

Norsk økonomi

Det har skjedd et markert omslag i norsk økonomi det siste halvannet året. Ifølge sesongjusterte, foreløpige tall fra det kvartalsvise nasjonalregnskapet (KNR) har BNP for Fastlands-Norge fra og med 2. kvartal 2003 i gjennomsnitt vokst med en årlig rate på 3,4 prosent, etter å ha falt med en årlig rate på 2,4 prosent de to foregående kvartalene. Veksten i årene før hadde også vært svakere enn trendvekst, slik at hele perioden fra 1998 til 1. kvartal 2003 var preget av konjunkturedgang.

Omslaget i økonomien er bredt, og omfatter de fleste hovedgrupper av BNP, både på tilgangs- og etterspør-

selssiden. Det startet med at oljeinvesteringene tok til å vokse sterkt i siste halvdel av 2002, etter et til dels betydelig fall fra toppnivået i 1998. I 1. kvartal 2003 forsterket konsumveksten i offentlig sektor seg, samtidig med at offentlige investeringer tok seg kraftig opp. Også den tradisjonelle vareeksporten tok til å vokse, etter et markert fall siste halvår 2002. Fra og med 2. kvartal 2003 økte veksten i husholdningenes konsum markert, etter en svak utvikling det foregående kvartalet. I 3. kvartal tok tjenesteeksporten til å vokse, etter flere år med nedgang. I 4. kvartal fulgte boliginvesteringene og investeringene i tjenesteytende næringer opp det samme mønsteret, og tjenesteimporten

Makroøkonomiske hovedstørrelser. Regnskapstall for 2002-2004. Vekst fra forrige periode. Prosent

	2002	2003	Sesongjustert			
			03.3	03.4	04.1	04.2
Realøkonomi						
Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner	3,6	3,8	1,1	1,1	1,6	0,2
Konsum i offentlig forvaltning	3,1	1,4	0,2	0,9	0,3	1,5
Bruttoinvesteringer i fast realkapital	-3,4	-3,7	0,0	-7,9	10,4	2,2
Fastlands-Norge	-2,5	-4,7	-1,0	2,6	0,1	3,9
Utvinning og rørtransport	-3,6	15,8	2,9	-6,8	8,7	1,3
Tjenester tilk. utvinning	..	..	..	..	..	..
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ¹	2,4	1,7	0,5	1,3	1,0	1,1
Eksport	0,1	1,2	-2,5	4,9	-1,3	0,2
Råolje og naturgass	2,2	-0,2	-7,1	0,5	8,2	-1,1
Tradisjonelle varer	1,6	2,6	0,7	1,8	-1,3	-1,3
Import	2,3	2,2	0,4	2,1	3,2	1,3
Tradisjonelle varer	3,8	4,0	0,6	1,5	4,5	3,5
Bruttonasjonalprodukt	1,4	0,4	1,0	0,6	1,2	1,2
Fastlands-Norge	1,7	0,6	1,3	0,7	0,9	0,8
Arbeidsmarkedet						
Utførte timeverk	-0,9	-1,2	0,4	0,0	0,9	-0,1
Sysselsatte personer	0,3	-0,6	0,1	0,0	-0,3	0,5
Arbeidsstyrke ²	0,7	0,0	0,1	-0,1	-0,6	0,7
Arbeidsledighetsrate, nivå ³	3,9	4,5	4,6	4,6	4,3	4,5
Priser og lønninger						
Lønn per normalårsverk ⁴	5,3	3,9	3,2	2,8	2,8	3,7
Konsumprisindeksen (KPI) ⁴	1,3	2,5	1,9	1,2	-1,4	0,9
KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) ⁴	2,3	1,1	0,8	0,6	0,1	0,2
Eksportpriser tradisjonelle varer	-8,6	-1,2	0,6	1,9	4,1	-1,3
Importpriser tradisjonelle varer	-7,4	0,7	1,7	1,9	1,0	0,2
Utenriksregnskap						
Driftsbalansen, milliarder kroner	196,1	201,2	49,6	55,4	53,0	52,2
MEMO (ujusterte nivåttall)						
Pengemarkedsrente (3 mnd. NIBOR)	6,9	4,1	3,1	2,8	2,0	2,0
Utlånsrente, banker ⁵	8,5	6,6	5,2	4,7	4,4	4,0
Råoljepris i kroner ⁶	197,5	204,7	209,0	203,2	221,0	242,5
Importveid kronekurs, 44 land, 1995=100	91,6	92,8	95,7	94,7	98,2	94,9
NOK per euro	7,51	8,00	8,25	8,22	8,63	8,26

¹ Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner + konsum i offentlig forvaltning + bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge.

² Definert som summen av ledige ifølge AKU og sysselsetting ifølge nasjonalregnskapet fratrukket utlendinger i utenriks sjøfart.

³ Ifølge AKU.

⁴ Prosentvis vekst fra samme periode året før.

⁵ I slutten av perioden.

⁶ Gjennomsnittlig spotpris Brent Blend.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

økte kraftig. I 1. kvartal i år skjøt så veksten i den tradisjonelle vareimporten i været.

Arbeidsledigheten og tallet på sysselsatte har imidlertid så langt vært lite berørt av omslaget. Økningen i ledigheten stanset riktig nok opp i 2. kvartal 2003, men nedgangen har deretter vært beskjeden. Dette henger for det første sammen med at sysselsettingsveksten har brukt tid på å komme i gang, fordi produksjonsveksten gikk sammen med økt arbeidsproduktivitet, og fordi økt gjennomsnittlig timeverk per sysselsatt økte. Dertil har bedringen i sysselsettingen sammen med høy reallønnsvekst slått ut i økende arbeidstilbud, etter flere år med stagnasjon i tilbudet. Disse trekkene er vanlige reaksjoner på økt vekst i produksjon og sysselsetting.

Selv om både oljeinvesteringene, finanspolitikken og den internasjonale konjunkturutviklingen etter tur har gitt sine bidrag til omslaget, har pengepolitikken utvilsomt gitt det viktigste bidraget. Økt rente og rentedifferanse mot utlandet gjennom 2002 bidro til avdemping av den innenlandske etterspørselen, samtidig med at krona styrket seg kraftig, med tap av markedsandeler for norske bedrifter som følge. Med den sterke rentenedgangen fra slutten av 2002 til begynnelsen av 2004 ble utviklingen mer enn reversert. Pengemarkedsrentene i Norge er nå rekordlave og ligger lavere enn i euroområdet. Den importveide valutakursen har det siste året ligget om lag på nivået fra før krona styrket seg i 2002, og mot euro må vi tilbake til vintren 1998-99 for å finne en tilsvarende kronekurs.

Bakgrunnen for den lave renta er at høy produktivitet-vekst, moderat lønnsvekst og direkte negative prisimpulser fra import har bidratt til en kraftig nedgang i inflasjonen i Norge. Målt med konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) har underliggende inflasjon i Norge siste år vært null. Avgiftsendringer og energipriser bidro imidlertid til å trekke samlet KPI opp med 1 prosentpoeng i samme periode. Selv om sysselsettingen tok seg opp i 2. kvartal i år og ventes å bedre seg framover, vil det ta tid før et strammere arbeidsmarked slår ut i økt lønnsvekst. Med utsikter til en ny konjunkturedgang internasjonalt, vil neppe internasjonale råvarepriser tilta særlig i årene framover; oljeprisen er antatt å falle ned mot 32,5 dollar. Lave priser på bearbejdede varer fra Kina vil etter hvert kunne slå sterkere ut på importprisene også fra andre land. På den annen side kan svekkelsen av krona det siste halvannet året fortsatt gi positive bidrag til inflasjonen.

Vi venter således at inflasjonen gradvis vil ta seg opp framover, og nå inflasjonsmålet på 2,5 prosent først mot utgangen av 2007, det vil si innenfor det treårsvinduet Norges Bank nå benytter for rentesettingen. Dette anslaget bygger på at krona blir liggende på dagens nivå på i overkant av 8,30 mot euro gjennom 2005 og 2006, for så å svekke seg noe gjennom 2007,

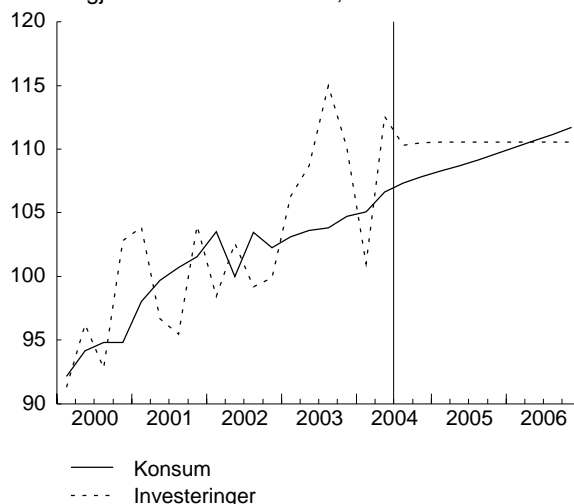
etter hvert som inflasjonen i Norge blir høyere enn i euroområdet. Til grunn for denne valutakursbanen ligger en forutsetning om at eurorenta tar seg svakt opp gjennom 2005 til 2,5 prosent, og at norske renter følger på, for så å bli satt ned med et halvt prosentpoeng gjennom den ventede konjunkturedgangen i 2006. I en egen beregning vurderer vi virkningene av en sterkere renteoppgang.

Med disse anslagene venter vi at det generelle oppsvinget i norsk økonomi vil fortsette, men etter hvert i et noe avdempet tempo. Veksten drives både av høy vekst i oljeinvesteringer, konsum i husholdninger og fastlandsinvesteringer. For 2005 vil også eksporten bidra, men vekstimpulsene herfra svekkes gjennom året og inn i 2006 på grunn av forutsetningen om at en ny internasjonal konjunkturedgang da er under utvikling. Også veksten i oljeinvesteringene avtar gjennom 2006. Mye av den økte etterspørselen vil dessuten direkte eller indirekte fortsatt rette seg mot import. Produksjonsveksten blir dermed klart svakere enn etterspørselsveksten. BNP for Fastlands-Norge ventes å øke med 3,9 prosent i år, 2,9 neste år og 2,8 prosent i 2006. Til sammenligning anslås samlet import å vokse med 7,1 prosent i 2004, 5,1 prosent i 2005 og 5,3 prosent i 2006. For tradisjonell vareimport ligger vekstratene nesten 2 prosentpoeng høyere. Mens nivået på importen i 2004 tilsvarende 40 prosent av BNP Fastlands-Norge, vil økningen i importen de neste to årene tilsvare vel 70 prosent av økningen i BNP Fastlands-Norge.

Moderate impulser fra finanspolitikken

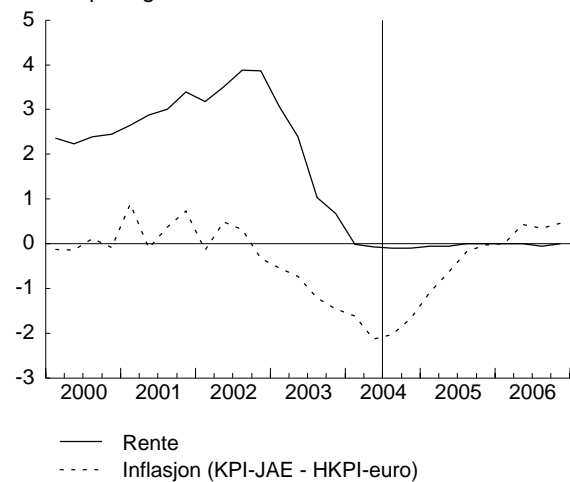
De foreløpige KNR-tallene viser at konsum i offentlig forvaltning økte med om lag 3 prosent i første halvår 2004 sammenliknet med tilsvarende periode året før, mens investeringsnivået var om lag uendret. Konsumveksten er høyere enn årsanslaget for 2004 i Revidert nasjonalbudsjett (RNB) og også noe høyere enn vi la

Offentlig forvaltning
Sesongjusterte volumindekser, 2001=100



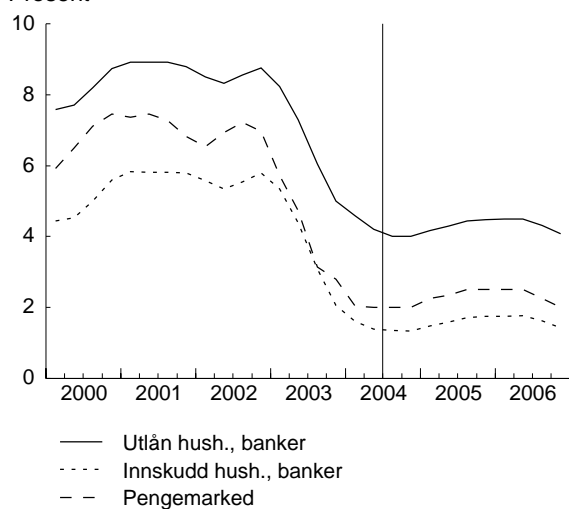
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Rente- og inflasjonsforskjell mellom norske kroner og euro



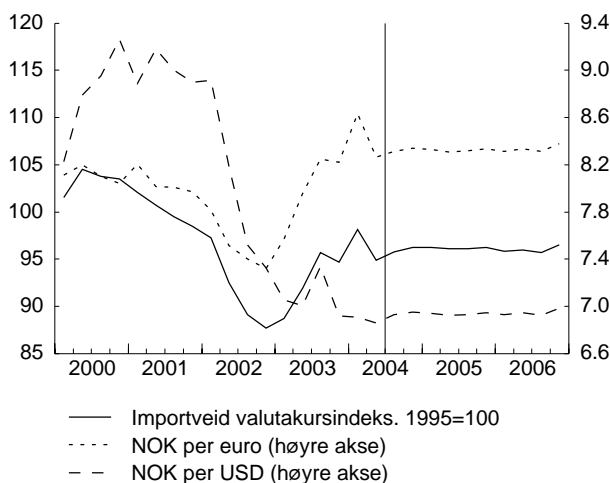
Kilder: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå.

Norske renter



Kilder: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå.

