De mellomlangsigtede fremskrivningene er betinget av våre forutsetninger om finanspolitikken, renten, valutakursen og lønnsdannelsen. Vesentlige avvik i disse forutsetningene vil gi en annen utvikling enn det som er skissert her. Utviklingen de siste årene kan tyde på at særlig finanspolitikken og lønnsdannelsen kan bli annerledes enn vi har lagt til grunn. Blant annet kan utviklingen i Folketrygdens utgifter og økende etterspørsel etter offentlige tjenester føre til et press i retning av en mer ekspansiv finanspolitikk. Knapphet på arbeidskraft i deler av offentlig sektor og privat tjenesteyting kan føre til at tjenesteytende næringer i større grad blir lønnsledende, spesielt i kombinasjon med en eventuell økning i offentlige bevilgninger til pressede sektorer.

Usikkerheten i beregningene og virkninger av endringer i sentrale forutsetninger er nærmere drøftet i kapittel 5.

Figur 4.3 Etterspørselskomponenter i Fastlands-Norge. Prosentvis årlig vekst



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	1999	2000	2001
USA	4	3½	3
Japan	¾	¾	1½
Tyskland	1¼	2½	2½
Frankrike	2¾	3	2¾
Italia	1¼	2¼	2½
Storbritannia	1¾	2¾	2¾
Sverige	3½	3½	3
Danmark	1½	1¾	2¼
Norges handelspartnere ¹⁾	2½	2¾	2¾
Euroområdet ²⁾	2¼	2¾	2¾

¹⁾Eksporvekter

²⁾Kjøpekraftskorrigerte BNP-vekter fra IMF

Kilde: Norges Bank

4.2 Internasjonale rammebetingelser

Veksten tar seg opp

De økonomiske utsiktene ser nå langt lysere ut enn ved inngangen til året. Vi forventer at den økonomiske veksten globalt i år blir på rundt 3 prosent og at veksten vil ta seg opp til 3½ prosent neste år. Siden forrige inflasjonsrapport er anslaget for veksten hos våre handelspartnere oppjustert med ¼ prosentpoeng i år og neste år.

De kriserammede landene i Asia ser ut til å komme seg raskt. Alle landene forventes å oppnå positive vekstrater i inneværende år. Brasils devaluering i januar 1999 har så langt bare ført til et mindre tilbakeslag i den økonomiske veksten i Latin-Amerika, men har gitt økte handelspolitiske spenninger mellom landene i området. I Russland har den økonomiske

Sammenlikning med fremskrivningene i Inflasjonsrapport 1998/4

I løpet av det siste året er risikoen for et markert omslag i norsk økonomi redusert. Dette illustreres når vi sammenlikner anslagene i denne inflasjonsrapporten med anslagene i Inflasjonsrapport 1998/4.

Omslaget i år har gitt mindre utslag på produksjon og sysselsetting enn en kunne frykte. Gjennom 1999 har det skjedd en endring i sammensetningen av tilgangen på varer og tjenester. En større del av etterspørselen enn vi ventet har rettet seg mot norskproduserte varer og tjenester. Dette er reflektert i oppjusterte anslag for BNP for Fastlands-Norge (figur 1) og nedjusterte anslag for importen. Også produktivtveksten anslås nå høyere enn for et år siden.

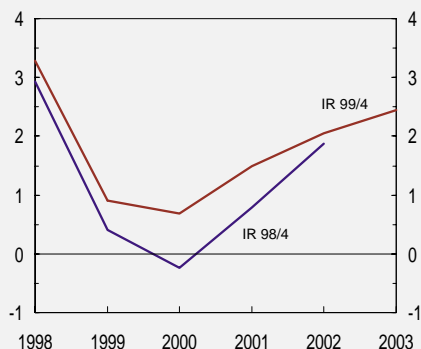
Den samlede etterspørselen fra Fastlands-Norge blir trolig høyere i de neste årene enn ventet for et år siden. Offentlig konsum er blitt vesentlig høyere enn ventet, både i 1998 og 1999 (figur 2). Profilen i oljeinvesteringsanslagene er også endret siden i fjor. Mens vi ventet at oljeinvesteringene ville falle med 15 prosent i 1999 og 2000, anslås nå fallet til henholdsvis 10 prosent og 25 prosent i de to årene.

For et år siden så vi for oss en sterkere økning i arbeidsledigheten og en kraftigere avdemping av lønnsveksten i 2001 og 2002. Figur 3 viser

Tabell 1. Anslag for noen makroøkonomiske hovedstørrelser for 1999. Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

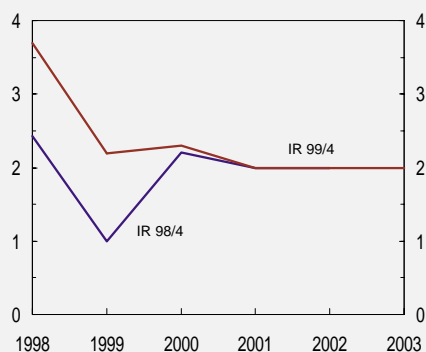
	IR 1999/4	IR 1998/4
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	¾	- ¼
Privat konsum	2¼	1¾
Offentlig konsum	2¼	1
Brutto realinvesteringer	- 5½	- 8
Realinvesteringer i oljevirkosomhet	- 10	- 15
Eksport av tradisjonelle varer	1½	2¼
Eksport av råolje og gass	0	6½
Import av tradisjonelle varer	- 2¾	- 2
BNP	¾	1¼
BNP Fastlands-Norge	1	½
Sysselsetting	½	½
Arbeidsstyrke, AKU	¼	¾
Arbeidsledighetsrate (nivå), AKU	3¼	3½
Konsumpriser	2¼	2½
Årslønn	4¾	6
Driftsbalansen (mrd kr)	34	17

Figur 1 BNP Fastlands-Norge.
Prosentvis årlig vekst



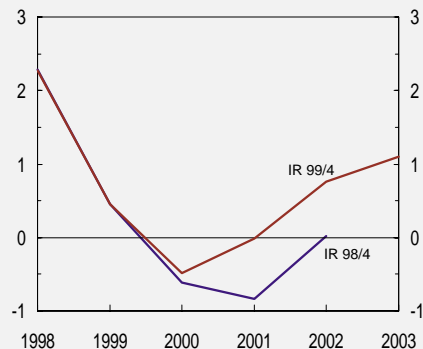
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Offentlig konsum
Prosentvis årlig vekst



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Sysselsatte personer.
Prosentvis årlig vekst



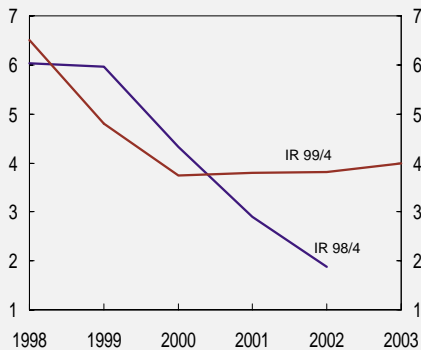
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

forventet utvikling i sysselsettingen. For 1999 og 2000 er anslagene ikke vesentlig endret, men de er oppjustert fra 2001.

Den underliggende veksten i lønninger og priser anslås nå lavere for 1999 og 2000 enn for et år siden, se figur 4 og 5. Den importerte prisveksten er blitt betydelig lavere enn ventet. Det er hovedårsaken til at anslaget for konsumprisveksten er nedjustert, til tross for sterkere vekst i etterspørselen. Som følge av at vi nå ser for oss en raskere vekst mot slutten av perioden, venter vi imidlertid noe høyere lønnsvekst fra 2000 og utover (figur 4). Tilsvarende er anslaget for konsumprisindeksen oppjustert mot slutten av fremskrivningsperioden.

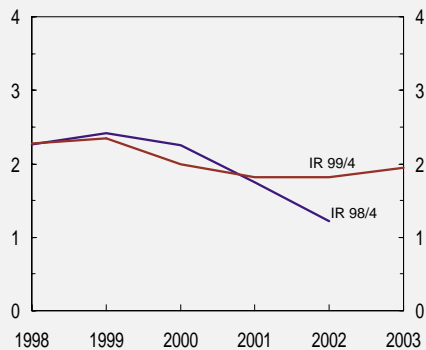
Oljeprisforutsetningene er oppjustert betydelig fra i fjor. Prisøkningen på olje bidrar til å forklare en kraftig oppjustering av anslagene for driftsbalansen i årene fremover (figur 6).

