

# Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 19. februar 2004

## Innledning

Norsk økonomi er nå i vekst. Oljeprisen er god. Kapasitetsutnyttelsen i fastlandsøkonomien er som på midten av 1990-tallet. Lønnsveksten er på vei ned. Funksjonærgruppenes uttak av lønn og inntekter er dempet, og det er utsikter til et moderat hovedoppgjør i vår – det første på åtte år. Kronkursen er på linje med nivået på midten av 1990-tallet. Rentenivået er på linje med nivået hos våre handelspartnere.

Slik er det en likevekt i norsk økonomi akkurat nå.

Men den er skjør.

Den internasjonale arbeidsdelingen er i endring, og i de store omstillingene er det en ulempe for norsk næringsliv at kostnadene er høye.

Inflasjonen er svært lav.

Det kortsiktige rentenivået ute har vært uvanlig lavt i 2½ år, og det er ikke utsikter til at det vil øke særlig mye med det første, selv om verdensøkonomien nå vokser. I fjor virket rentenivået i andre land som en magnet på det norske. Vi har nå det laveste nominelle rentenivået på tiår.

Norske husholdninger er optimistiske, og de låner og investerer i boliger og eiendom.

Det står i kontrast til bedriftenes atferd. Virksomhetene effektiviserer, og inntjeningen øker, men de investerer og låner foreløpig lite.

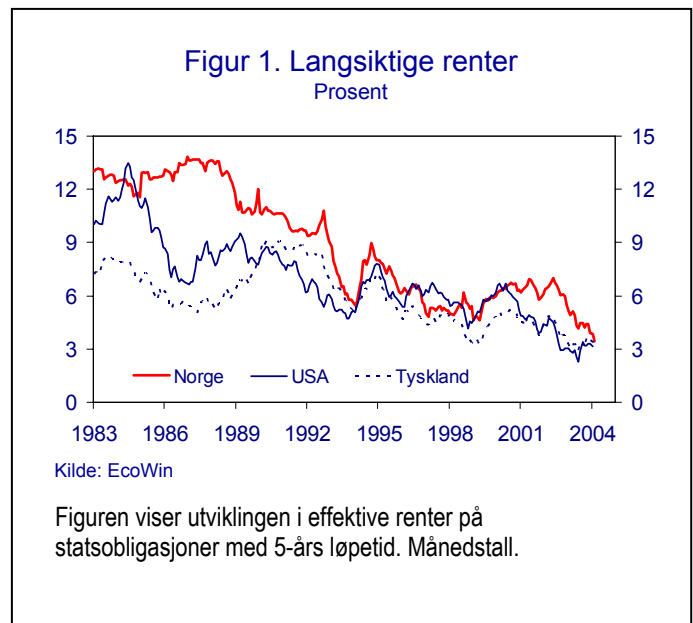
Oppgangen er ennå ikke helt selvdrevet.

## Et globalt finansmarked

Kapitalstrømmene over landegrensene har vokst vesentlig de siste tiårene. Obligasjonsmarkedene har beveget seg mer i takt, særlig siden midten av 1990-tallet. Det gjelder også aksjemarkedene.

Investorer fordeler i større grad sine investeringer mellom land. De sprer risiko, og de søker høy avkastning. Motstykket er at stater, banker og bedrifter låner mer ute.

Valutahandelen har økt kraftig siden 1980-tallet (fig. 2).



Utviklingen ble brutt fordi det ble færre valutaer da euroen ble innført. Stor handel gjør markedene likvide. Økningen i valutahandelen skyldes økte porteføljeinvesteringer, økte utenlandske direkte investeringer og veksten i verdenshandelen.

Markedet for kjøp og salg av valuta med levering på et fremtidig tidspunkt – termin- og opsjonsmarkedet for valuta – har vokst de siste årene. Et dypere marked gir lavere handelskostnader, og det er enklere å finne motparter. Dette har gitt bedrifter rikere muligheter til å sikre seg mot kursrisiko. Bruken av instrumenter som reduserer risikoen med flytende valuta, øker også i Norge.

En vesentlig større andel av kreditten i utlandet formidles nå via obligasjonsmarkedene. Mindre risiko hoper seg opp i banksystemene. Også utviklingen av nye markeder og instrumenter, for eksempel kredittderivater, gir større spredning av risiko enn tidligere.

Spredningen av risiko har trolig medvirket til at verdens finansmarkeder har taklet børsfall og regnskapsskandaler med begrenset skade for resten av økonomien. Det har bidratt til at nedgangen etter børsfallet i 2000 ble vesentlig mindre enn ved tidligere tilbakeslag.