Valutakurser



Kilde: Norges Bank.

til grunn i vår forrige konjunkturrapport. Vi antar nå at veksten i offentlig forvaltnings konsum blir vel 3 prosent i 2004, mens bruttoinvesteringene fortsatt antas å endre seg lite. Anslagene innebærer videre at offentlig forvaltnings kjøp av varer og tjenester vokser mer enn veksten i utførte timeverk slik tilfellet har vært de senere årene. Noe av denne forskjellen i 2004 og 2005 skyldes at innføring av maksimalpriser i barnehager innebærer at offentlig forvaltning dels øker sine tjenestekjøp fra bedrifter og dels reduserer sine gebyrer til husholdningene. Dermed øker konsum i offentlig forvaltning på bekostning av konsum i husholdninger.

Regjeringen la i våres fram en stortingsmelding om skattesystemet hvor det ble foreslått flere endringer i systemet for direkte skatter for personer og bedrifter. Noen av disse kan tenkes å bli gjennomført fra og med 2005 og 2006. Det er imidlertid vanskelig å gjette hva resultatet av behandlingen i Stortinget blir ettersom et flertallsforlik ennå ikke foreligger. Vi har derfor lagt til grunn uendrede reelle skatte- og avgifts-satser i vår referanseberegning for 2005 og videre framover. Isolert sett er det ikke rom for skattelette i forbindelse med skattereformen dersom handlingsregelen for finanspolitikken skal følges i 2005. Budsjettunderskuddet (strukturelt og oljekorrigert) er klart større enn hva handlingsregelen tilsier i 2004. Hvis beregningene våre mht. til den realøkonomiske utviklingen slår noenlunde til, vil norsk økonomi ikke være i en lavkonjunktur i 2005. Det er derfor heller ikke konjunkturpolitiske grunner for ekspansive bidrag fra finanspolitikken i 2005, særlig i betraktning av de stimulanter som fortsatt kommer fra pengepolitikken. Dette står i motsetning til hva tilfellet var ved skattereformen i 1992 da norsk økonomi var inne i en dyp lavkonjunktur og det således var enklere å gjennomføre en skattereform som samtidig innebar betydelige skattelettelser for mange grupper.

Med våre anslag for råoljeprisen framover (32,5 USD per fat), vil handlingsregelen bli oppfylt fra og med 2008 dersom regjeringens anslag for underskuddet (strukturelt) fra RNB 2004 opprettholdes. Ifølge våre anslag vil Statens petroleumsfond ved utgangen av 2007 da være om lag 1600 mrd. kroner, men det er grunn til å understreke hvor usikkert et slikt anslag er både mht. oljeprisutvikling, valutakursutvikling, endringer i internasjonale aksjekurser og rente- og prisutvikling.

Fortsatt lave renter?

Norges Bank har, som vi ventet, ikke endret sine styringsrenter siden juniutgaven av Konjunkturtendensene. Imidlertid har banken endret sin språkbruk hva gjelder inflasjonsmålet. Tidligere brukte Norges Bank en formulering knyttet til forventet inflasjon to år fram i tid. Denne har man nå fjernet, og foretar isteden en bredere analyse hvor man påpeker at målsetningen er å nå inflasjonsmålet innen «rimelig tid»,

Norges Banks utfordring

Nominelle renter er for tiden på et historisk lavt nivå. Særlig gjelder dette for Norge og USA. Samtidig er det påfallende at disse to landene for tiden er inne i en periode med relativt høy vekst. Imidlertid er realrenten, altså nominell rente minus inflasjon, ikke spesielt lav i Norge. Dette skyldes at inflasjonen er så lav. Men dersom inflasjonen kommer opp fra dagens nivå på rundt 1 prosent, til et nivå nærmere 2,5 prosent, og Norges Bank holder sine renter uendret, slik vi langt på vei legger til grunn i referansebanen, vil norske realrenter komme ned på et historisk lavt nivå. Lave realrenter, og da særlig i kombinasjon med god vekst i økonomien, kan skape realøkonomisk ustabilitet. Med lav realrente har husholdningene insentiv til å redusere sine finansinvesteringer, og heller øke konsum eller investere i bolig. Hvis denne vridningen blir for sterk, kan husholdningene være dårlig rustet dersom realrenten, som en må regne med, i fremtiden igjen skulle gå opp. Man må derfor vente at Norges Bank vil måtte fokusere på realrenten i tiden framover.

Likevel antar vi at Norges Bank vil la nominelle renter ligge om lag uendret i årene som kommer, til tross for at inflasjonen kommer noe opp. Selv om rentene forblir på dagens nivå framover, kommer ikke inflasjonen i vår referansebane opp på 2,5 prosent før i 2007. Det er heller ikke grunnlag for å vente at inflasjonen kommer særlig over 2,5 prosent i tiden etter 2007. Norges Bank kan derfor vanskelig heve renten med begrunnelse i forventninger om høy inflasjon.

Gitt den fleksibilitet Norges Bank i dag legger til grunn i sin fortolkning av mandatet, kan det likevel tenkes at banken kunne heve sine renter med begrunnelse i bekymring for finansiell stabilitet. Dette er imidlertid problematisk, så lenge rentene i utlandet forblir på dagens lave nivå. En særnorsk renteheving må ventes å gi en betydelig appresiering av norske kroner, som ytterligere vil bidra til å dempe inflasjonen i Norge. En slik appresiering kan også få negative realøkonomiske effekter, ved å skape en vanskelig situasjon for norske konkurranseutsatte virksomheter, slik vi så i 2002 og 2003.

Hva kan bidra til å lette bankens innlåste posisjon? På den ene siden kan rentene i utlandet gå opp raskere enn vi i dag ser for oss. I så fall får Norges Bank mer rom til å endre sine renter, uten at dette får tilsvarende effekt på valutakursen. Et eksempel med høyere rente hjemme og ute er illustrert i vår alternativbane i denne rapporten. På den annen side kan oljeprisen falle i forhold til det nivå vi nå ser for oss. Det vil svekke presset i norsk økonomi, og bidra til å redusere ustabiliteten knyttet til lave realrenter. Det tredje alternativet er at myndighetene direkte eller indirekte foretar en innstramning som endrer realrenten etter skatt. Et eksempel på et slikt indirekte tiltak kan være gjennom høyere eiendomsskatt. Man kan også tenke seg direkte tiltak, f.eks. ved å redusere eller fjerne inntektsfradraget for gjeldsrenter. Konklusjonen må uansett være at skal Norges Bank gjøre noe med realrenten uten å risikere en betydelig styrking av kronen, må de ha hjelp av andre.

men at tidshorisonten må ses i sammenheng med hvordan rentesettingen påvirker realøkonomien. For å sitere Inflasjonsrapport 2/2004:

«Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1-3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.»

I praksis innebærer nok dette at Norges Bank mer eksplisitt gir uttrykk for en politikk den allerede en stund har lagt til grunn for sin rentesetting. Den nye formuleringen understreker sterkere enn før at Norges Bank har en fleksibel tolkning av inflasjonsmålet. Dette har bidratt til å klargjøre premisene for pengepolitikken.

I dagens situasjon trekker økt fleksibilitet i retning av høyere renter enn dersom målsetningen var å få inflasjonen opp til 2,5 prosent om to år. Større fleksibilitet gjør det mulig for banken ikke å sette ned rentene ytterligere, selv om forventet inflasjon er lav, dersom banken vurderer det slik at lavere rente kan sette den realøkonomiske stabiliteten i fare. Større fleksibilitet gjør det endog mulig for Norges Bank å sette opp renten selv om forventet inflasjon flere år fram i tid er lavere enn inflasjonsmålet, dersom banken mener en høyere rente er nødvendig for realøkonomisk stabilitet.

I våre prognoser legger vi til grunn at Norges Bank omlag vil holde sine renter på dagens nivå. Riktignok antar vi en liten renteoppgang i løpet av 2005, delvis som følge av forventninger om en tilsvarende renteoppgang i utlandet. Det generelle bildet er likevel fortsatt lave renter. Etter hvert som inflasjonen kommer noe opp gjennom 2005, gir dette imidlertid fallende realrenter i Norge. Svært lave realrenter kan bli en utfordring for Norges Bank. Dette drøfter vi nærmere i en egen boks.

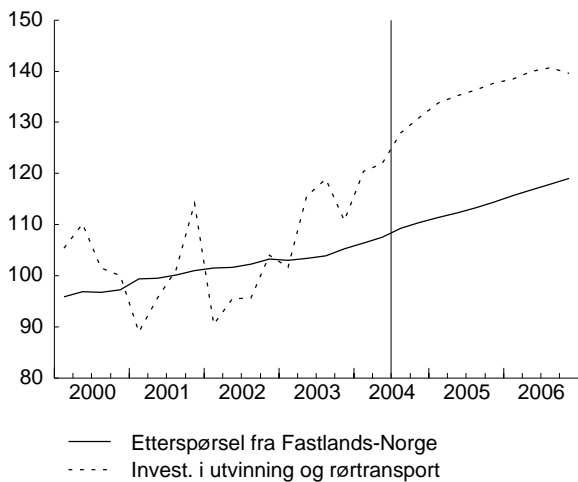
Usikkerhet knyttet til kronkursen

Kronen har siste halvår beveget seg mellom 8,20 og 8,50 mot euro. Innenfor dette intervallet blir den påvirket av mange faktorer. Både oljepris og renteforventninger – på det siste punktet ikke minst forventningene om hvor tett Norges Bank vil følge den europeiske sentralbanken i sin rentesetting – synes å ha innflytelse på kursen.

Det er grunn til å tro at valutakursen mot euro er sterkt knyttet sammen med forventningene om Norges Banks framtidig rentesetting. Det er nå en forventning i markedet, reflektert gjennom terminrentene, at norske renter kommer opp over europeisk nivå i løpet av ett til to år. Vi har tidligere (i 2002) sett at valutakursen kan appresiere svært raskt, dersom man forventer høyere renter i Norge enn i euroområdet. Tilsvarende har vi opplevd at valutakursen kan depresiere svært raskt (slik som ved årsskiftet 2003-04), dersom markedet forventer at Norges Bank skal sette rentene lavere enn den europeiske sentralbanken. Ved normalisering av rentedifferansen synes valutakursen

Innenlandsk etterspørsel

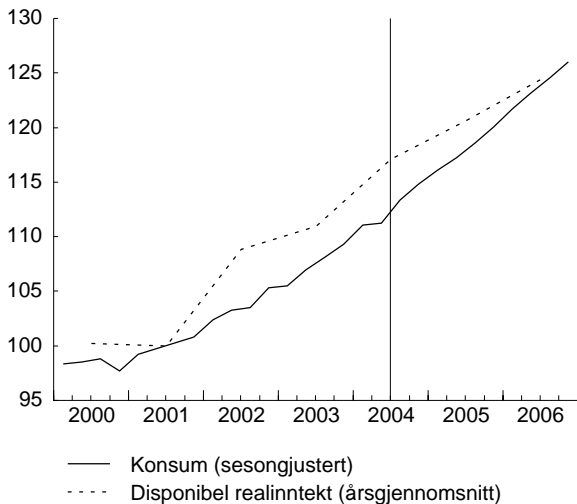
Sesongjusterte volumindekser, 2001=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Inntekt og konsum i husholdninger mv.

Volumindekser, 2001=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

å trekke mot et nivå rundt 8,30. Dette er nær det valutakursbåndet som lå til grunn for norsk pengepolitikk i årene fra 1994 til 2001.

Det er vanskelig å bestemme «hva valutakursen skal være» (det vi under vil kalle «likevektskursen»), basert på historiske erfaringer. Slike anslag blir fort noe nær ren spekulasjon. Men bevegelsene i norske kroner mot euro over de siste to årene, fra 7,30 til 8,90, kan tyde på at markedets oppfatning av valutakursen er svært følsom for endringer i renteforventninger. Det betyr i praksis at relativt små endringer i rentedifferanser til utlandet kan gi betydelige utslag i valutakursen. Man kan selvsagt argumentere for at dette gir Norges Bank et sterkt våpen; tradisjonelt har valutakursen hatt raskere gjennomslag på norsk økonomi enn renten. Men valutakursen er en «upålitelig» variabel å spille på. Det er vanskelig å kontrollere størrel-

sen på utslagene, og det er vanskelig å forutsi om man er i stand til å stabilisere valutakursen på et gitt nivå. I vår analyse er valutakursen styrt av rentedifferansen og av det relative prisnivået. Det siste er reflektert gjennom en forutsetning om kjøpekraftsparitet. Kjøpekraftsparitet tilsier at likevektsnivået på valutakursen over tid er bestemt av det relative prisnivået. Vår estimerte valutakurs gir således en indikasjon om retningen likevektskursen beveger seg i. For perioden fram mot 2007 er det ingen grunn til å vente store utslag, gitt den rentebane og de forventninger om inflasjon som er presentert her. Vi forventer bare små endringer i forhold til dagens nivå. Men vi har – på linje med andre – neppe noe klart bilde av den kortsiktige dynamikken i valutakursen.

Oljeinvesteringene øker – igjen

Ifølge de sesongjusterte, foreløpige KNR-tallene økte investeringene tilknyttet utvinning og rørtransport med nær 3 prosent fra 1. til 2. kvartal i år, til om lag 17,5 mrd (målt i faste 2001-priser). Dette er det høyeste investeringsnivået i et enkelt kvartal siden 1999, og innebærer at den stigende trenden vi har vært inne i siden årtusenskiftet fortsetter. Investeringene i 2. kvartal er noe høyere enn vi så for oss i vår forrige konjunkturrapport fra juni, og skyldes først og fremst høyere investeringer i landanlegg.