Figur 4 Årslønn
Prosentvis årlig vekst



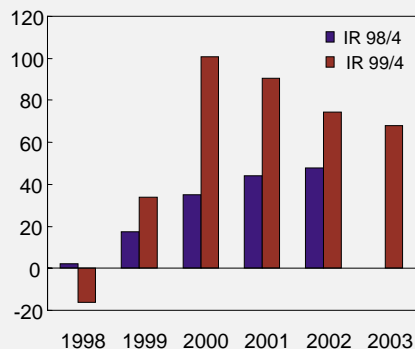
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5 Årlig underliggende konsumprisvekst



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6 Driftsbalansen overfor utlandet
Milliarder kroner

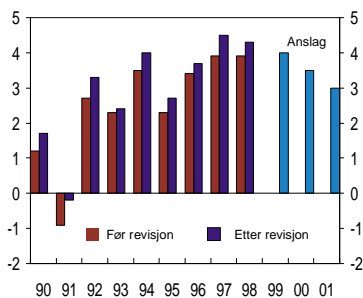


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

utviklingen vært mindre negativ enn fryktet, og i inneværende år forventes en svak oppgang. Den økonomiske veksten falt noe i de fleste sentral- og øst-europeiske landene i 1999. Dette avspeilet dels vanskelige finansieringsvilkår og dels effekten av krisen i Russland i 1998.

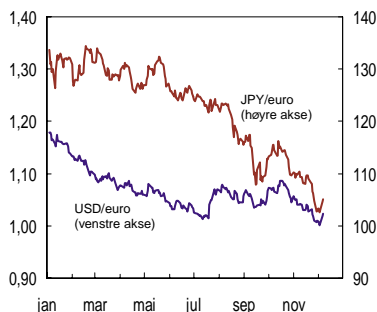
I USA viser revisjon av nasjonalregnskapstall at den gjennomsnittlige BNP-veksten fra 1992 til 1998 har økt fra 3,2 prosent til 3,6 prosent. I 1998 ble veksten oppjustert med

Figur 4.4 BNP-vekst i USA. Årsvekst



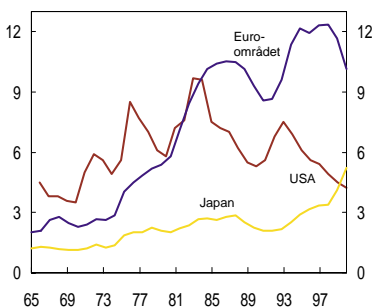
Kilde: Bureau of Economic Analysis og Norges Bank

Figur 4.5 Valutakurser



Kilde: Datastream

Figur 4.6 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken i USA, Japan og euroområdet



Kilde: OECD og Datastream

0,5 prosentpoeng til 4,3 prosent. Vi forventer at en utfaling av formuesverdiene, sammen med noe høyere renter, vil gi lavere vekst i det private forbruket neste år og i årene fremover. De samme faktorene vil, sammen med lavere fortjeneste, føre til svakere vekst i investeringene.

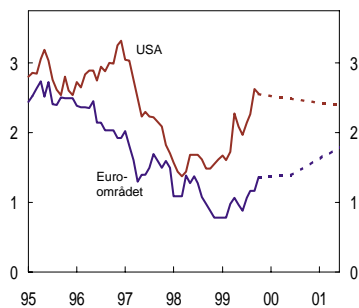
I Japan var den økonomiske utviklingen uventet sterk i første halvår. Den økonomiske veksten kom i stor grad fra offentlige investeringer, noe som har sin bakgrunn i de økonomiske stimulerings tiltakene som ble vedtatt i 1998. Det var også uventet sterk vekst i privat konsum. Dette bildet endret seg imidlertid som ventet i tredje kvartal. I Tyskland er veksten i inneværende år betydelig nedjustert. Dette følger i hovedsak av en revisjon av nasjonalregnskapsstatistikken, men svakere enn forventet vekst i andre kvartal i år har også bidratt. I Frankrike og mange av de mindre landene i euroområdet ser imidlertid veksten ut til å bli sterkere enn tidligere antatt. Lave renter og en kraftig økning blant annet i boligprisene har bidratt til sterk økning i privat konsum i flere av landene. Bedringen i verdensøkonomien har ført til en betydelig forbedring i eksportutsiktene for Kontinental-Europa. Vi venter at dette, sammen med økt innenlandsk etterspørsel, vil bidra til høyere vekst de nærmeste årene. Det er solid vekst i Sverige, og vi har oppjustert vekstanslaget for Storbritannia i år og neste år.

Økt optimisme, men fortsatt faremomenter

Veksten i USA har lenge vært sterk uten at det har resultert i tiltakende pris- og kostnadspress. Våre anslag innebærer en myk landing i USA med fortsatt solid vekst uten alvorlige inflasjonsproblemer. Det er imidlertid flere risikofaktorer som kan medføre svakere utvikling i USA med de negative konsekvenser det vil ha for utviklingen i hele verdensøkonomien. Hittil har styrking av dollaren og fallende råvarepriser bidratt til å dempe prispresset i USA. En kraftig svekkelse av dollaren, for eksempel som følge av de store underskuddene på driftsbalansen, kan gi økt prisvekst i USA. Effekten av økte importpriser målt i dollar vil være sterkere enn tidligere, siden en vesentlig større andel av amerikansk etterspørsel nå dekkes ved import. I nåværende situasjon med stramt arbeidsmarked vil økte importpriser kunne føre til økt pris- og kostnadspress og pengepolitisk tilstramming. Gjeldsoppbyggingen i privat sektor og utviklingen i aksjemarkedet er andre risikofaktorer for amerikansk økonomi. Økningen i aksjekursene har hittil utgjort en vesentlig del av husholdningenes formuesøkning. Dersom aksjekursene faller betydelig, vil dette kunne føre til at privat etterspørsel blir lavere enn antatt.

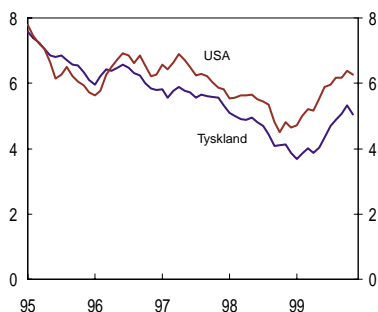
Ulik konjunkturutvikling er et risikomoment for euroområdet. Veksten er fortsatt svak i Tyskland og Italia. Samtidig er det tendenser til overoppheting i Irland, Nederland, Portugal og Spania. Pengepolitikken til ESB blir bestemt av utviklingen i euroområdet sett under ett, og land med svak vekst som

Figur 4.7 Prisvekst i USA og euro-området. Tolv månedersvekst. Prosent



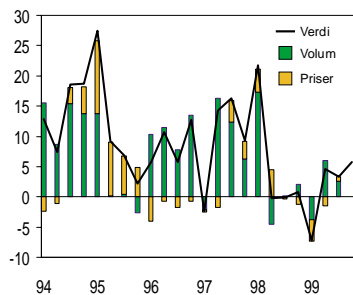
Kilde: Eurostat, Datastream og Norges Bank

Figur 4.8 Rente på 10-års statsobligasjoner. Tyskland og USA



Kilde: Norges Bank

Figur 4.9 Eksport av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tyskland og Italia vil ha begrenset rom for å motvirke dette med mer ekspansiv finanspolitikk.

I Japan er det fortsatt stor usikkerhet rundt den fremtidige økonomiske utviklingen. Fallende inntekter og økt jobbsikkerhet innebærer at tilliten til den økonomiske utviklingen fortsatt er svak blant japanske husholdninger. Næringslivet, spesielt den skjermede delen, har fortsatt en betydelig gjeldsbyrde og overskuddskapasitet. Offentlige investeringer falt kraftig i tredje kvartal og vil trolig ikke ta seg opp før de finanspolitiske stimuleringsiltakene trer i kraft i annet halvår 2000. Eksporten tok seg opp i tredje kvartal, og oppgangen i resten av Asia vil kunne bidra positivt til den økonomiske utviklingen. Imidlertid vil styrkingen av japanske yen kunne begrense vekstbidraget fra eksportsektoren.

Noe høyere prisvekst internasjonalt

Konsumprisveksten hos våre handelspartnere var 1,3 prosent i fjor og ser ut til å bli om lag det samme i år. En viktig årsak til den lave prisveksten i fjor var fallende råvare- og energipriser, samt moderat nominell lønnsvekst. I tillegg styrket handelspartnerne valutaer seg vesentlig overfor valutaene til flere utviklings- og overgangsøkonomier. Siden årsskiftet har oljeprisen økt kraftig og prisene på flere råvarer viser en oppadgående tendens. Dette har bidratt til en økning i inflasjonen i høst. Flere sentralbanker har satt opp renten de seneste månedene. Renteøkningene virker dempende på prisveksten i tiden fremover. Vi venter bare en moderat økning i prisveksten hos handelspartnerne neste år.