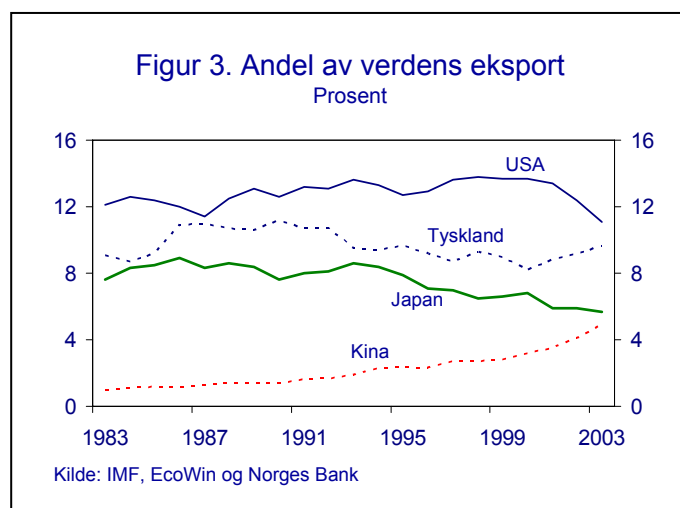
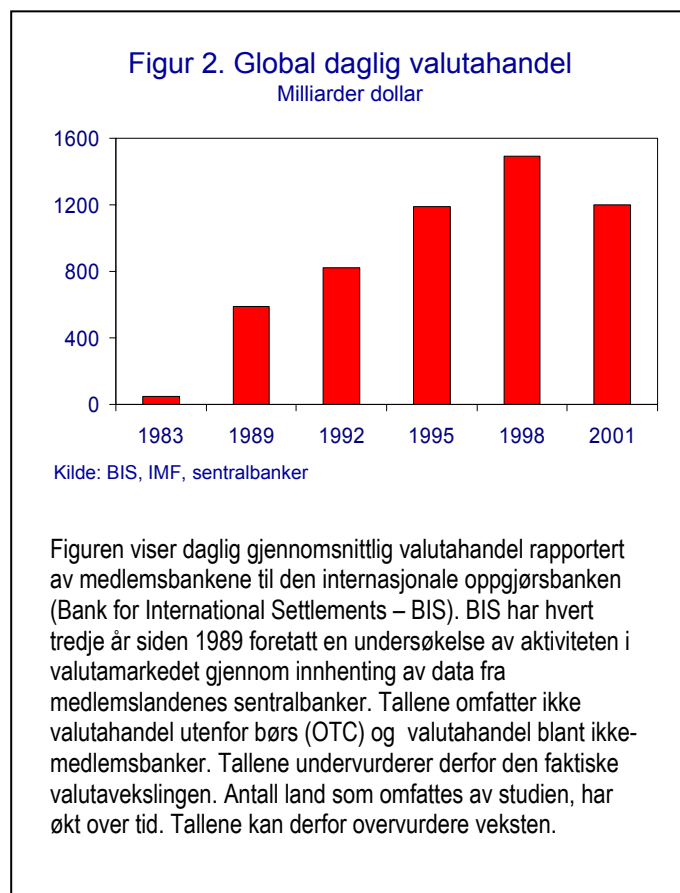
De nye instrumentene sprer risiko, men fjerner den ikke. Finansmarkedene er også blitt svært komplekse. Det gir i seg selv en operasjonell risiko som er en utfordring for aktørene og tilsynsmyndighetene.

### Endringer i den internasjonale arbeidsdelingen

Økt handel skaper vekst og grunnlag for velstand. En rekke land i Asia har hatt en sterk, eksportledet vekst – Japan fra 1950-tallet og flere av landene i Sørøst-Asia fra 1960-tallet.

I de siste årene er Kina blitt en viktig deltaker i handelen, og landet er nå trolig verdens fjerde største handelsnasjon (fig. 3). Økonomiene i Asia og resten av verden er blitt vevd tettere sammen.

Teknologisk fremgang og sterkt prisfall i IT- og televirksomheter bidrar til at



en rekke tjenester, som tidligere var skjermet, nå utsettes for konkurranse fra lavkostland. Indiske selskaper besvarer tre millioner kundetelefoner for selskaper i USA og Storbritannia - daglig. Europeiske flyselskaper flytter billettavregning til India. Amerikanske selskaper får sine regnskap ført der. Analysevirksomhet i investeringsbanker og utviklingsavdelinger i IKT-selskaper flytter også til India. Norske verkstedbedrifter kjøper billige ingeniørtjenester i India og Kina.

Utvidelsen i vår av EU med ti land påvirker også arbeidsdelingen i Europa.