Sesongjusterte, foreløpige tall fra KNR viser at utvinningen av olje og gass – til tross for en kortvarig streik – økte med nær 2 prosent fra 1. til 2. kvartal i år. Det er en utbredt oppfatning at produksjonstapet ble hentet inn igjen i etterkant av streiken, slik at dette kun fikk marginale virkninger på utvinningen. Dermed har utvinningen vist en positiv tendens de siste fire kvartalene, etter en nedgang i første halvår av 2003. For resten av inneværende år legger vi til grunn at nivået på produksjonen av både olje og gass holder seg om lag uendret i forhold til 2. kvartal i år. For 2005 antas oljeutvinningen å øke svakt, for deretter å synke noe i 2006. Veksten i gassutvinningen ventes å øke kraftig gjennom 2005 og 2006. I hovedsak er disse anslagene i tråd med anslagene gitt i Revidert nasjonalbudsjett 2004.

Siden senvinteren 2003, da prisen på Brent Blend var helt nede i 23 USD per fat, har den svingt rundt en oppadgående trend, og nådde sitt høyeste nivå på omtrent det dobbelte den 20. august i år. De siste ukene har den ligget på drøye 40 USD. Også terminmarkedet priser oljen høyt, og det på leveranser i lang tid fremover. I vår prognose legger vi til grunn at oljeprisen avtar mot 32,5 USD i løpet av 1. kvartal 2005, for deretter å holde seg på dette nivået. Dette gir en gjennomsnittlig oljepris på over 35 USD i 2004. Med de forutsetninger som er gjort om valutakursen, innebærer dette en pris i norske kroner nær 250 per fat i 2004, og om lag 225 kroner i 2005 og 2006.

I våre anslag for oljeinvesteringene fremover har vi valgt å legge oss noe høyere enn SSBs investeringsteling (som er basert på oljeselskapenes rapporterte investeringsplaner). Et moment som trekker i den retningen, er at oljeselskapene ser ut til å være positivt innstilt til de nye letearealene som de ble tildelt i den 18. konsesjonsrunden i mai i år. Innenfor prognoseperioden antas dette å gi seg utslag i økt leteaktivitet. Et annet moment er knyttet til oljeprisen: Når oljeselskapene vurderer investeringsprosjektenes lønnsomhet, er det fundamentalt hvilken kalkulasjonspris på olje og gass som legges til grunn. Med dagens høye oljepris og ikke minst forventninger om langvarig høye priser, har selskapene trolig økt kalkulasjonsprisen, slik at flere prosjekter blir lønnsomme. Innenfor en tidshorisont på 2-3 år er det rimelig å anta at økte investeringer først og fremst gjør seg gjeldende i tilknytning til leting og haleproduksjon. Sistnevnte vil også på relativt kort tid kunne bidra til at utvinningen økes. Høyere kalkulasjonspris vil også ha den effekt at allerede igangsatte prosjekter til en viss grad søkes fremskyndet i tid.

Investeringene i 2004 forventes å bli drøye 12 prosent høyere enn i 2003. Dette er høyere enn i vår foregående konjunkturrapport, og skyldes primært oppjusteringer i tellingen. Det antas nå blant annet at mer av investeringene i tilknytning til Ormen Lange påløper i år. For 2005 legger vi til grunn at investeringene øker med ytterligere 7 prosent, hvor vekstbidragene er sterkest fra investeringene tilknyttet felt i drift, rør og leting. Investeringene i landanlegg forventes å synke markert, noe som blant annet skyldes at Snøhvit-prosjektet nærmer seg ferdigstilling. I 2006 antas investeringene å øke med 4 prosent. Det vil da være investeringene i felt i drift og leting som bidrar til positiv vekst.

Sterk konsumvekst fremover

Sesongjusterte KNR-tall viser at konsumet i husholdninger og ideelle organisasjoner steg med beskjedne 0,2 prosent fra 1. til 2. kvartal i år, målt i faste priser. Den sterke veksten i husholdningenes konsum, som vi gjennomgående har sett siden slutten av 2002, ser dermed tilsynelatende ut til å ha stoppet opp. Utviklingen fra 1. til 2. kvartal i år kan imidlertid i noen grad forklares av vårens transportarbeiderstreik og innføringen av maksimalpris i barnehagene. At streiken medvirket til den svake konsumveksten støttes av utviklingen i varekonsumet, som vokste med kun 0,4 prosent i 2. kvartal i år. Det var først og fremst en klar nedgang i konsumet av matvarer som bidro til den svake utviklingen i varekonsumet. Økt statsstøtte og redusert foreldrebetaling i barnehager betraktes i nasjonalregnskapet som økt individuelt konsum (volum og verdi) i kommuneforvaltningen og en tilsvarende reduksjon i konsumet i husholdningene.

Veksten i husholdningenes disponible realinntekter i år er anslått til hele 5,5 prosent, mot om lag 2 prosent

i 2003. Bak dette anslaget ligger blant annet en lønnsvekst på linje med i fjor, sammen med en viss oppgang i sysselsettingen. Det gir en sterkere vekst i lønnsinntektene i 2004 enn i 2003, da det var nedgang i sysselsettingen. Den antatte utviklingen i netto formuesinntekter bidrar til å trekke veksten i husholdningenes inntekter opp. Siden husholdningene er i netto gjeldsposisjon når vi ser bort fra forsikringskrav og andre fordringer enn bankinnskudd, vil rentenedsettelsene senke inntektene fra bankinnskudd mindre enn utgiftene til gjeld, noe som trekker i retning av økte netto formuesinntekter. Skattemotivert økning i utbyttebetalinger fra aksjer kan komme til å forsterke dette. Konsumprisveksten ser ut til å bli svært lav i inneværende år, og dette trekker også veksten i husholdningenes disponible realinntekter opp. For både 2005 og 2006 anslås veksten i husholdningenes disponible realinntekter til rundt 3 prosent. Den reelle inntektveksten reduseres i forhold til 2004 blant annet som følge av noe høyere rentenivå, reduserte utbytter, lavere stønadsvekst samt høyere konsumprisvekst.

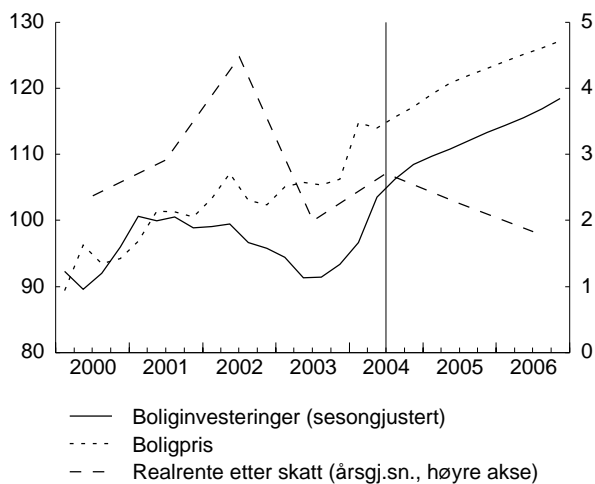
Konsumveksten i husholdninger og ideelle organisasjoner, målt i faste priser, er beregnet til om lag 5 prosent i både 2004, 2005 og 2006. Med et tilsvarende anslag på veksten i disponibel realinntekt i 2004, vil spareraten på 7,8 prosent i 2003 bli nær uendret i år. Den sterke konsumveksten de kommende årene kan langt på vei forklares med utviklingen i realrenten etter skatt. Til tross for at det nominelle rentenivået antas å bli noe høyere fremover, vil likevel realrenten etter skatt falle klart gjennom 2005 og 2006 som følge av den økte konsumprisveksten. En realrentenedgang innebærer i seg selv at konsum i inneværende periode blir relativt billigere i forhold til konsum i neste periode, slik at husholdningene fremskynder konsum til inneværende periode på bekostning av konsum i senere perioder. Med anslagene som her er lagt til grunn, vil spareraten komme ned på nær 6 prosent i 2005 og noe over 4 prosent i 2006. Fallet i spareraten, sammen med klar vekst i boliginvesteringene, vil gjenspeile seg i et markant fall i husholdningenes nettofinansinvesteringer. Målt nominelt, antas husholdningene å redusere sine nettofinansinvesteringer fra vel 32 milliarder i 2003 til rundt -5 milliarder i 2006.

Kraftig vekst i boliginvesteringene

Etter flere år med nedgang i boliginvesteringene kom et omslag 4. kvartal i fjor, og boliginvesteringene ser nå ut til å være i kraftig oppgang. Ifølge sesongjusterte igangsettingstall ble det påbegynt bygging av 12,3 prosent flere boliger i juni i forhold til i mai i år, og i 2. kvartal ble det satt i gang 40 prosent flere boliger enn i 4. kvartal i fjor. Sesongjusterte KNR-tall viser at boliginvesteringene, målt i faste priser, steg med hele 7,1 prosent fra 1. til 2. kvartal i år. Utsikter til høy inntektsvekst, lave realrenter etter skatt, synkende arbeidsledighet samt klar vekst i realprisene på boliger i annenhåndsmarkedet, er bakgrunnen for utviklingen i boligmarkedet og faktorer som vil bidra til at

Boligmarkedet

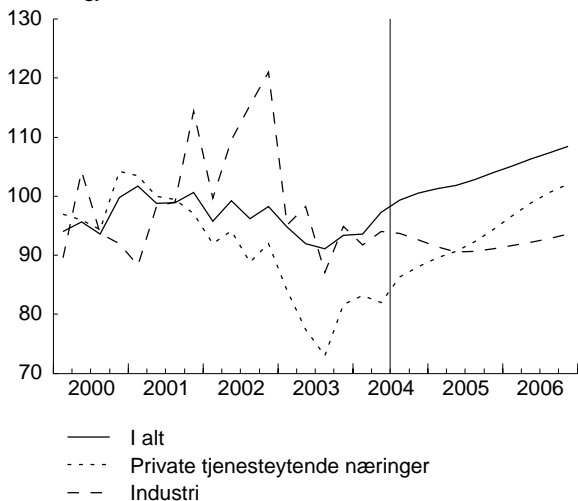
Venstre akse indekser, 2001=100, høyre akse prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Investeringer i Fastlands-Norge

Sesongjusterte volumindekser, 2001=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

tendensen trolig fortsetter. Vi anslår nå at årsveksten i boliginvesteringene vil bli på hele 12 prosent i 2004. For 2005 og 2006 legger vi til grunn en årsvekst i boliginvesteringene på drøye 6 og 4 prosent. Bruktboligprisene anslås å øke med om lag 5 og 3 prosent i henholdsvis 2005 og 2006, altså en fortsatt klar vekst i realprisene.

Ny oppgang i fastlandsbedriftenes investeringer

Bruttoinvesteringene i fastlandsbedriftene falt med 10 prosent fra 2002 til 2003. Særlig var fallet i investeringene i industri og tjenesteytende næringer (ekskl. boliger) sterkt. De foreløpige KNR-tallene viser at nedgangen i fastlandsbedriftenes investeringer kan ha stoppet opp mot slutten av 2003 og siden vært i svak oppgang. Vi regner med at den moderate oppgangen vil fortsette gjennom høsten 2004 og videre framover. På årsbasis regner vi med en økning i fastlandsbedriftenes investeringer på om lag 5 prosent i 2004.

SSBs investeringstelling for industri og kraftforsyning viser at foretakene i disse næringene forventer å øke sine investeringer noe i 2004. Det forventes en svak økning i industriinvesteringene, men en klar økning av investeringene i kraftforsyning. For sistnevnte næring kan investeringsveksten også etter 2004 bli høy dersom planer om bygging av gasskraftverk skulle settes ut i livet. Vi har imidlertid lagt til grunn om lag uendrede investeringer i kraftforsyning fra og med 2005, etter en vekst på vel 5 prosent i 2004. Industrien venter nå en viss nedgang i sine investeringer i 2005, men her kan bedringen i konjunktursituasjonen og lønnsomheten få industribedriftene til å oppjustere sine investeringsplaner for 2005 og særlig for 2006 i tråd med et normalt konjunkturmønster. For tjenesteytende næringer er det tegn til oppgang i investeringene, men økningen er beskjeden. Det er fortsatt mange ledige kontorbygg og byggeaktiviteten forventes ikke å øke vesentlig i de nærmeste årene. Derimot øker maskininvesteringene i tjenesteytende næringer.

Det er grunn til å tro at det lave rentenivået (både nominelt og reelt), som antas å vare ved framover, vil kunne stimulere bedriftsinvesteringene selv om det erfaringsmessig har vært vanskelig å få påvist klare effekter av rentenivået på bedriftsinvesteringene, i motsetning til for husholdningenes konsum og boliginvesteringer. Det økte aktivitetsnivået i norsk økonomi vil imidlertid bidra til økte investeringer i fastlandsbedriftene og typisk nok kommer denne oppgangen noe i etterkant av veksten i husholdningenes etterspørsel. Våre anslag tilsier at investeringene i fastlandsbedriftene vil øke med 3 prosent neste år, men økningen i 2006 kan bli noe høyere. Det er særlig investeringene i varehandel som vi forventer vil ta seg opp.

Eksportveksten vil gradvis dempes

Etter en svak utvikling gjennom 2001 og 2002, viste volumet av den tradisjonelle vareeksporten – ifølge sesongjusterte foreløpige KNR-tall – klar vekst gjennom 2003, for så å falle gjennom 1. og 2. kvartal i år. Dette fallet kan imidlertid tilskrives at eksporten av raffinerte oljeprodukter i løpet av disse to kvartalene ble redusert med over 40 prosent, hovedsakelig på grunn av ekstraordinært vedlikehold på raffineriene. Regnet uten raffinerte produkter var veksten i tradisjonell vareeksport på 1 prosent i gjennomsnitt for de to siste kvartalene. For de siste fem kvartalene sett under ett har denne varegruppen vist en vekst på 4,3 prosent, regnet som årlig rate. Dette er på linje med den anslåtte veksten i eksportmarkedene for disse varene.