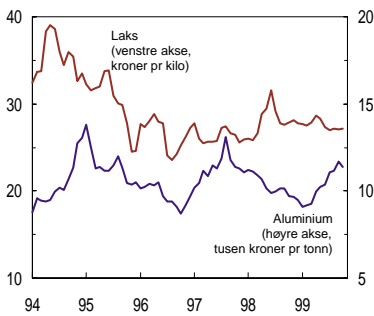
Det har vært en økning i både de langsiktige og kortsiktige rentene i 1999. Økningen i de langsiktige rentene er til dels en reversering av rentenedgangen i USA og Europa som fulgte i kjølvannet av krisen i de fremvoksende økonomiene. De kortsiktige pengemarkedsrentene i euroområdet og USA har økt de siste månedene. Økningen skyldes både innstramminger i pengepolitikken og økt etterspørsel etter likviditet i forbindelse med tusenårsskiftet. Vi forventer derfor at de internasjonale pengemarkedsrentene tidlig neste år vil falle noe. Innretningen av pengepolitikken vil likevel trolig bli mindre ekspansiv neste år for å hindre sterkere prisstigning internasjonalt.

4.3 Utenriksøkonomien

Overskuddene på driftsbalansen øker

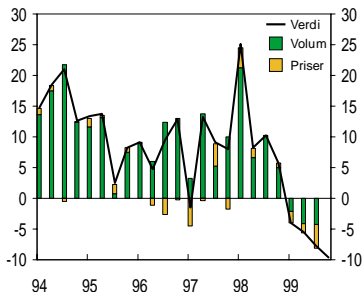
På slutten av tidligere konjunkturoppdager har norsk økonomi vanligvis utviklet store ubalanser i utenriksøkonomien. Det er ikke tilfellet nå. Økte oljeinntekter vil bidra til store overskudd de nærmeste årene. Likevel vil utviklingen i den tradisjonelle handelsbalansen være bestemmende for driftsbalansen i et lengre perspektiv og også påvirke evnen til å møte uventede fall i oljeinntektene.

Figur 4.10 Prisutviklingen på aluminium og laks



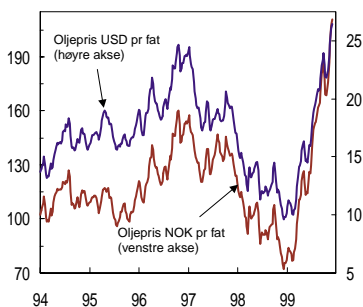
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Financial Times

Figur 4.11 Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.12 Oljepriser i NOK og USD



Kilde: Norges Bank

Ved inngangen til 2000 er norske eksportnæringer i en situasjon hvor sterk kostnadsvekst har svekket den kostnadsmessige konkurransevnen. Rekordhøye oljeinvesteringer har samtidig bidratt til at aktiviteten i deler av industrien har vært svært høy. Utviklingen for norsk eksport de neste årene vil i stor grad avhenge av om industrien lykkes med å bringe kostnadsveksten ned. Men selv om norsk eksport i stor grad er bestemt av innenlandske forhold, som for eksempel kostnadsutviklingen og produksjonskapasiteten, vil vekstutsiktene i utlandet også ha betydning for eksporten fremover. I tillegg vil eksportutviklingen påvirkes av næringsspesifikke forhold. Dette gjelder blant annet i hvilken grad den oljeavhengige industrien klarer å omstille seg til eksportrettet virksomhet når etterspørselen fra Nordsjøen faller.

Videre vil rammebetingelsene for fiskeeksporten, både tilgangen og handelsbetingelsene, spille en viktig rolle. Også eksport av tjenester, i første rekke turisme, kan bidra til vekst i eksporten de nærmeste årene.

Inneværende år anslår vi veksten i tradisjonell vareeksport til 1½ prosent. Neste år regner vi med at økt investeringsetterspørsel i Europa vil trekke veksten opp i 3¾ prosent. For årene etter anslår vi at lavere kostnadsvekst og en viss omstilling i deler av den oljerelaterte industrien vil bringe eksportveksten ytterligere opp.

Prisene på tradisjonelle eksportvarer har vist svak utvikling i år. Sterkere krone og lave priser på råvarer bidrog til nedgang i eksportprisene i første halvår. Figur 4.10 viser at aluminiumsprisen har økt betydelig gjennom året, og vi venter at dette vil bidra til en vekst i eksportprisene på 2¼ prosent neste år. I år venter vi at eksportprisene på tradisjonelle varer faller med ½ prosent. I perioden 2001-2003 venter vi at veksten i eksportprisene vil ligge rundt 1¼ prosent.

Importen av tradisjonelle varer har hittil i år vist svakere vekst enn tidligere anslått. Lavere vekst i privat konsum og større fall i investeringene enn ventet er årsaker til dette. Vi anslår nå et fall i importen av tradisjonelle varer på 2¾ prosent i år. Neste år venter vi et fortsatt sterkt fall i investeringene både i oljesektoren og i fastlandsbedriftene. Dette vil føre til ytterligere nedgang i importvolumet. Deretter vil veksten i importen av tradisjonelle varer ta seg opp.

Overskuddet på driftsbalansen i år anslås til om lag 34 milliarder kroner. I løpet av året har det vært en markert svekkelse av tjenestebalansen, blant annet som følge av en økning i nordmenns konsum i utlandet. Anslagene for oljeinntektene er viktige for utviklingen i driftsbalansen fremover. Vår forutsetning om oljeprisutviklingen innebærer en gjennomsnittlig oljepris på 164 kroner i 2000 før den avtar gradvis ned mot 125 kroner i andre halvår 2001. Oljeproduksjonen og oljeeksporten anslås å øke med 10 prosent neste år. Også den tradisjonelle vareeksporten vil bedres neste år. Til sammen venter vi at overskuddet på driftsbalansen kan komme opp i 100

milliarder kroner i 2000. Årene etter venter vi at overskuddene gradvis vil reduseres til i underkant av 70 milliarder kroner i 2003. Overskuddene vil i stor grad motsvares av høy kapitalutgang gjennom Statens petroleumsfond.

4.4 Innenlandsk etterspørsel

Husholdningenes sparing holder seg oppe

Fremskrivningene viser en utvikling med forholdsvis høy sparing de neste fire årene, der privat konsum vokser om lag i takt med realinntektene.

Utviklingen i privat konsum i inneværende år ser ut til å bli om lag som forventet i forrige inflasjonsrapport. Tjenestekonsumet er imidlertid blitt høyere enn ventet, mens varekonsumet er blitt lavere. Dette kan være tegn på mer varige endringer i konsummønsteret. Vi anslår årsveksten til $2\frac{1}{4}$ prosent. Dette medfører en liten økning i spareraten fra 6,6 prosent i fjor til $6\frac{3}{4}$ prosent i år, se figur 4.13.

Husholdningenes inntekter har vokst markert gjennom mesteparten av 1990-tallet, både som følge av høy lønns- og sysselsettingsvekst og moderat inflasjon. Realinntektsveksten for husholdningene inneværende år ser ut til å bli $2\frac{1}{2}$ prosent, som er en nedgang fra i fjor. Vi venter en ytterligere nedgang i den reelle inntektsveksten neste år. I perioden 2001-2003 venter vi at realinntektsveksten tar seg noe opp igjen.

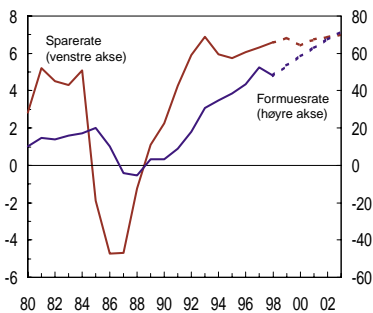
Inntektsveksten vil være relativt høy sammenliknet med forrige konjunkturedgang, til tross for moderat lønnsvekst. Dette må ses i sammenheng med at prisstigningen er stabil og etter hvert vil avta. Den forholdsvis høye inntektsveksten gjennom de neste fire årene vil bidra til at spareraten opprettholdes om lag på dagens nivå.

Veksten i privat konsum anslås til 2 prosent i 2000. Mot slutten av fremskrivningsperioden venter vi en viss oppgang i konsumveksten. Husholdningene har et betydelig finansielt rom for å jevne ut konsumet over konjunktursyklusen. Dette kan gi seg utslag i høyere privat konsum enn våre anslag.

Den trendmessige økningen i spareraten på 1990-tallet har skjedd til tross for at flere underliggende forhold har pekt i motsatt retning. Husholdningenes samlede formue har økt sterkt gjennom 1990-tallet utover det som følger av den tradisjonelle sparingen. Dette skyldes både sterk boligprisvekst og verdigevinster i den finansielle formuen. Norske husholdninger har en stor del av formuen i egen bolig.