De asiatiske landenes fremgang har i utgangspunktet vært basert på rikelig tilgang på billig arbeidskraft, men lønningene øker etter hvert som produktiviteten tiltar (fig. 4). Økt inntektsnivå gir i sin tur grunnlag for økt import.

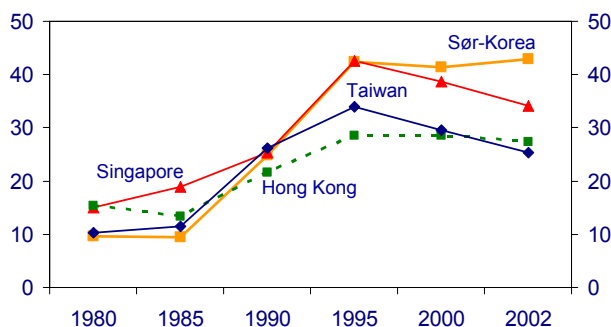
Dagens globalisering har en historisk parallell (fig 5).

Før første verdenskrig opplevde verden en periode med sterkt økende handel og kapitalflyt over landegrensene. Det var få politiske hindringer, og store teknologiske fremskritt la til rette for økt handel. Velstanden økte. Men utviklingen ble brutt, og i mellomkrigstiden fikk proteksjonismen innpass, med handelsbarrierer og mindre internasjonal handel. Det gikk sammen med økonomiske nedgangstider. I etterkrigstiden er hindre for handel blitt bygget gradvis ned. Handelen tok seg opp allerede på 1950-tallet, og fra 1980-tallet er også finansmarkedene vevd stadig tettere sammen.

### Virksomheter på norsk økonomi

Den økte konkurransen fra japanske og koreanske verft fikk virkning for norsk skipsbygging på 1970- og 80-tallet. Men Japan har også blitt et viktig marked for norske produkter. Etter store underskudd tidligere er handelen med tradisjonelle varer med Japan nå om lag i balanse.

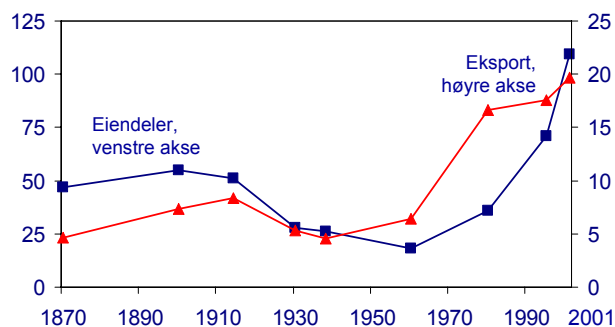
Figur 4. Lønnsnivå  
Prosent av lønn i USA



Kilde: US Department of Labor og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i timekostnader, målt i amerikanske dollar, for produksjonsarbeidere i industrien i prosent av nivået i USA. Timekostnader inkluderer lønn, helseforsikring og pensjonskostnader.

Figur 5. Eksport og eiendeler i utlandet  
Prosent av verdens BNP. 1870 - 2001



Kilde: IMF og Norges Bank

Kurven "Eksport" viser summen av enkeltlands eksport som andel av verdens BNP. Kurven "Eiendeler" viser alle lands utenlandske eiendeler (i offentlig eller privat eie) som andel av BNP for verden. Verdier fram til 1995 er beregnet av IMF. Verdien for 2001 er anslått av Norges Bank på bakgrunn av veksten i utenlandske eiendeler for gjennomsnittet av G-7 landene i perioden 1995-2001.

Den sterke veksten i Asia har trolig bidratt vesentlig til at oljeprisen har vært høy til tross for lav vekst de senere årene i OECD-området. Kina sto for nær 50 prosent av veksten i verdens forbruk av olje i 2002 og 2003. Handelen i Asia har stimulert norsk skipsfart.

Den høye økonomiske veksten i Kina vil kunne vedvare over lengre tid. Det åpner i så fall for et stort marked hvor også norske bedrifter kan tre inn. Norsk eksport til Kina har økt, men er fortsatt liten.

I flere år har virksomheter i sentraleuropeiske land gitt konkurranse til norske arbeidsplasser. Etter hvert åpnes nye markeder og inntektskilder for norske bedrifter. Samtidig øker kravene til anbud og etableringsfrihet over landegrensene konkurransen i norske næringer som tidligere har vært skjermet.

En stadig større del av vår import av forbruksvarer kommer fra Kina og land i Sentral-Europa (fig. 6). Veksten i importen fra Kina fikk et ekstra løft etter at Kina ble medlem av Verdens handelsorganisasjon i 2001. Også importen fra Sentral-Europa har fortsatt å øke.