Utviklingen har imidlertid vært svært ulik for de ulike hovedvaregruppene. Sterkest vekst viste eksporten av metaller (årlig rate på 9,7 prosent), innsats- og investeringsvarer (6,6 prosent), treforedlingsprodukter (6,1 prosent) og kjemiske råvarer (4,0 prosent). Verktøystedprodukter viste bare svak vekst (2,4 prosent), og

Makroøkonomiske hovedstørrelser 2003-2006. Regnskap og prognoser. Prosentvis endring fra året før der ikke annet framgår

	Regnskap 2003	Prognoser							
		2004			2005			2006	
		SSB	FIN	NB	SSB	FIN	NB	SSB	NB
Realøkonomi									
Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner	3,8	5,0	4,5	5 1/4	4,7	3,7	4	5,1	2 3/4
Konsum i offentlig forvaltning	1,4	3,1	1,8	2	1,7	1,3	1 1/2	1,8	1 1/2
Bruttoinvestering i fast realkapital	-3,7	8,4	4,9	..	4,7	5,0	..	4,4	..
Utvinning og rørtransport ¹	15,8	12,2	11,0	10	6,8	7,1	5	4,0	5
Fastlands-Norge	-4,7	5,7	3,6	3 3/4	3,5	4,1	4	4,5	4
Bedrifter	-10,1	5,0	3,5	..	3,3	5,1	..	6,6	..
Bolig	-5,2	12,2	4,0	..	6,5	5,5	..	4,3	..
Offentlig forvaltning	10,1	-0,1	3,5	..	0,3	0,1	..	0,0	..
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ²	1,7	4,6	3,7	4 1/4	3,7	3,3	3 1/4	4,1	2 3/4
Lagerendring ³	-0,3	0,4	..	..	0,0	..	..	0,0	..
Eksport	1,2	1,5	1,6	..	3,5	3,0	..	2,2	..
Råolje og naturgass	-0,2	1,3	-0,4	..	3,3	2,1	..	1,8	..
Tradisjonelle varer	2,6	3,1	4,8	5 1/4	4,8	5,6	3 1/2	1,4	3
Import	2,2	7,1	4,7	7 1/2	5,1	4,2	3 3/4	5,3	2 1/2
Tradisjonelle varer	4,0	8,8	5,2	..	6,9	4,1	..	6,1	..
Bruttonasjonalprodukt	0,4	3,3	2,4	2 3/4	3,3	2,9	3	2,8	2 3/4
Fastlands-Norge	0,6	3,9	3,2	3 1/2	2,9	3,1	3	2,8	2 1/2
Arbeidsmarked									
Sysselsatte personer	-0,6	0,3	0,2	1/2	0,7	0,8	1 1/4	1,0	3/4
Arbeidsledighetsrate (nivå)	4,5	4,3	4,3	4 1/4	4	4,1	4	3,8	4
Priser og lønninger									
Lønn per normalårsverk	3,9	3,8	3 3/4	3 3/4	3,7	4,0	4 1/2	4,2	4 3/4
Konsumprisindeksen (KPI)	2,5	0,4	1/2	1/2	1,1	2,0	1 3/4	1,6	2
KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE)	1,1	0,2	3/4	1/2	1,3	2 1/4	1 1/2	2,0	2
Eksportpris tradisjonelle varer	-1,2	6,8	..	..	1,1	..	..	-1,8	..
Importpris tradisjonelle varer	0,7	3,9	1,9	..	0,4	..	..	-0,7	..
Boligpris ⁴	1,6	9,0	..	..	5,5	..	..	3,4	..
Utenriksøkonomi									
Driftsbalansen, mrd. kroner	201,2	249,2	181,1	..	253,3	165,4	..	241,5	..
Driftsbalansen i prosent av BNP	12,9	14,7	..	..	14,3	..	..	13,1	..
MEMO:									
Husholdningenes sparerate (nivå)	7,8	7,7	6,3	..	6,2	5,7	..	4,4	..
Pengemarkedsrente (nivå)	4,1	2,0	2,1	2 1/4	2,4	3,4	3	2,3	4 1/4
Utlånsrente, banker (nivå) ⁵	6,6	4,2	..	..	4,4	..	..	4,4	..
Råoljepris i kroner (nivå) ⁶	205	246	200	..	225	183	..	226	..
Eksportmarkedsindikator	3,9	4,8	..	..	5,1	..	..	2,8	..
Importveid kronekurs (44 land) ⁷	1,3	3,8	..	2 3/4	-0,1	..	-3/4	-0,1	-1/4

¹ Finansdepartementets anslag inkluderer tjenester tilknyttet oljeutvinning.² Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner + konsum i offentlig forvaltning + bruttoinvesteringer i fast kapital i Fastlands-Norge.³ Endring i lagerendring i prosent av BNP.⁴ Selveier.⁵ Husholdningenes lånerente i private finansinstitusjoner. Gjennomsnitt for året.⁶ Gjennomsnittlig spotpris Brent Blend⁷ Positivt tall innebærer svekket krone.

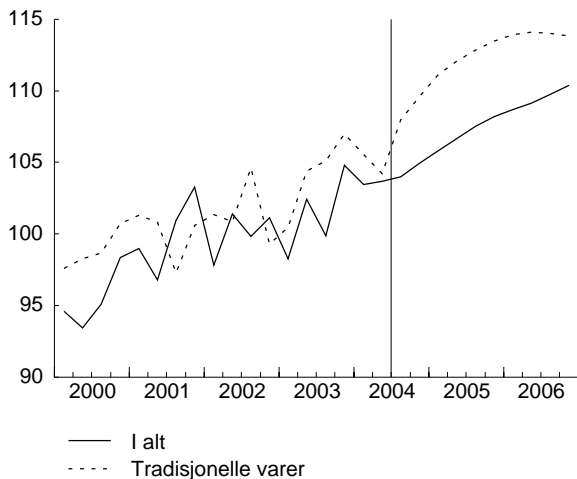
Kilder: Statistisk sentralbyrå (SSB), Finansdepartementet, St.meld.nr. 2 (2003-2004), (FIN), Norges Bank, anslag basert på terminrente og terminkurs, Inflasjonsrapport 2/2004 (NB).

konsumvarer en regelrett nedgang (-6,3 prosent årlig rate). Den sterke veksten for konjunkturfølsomme råvarer reflekter dels impulsene fra den pågående, internasjonale konjunkturoppgangen, og dels ny kapasitet (metaller). Den svakere utviklingen for mer bearbejdede produkter må tilskrives at arbeidsintensive norske bedrifter – trass i at krona har svekket seg markert det siste halvannet året – fortsatt sliter med svak konkurransevne, etter mange år med høy kostnadsvekst siden siste del av 1990-tallet.

Den ulike konkurransesituasjonen avspeiler seg i prisutviklingen. Krona var på det sterkeste i 4. kvartal 2002, og prisene på tradisjonelle eksportvarer regnet i norske kroner nådde ifølge de sesongjusterte KNR-tallene en bunn i det påfølgende kvartalet. Fra 1. kvartal 2003 til 2. kvartal 2004 svekket krona seg med 7,8 prosent målt med industriens konkurransekursindeks. I samme periode har prisindeksen for tradisjonell vareeksport økt med 7,6 prosent, men forskjellige mellom varegruppene er betydelige. For viktige varegrupper som metaller var prisøkningen i perioden

Eksport

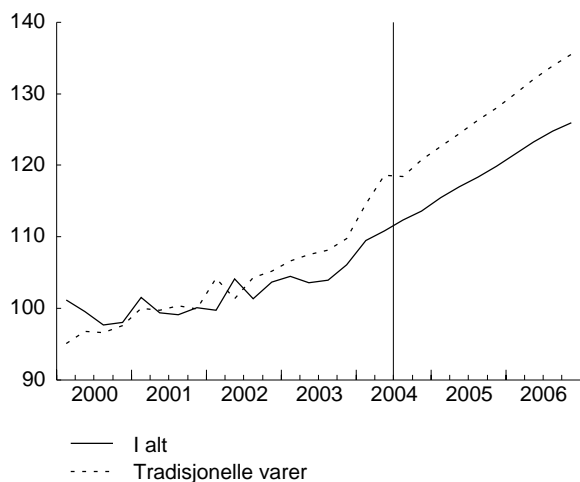
Sesongjusterte volumindekser, 2001=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Import

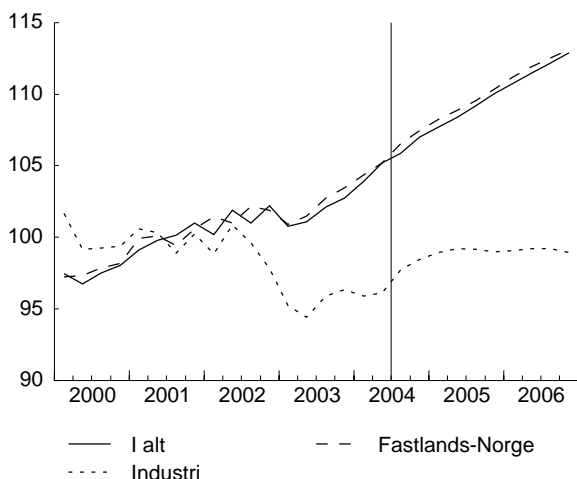
Sesongjusterte volumindekser, 2001=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Bruttonasjonalprodukt

Sesongjusterte volumindekser, 2001=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

på hele 20,2 prosent, mens den for verkstedprodukter bare var på 2,6 prosent.

Framover legger vi til grunn at den internasjonale konjunkturoppgangen vil snu til nedgang i løpet av 2005. Vi antar videre at en ny konjunkturoppgang vil sette inn i løpet av 2007. Dette forløpet innebærer at veksten i våre eksportmarkeder fortsatt vil ligge høyt fram til høsten neste år, når en regner veksten fra året før, men at den deretter vil falle mot nullvekst tidlig i 2007. På årsbasis anslås markedsveksten til 4,8 prosent i 2004, 5,1 prosent i 2005 og 2,8 prosent i 2006. Regnet uten raffinerte oljeprodukter anslås eksportveksten i de samme årene til henholdsvis 4,4, 3,7 og 1,3 prosent. Selv om eksportveksten i alle disse årene fortsatt er lavere enn markedsveksten, betyr ikke det at norske bedrifter på grunn av svak konkurranseevne fortsetter å tape markedsandeler i høyt tempo i årene framover. Nedgangen i veksttakten (regnet fra året før) i 2006 skyldes særlig de konjunkturfølsomme råvarene. For flere av de mer arbeidsintensive industrivarene regner vi med at tapet av markedsandeler gradvis dempes.

Svært høy importvekst

Etter en viss avdemping gjennom de første kvartalene i 2003, skjøt veksten i samlet import ny fart fra og med 4. kvartal i fjor. De tre siste kvartalene har samlet import vokst med en årlig rate på 9 prosent, ifølge sesongjusterte foreløpige KNR-tall. Til sammenligning vokste både samlet anvendelse og samlet innenlandsk anvendelse av varer og tjenester med 5,2 prosent, mens BNP for Fastlands-Norge vokste med 3,2 prosent. Det var særlig importen av råolje, skip, plattform-er og fly samt tjenester som bidro til å dempe veksttakten gjennom 2003; den tradisjonelle vareimporten fortsatte å vokse ufortrødent. For denne varegruppen må en derfor snarere si at veksten skjøt ytterligere fart i 4. kvartal i fjor. De tre siste kvartalene har den tradisjonelle vareimporten vokst med en årlig rate på hele 13,1 prosent, og med 13,5 prosent regnet utenom raffinerte oljeprodukter.

Den høye volumveksten for tradisjonelle importvarer må sees på bakgrunn av at økningen i husholdningenes etterspørsel i stor grad har rettet seg mot produkter med stort importinnhold. Importen av biler mv. økte i perioden med en årlig rate på 19,8 prosent og tekstiler, klær og skotøy med 14 prosent. Likeledes kan høy etterspørsel etter konsumvarer som i liten grad produseres i Norge (hvit- og brunvarer, forbrukerelektronikk, etc.), sammen med økte investeringer i fastlandsbedriftene, forklare deler av den sterke importveksten for verkstedprodukter på 14 prosent, den overlegent største varegruppen på importsiden. For undergruppen kontor- og datamaskiner var vekst-raten hele 30 prosent. Endelig bidro høy vekst i produksjonen av metall til at importen av råvarer til metallindustrien økte med 15,6 prosent.

Selv om sammensetningen av etterspørselen antakelig forklarer mye av importveksten, er det grunn til å tro at også tap av markedsandeler på detaljert nivå også bidrar til økt import. Det gjelder særlig innenfor verkstedprodukter, der prisene på norske produkter synes å stige vesentlig sterkere enn importprisene, samtidig som importandelen øker markert. For teko-produkter synes økningen i importandelen å være klart mindre, til tross for at det også her er en vesentlig økning i prisene på norske relativt til importerte produkter.

Den sterke importveksten ventes å fortsette i årene framover, om enn i et noe avdempet tempo. For 2004 anslås veksten i tradisjonell vareimport til 8,8 prosent, i 2005 til 6,9 prosent og i 2006 til 6,1 prosent. Enkelte varegrupper bidrar imidlertid i særlig grad til å dempe veksten i 2005 og 2006. Det gjelder blant annet lavere import av elektrisitet i 2005, på grunn av en antatt mer normal kraftproduksjon i Norge, en antatt klart avtakende vekst i bilimporten gjennom 2005 og 2006, samt markert lavere vekst i import av råvarer til metallindustrien, som følge av den ventede internasjonale konjunkturedgangen. Disse tre varegruppene antas å trekke vekstraten for tradisjonell import ned med ½ prosentpoeng i både 2005 og 2006.

Produksjonsoppgangen fortsetter

I følge sesongjusterte foreløpige KNR-tall, steg BNP for Fastlands-Norge med 3,4 prosent i første halvår i år, regnet som årlig rate. Den klare produksjonsoppgangen siden konjunkturbunnen 2. kvartal i fjor ser altså ut til å ha fortsatt gjennom 1. og 2. kvartal i år, med vekstrater godt over det som anses å være trendveksten for norsk økonomi. Sterk vekst i utvinningen av råolje og naturgass bidro til at veksten i BNP i alt steg med en årlig rate tilsvarende 4,8 prosent i første halvår i år.