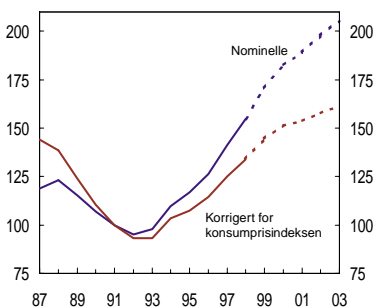
Erfaringsmessig bidrar økte boligpriser derfor til at de ønsker å spare en mindre andel av sin løpende inntekt. Dette vil normalt forsterke konsumetterspørselen i en konjunkturoppgang. Siden bunnen i 1992/1993 har boligprisene nesten fordoblet seg. Tall fra ECON og Norges Eiendomsmeidler-

Figur 4.13 Husholdningenes sparing og netto finansformue. Prosent av disponibel inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.14 Priser på brukte boliger. Nominelle og reelle. Årsgjennomsnitt. Indeks 1991=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå, ECON og Norges Bank

forbund¹ viser at boligprisene steg med vel 10 prosent i årets tre første kvartaler sammenliknet med samme periode i fjor. Økningen var som ventet i forrige inflasjonsrapport.

For de kommende fire årene venter vi i gjennomsnitt en lavere boligprisvekst enn de siste seks årene, blant annet som følge av lavere sysselsettings- og inntektsvekst. Forventet høyere aktivitet i boligbyggingen utover i fremskrivningsperioden vil i tillegg øke boligtilbudet og virke prisdempende. Sammenliknet med siste halvdel av 1990-tallet vil dette virke dempende på privat konsum og stimulerende på sparingen.

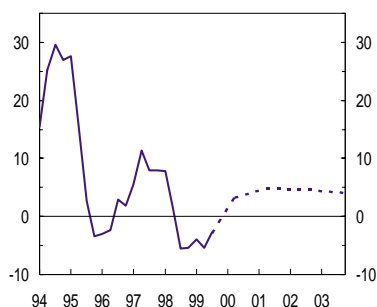
I tillegg til boligformuen har husholdningenes finansformue vokst sterkt i år og bidratt til at husholdningenes finansielle stilling er god (se for øvrig Norges Banks rapport: Finansielt utsyn for andre halvår). Etter børsfallet i fjor tapte husholdningene vel 23 milliarder kroner på omvurderinger gjennom 1998. I løpet av første halvår i år hadde husholdningene en samlet kursgevinst på sine finansielle fordringer på om lag 25 milliarder kroner. Dette var hovedsakelig kursgevinster på aksjer, verdipapirfond og forsikringskrav. Sammen med høye netto finansinvesteringer i samme periode har dette gitt en markert vekst i formuen fra i fjor. I utgangspunktet virker dette på samme måte som økt boligformue. Det kan imidlertid være slik at kursgevinstene er konsentrert til en andel av husholdningene som har en relativt lav marginal konsumtilbøyelighet.

Den høye sparingen kan også ha sammenheng med demografiske forhold. Andelen av befolkningen mellom 45 og 66 år har økt og vil fortsette å øke mot 2010, mens andelen eldre vil være stabil eller fallende. Det er normalt den middelaldrende delen av befolkningen som har høyest sparerate. Et annet forhold som kan bidra til fortsatt høy sparing er eventuell usikkerhet knyttet til de offentlige pensjonsordningene. I Nasjonalbudsjettet 2000 pekes det på store pensjonspolitiske utfordringer. Folketrygdens pensjonsytelser er anslått å øke fra 8 prosent av BNP i 1995 til 15 prosent i 2030. Dette kan tolkes som at offentlig sparing kanskje ikke er høy nok til at skatteøkninger eller reduserte pensjonsutbetalinger kan unngås i fremtiden. Slike forventninger vil kunne bidra til høy privat sparing. I tillegg kan eventuelle ønsker om høyere pensjonsutbetalinger enn de offentlige pensjonsordningene ventes å gi, bidra til høyere privat pensjonssparing og lavere konsum i den yrkesaktive delen av befolkningen.

Boliginvesteringene tar seg opp igjen

De siste to årene har boliginvesteringene vært forholdsvis lave, til tross for at det har vært sterk boligprisvekst og mangel på boliger i Oslo og andre større byer. Nasjonal-

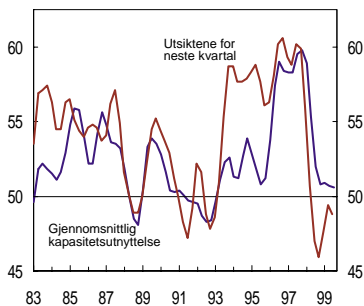
Figur 4.15 Boliginvesteringer. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Norges Banks vektet tallene slik at store byer får noe mindre vekt enn i ECON/Norges Eiendomsmeglerforbunds ordinære prisstatistikk. Dette gir et rimeligere bilde av boligprisveksten i landet totalt.

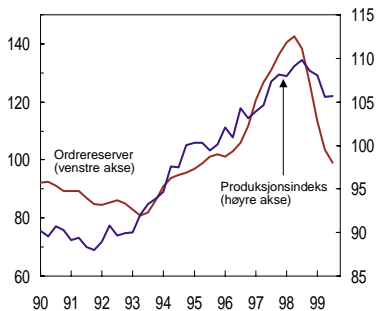
Figur 4.16 Forklaringsfaktorer for industriens investeringer. Konjunkturbarometeret. Diffusjonsindekser¹⁾. Glattet



¹⁾ En vanlig tolkning av diffusjonsindekser er at dersom verdien er 50 indikerer dette at om lag like mange venter vekst, som fall for kjennetegnet.

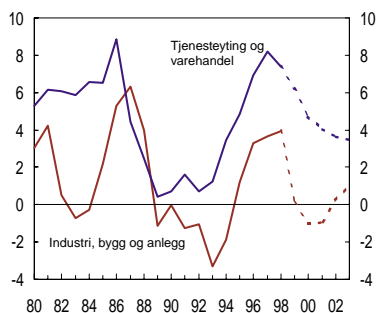
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.17 Ordreserver (verdi) og produksjonsindeks (volum) for industrien. 1995=100. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.18 Netto realinvesteringsrate. Investeringer fratrukket kapitalslit i prosent av bruttoprodukt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

regnskapstall for årets tre første kvartaler viser at boliginvesteringene hittil i år har falt med 4,2 prosent sammenliknet med samme periode i fjor. Samlet anslås boliginvesteringene å falle med 3 prosent inneværende år.

Flere forhold taler for at boliginvesteringene tar seg noe opp i årene fremover. Det er blant annet en markert vekst i ordretilgangen for boligbygg hittil i år. De seneste årene har det dessuten vært sterkere vekst i prisene på brukte boliger enn på nye. Det gjør det isolert sett mer attraktivt for husholdningene å bygge nye boliger fremfor å kjøpe brukt.

Betydelig fall i investeringene

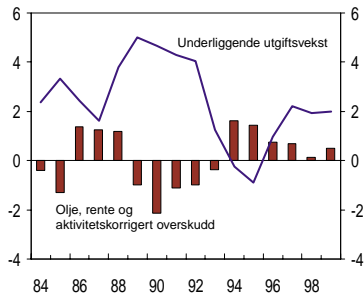
Vi venter at realinvesteringene i bedriftene i Fastlands-Norge vil falle med 6¼ prosent i år. Svake tall for import fra utenrikshandelen til og med oktober, støtter opp under dette bildet. Det er særlig et betydelig fall i investeringer innen industrien og anleggssektoren. Fram til og med tredje kvartal inneværende år falt investeringene i industrien med 25 prosent sammenliknet med samme periode i fjor. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer for tredje kvartal meldte halvparten av foretakene at svak etterspørsel eller økt konkurranse på det norske markedet virket begrensende på produksjonen. Investeringene innenfor tjenesteyting og varehandel har falt mindre enn ventet, blant annet som følge av fortsatt høy aktivitet i privat og offentlig sektor.

Fallet i fastlandsinvesteringene fortsetter trolig neste år, og det er investeringene i industrien som trekker mest ned. Den svake utviklingen i ordreserverne til industrien i tredje kvartal indikerer at utsiktene for lønnsomheten er lav i mange industribedrifter. Statistisk sentralbyrås investeringstelling for industrien for 2000 støtter opp under dette bildet. Et fall i investeringene knyttet til petroleumsvirksomheten på 25 prosent neste år vil også bidra til lavere produksjon i verftsindustrien og i deler av verkstedindustrien. For fastlandsbedriftene som helhet venter vi en nedgang i investeringene på 6¼ prosent i 2000. Vi har imidlertid ikke indikasjoner på generelt stor overkapasitet i næringslivet.