Produksjonsveksten det siste året har vært spesielt stor innen bygge- og anleggsvirksomhet, varehandel og privat tjenesteyting forøvrig. Produksjonen i offentlig forvaltning utviklet seg meget svakt gjennom fjoråret, og også noe svakere enn private fastlandsnæringer gjennom første halvår i år. Industriproduksjonen har også utviklet seg svakt; for andre kvartal på rad holdt produksjonen seg uendret når man justerer for normale sesongvariasjoner. Dels på grunn av sammensetningen og dels på grunn av fortsatt svak konkurransevne, kanaliseres mye av etterspørselsveksten i Norge seg mot importerte varer. Norske industribedrifter fortsetter å miste markedsandeler både hjemme og i utlandet.

I de siste månedene synes imidlertid industriproduksjonen å vise et omslag oppover. Sesongjustert industriproduksjon for juli økte med en prosent fra nivået i 2. kvartal. Moderat nominell lønnsvekst og en svekkelse av kronekursen framover vil kunne bedre lønnsomheten for mange industribedrifter noe, og sammen med fortsatt høye oljeinvesteringer antar vi

en brukbar vekst i industriproduksjonen neste år. Forventninger om svakere vekst internasjonalt i 2006 gir imidlertid en ny avdempning av veksten i industriproduksjonen dette året.

Høy vekst i etterspørselen fra husholdningene vil trolig bidra til en BNP-vekst over trendveksten i økonomien i årene framover. Mye av økningen i husholdningenes konsum dekkes av økt import, men fortsatt oppgang i boliginvesteringene og sterk vekst i oljeinvesteringene og i investeringene i fastlandsbedriftene, er bakgrunnen for at vi anslår en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 3,9 prosent i år, 2,9 prosent neste år og 2,8 prosent i 2006. Den høye veksten i år skyldes også delvis at det er tre arbeidsdager mer i 2004 enn i 2003. I følge våre anslag vil norsk økonomi forlate lavkonjunkturen og gå inn i en ny høykonjunktur i løpet av 2005.

Endelig økt sysselsetting!

Sesongjusterte nasjonalregnskapstall viser at sysselsettingen steg med 0,5 prosent fra 1. til 2. kvartal i år. Dette utgjør over 10 000 personer. Med unntak av en liten sysselsettingsøkning i 3. kvartal i fjor, falt den sesongjusterte sysselsettingen i hvert kvartal fra 1. kvartal 2002 til 1. kvartal 2004. KNR-tallene indikerer dermed et omslag i arbeidsmarkedet i 2. kvartal i år – om lag ett år etter at konjunkturbunnen, målt ved BNP i Fastlands-Norge, ble nådd.

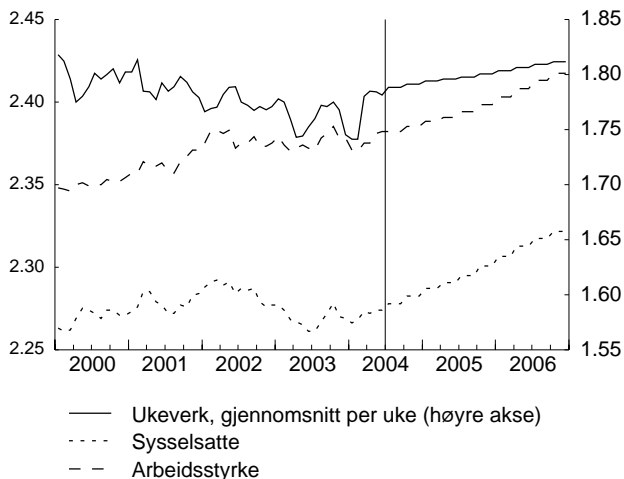
Den relativt svake sysselsettingsutviklingen i den tidlige fasen av konjunkturoppgangen, tyder på at bedriftene i enkelte næringer hadde ledig kapasitet etter perioden med svak produksjonsutvikling. Produktivtetsveksten har derfor vært høy det siste året. Økningen i sysselsettingen i 2. kvartal viser imidlertid at bedriftene nå har mindre ledige interne ressurser, og produktivtetsveksten har derfor vært klart lavere i 2. kvartal i år sammenlignet med de foregående kvartalene.

Både den registrerte ledigheten hos Aetat og ledigheten ifølge AKU (Arbeidskraftundersøkelsen i SSB) har gått noe ned hittil i år. Nedgangen har imidlertid vært beskjeden. Mens en sesongjustering av antall registrerte helt ledige viser en nedgang på 5000 personer fra slutten av fjoråret og til utgangen av august i år, var nedgangen i AKU-ledigheten på kun 1000 personer fra 4. kvartal i fjor til 2. kvartal i år. I følge AKU var 4,5 prosent av arbeidsstyrken arbeidsledige i 2. kvartal i år, ned fra 4,6 prosent i 4. kvartal i fjor.

Et svakt arbeidsmarked fratar mange arbeidsledige motet til aktivt å søke arbeid. Blant annet for å beskytte seg mot ubehaget ved å motta avslag på jobbsøknader, velger mange å være kun passive arbeidssøkere. AKU for 3. kvartal i fjor viste at 119 000 personer ønsket arbeid, men hadde ikke søkt aktivt. Dermed var de plassert utenfor arbeidsstyrken. I samme kvartal var det 112 000 arbeidsledige og 120 000 som

Arbeidsstyrke, sysselsetting og ukeverk

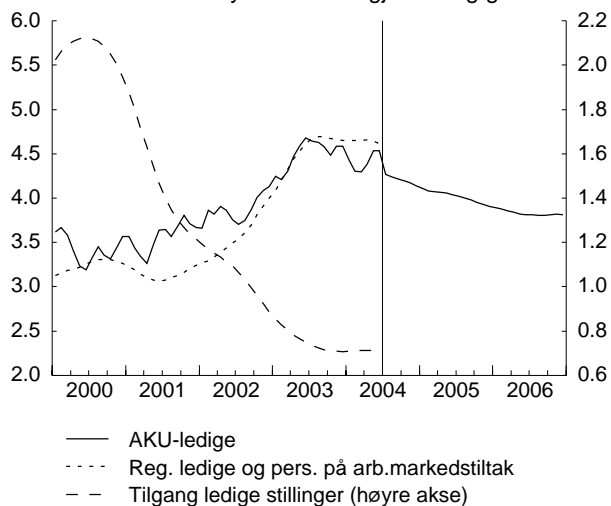
Millioner. Sesongjustert og glattet



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Arbeidsledige og beholdning av ledige stillinger

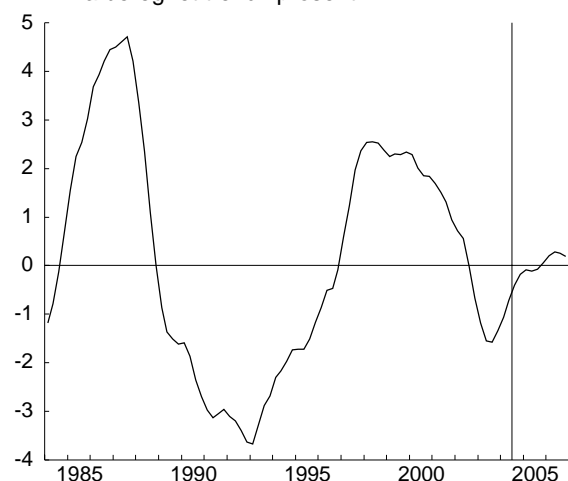
Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert og glattet



Kilder: Arbeidsdirektoratet og Statistisk sentralbyrå.

BNP Fastlands-Norge

Avvik fra beregnet trend i prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

arbeidet deltid med ønske om lengre arbeidstid. Dessuten vil mange potensielle arbeidssøkere velge å ta opp andre aktiviteter, som innebærer at de ikke lenger vil bli regnet som en del av arbeidsstyrken. Enkelte av de som ikke har krav på ledighetstrygd, velger heller ikke å være registrerte hos Aetat. Dermed er det mange ledige som ikke omfattes av ledighetsstatistikken til Aetat og AKU. Når arbeidsmarkedet er i bedring, velger flere av disse igjen å søke arbeid mer aktivt. Den skjulte ledigheten bidrar dermed til at verken den registrerte ledigheten eller AKU-ledigheten synker i samme hastighet som sysselsettingsveksten.

Vi anslår at sysselsettingsveksten tar seg videre opp utover i prognoseperioden – fra en vekst på 0,3 prosent fra 2003 til 2004 til en vekst på 0,7 og 1,0 prosent i henholdsvis 2005 og 2006. Ledigheten synker moderat fra 4,5 prosent i fjor til et gjennomsnitt på 4,3 prosent i år. Deretter forventes ytterligere fall, med en gjennomsnittlig AKU-ledighet på 4,0 og 3,8 prosent de neste to årene. Bedringen i arbeidsmarkedet og høy reallønnsvekst bidrar til å øke arbeidstilbudet mer enn det befolkningsutviklingen isolert sett skulle tilsi. På grunn av endringer i alderssammensetningen i befolkningen synker likevel den gjennomsnittlige yrkesandelen i hele prognosebanen.

Moderat lønnsvekst i oppgangskonjunkturen

Tariffavtalene i Norge revideres normalt i hovedforhandlinger annet hvert år, sist nå i våres. Forhandlingene ble formelt sett gjennomført forbundsvist, men som vanlig var også de sentrale sammenslutningene involvert i prosessen – både på arbeidsgiver- og arbeidstakersiden. Oppgjørene var preget av bred enighet om rammene på tvers av alle grupper, og endte med at partene i nær sagt samtlige forhandlingsområder forventer en gjennomsnittlig årslønnsvekst slik den defineres av Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene på om lag 3,5 prosent i 2004.

Vi benytter et annet lønnsbegrep, nemlig lønn per normalårsverk, som også inkluderer overtid. Vi forventer en vekst i lønn per normalårsverk i år på om lag 3,8 prosent. I fjor var det et markert fall i overtidsbruken innen industrien, bygge- og anleggssektoren, varehandelen og andre tjenesteytende næringer. For hele økonomien bidro nedgangen i overtidsbruken til å redusere den gjennomsnittlige årsvæksten i lønn per normalårsverk med om lag 0,4 prosentpoeng. I våre lønnsanslag har vi lagt til grunn at overtidsbruken øker til et mer normalt nivå i år.

Lønnsveksten fra i fjor til i år blir likevel relativt moderat, noe som må forstås på bakgrunn av problemene i norsk næringsliv fra høsten 2002 og gjennom 2003, og da særlig en kraftig produksjonsnedgang i industrien. Norske renter ble holdt høye helt frem til Norges Bank i desember 2002 så nødvendigheten av lavere renter også i Norge. Rentenedsettelsene i Norge kom dermed ett til to år senere enn i utlandet. Norske

kroner styrket seg som følge av den økte rentedifferansen med 15 prosent gjennom 2002 og industriens konkurranseevne ble sterkt og raskt svekket. Kronekursen er nå noe svakere igjen, dog ikke helt tilbake på 2001-nivå. Lønnsomheten i industrien må fortsatt betraktes som svak, delvis også på grunn av et høyt lønnsnivå og sterk konkurranse i de internasjonale produktmarkedene. Historiske erfaringer med den norske lønnsdannelsen tilsier at den fortsatt svake konkurranseevnen og den senere tids relativt høye ledighet vil gi svake impulser til lønnsveksten i flere år framover.

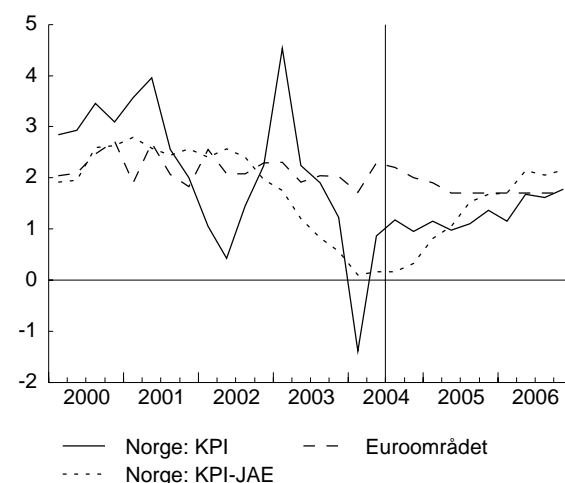
Det tar med andre ord noe tid før omslag i økonomien gir markerte utslag i lønnsveksten. Det vil derfor være begrensede muligheter for å stabilisere konjunktorene og lønnsveksten samtidig. For å stabilisere veksten i konsumprisene er Norges Bank dermed avhengig av å styre importprisveksten gjennom rentas effekt på valutakursen. Dette påvirker imidlertid også konkurranseevnen, noe som altså virker tilbake på lønnsveksten med et betydelig tidsetterslep. Det vil således ofte være lav lønnsvekst i den første delen av oppgangskonjunkturer og høy lønnsvekst den i første delen av nedgangskonjunkturer.

I tråd med dette, forventes en relativt moderat nominell lønnsvekst i den delen av oppgangskonjunktoren vi nå er inne i. Men på grunn av lav konsumprisvekst, blir reallønnsveksten likevel høy. Selv om norsk økonomi forventes å gå inn i en høykonjunktur til neste år, vil den nominelle lønnsveksten trolig være relativt moderat også i 2005 og 2006. Vi anslår at veksten i lønn per normalårsverk blir på 3,8 prosent i 2005 og 4,2 prosent i 2006. Med gradvis økende konsumprisvekst i årene framover, vil reallønnsveksten da gå noe ned, men fortsatt være om lag to prosent i 2006 ifølge våre anslag.

Stabil lav inflasjon

Moderat lønnsvekst, relativ høy produktivitetsvekst, moderat kapasitetsutnyttning og det markerte fallet i importprisene gjennom 2001 og 2002, har bidratt til lav norsk prisvekst i de siste to årene. Den underliggende inflasjonen, målt ved 12-månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), var 0,1 prosent i august, etter å ha ligget i intervallet -0,1 til 0,3 i de syv foregående månedene. De svært høye elektrisitetsprisene vinteren 2002/3 har lenge dominert 12-månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI): Fra 5,0 prosent i januar 2003 kom prisstigningen ned i rekordlave -1,8 prosent i januar i år og gikk deretter gradvis opp til 1,5 prosent i juli. Gjennom det siste året har elektrisitetsprisene gjennomgående utviklet seg mer normalt og gir nå mer beskjedne impulser til den samlede prisstigningen. En sterk – og altså utypisk – økning i elektrisitetsprisene fra juli til august i fjor, bidro imidlertid til at 12-månedersveksten i KPI i august i år kom ned i 1,0 prosent.