Etter en betydelig nedgang i realinvesteringene fram mot utgangen av 2000, venter vi at investeringene tar seg opp igjen. Moderat lønnsvekst og høyere vekst i produktiviteten vil bedre lønnsomheten i industrien. I tillegg vil høyere aktivitet erfaringsmessig øke bedriftenes investeringer.

Investeringsfallet blir mindre markert enn tidligere anslått i tjenesteyting og varehandel. Investeringsraten vil her være på et relativt høyt nivå ved utgangen av 2003, se figur 4.18. Vi ser dermed for oss at kapasiteten i denne sektoren fortsetter å vokse. Samlet sett vil nivået på bedriftsinvesteringene i 2003 være svakt i underkant av nivået i 1999.

Figur 4.19 Olje, rente og aktivitetskorrigert overskudd og statsbudsjettets reelle underliggende utgiftsvekst



Overskuddet er i prosent av BNP for Fastlands-Norge, endring fra foregående år. Utgiftsveksten er prosentvis endring fra året før
Kilde: Finansdepartementet

Høy vekst i offentlige utgifter

De siste årene er innretningen av finanspolitikken blitt vesentlig mer ekspansiv enn det vedtatte finanspolitiske opplegget ved inngangen til året. For eksempel har veksten i offentlig konsum på 1990-tallet i gjennomsnitt vært 1,6 prosentpoeng høyere enn anslaget i Nasjonalbudsjettet høsten før. Selv midt i året viser det seg vanskelig å anslå konsumveksten, som i gjennomsnitt er blitt 0,8 prosentpoeng høyere enn forutsatt i Revidert Nasjonalbudsjett i mai samme år. Også i 1999 har det vært en betydelig glidning i offentlige utgifter. Det skyldes i hovedsak høyere inntekts- og utgiftsvekst i kommunesektoren enn forutsatt i Nasjonalbudsjettet for 1999. Vi anslår nå veksten i offentlig konsum til $2\frac{1}{4}$ prosent.

For neste år har vi lagt vekt på det finanspolitiske opplegget som er skissert i Nasjonalbudsjettet for 2000 og budsjettforliket i Stortinget. Realveksten i offentlig konsum anslås til $2\frac{1}{4}$ prosent i 2000, mens offentlige realinvesteringer ventes å falle noe. Høy vekst i offentlige stønader neste år bidrar til å holde den offentlige utgiftsveksten oppe. Etter en realvekst i offentlige utgifter på $2\frac{1}{2}$ prosent i år, innebærer våre forutsetninger at vekstraten neste år avdempes til rundt $2\frac{1}{4}$ prosent.

Utover i perioden er det grunn til å vente en betydelig økning i enkelte offentlige utgiftsposter som følge av vedtak som allerede er fattet. Det gjelder i særlig grad utgiftene til tidligpensjon og alders- og uførepensjon. Vi har imidlertid i referansebanen lagt til grunn en samlet vekst i offentlige utgifter på linje med trendvekst i BNP. Dette innebærer at en ekstraordinær økning i enkelte utgiftsposter antas å bli dekket inn gjennom lavere vekst i andre utgiftsposter. I kapittel 5 drøfter vi mulige virkninger av en eventuelt høyere vekst i offentlige utgifter.

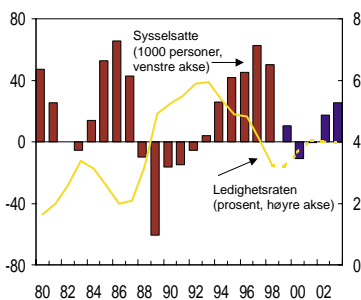
4.5 Arbeidsmarkedet

Sysselsettingsveksten stagnerer

Etter at sysselsettingen har økt med nærmere 250 000 personer i løpet av de siste 7 årene, har veksten nå stagnert. Det er imidlertid store forskjeller mellom de ulike sektorene i arbeidsmarkedet. Innenfor industrien har sysselsettingen falt med 10 000 personer siden i fjor høst, mens det fortsatt er vekst i sysselsettingen i offentlig sektor og innenfor tjenesteytende næringer i privat sektor. Sysselsettingsveksten har vært noe sterkere enn ventet innenfor privat tjenesteyting og varehandel. Vi anslår nå samlet sysselsettingsvekst inneværende år til $\frac{1}{2}$ prosent.

Fremover venter vi fortsatt lav lønnsomhet i bedriftene, lavere realinvesteringer og generelt svakere vekst i innenlandsk etterspørsel. Det vil dempe etterspørselen etter arbeidskraft, spesielt innen industri og bygg og anlegg. Det kraftige fallet i oljeinvesteringene vil særlig ramme sysselsettingen i

Figur 4.20 Endring i sysselsatte personer fra året før og AKU-ledighetsraten



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

verftsindustrien på Vestlandet. Den høye kostnadsveksten de siste årene kan ha bidratt til svekket omstillingsevne innenfor konkurranseutsatt sektor. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til graden av omstillingsevne. I industrien og i bygge- og anleggssektoren kan vi stå overfor et samlet fall i sysselsettingen på 8-10 prosent i løpet av de neste to årene. Samtidig ser det ut til at veksten i sysselsettingen kan bli noe høyere enn tidligere antatt i tjenesteytende næringer. Det vil stabilisere sysselsettingen. Samlet anslår vi et fall i sysselsettingen på ½ prosent neste år og uendret sysselsetting i 2001. Mot slutten av fremskrivingsperioden venter vi igjen økt etterspørsel etter arbeidskraft som en følge av at produksjonen og lønnsomheten i bedriftene tar seg opp.

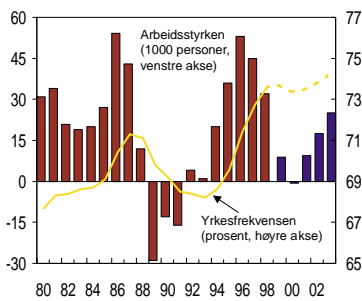
Arbeidsstyrken er på et høyt nivå, men veksten synes å ha stagnert. Sammen med den høye yrkesdeltakelsen indikerer dette at arbeidskraftreservene nå er nær uttømt. Vi anslår veksten i arbeidsstyrken til ¼ prosent inneværende år. Fremover venter vi at svakere utsikter på arbeidsmarkedet vil kunne bidra til at færre går inn i arbeidsstyrken. I tillegg kan bedre utsikter på øvrige nordiske arbeidsmarkeder føre til at det blir vanskeligere å beholde arbeidstakere fra våre naboland. Vi venter nå om lag uendret arbeidsstyrke neste år, før den tar seg noe opp igjen i 2001. De nærmeste årene ventes veksten i arbeidsstyrken å være noe lavere enn det den demografiske tilgangen alene skulle tilsi slik at yrkesfrekvensen avtar. Mot slutten av fremskrivingsperioden venter vi at arbeidsstyrken øker med noe i overkant av det den demografiske utviklingen skulle tilsi.

Samlet sett er presset i arbeidsmarkedet fortsatt meget høyt. Utviklingen i ledige stillinger indikerer imidlertid at presset er i ferd med å avta i enkelte deler av arbeidsmarkedet. Ifølge Arbeidsdirektoratet faller nå beholdningen av ledige stillinger innenfor flere yrker, spesielt innenfor industriarbeid og teknisk arbeid. På den annen side har økt etterspørsel etter arbeidskraft innenfor bygge- og anleggsarbeid, handelsarbeid og undervisningsarbeid bidratt til at den samlede beholdningen av ledige stillinger har vært relativt stabil når det justeres for sesongvariasjoner.

Den registrerte ledigheten holder seg fortsatt lav. I begynnelsen av desember var det registrert 56 500 helt ledige ved arbeidskontorene. Det tilsvarer 2,4 prosent av arbeidsstyrken. AKU-tallene for tredje kvartal viste en svak økning i ledigheten for første gang i år. I gjennomsnitt over året venter vi at AKU-ledigheten blir 3¼ prosent, om lag uendret fra i fjor.

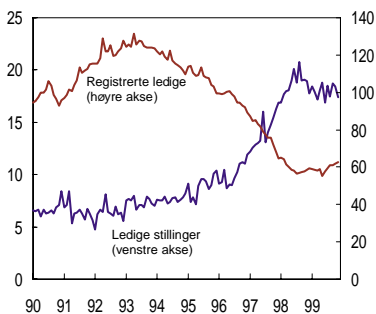
Gjennom de siste 15-20 årene har det vært tegn til at ledigheten har festet seg på et gradvis høyere nivå. For eksempel er dagens arbeidsmarked meget stramt, mens en tilsvarende ledighetsrate i 1983 ble vurdert som høy. Dette kan tyde på at et gitt ledighetsnivå isolert sett indikerer et strammere arbeidsmarked enn tidligere. Økningen i ledigheten kan være uttrykk for større omstillingskrav i økonomien som har bidratt til en

Figur 4.21 Endring i arbeidsstyrken fra året før og arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i yrkesaktiv alder (yrkesfrekvensen)



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.22 Registrerte ledige personer og ledige stillinger. Antall i tusen. Sesongjustert



Kilde: Arbeidsdirektoratet

større friksjonsledighet. Økt spesialisering av arbeidstakerne trekker i samme retning. Den rekordhøye yrkesdeltakelsen og et høyt antall ledige stillinger tyder på at det nå ikke er ledige ressurser i økonomien.

De neste to årene anslås sysselsettingen å falle sterkere enn arbeidsstyrken. Det vil si at ledigheten øker noe fra dagens nivå. Det ventes en økning i AKU-ledigheten til om lag $3\frac{3}{4}$ prosent neste år og rundt 4 prosent i perioden 2001-2003.

5.1 Usikkerheten i inflasjonsanslagene

Anslagene i inflasjonsrapporten uttrykker den utviklingen vi anser for mest sannsynlig, gitt sentrale forutsetninger om blant annet renten, valutakursen og finanspolitikken. I tillegg har vi forutsatt at det ikke skjer strukturelle endringer i blant annet husholdningenes sparing og inntektsdannelsen. Det er stor usikkerhet knyttet til anslagene, særlig langt fram i tid. Normalt vil usikkerheten fordele seg symmetrisk rundt anslagene. Det innebærer at sannsynligheten for et vesentlig annerledes utfall er omtrent likt fordelt på begge sider av anslaget. Av og til kan imidlertid usikkerheten være asymmetrisk fordelt.

Erfaringene de senere årene viser at prognosefeil om den økonomiske utviklingen særlig har vært knyttet til enkelte sentrale forutsetninger, for eksempel om finanspolitikken. Dette er nærmere omtalt i en egen ramme om etterprøving av bankens anslag i denne rapporten og en artikkel om samme tema i Penger og Kreditt 1999/4.

Siden Norges Bank begynte å gi detaljerte anslag for den økonomiske utviklingen i 1993 er konsumprisveksten i seks av åtte år blitt lavere enn vi anslo i desember året før. Avvikene er gjennomgående små. Konsumprisveksten er blitt inntil ½ prosentpoeng lavere og knapt ¼ prosentpoeng høyere enn anslått. I 1996, da prisveksten ble særlig mye lavere enn anslått, skyldtes avviket helt spesielle forhold knyttet til en reduksjon i bilavgiftene. Avvikene kan illustrere usikkerheten i konsumprisanslagene. Samtidig vil en trolig undervurdere usikkerheten i anslagene ved kun å se på historiske avvik.

De siste årene har vi overvurdert prisimpulsene fra utlandet. De internasjonale produsentprisene vokste relativt sterkt på 1980-tallet og noe mindre på begynnelsen av 1990-tallet. Etter 1995 har veksten i produsentprisene stoppet helt opp. Stagnasjonen i internasjonale priser kan dels ses i sammenheng med innrettingen av pengepolitikken i toneangivende områder, men også med økt internasjonal konkurranse og relativt høy produktivitetsvekst, kanskje særlig i amerikansk økonomi. Asia-krisen og den langvarige nedgangen i Japan førte dessuten til lavere priser på internasjonale råvarer og konsumvarer. Lenge undervurderte vi også virkningene av at flere asiatiske valutaer deprimerte kraftig i 1998, se omtale i Inflasjonsrapport 1999/1.

Vekstutsiktene i internasjonal økonomi er forholdsvis gode, både i Europa og deler av Asia. Vi venter at økt internasjonal konkurranse fortsatt vil moderere prisutviklingen. Nye avtaler

i regi av Verdens handelsorganisasjon (WTO) kan bidra til fortsatt avreguleringer og lavere priser.

I Europa er det trolig mye ledig produksjonskapasitet. I hvert fall for en tid kan derfor en europeisk oppgang, på samme måte som den oppgangen vi har sett i USA, komme i stand uten vesentlig press mot prisene.

Råvareprisene, med unntak av mat- og jordbruksvarer, har vist en viss økning den siste tiden. Prisene er imidlertid fortsatt meget lave i historisk sammenheng. Både i 1986 og i 1994, da prisene var like lave, økte de relativt raskt og kraftig. Nå legger vi til grunn at økt kapasitet i råvareproduksjonen vil gjøre prisene mindre følsomme overfor økt etterspørsel. Vi ventet derfor en moderat vekst i råvareprisene utenom olje fremover. Dersom utviklingen skulle bli en annen, er det mer sannsynlig med en sterkere økning i prisene enn et tilsvarende fall.

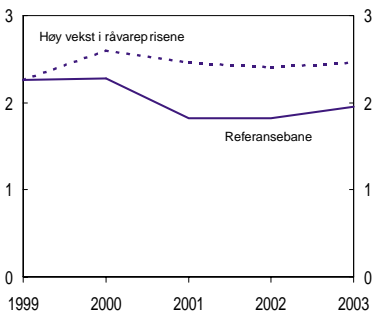
For å tallfeste usikkerheten nærmere har vi illustrasjonsmessig sett på virkningene av en vekst i råvareprisene og de internasjonale produsentprisene på linje med det vi så i 1986 og i 1994. I begge disse årene økte produsentprisene med nærmere 4 prosent årlig i de to påfølgende årene. Skulle dette gjenta seg, kan konsumprisveksten komme opp i 2½ prosent i 2000 og i 2001, se figur 5.1.

Innenlands er usikkerheten knyttet til den omstillingen i økonomien vi ser i referansebanen. Sysselsettingen i industrien og bygge- og anleggsbransjen kan falle med opp mot 40 000 personer de neste årene. Anslaget er imidlertid beheftet med stor usikkerhet, og det er en mulighet for at lønnstakerne og bedriftene i disse næringene lykkes med å omstille seg til annen virksomhet. Samtidig står vi overfor en økning i sysselsettingen i tjenesteytende næringer og i offentlig sektor. Tradisjonelt har industrien vært lønnsledende. Det tilsier at lønnsveksten avtar når lønnsomheten i industrien svekkes. Det kan ikke utelukkes at situasjonen for industrien kan gi lavere lønnsvekst enn antatt i referansebanen dersom den tradisjonelle lønnsdannelsen holder. Det er imidlertid usikkert hvordan lønnsdannelsen vil fungere med store omstillinger mellom sektorene i økonomien. Spenningen mellom ulike sektorer og segmenter kan føre til at lønnsveksten øker i noen sektorer og bransjer selv ved relativt høy samlet ledighet.

Figur 5.2 illustrerer en mulig utvikling, der lønnsveksten i økonomien ikke blir påvirket av at industrisysselsettingen faller. Dette ville innebære en endring i lønnsdannelsen der industrien ikke lenger var lønnsledende. Rent beregningsteknisk fremkommer anslagene her ved at virkningen av nedgangen i industrisysselsettingen på lønnsnivået er utelatt fra modellen. Det fremgår av figuren at konsumprisveksten da kan komme opp mot 2¾ prosent i 2001 og 2002.

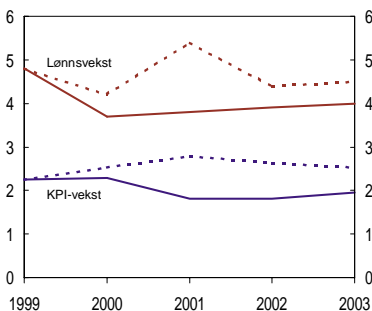
En slik utvikling ville innebære en fortsatt betydelig svekkelse av industriens kostnadsmessige konkurranseevne. I løpet av de siste seks årene har lønnsnivået i Norge økt i

Figur 5.1 Konsumprisvekst med høy vekst i råvareprisene i 2000 og 2001



Kilde: Norges Bank

Figur 5.2 Lønns- og prisvekst med endret lønnsdannelse. Referansebanene i heltrukne linjer.