Konsumprisindeksen
Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Sterk norsk krone, lav internasjonal prisvekst og endring i handelsmønsteret med økt import fra lavkostland, har sammen med svak utvikling i varehandelsavansene ført til en negativ prisvekst for importerte konsumvarer i de to-tre siste årene. Den nådde en bunn i juni 2003 med -4,5 prosent vekst i forhold til samme måned året før. Med en vekt i KPI på vel 25 prosent, ga dette et negativt vekstbidrag til KPI på 1,2 prosent. I tråd med en delvis reversering av kronestyrkingen gjennom 2003, ble den negative prisimpulsen deretter redusert. I august i år var prisveksten på 12-månedersbasis -1,9 prosent, noe som gir et vekstbidrag til KPI på om lag -0,5 prosentpoeng, altså en forskjell i prisvekstbidrag mellom de to tidspunktene på 0,7 prosentpoeng.

Prisutviklingen på norskproduserte jordbruks- og fiskevarer og husleiene har i stor grad nøytralisert impulsene fra importerte konsumvarer: Konsumprisene på jordbruksvarer steg på 12-månedersbasis med 4,5 prosent i juni i fjor og har deretter gradvis gått ned til 1,8 prosent i juli i år. Vekten for disse varene i KPI er 6,0 prosent og prisvekstbidraget er dermed blitt redusert med 0,2 prosentpoeng i løpet av vel et år. Fiskevarer har hatt en tilsvarende utvikling, og prisene på disse varene var i juli 2004 1,6 prosent lavere enn 12 måneder tidligere. KPI-vekten til fiskevarer er imidlertid liten.

Husleiene, inkludert leieprisen på fritidsboliger, har en vekt i KPI på 17 prosent. I juni 2003 lå denne delindeksen 3,9 prosent over nivået 12 måneder før, og prisstigningstakten har deretter stort sett falt. I august i år var den kommet ned i 1,6 prosent, noe som gir en reduksjon i prisstigningsbidraget på om lag 0,4 prosentpoeng. Andre tjenester enn husleie veier hele 26 prosent i KPI. Gjennom de to siste årene har prisstigningstakten for andre tjenester vært jevnt over forholdsvis lav, men ustabil. Prisene for barnehageplasser og flyreiser har i stor grad bidratt til dette. I august

var 12-månedersveksten 3,6 prosent, som er litt lavere enn gjennomsnittet siste fem år.

Prisindeksen for andre norskproduserte konsumvarer enn primærnæringsvarer domineres vektmessig av elektrisitet og raffinerte oljeprodukter. Disse varegruppene har også fluktuert kraftig i pris i de senere årene. Når tobakksprisene i tillegg økte kraftig som følge av avgiftsøkningen fra siste nyttår, er det vanskelig å bruke denne indeksen til å si noe om utviklingen i den underliggende prisutviklingen. Til tross for avgiftsøkningen på tobakk, 2,4 prosent høyere elektrisitetspriser enn på samme tidspunkt i fjor og hele 8,3 prosent høyere priser på drivstoff og smøremidler, var den samlede prisveksten for denne gruppen bare 0,8 prosent. Dette innebærer at mange andre norskproduserte varer har falt klart i pris i denne perioden.

Det er i prisstatistikken ennå ikke tegn til at den underliggende inflasjonen målt ved KPI-JAE er på vei opp. Prisveksten gjennom årets sommer måneder har vært lik eller litt lavere enn gjennom tilsvarende perioder de foregående fire årene. Veksten i arbeidskraftsproduktiviteten ventes å reduseres i årene som kommer, mens lønnsveksten etter hvert ventes å øke noe. Kapasitetsutnyttelsen i økonomien vil trolig øke, noe som trekker i retning av høyere prisvekst i tiden fremover. Valutakursen endrer seg lite i beregningen og dette bidrar sammen med en lav prisvekst i OECD-området og fortsatt økt import fra lavkostland, til at prisene på tradisjonelle importvarer holder seg om lag uforandret. I våre beregninger tar den underliggende prisstigningstakten seg svært beskjedent opp i resten av inneværende år, men noe mer i de påfølgende årene. Mot slutten av 2006 er 12-månedersveksten i KPI-JAE 2,2 prosent. Reduserte olje- og elektrisitetspriser fremover, bidrar i beregningene til at KPI-veksten i alt blir litt lavere enn veksten i KPI-JAE. Mot slutten av 2006 viser beregningen en KPI-vekst på 12-månedersbasis på 1,8 prosent, mot 0,4 prosent som årsgjennomsnitt i år og 0,9 prosent neste år.

Store overskudd i utenriksøkonomien

Reviderte tall viser at Norge hadde et overskudd på driftsbalansen overfor utlandet på om lag 200 mrd. kroner i 2003. Dette tilsvarer knapt 13 prosent av BNP og var på linje med 2002. I første halvår 2004 var overskuddet på driftsbalansen 105 mrd. kroner. De høye oljeprisene i 3. kvartal i år vil føre til at overskuddet på driftsbalansen blir særlig høyt dette kvartalet. For 2004 under ett vil den tradisjonelle vareeksporten, ifølge våre beregninger, øke betydelig i verdi. Dessuten vil verdien av petroleumseksporten øke selv om oljeprisen skulle synke noe fra dagens høye nivå slik vi har antatt. Også importen har økt kraftig i første halvår og vil øke mye i år som følge av økt innenlandsk etterspørsel. Overskuddet på vare- og tjenestebalansen anslås nå til 247 mrd. kroner i 2004, noe som er 35 mrd. kroner høyere enn i 2003. Økningen i overskuddet vil imidlertid bli forsterket av be-

dringen i rente- og stønadsbalansen som følger av de store overskuddene som akkumuleres til stadig større nettofordringer overfor utlandet. Samlet sett anslår vi derfor overskuddet på driftsbalansen til 249 mrd. kroner i 2004, eller vel 14,5 prosent av anslått nominelt BNP.

For 2005 og 2006 viser våre anslag at overskuddet på vare- og tjenestebalansen gradvis reduseres. Det skyldes fortsatt lav volumvekst i samlet olje- og gass-eksport sammen med nominelt fallende priser på disse produktene gjennom siste del av 2004. Tradisjonell vareeksport vokser litt svakere enn markedsveksten i disse årene som følge av en antatt avmatning av oppgangen internasjonalt. Den relativt sterke veksten i norsk økonomi drar med seg en meget sterk vekst i importen i begge disse årene. Selv med en beskjeden importprisvekst vil importverdien øke klart sterkere enn eksportverdien. Vi anslår overskuddet på vare- og tjenestebalansen til å bli 220 mrd. kroner i 2006. Dette er høyere enn tidligere beregnet, og skyldes i hovedsak antakelsen om noe høyere oljepriser enn tidligere, og er derfor svært usikre anslag. Økte nettofordringer på utlandet bidrar til et anslått overskudd på rente- og stønadsbalansen, slik at driftsbalansen viser et overskudd på vel 240 mrd. kroner i 2006, eller 13 prosent av BNP.

Virkninger av en «normalisering» av pengemarkedsrentene

I referansebanen for konjunkturforløpet de nærmeste årene har vi lagt til grunn at det nominelle rentenivået både i euroområdet og i Norge holder seg på et historisk lavt nivå. I en alternativbane beregnes virkningene på norsk økonomi av en høyere rente både i euroområdet og i Norge fra slutten av 2005 og gjennom hele 2006 som deretter holdes nominelt uendret på 4 prosent til 2010.

I referansebanen øker rentenivået litt gjennom første halvår 2005 for så å falle igjen til 2 prosent gjennom andre halvår 2006 i tråd med at konjunkturavmatningen internasjonalt da er tydelig. Referansebanen er forlenget til 2010 med en gradvis økning av renten i euroområdet og i Norge i tråd med en ny og klar konjunkturoppgang fra og med 2008. Norske pengemarkedsrenter økes jevnt fra 2,0 prosent i 1. kvartal 2008 til 4 prosent fra og med 4. kvartal 2009, slik at rentedifferansen overfor eurorenten er null. I alternativbanen skjer, som nevnt, denne parallelle renteøkningen allerede gjennom 2005 og 2006 for så å holde seg nominelt uendret ut simuleringsperioden. I tabellen under viser vi pengemarkedsrenten i de to banene som årsgjennomsnitt.

Våre analyser (og KVARTS-modellen) tilsier at euro-kronkursen holder seg ganske stabil både nominelt og reelt i hele perioden fra 2004 til 2010 i begge banene. Noen virkninger på realøkonomiske størrelser, inflasjon og ikke minst husholdningenes sparinger i alternativet framgår av tabellen under.

Virkninger av en raskere «normalisering» av styringsrentene. Prosentvis vekst/prosentpoeng

	2006	2007	2008	2009	2010
Pengemarkedsrente i Norge					
Referansebanen	2,3	2,0	2,6	3,6	4,0
Alternativbanen	3,4	4,0	4,0	4,0	4,0
Husholdningenes konsum					
Referansebanen	5,1	4,7	4,2	3,0	2,2
Alternativbanen	4,7	3,6	3,1	3,0	3,1
Husholdningenes sparinger					
Referansebanen	4,4	3,1	2,0	1,6	2,5
Alternativbanen	4,1	3,1	3,2	3,4	3,9
BNP-Fastlands-Norge					
Referansebanen	2,8	2,1	2,7	2,4	1,8
Alternativbanen	2,6	1,5	2,2	2,5	2,2
AKU-ledighetsrate (nivå)					
Referansebanen	3,8	3,8	3,9	3,8	3,8
Alternativbanen	3,8	4,0	4,2	4,0	3,9
KPI-JAE					
Referansebanen	2,0	2,2	2,4	2,2	2,3
Alternativbanen	2,0	2,3	2,3	2,1	2,1

I referansebanen som fram til og med 2006 er omtalt i større detalj foran, har vi fra og med 2007 forlenget de fleste modell-uavhengige variable ganske trendmessig. Unntakene er at vi har

lagt til grunn en klar internasjonal konjunkturoppgang i 2008 og 2009 som avmattes gjennom 2010. I tråd med konjunkturoppgangen ute har vi lagt til grunn en inflasjon i euroområdet med 2,0 prosent i perioden 2008 til 2010. Det er videre lagt til grunn en viss nedgang i oljeinvesteringene i Norge fra 2007, men til et ganske høyt nivå i 2010 i forhold til hva man tidligere har tenkt. Fra et konjunkturstabiliserings synspunkt er det rom for litt mer ekspansiv finanspolitikk i tråd med handlingsregelen fra og med 2008 pga. fallende oljeinvesteringer og et høyere rentenivå dvs. mindre stimulans fra pengepolitikken. Vi antar det skjer i stor grad gjennom litt høyere vekst i konsum i offentlig forvaltning enn hva tilfellet er i perioden 2005-2007.

Som tallene i tabellen viser, svekkes veksten i realøkonomien ifølge referansebanen noe, særlig i 2007, men øker igjen som følge av konjunkturoppgangen i utlandet, for så å falle tilbake litt i tråd med svakere konsumvekst i husholdningene. Boliginvesteringene, som ikke vises her, stopper å vokse etter 2008. Ledighetsnivået endrer seg lite, bortsett fra en liten økning i etterkant av konjunkturedgangen i 2007, og inflasjonen er innenfor målsone for pengepolitikken. Alt i alt er referansebanen en balansert vekstbane med stor grad av økonomisk politisk koordinering av politikken med sikte på jevn kapasitetsutnyttning. En kan imidlertid innvende at renteøkningen kommer sent bl.a. fordi husholdningenes sparinger synker til et meget lavt nivå i 2008 og 2009 før renteøkningen setter inn og fører til at husholdningene tilpasser seg med økt sparinger igjen.

I alternativbanen med renteoppgang gjennom 2005 og 2006, blir veksten i husholdningenes etterspørsel redusert noe i 2006, men særlig i 2007 og 2008, sammenliknet referansebanen. Veksten i fastlandsøkonomien reduseres noe og vi får en klarere konjunkturedgang i 2007. Dette bringer arbeidsledigheten noe opp igjen, men ikke mye, selv sammenliknet med den moderate lavkonjunktoren vi har vært gjennom i 2002-2004. Husholdningenes sparinger blir etter hvert klart høyere enn i referansebanen og inflasjonen noe lavere etter en tid, men ikke de to første årene, fordi renteøkningene initialt også innebærer økte kostnader og dermed økte priser.

En åpenbar innvending mot alternativbanen er at pengepolitikken her virker medsyklisk; rentene settes opp i en nedgangs-konjunktur. Det kan virke i strid med retningslinjene for pengepolitikken, men hensynet til finansiell stabilitet kan føre til at rentene settes opp for å hindre en for sterk nedgang i husholdningenes sparing.

Dersom rentenivået i Norge ble økt uten at rentene samtidig ble økt i euroområdet, ville BNP-veksten bli enda lavere enn i alternativberegningen. Kronkursen vil appresiere og inflasjonen synke i forhold til alternativbanen og dermed ikke være i nærheten av inflasjonsmålet. Dessuten ville konkurranseutsatt sektor svekkes relativt til skjermet sektor. Dersom renten skulle heves i euroområdet og norske renter ikke ble økt samtidig, ville derimot krona depresiere, inflasjonen øke og komme høyere enn inflasjonsmålet, samtidig som husholdningenes sparinger ville synke ytterligere i forhold til referansebanen.

På vei mot inflasjonsmålet – også i modellarbeidet

SSBs makroøkonometrisk kvartalsmodell KVARTS (og den korresponderende modellen for årlige data, MODAG) var på 1990-tallet tilpasset det pengepolitiske regimet som da gjaldt, med valutakursmål og markedsstyrte pengemarkedsrenter. Etter at pengepolitikken ble lagt om til inflasjonsmål, måtte også modellen endres. Først og fremst ved å utvide modellen med en valutakurslikning, og dernest med en renteregulering som reflekterer hvordan renta blir satt.¹

Som vi tidligere har vist (se boks i Økonomiske analyser 4/2003), er virkningen via valutakursen viktig for rentas virkning på økonomien, og særlig inflasjonen. Vi har nå en valutakurslikning for norske kroner mot euro (se Bjørnland og Hungnes, 2003), der både norske priser og renter relativt til euroområdet inngår. Valutakursrelasjonen er blant annet brukt til å generere forløpet for eurokursen i denne rapporten. En kan ikke ha håp om at en slik relasjon skal kunne gi korrekte anslag for valutakursen framover, men at den skal gi en fornuftig retning, gitt hovedtrekk ved utviklingen i norsk og internasjonal økonomi.

Med denne relasjonen på plass kan vi nå begynne å teste hvordan ulike renteregler vil påvirke utviklingen i norsk økonomi. Slike simuleringer – sammenlignet med faktisk renteutvikling – kan også si noe om hvilke renteregler Norges Bank i praksis følger.

Nedenfor presenteres slike simuleringer fra 2002 til 2008 med to forskjellige, men svært enkle regler for fastsettelse av renta, ved at renta justeres proporsjonalt med hvor mye observert eller forventet inflasjon avviker fra inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Med inflasjon i et gitt kvartal mener vi økningen i KPI-JAE fra samme kvartal året før. I simuleringen med en tilbakeskuende renteregulering bestemmes renta av likningen:

$$\text{Rentendring dette kvartalet} = 0,2 * (\text{Observert inflasjon dette kvartalet} - 2,5\%)$$

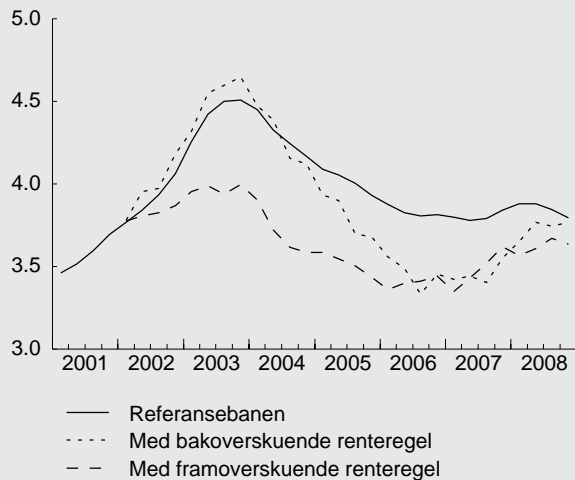
I simuleringen med en framoverskuende renteregulering bestemmes renta av likningen:

$$\text{Rentendring dette kvartalet} = 0,2 * (\text{Forventet inflasjon om 8 kvartaler} - 2,5\%)$$

Forventningene er modellkonsistente, slik at forventet inflasjon blir lik den beregnede inflasjonen. Justeringsparameteren 0,2 er tilfeldig valgt, men gir simulerte baner med rimelige forløp. Det er tatt hensyn til at den nominelle renta ikke kan være negativ.

Simuleringene er gjort som en skiftberegning på referansebanen for norsk økonomi som er presentert i denne rapporten, og i figurene sammenligner vi resultatet av simuleringene med referansebanens anslag. Vi minner om at disse tallene dels er historie (statistikk) og dels våre prognoser. Hovedtrekkene ved denne referansebanen for årene 2007 og 2008 er presentert i boksen som drøfter en «normalisering» av renta framover. Spesielt vil vi peke på at vår inflasjonsbane fram til 2007 er på linje med Norges Banks forventninger fra august i år (foredrag av Svein Gjedrem 26. august), med det unntak at inflasjonen i vår bane først begynner å ta seg opp for alvor i 2005, og ikke allerede i 2004.

Arbeidsledighet Prosent av arbeidsstyrken



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

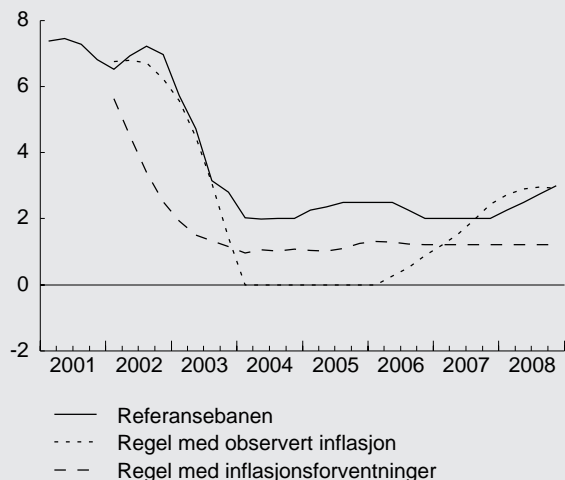
Vi ser at renteutviklingen i 2002 og 2003 – selv om den var ment å være framoverskuende – i praksis har vært i godt samsvar med vår tilbakeskuende renteregulering. En rimelig tolkning av dette er ikke at Norges Bank egentlig mener å være tilbakeskuende, men at de har blitt overrasket av den lave inflasjonstakten og nedjustert sine inflasjonsprognoser etter hvert som ny statistikk har kommet til. Det må minnes om at heller ikke vi har truffet på våre inflasjonsanslag. Fra februar 2002 til desember 2003 nedjusterte vi vårt anslag på 2003-veksten i KPI-JAE fra 2,3 til 1,1 prosent. For 2004 har vi så langt nedjustert vår prognose fra 2,2 prosent i juni i 2002 til 0,2 prosent i denne rapporten.

Vi ser dessuten av figuren at selv om renta gjennom 2002 og fram til høsten 2003 fulgte våre baner for tilbakeskuende rentesetting, har de to banene deretter skilt lag. I den faktiske banen stanset rentenedgangen etter hvert opp, mens renta med rent tilbakeskuende rentesetting ville vært satt ned til null i 1. kvartal i år og holdt der til begynnelsen av 2006. Når renta faktisk ikke ble satt mer ned, til tross for at inflasjonen har fortsatt å overraske på nedsiden, så kan det reflektere at Norges Bank etter hvert også måtte tillegge andre hensyn enn det å nå inflasjonsmålet stor vekt, det være seg hensynet til finansiell stabilitet, eller hensynet til å stabilisere realøkonomien, jf figuren som viser arbeidsledighetsraten. Vi ser at banen med tilbakeskuende rente ville gitt vesentlig større svingninger i ledigheten enn det vi har lagt til grunn i vår prognosebane, der renta holdes nær uendret fra slutten av 2003 og fram til 2008.

Med vår regel for framoverskuende rentesetting ville forløpet blitt klart annerledes. Renta justeres raskere og inflasjonen svinger mindre rundt målet med framoverskuende enn med tilbakeskuende rentefastsettelse. Regelen tilsier at renta skulle

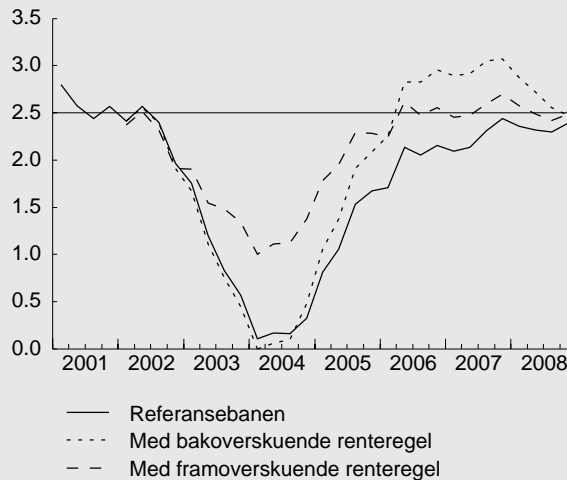
¹ En kan ikke se bort fra at innføringen av et inflasjonsmål etter hvert vil medføre at modellen må endres også på andre områder. For eksempel kan en tenke seg at et inflasjonsmål vil endre både pris- og lønnsdannelsen, slik at forventet inflasjon – og eventuelt målet på 2,5 prosent – vil måtte inngå spesifikt i de tilsvarende modellrelasjonene. På den annen side kan Norges Banks mer fleksible tolkning og praktisering av inflasjonsmålet den siste tiden, med økt vekt på valutakursen og realøkonomisk utvikling, redusere inflasjonsmålets betydning. Uansett har vi så langt ikke tallmessig grunnlag for å endre modellen på disse punktene.

Pengemarkedsrente
Årlig rentesats i prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Inflasjon
Prosentvis vekst i KPI-JAE fra samme kvartal året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

vært satt kraftig ned allerede gjennom 2002 og holdt på vel 1 prosent fra slutten av 2003 og ut beregningsperioden, vel 1 prosentpoeng lavere enn i referansebanen. Det ville gitt en inflasjon i år på rundt 1¼ prosent, og inflasjonen ville stabilisert seg på 2,5 prosent i årene 2006-2008. Arbeidsledigheten ville svingt mellom et nivå på 4,0 og 3,4 prosent, dvs. klart lavere enn i referansebanen, og til dels også med mindre variasjon.

Beregningen viser altså at dersom modellen gir en eksakt riktig beskrivelse av virkemåten til norsk økonomi og Norges Bank hadde lagt en tilsvarende forståelse av virkemåten til grunn, og de hadde gjort riktige prognoser på forutsetningene for modellberegningene for det som nå er historie, og ellers de samme forutsetninger for de kommende årene som det beregningene bygger på, så ville den fremoverskuende renteregelen vi har

nyttet ikke gitt en inflasjon for 2004 – to år fram i tid på det tidspunkt beregningene starter – innenfor svingemarginen på +/- 1 prosent rundt inflasjonsmålet. Derimot stabiliseres inflasjonen på inflasjonsmålet fire år fram i tid, regnet fra starten på simuleringen. Selv om en ikke kan se bort fra at andre utforminger av renteregelen ville kunne gitt en raskere måloppnåelse, så indikerer det at målet om en bestemt inflasjonstakt to år fram i tid kanskje er vel ambisiøst. Det kan være at en slik erkjennelse – i tillegg til behovet for å vektlegge andre mål enn inflasjonen noe sterkere – kan ligge bak når tidshorizonten for inflasjonsmålet nå er utvidet til tre år.

Bjørnland, H.C. og H. Hungnes (2003): The importance of interest rates for forecasting the exchange rate, Discussion Papers 340, Statistisk sentralbyrå.

Makroøkonomiske hovedstørrelser. Sesongjustert. Faste 2001- priser. Millioner kroner

	Ujustert		Sesongjustert							
	2002	2003	02.3	02.4	03.1	03.2	03.3	03.4	04.1	04.2
Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner	674 867	700 258	168 439	171 669	171 869	173 936	175 986	178 148	180 842	181 127
Konsum i husholdninger	646 090	668 881	161 276	164 251	164 130	166 215	168 108	170 086	172 642	172 931
Varekonsum	359 552	374 436	89 340	91 763	90 876	93 282	94 374	95 530	97 025	97 430
Tjenestekonsum	276 042	282 721	68 819	69 700	69 993	70 181	70 762	71 794	72 098	72 392
Husholdningenes kjøp i utlandet	28 596	30 227	7 447	7 282	7 608	7 382	7 567	7 696	8 544	8 235
Utlendingers kjøp i Norge	-18 100	-18 503	-4 330	-4 494	-4 347	-4 630	-4 596	-4 934	-5 026	-5 126
Konsum i ideelle organisasjoner	28 777	31 378	7 163	7 419	7 740	7 720	7 878	8 062	8 200	8 196
Konsum i offentlig forvaltning	324 406	329 098	81 367	80 594	81 672	82 988	82 078	82 328	83 280	84 522
Konsum i statsforvaltningen	171 130	174 119	43 201	42 752	43 179	43 394	43 505	44 020	44 260	45 213
Konsum i statsforvaltningen, sivilt	141 875	145 394	35 873	35 493	35 987	36 187	36 343	36 855	36 935	37 860
Konsum i statsforvaltningen, forsvar	29 255	28 725	7 328	7 259	7 192	7 207	7 162	7 165	7 325	7 353
Konsum i kommuneforvaltningen	153 275	154 979	38 166	37 842	38 493	39 595	38 573	38 308	39 020	39 309
Bruttoinvestering i fast realkapital	269 519	259 519	65 191	69 552	66 984	65 226	65 594	61 769	66 945	68 415
Utvinning og rørtransport	54 521	63 158	13 514	14 703	14 362	16 334	16 803	15 658	17 014	17 243
Tjenester tilknyttet utvinning	5 572	-1 616	122	1 089	502	-437	-139	-1 526	99	163
Utenriks sjøfart	7 139	5 096	1 510	2 874	3 044	1 159	1 594	-700	1 223	497
Fastlands-Norge	202 287	192 880	50 045	50 886	49 076	48 169	47 336	48 337	48 609	50 512
Fastlands-Norge ekskl. offentlig forvaltning	160 556	146 937	39 689	40 474	37 983	36 710	35 334	36 871	38 056	38 750
Industri og bergverk	21 823	18 298	5 659	5 853	4 573	5 002	4 257	4 558	4 501	4 613
Annen vareproduksjon	16 971	19 125	4 210	4 438	4 940	4 744	4 940	4 405	4 852	4 732
Boligtjenester (husholdninger)	52 999	50 231	13 136	12 952	12 687	12 522	12 424	12 603	13 113	14 041
Andre tjenesteytende næringer	68 764	59 284	16 684	17 231	15 782	14 443	13 713	15 305	15 589	15 364
Offentlig forvaltningsvirksomhet	41 731	45 943	10 356	10 412	11 093	11 459	12 002	11 466	10 553	11 762
Lagerendring og statistiske avik	27 409	14 803	7 354	5 790	5 934	-1 517	5 899	3 703	4 893	7 816
Bruttoinvestering i alt	296 928	274 322	72 545	75 342	72 918	63 709	71 493	65 473	71 838	76 231
Innenlandsk sluttanvendelse	1 296 200	1 303 678	322 351	327 606	326 460	320 633	329 558	325 948	335 961	341 881
Etterspørsel fra Fastlands-Norge (ekskl. lagerendr.)	1 201 560	1 222 237	299 851	303 149	302 618	305 094	305 400	308 812	312 731	316 162
Etterspørsel fra offentlig forvaltningsvirksomhet	366 137	375 041	91 723	91 006	92 765	94 447	94 080	93 793	93 833	96 284
Eksport i alt	697 866	706 501	173 986	175 881	171 967	178 476	174 044	182 128	180 368	180 799
Tradisjonelle varer	203 832	209 179	52 558	49 775	50 587	52 202	52 804	53 597	52 990	52 316
Råolje og naturgass	320 893	320 189	79 085	83 034	80 348	83 823	77 884	78 163	84 857	83 964
Skip og plattformar	13 439	18 233	2 746	2 398	2 547	3 686	3 524	8 475	1 451	2 847
Tjenester	159 701	158 900	39 597	40 674	38 485	38 766	39 833	41 893	41 070	41 672
Samlet anvendelse	1 994 066	2 010 179	496 337	503 487	498 427	499 109	503 602	508 076	516 329	522 679
Import i alt	446 819	456 462	110 711	113 224	113 782	113 433	113 479	115 868	119 571	121 071
Tradisjonelle varer	290 400	302 142	72 987	73 553	74 352	75 538	75 629	76 695	80 182	82 955
Råolje og naturgass	1 807	1 998	472	395	891	435	345	334	293	433
Skip og plattformar	16 368	13 831	2 446	3 855	4 443	3 216	3 400	2 772	2 532	1 946
Tjenester	138 244	138 491	34 806	35 421	34 096	34 244	34 105	36 068	36 565	35 737
Bruttonasjonalprodukt	1 547 246	1 553 717	385 626	390 263	384 645	385 676	390 123	392 208	396 758	401 609
Fastlands-Norge (markedsverdi)	1 186 716	1 194 109	298 240	297 586	294 485	296 118	300 339	302 153	304 737	307 213
Oljevirkosomhet og utenriks sjøfart	360 531	359 609	87 386	92 677	90 160	89 558	89 784	90 055	92 020	94 396
Fastlands-Norge (basisverdi)	1 032 496	1 039 488	259 384	258 491	256 598	258 043	261 627	262 839	265 139	267 690
Fastlands-Norge ekskl. offentlig forvaltning	799 137	807 287	200 547	200 337	198 762	199 809	203 476	204 714	206 417	208 661
Industri og bergverk	150 079	144 359	37 667	36 925	35 939	35 713	36 277	36 350	36 239	36 312
Andre vareproduserende næringer	109 395	106 361	27 722	26 944	26 179	26 396	26 837	26 815	27 501	27 843
Tjenesteytende næringer	539 662	556 566	135 157	136 468	136 644	137 700	140 363	141 549	142 678	144 507
Offentlig forvaltningsvirksomhet	233 360	232 201	58 838	58 153	57 836	58 234	58 150	58 125	58 721	59 029
Korreksjonsposter	154 219	154 621	38 855	39 095	37 887	38 075	38 712	39 314	39 599	39 522