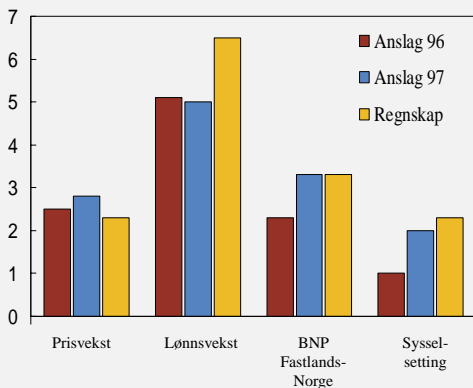
Kilde: Norges Bank

Etterprøving av Norges Banks anslag for 1998¹

Norges Bank legger stor vekt på åpenhet og innsyn i prognosearbeidet. Analyser av tidligere feil er viktig for å kunne lage bedre og mer treffsikre anslag gjennom forbedringer av modellen og måten vi bruker modellen på. Systematisk etterprøving stiller dessuten større krav til utarbeidningen av anslagene i inflasjonsrapporten og sikrer konsistensen mellom anslag gitt på ulike tidspunkter.

Figuren viser anslag for 1998 på noen hovedstørrelser gitt i henholdsvis desember 1996 og desember 1997.

Figur 1 Anslag på noen hovedstørrelser for 1998 gitt på forskjellig tidspunkt
Årsvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Samlet sett var prognosefeilene for 1998, gitt høsten 1997, mindre enn prognosefeilene for tidligere år. I utgangspunktet vil en vente at prognosefeilene i anslagene gitt i desember 1996 vil være større enn feilene i anslagene gitt i desember 1997. Dette bekreftes for viktige realstørrelser. For lønns- og prisveksten er imidlertid prognosefeilene minst i det tidligste anslaget.

Anslagene for 1998 viser en større prognosefeil i anslaget for konsumprisveksten enn vi har sett i anslagene for tidligere år. Dette skyldes en lavere importert prisvekst enn forventet. Mot slutten av

¹ I en artikkel i dette nummer av Penger og Kreditt vurderes Norges Banks anslag for 1998, gitt i henholdsvis desember 1996 og desember 1997. Dette representerer en utvidelse av tidligere analyser av prognosefeil, publisert i henholdsvis Penger og Kreditt 1997/4 og 1999/1.

1998 ble det klart at konsumprisveksten ble lavere enn det en kunne vente ut fra valutakursutviklingen. Fra 1999 har Norges Bank brukt en utvidet importveid valutakursindeks, der blant annet valutaene til flere land i Asia er inkludert. Prognosefeilen som ble gjort skyldes i stor grad at virkningene av krisen i Asia ble feilvurdert på to måter. For det første fikk krisen en overraskende sterk effekt på den internasjonale prisutviklingen. For det andre bidrog depresieringen av de asiatiske valutaene til en sterkere effektiv kronekurs enn det de tradisjonelle kursindeksene tilsa.

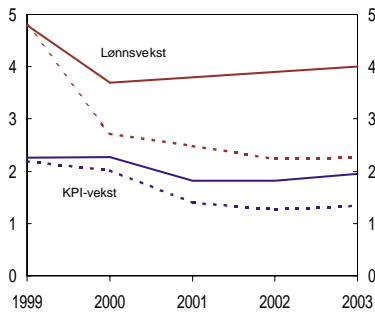
Vi la til grunn at det stramme arbeidsmarkedet ville gjøre det vanskelig å få til en moderat lønnsvekst i årene fremover. Arbeidsmarkedet viste seg å bli enda strammere enn våre anslag tilsa, og lønnsveksten i 1998 ble høyere enn vi antok. I bakgrunns materialet for anslagene fremgår det at prognosefeilen for anslaget på lønnsveksten i industrien var vesentlig mindre enn prognosefeilen for lønnsveksten i offentlig og privat tjenesteyting. Det er usikkert om dette skyldtes tilfeldige avvik eller om sammenhengene mellom lønnsdannelsen i industrien og tjenesteytende næringer har endret seg.

Figuren viser at den økonomiske veksten i 1998 ble undervurdert i Inflasjonsrapport 1996/4. Veksten i BNP for Fastlands-Norge ble anslått til 2¼ prosent, mens veksten faktisk ble 3,1 prosent. Både privat og offentlig konsum og realinvesteringene i Fastlands-Norge ble anslått for lavt. En vesentlig del av prognosefeilene skyldtes forutsetningene om veksten i offentlig etterspørsel og i oljeinvesteringene.

I slutten av 1996 anslo vi en økning i oljeinvesteringene på 12 prosent over de kommende to årene, mens veksten viste seg å bli over 50 prosent. Arbeidsledigheten ble ½ prosentpoeng lavere enn vi anslo.

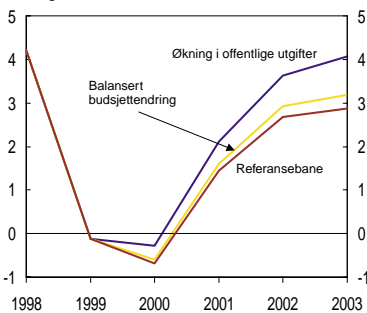
Anslagene for 1998 gitt i desember 1997 traff som nevnt den økonomiske utviklingen i Fastlands-Norge bedre enn anslagene fra året før. I motsetning til de foregående årene, ble sysselsettingsveksten anslått relativt presist. Dette kan i noen grad ses i sammenheng med erfaringene fra tidligere år. I arbeidet med anslagene høsten 1997 ble det tatt hensyn til at vi tidligere nokså systematisk hadde undervurdert sysselsettingsveksten gjennom konjunkturoppgangen.

Figur 5.3 Lønns- og prisvekst med gjeninnhenting av den kostnadmessige konkurransevnen. Referansebanene i heltrukne linjer.



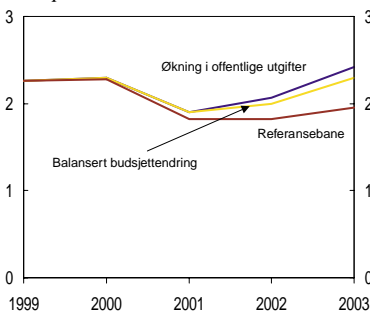
Kilde: Norges Bank

Figur 5.4 Vekst i innenlandsk etterspørsel ved ulike innretninger av finanspolitikken



Kilde: Norges Bank

Figur 5.5 Vekst i konsumprisindeksen ved ulike innretninger av finanspolitikken



Kilde: Norges Bank

overkant av 5 prosent mer enn hos handelspartnerne når en korrigerer for endringer i valutakursen. Dersom en antok at industrien i løpet av de neste fire årene skulle gjeninnhente den tapte konkurransevnen, ville det innebære en lønnsvekst omkring 2½ prosent årlig fram til 2003. Som vist i figur 5.3 ville dette forholdsvis raskt få utslag i konsumprisveksten. Isolert sett ville en slik lav lønnsvekst innebære at konsumprisveksten, uten andre tiltak, kunne komme ned i 1½ prosent i 2001 og videre ned mot 1¼ prosent i årene etter.

5.2 Virkninger av endrede forutsetninger

Virkninger av økte offentlige utgifter

De siste årene, og kanskje særlig i 1999, har det vært en klar tendens til at den offentlige utgiftsveksten er blitt vesentlig høyere enn opprinnelig vedtatt i budsjettbehandlingen. Dette er en indikasjon på et forholdsvis sterkt underliggende press i utgiftene. Det er derfor en mulighet for at den offentlige utgiftsveksten fremover kan bli høyere enn vi har lagt til grunn i referansebanen. For eksempel er det grunn til å regne med store utgiftsøkninger til tidligpensjon og alders- og uførepensjon i Folketrygden. Myndighetene har også lagt opp til videreføring og utvidelser av reformer, blant annet i helsesektoren. Med mindre disse økningene dekkes inn ved lavere vekst i andre utgifter, vil utgiftsveksten kunne bli høyere enn forutsatt.

I figur 5.4 og 5.5 har vi ved hjelp av RIMINI-modellen skissert virkningen på henholdsvis innenlandsk etterspørsel og konsumprisveksten av en økning i offentlige utgifter tilsvarende ½ prosent av BNP for Fastlands-Norge i hvert av årene i fremskrivningsperioden fra og med 2000. Dette tilsvarer en årlig ekstra utgiftsøkning på om lag 5 milliarder kroner i tillegg til utgiftsveksten i referansebanen. I 2003 er offentlige utgifter som andel av BNP dermed 2 prosentpoeng høyere enn i referansebanen. Vi har beregningsteknisk fordelt endringen likt mellom offentlig konsum, offentlige investeringer og endringer i stønadene. En slik politikk vil over tid innebære en overføring av realressurser fra konkurranseutsatt til skjermet virksomhet.