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Makroøkonomiske hovedstørrelser. Sesongjustert. Faste 2001-priser. Prosentvis endring fra foregående periode

	Ujustert		Sesongjustert							
	2002	2003	02.3	02.4	03.1	03.2	03.3	03.4	04.1	04.2
Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner	3,6	3,8	0,3	1,9	0,1	1,2	1,2	1,2	1,6	0,2
Konsum i husholdninger	3,5	3,5	0,3	1,8	-0,1	1,3	1,1	1,2	1,6	0,2
Varekonsum	4,2	4,1	0,0	2,7	-1,0	2,6	1,2	1,2	1,7	0,4
Tjenestekonsum	1,7	2,4	0,0	1,3	0,4	0,3	0,8	1,5	0,5	0,4
Husholdningenes kjøp i utlandet	6,6	5,7	3,5	-2,2	4,5	-3,0	2,5	1,7	11,3	-3,6
Utlendingers kjøp i Norge	-2,8	2,2	-7,1	3,8	-3,3	6,5	-0,7	7,4	1,2	2,0
Konsum i ideelle organisasjoner	7,0	9,0	-1,0	3,6	4,3	-0,2	2,0	2,3	1,8	0,0
Konsum i offentlig forvaltning	3,1	1,4	2,4	-0,9	1,3	1,6	-1,1	0,3	0,3	1,5
Konsum i statsforvaltningen	40,0	1,7	2,4	-1,0	1,0	0,5	0,3	1,2	0,4	2,2
Konsum i statsforvaltningen, sivilt	51,0	2,5	2,8	-1,1	1,4	0,6	0,4	1,4	0,0	2,5
Konsum i statsforvaltningen, forsvar	3,4	-1,8	0,4	-0,9	-0,9	0,2	-0,6	0,0	2,2	0,4
Konsum i kommuneforvaltningen	-20,4	1,1	2,4	-0,8	1,7	2,9	-2,6	-0,7	0,3	0,7
Bruttoinvestering i fast realkapital	-3,4	-3,7	-8,9	6,7	-3,7	-2,6	0,6	-5,8	10,4	2,2
Utvinning og rørtransport	-3,6	15,8	0,0	8,8	-2,3	13,7	2,9	-6,8	8,7	1,3
Tjenester tilknyttet utvinning	69,2	-129,0	-93,0	-154,6	-417,2	-21,5	-78,5	..	-103,5	64,6
Utenriks sjøfart	-38,2	-28,6	-19,8	90,4	5,9	-61,9	37,6	-143,9	-274,9	-59,3
Fastlands-Norge	-2,5	-4,7	-3,4	1,7	-3,6	-1,8	-1,7	2,1	0,1	3,9
Fastlands-Norge ekskl. offentlig forvaltning	-3,2	-8,5	-3,2	2,0	-6,2	-3,4	-3,7	4,3	2,8	1,8
Industri og bergverk	11,5	-16,2	2,1	3,4	-21,9	9,4	-14,9	7,1	-3,3	2,5
Annen vareproduksjon	-1,7	12,7	-2,5	5,4	11,3	-4,0	4,1	-10,8	10,0	-2,5
Boligtjenester (husholdninger)	-2,3	-5,2	-3,4	-1,4	-2,0	-1,3	-0,8	1,4	3,6	7,1
Andre tjenesteytende næringer	-8,1	-13,8	-5,0	3,3	-8,4	-8,5	-5,1	11,6	1,8	-1,4
Offentlig forvaltningsvirksomhet	0,1	10,1	-4,0	0,5	6,5	3,3	4,7	-4,5	-8,3	11,5
Lagerendring og statistiske awik	32,6	-46,0	1,2	-21,3	2,5	-125,6	-488,8	-37,2	30,4	59,7
Bruttoinvestering i alt	-0,9	-7,6	-7,9	3,9	-3,2	-12,6	12,2	-8,4	11,6	6,1
Innenlandsk sluttanvendelse	2,4	0,6	-1,2	1,6	-0,3	-1,8	2,8	-1,1	3,3	1,8
Etterspørsel fra Fastlands-Norge (ekskl. lagerendr.)	2,4	1,7	0,2	1,1	-0,2	0,8	0,1	1,1	1,0	1,1
Etterspørsel fra offentlig forvaltningsvirksomhet	2,7	2,4	1,6	-0,8	1,9	1,8	-0,4	-0,3	-0,7	2,6
Eksport i alt	0,1	1,2	-1,5	1,1	-2,2	3,8	-2,5	4,6	-1,3	0,2
Tradisjonelle varer	1,6	2,6	4,1	-5,3	1,6	3,2	1,2	1,5	-1,3	-1,3
Råolje og naturgass	2,2	-0,2	-4,3	5,0	-3,2	4,3	-7,1	0,4	8,2	-1,1
Skip og plattformer	-24,2	35,7	-29,2	-12,7	6,2	44,7	-4,4	140,5	-82,9	96,2
Tjenester	-3,1	-0,5	-0,1	2,7	-5,4	0,7	2,8	5,2	-2,4	1,5
Samlet anvendelse	1,6	0,8	-1,3	1,4	-1,0	0,1	0,9	0,9	1,6	1,2
Import i alt	2,3	2,2	-2,7	2,3	0,5	-0,3	0,0	2,1	3,2	1,3
Tradisjonelle varer	3,8	4,0	2,8	0,8	1,1	1,6	0,1	1,4	4,5	3,5
Råolje og naturgass	-21,3	10,6	-2,1	-16,4	125,6	-51,2	-20,7	-3,2	-16,1	47,7
Skip og plattformer	-9,6	-15,5	-69,4	57,6	15,3	-27,6	5,7	-18,5	-8,7	-23,1
Tjenester	1,1	0,2	1,4	1,8	-3,7	0,4	-0,4	5,8	1,5	-2,3
Bruttonasjonalprodukt	1,4	0,4	-0,9	1,2	-1,4	0,3	1,2	0,5	1,2	1,2
Fastlands-Norge (markedsverdi)	1,7	0,6	1,1	-0,2	-1,0	0,6	1,4	0,6	0,9	0,8
Oljevirkosmhet og utenriks sjøfart	0,4	-0,3	-7,1	6,1	-2,7	-0,7	0,3	0,3	2,2	2,6
Fastlands-Norge (basisverdi)	1,4	0,7	1,0	-0,3	-0,7	0,6	1,4	0,5	0,9	1,0
Fastlands-Norge ekskl. offentlig forvaltning	1,8	1,0	0,4	-0,1	-0,8	0,5	1,8	0,6	0,9	1,1
Industri og bergverk	-0,8	-3,8	-1,3	-2,0	-2,7	-0,6	1,6	0,2	-0,4	0,2
Andre vareproduserende næringer	1,1	-2,8	2,1	-2,8	-2,8	0,8	1,7	-0,1	2,6	1,2
Tjenesteytende næringer	2,6	3,1	0,6	1,0	0,1	0,8	1,9	0,8	0,9	1,3
Offentlig forvaltningsvirksomhet	0,1	-0,5	2,9	-1,2	-0,5	0,7	-0,1	0,0	0,9	0,5
Korreksjonsposter	3,6	0,3	1,7	0,6	-3,1	0,5	1,7	1,6	0,8	-0,2

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Makroøkonomiske hovedstørrelser. Sesongjustert. Prisindekser. 2001=100

	Ujustert		Sesongjustert							
	2002	2003	02.3	02.4	03.1	03.2	03.3	03.4	04.1	04.2
Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner	100,8	103,1	101,1	101,4	103,5	102,5	102,9	103,0	103,0	104,0
Konsum i offentlig forvaltning	103,8	107,3	105,3	105,3	106,7	107,4	107,8	107,5	107,3	109,6
Bruttoinvestering i fast kapital	99,9	100,7	101,9	96,9	97,9	102,5	102,3	100,8	101,0	102,3
Fastlands-Norge	100,6	100,8	102,3	99,2	98,4	101,4	102,1	102,5	101,2	102,6
Innenlandsk sluttanvendelse	101,3	103,6	101,2	102,2	103,6	102,9	103,1	104,7	104,7	105,9
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	101,6	103,9	102,4	102,1	103,5	103,6	104,1	104,1	103,9	105,3
Eksport i alt	89,8	91,5	89,7	89,4	91,0	88,6	92,9	93,8	96,1	98,1
Tradisjonelle varer	91,4	90,2	88,7	90,0	87,8	90,3	90,4	92,4	96,0	94,8
Samlet anvendelse	97,2	99,4	97,2	97,8	99,3	97,8	99,5	100,8	101,7	103,2
Import i alt	93,3	95,0	92,2	92,2	92,0	93,2	96,3	97,9	99,6	100,3
Tradisjonelle varer	92,6	93,2	91,4	91,5	91,9	91,6	93,8	95,4	96,3	96,5
Bruttonasjonalprodukt	98,4	100,6	98,6	99,4	101,4	99,1	100,5	101,6	102,3	104,0
Fastlands-Norge (markedsverdi)	102,3	104,4	102,4	103,4	103,6	105,0	104,0	104,8	104,1	105,7

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Makroøkonomiske hovedstørrelser. Sesongjustert. Prisindeks. Prosentvis endring fra foregående kvartal

	Ujustert		Sesongjustert							
	2002	2003	02.3	02.4	03.1	03.2	03.3	03.4	04.1	04.2
Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner	0,8	2,3	0,9	0,3	2,1	-1,0	0,4	0,1	0,0	0,9
Konsum i offentlig forvaltning	3,8	3,4	1,4	0,0	1,3	0,7	0,4	-0,3	-0,4	2,1
Bruttoinvestering i fast kapital	-0,1	0,8	0,8	-4,9	1,1	4,7	-0,3	-1,4	-1,7	1,3
Fastlands-Norge	0,6	0,2	1,0	-3,0	-0,8	3,1	0,6	0,5	-0,9	1,4
Innenlandsk sluttanvendelse	1,3	2,3	-0,2	1,1	1,4	-0,8	0,2	1,6	1,1	1,1
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1,6	2,3	1,1	-0,4	1,4	0,1	0,4	0,0	-0,2	1,3
Eksport i alt	-10,2	1,9	-2,0	-0,3	1,7	-2,6	4,8	1,0	0,2	2,0
Tradisjonelle varer	-8,6	-1,2	-5,0	1,5	-2,5	2,9	0,1	2,2	4,1	-1,3
Samlet anvendelse	-2,8	2,2	-0,8	0,6	1,5	-1,5	1,8	1,2	0,9	1,5
Import i alt	-6,7	1,8	-2,0	0,0	-0,2	1,3	3,3	1,6	1,7	0,7
Tradisjonelle varer	-7,4	0,7	-2,1	0,2	0,4	-0,3	2,3	1,7	1,0	0,2
Bruttonasjonalprodukt	-1,6	2,3	-0,5	0,8	2,0	-2,3	1,4	1,1	0,7	1,7
Fastlands-Norge (markedsverdi)	2,3	2,0	-1,2	0,9	0,2	1,3	-0,9	0,8	-0,6	1,5

Kilde: Statistisk sentralbyrå.