Økte offentlige utgifter har en direkte virkning på innenlandsk etterspørsel. Med den skisserte økningen i utgiftene vil det samlede aktivitetsnivået holdes høyt gjennom hele perioden, med tilsvarende økt press i arbeidsmarkedet. Utslagene på lønn- og prisveksten vil tilta gradvis. En slik utgiftsvekst ville isolert sett bidra til at prisveksten kommer opp mot 2 prosent i 2001 og fortsetter å øke i årene etter.

Det kan være rimelig å forutsette at den økte utgiftsveksten dekkes inn gjennom økte skatter og avgifter. I figur 5.4 og 5.5 har vi derfor også illustrert effekten på innenlandsk etterspørsel og konsumprisveksten av en slik balansert budsjettendring.

Det er lagt til grunn at sparingen i husholdningene ikke påvirkes. Beregningene viser at skatteøkningen virker innstrammende, men ikke fullt ut motsvarer effekten av økte utgifter. Dette illustrerer at en balansert budsjettendring samlet sett virker ekspansivt. Ifølge RIMINI-modellen vil skatteøkninger bidra til å dempe pris- og lønnsveksten noe. Det kan imidlertid ikke utelukkes at skatteøkninger kan medføre krav om kompensasjon i lønnsoppgjørene. Det ville føre til høyere lønns- og prisvekst enn anslått her. Eventuell inndekning gjennom høyere avgifter ville også bidra direkte til høyere prisvekst.

Det vil alltid være en usikkerhet i slike beregninger hvor raskt lønnsveksten slår ut i høyere prisvekst. I RIMINI-modellen påvirkes prisveksten av det gjennomsnittlige lønnsnivået i økonomien. Det er imidlertid i privat tjenesteyting og skjermet industri at overveltningen fra lønninger til priser trolig skjer raskest. Offentlig sektor priser ikke tjenestene i markedet i like stor grad. Overveltningen fra lønninger til priser vil derfor i første rekke komme via virkningene på samlet etterspørsel og sysselsetting. Virkningene via arbeidsmarkedet er sterke i RIMINI. Dette fører til at forskjellen i lønnsvekst i alternativene med og uten innstramming er relativt liten.

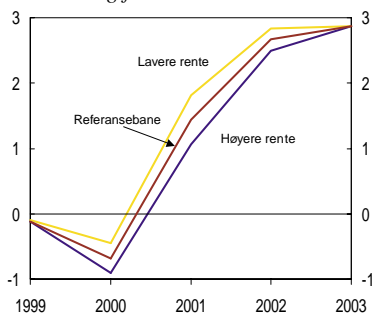
Endringer i renten

Mens endringer i finanspolitikken har en direkte virkning på samlet etterspørsel, kan renten påvirke etterspørselen gjennom bedriftenes investeringsbeslutninger og husholdningenes spareatferd. Gjennomslaget på etterspørselen vil normalt ta noe lenger tid enn gjennomslaget av finanspolitikken. Figur 5.6 og 5.7 skisserer virkningen på den innenlandske etterspørselen og konsumprisveksten av en endring i den kortsiktige pengemarkedsrenten på 1 prosentpoeng i forhold til referansebanen i tre år.

I RIMINI-modellen tar det noe tid før en renteendring virker på prisveksten når en ser bort fra endringer i valutakursen. Figur 5.6 viser at en renteøkning på 1 prosent etter 2-3 år bidrar til å redusere innenlandsk etterspørsel med til sammen nær 1 prosent. Av figur 5.7 fremgår det at dette bidrar til å dempe konsumprisveksten noe mot slutten av fremskrivningsperioden. Tilsvarende vil en rentenedgang bidra til noe høyere prispress.

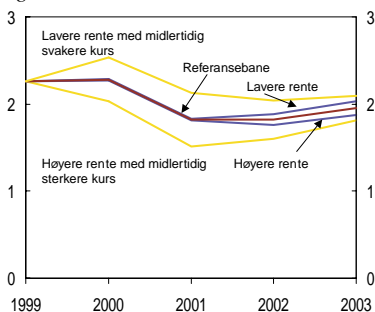
Det kan være urimelig å se på virkningene av endret rente uten samtidig å drøfte mulige utslag i valutakursen. Det er riktignok ikke enkelt å tallfeste en sammenheng mellom renten og valutakursen. Som en illustrasjon har vi i figur 5.7 lagt til grunn at høyere rente på norske kroner motsvares av en umiddelbar appresiering og deretter en jevn depresiering slik at forventet avkastning på plassering i kroner er uendret (såkalt udekket renteparitet). For eksempel innebærer en midlertidig renteøkning på 1 prosentpoeng over tre år da en

Figur 5.6 Vekst i innenlandsk etterspørsel ved 1 prosentpoeng renteendring fra 2000 til 2002. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 5.7 Vekst i konsumprisindeksen ved 1 prosentpoeng renteendring i 2000, 2001 og 2002.



I tilfellet med midlertidig sterkere kurs antas kursen å styrke seg med 3 prosent og deretter gradvis svekke seg tilbake til utgangsløst i 2003. Motsatt i tilfellet med midlertidig svakere kurs.

Kilde: Norges Bank

umiddelbar appresiering av kronkursen på 3 prosent og deretter en gradvis depresiering tilbake til utgangspunktet i 2003. Tilsvarende vil en lavere rente gi en umiddelbar depresiering av kronkursen og deretter en gradvis appresiering. Som det fremgår av figuren ville renteendringen da bidra til å endre prisveksten med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng i 2001.

Som nevnt er sammenhengen mellom rentenivået og valutakursen usikker. Trolig påvirker pengepolitikken dessuten prisforventningene til aktørene i økonomien på en annen måte i dag enn i det historiske materialet som ligger til grunn for sammenhengene i RIMINI-modellen. Blant annet var pengepolitikken fram til desember 1992 rettet inn mot å holde helt fast valutakurs. Med en slik pengepolitikk er det naturlig at prisforventningene i stor grad blir knyttet opp mot valutakursen. I dag påvirkes prisforventningene trolig vel så mye direkte av renten. Det kan innebære at en renteendring uten virkning på valutakursen vil kunne gi et større utslag i konsumprisveksten enn det som følger av RIMINI-modellen. Samtidig er det mulig at modellen overvurderer virkningene av midlertidige kursendringer på konsumprisene.

UTVIKLINGEN I NOEN MAKRO- ØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

	<i>Mrd. 1996-kroner</i>	<i>Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår</i>				
	1998	1998	1999	2000	2001	2002- 2003 ¹⁾
Realøkonomi						
Privat konsum	524,2	3,1	2¼	2	2	2¾
Offentlig konsum	220,4	3,7	2¼	2¼	2	2
Bruttoinvesteringer i alt	269,0	8,1	-7½	-9	-¾	3¾
- Oljevirkosomhet	74,6	25,7	-10	-25	-5	10
- Fastlands-Norge	183,5	2,4	-5½	-3½	½	2¼
Bedrifter	115,6	2,8	-6¾	-6¼	-1¼	1½
Boliger	29,3	-0,6	-3	3½	4¾	4¼
Offentlig forvaltning	38,6	3,4	-4¼	-1½	2	1¾
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ²⁾	928,1	3,1	¾	1	1¾	2½
Eksport	440,2	0,5	¼	5¾	4	2¾
- Råolje og naturgass	153,9	-3,8	0	10	3	0
- Tradisjonelle varer	174,0	3,4	1½	3¾	5½	5¼
Import	399,9	9,1	-3¼	-1	3½	5
- Tradisjonelle varer	264,3	9,6	-2¾	-1	3½	5
BNP	1082,5	2,1	¾	2¼	1¾	2
- Fastlands-Norge	898,2	3,3	1	¾	1½	2¼
Arbeidsmarkedet						
Sysselsetting		2,3	½	-½	0	1
Arbeidsstyrke, AKU		1,4	¼	0	½	1
Arbeidsledighet, AKU		3,2	3¼	3¾	4	4
Priser og lønninger						
Konsumpriser		2,3	2¼	2¼	1¾	2
Årslønn		6,5	4¾	3¾	3¾	3¾
Importpris, tradisjonelle varer		1,3	-2¼	1	1	1¼
Eksportpris, tradisjonelle varer		1,0	-½	2¼	1¼	1¼
Råoljepris i kroner		96	139	164	133	125
Priser på brukte boliger		9,5	10¼	7¼	3¼	4¼
Utenriksøkonomi³⁾						
Eksportoverskudd, mrd. kroner (nivå)		2,5	56	120	98	65
Driftoverskudd, mrd. kroner (nivå)		-16,3	34	101	90	71
Driftoverskudd, prosent av BNP		-1,5	2¾	8	7¼	5½
Memo						
Husholdningenes sparerate		6,6	6¾	6½	6¾	7

¹⁾ Gjennomsnittlig årlig vekst

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

³⁾ Løpende priser

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