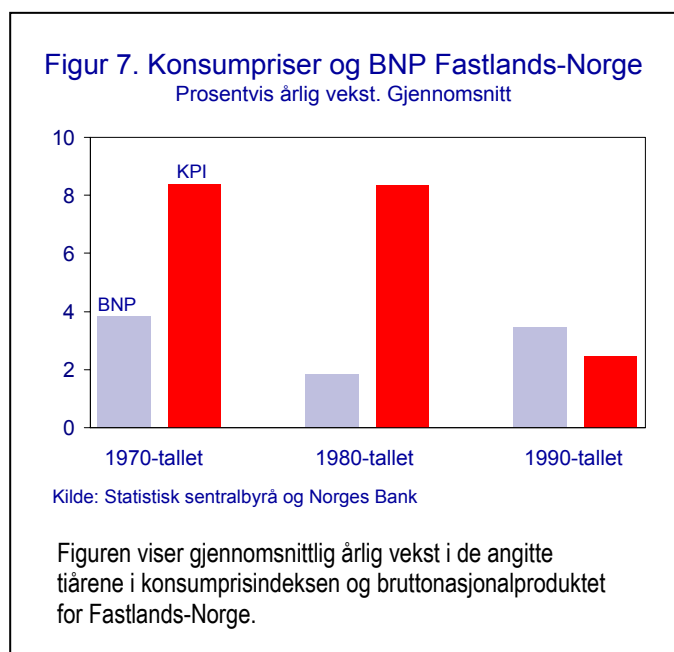
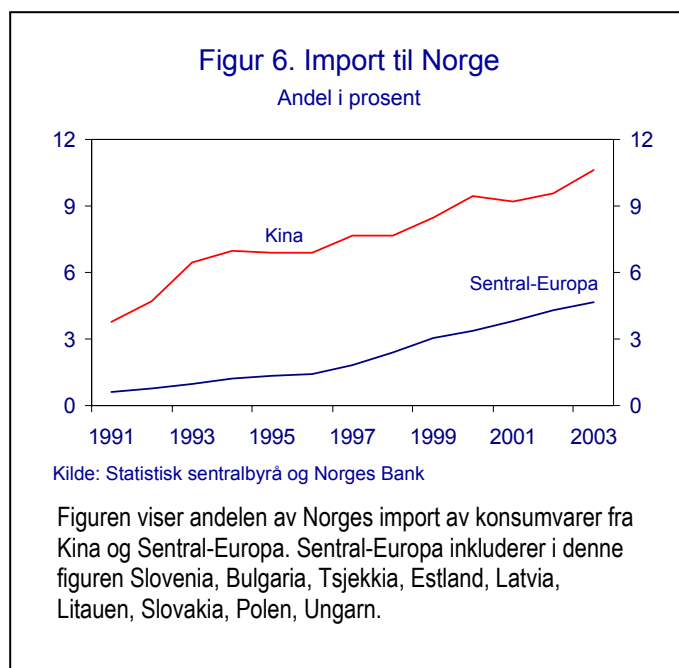
Det er mange i Norge som vinner på globaliseringen. Forbrukerne får billigere varer og tjenester. Prisene på innsatsvarer blir lavere, og bedrifter kan selge i nye markeder. Men det er også kostnader. Norske virksomheter og arbeidsplasser kan tape i konkurransen.

Utfordringen er å flytte ledige ressurser til ny næringsvirksomhet. Det krever evne til å omstille og til en forsvarlig utvikling i kostnadene.

### Pengepolitikken

Det operative målet for pengepolitikken som er fastlagt av Regjeringen, er en inflasjon på 2½ prosent over tid. Målet er symmetrisk – det er like viktig å unngå for lav inflasjon som for høy inflasjon. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for forventningene om fremtidig inflasjon.

Historien viser at vi i lengden ikke får lavere arbeidsledighet eller sterkere økonomisk vekst i bytte mot økt inflasjon (fig. 7). Det så vi på 1980-tallet, da



veksten var lav og inflasjonen høy. Pengepolitikken oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. Lav og stabil inflasjon er et slikt anker.

### Hvorfor er det bra med litt inflasjon?

Det er av flere grunner en fordel at inflasjonen er høyere enn null.

Strukturen i økonomien er i utvikling. Etterspørselen etter arbeidskraft med ulike kvalifikasjoner endrer seg. Det krever endringer i relative lønninger. Det er stivheter i den nominelle lønnsutviklingen. Det skal mye til for at nominelle lønninger faller. Med en viss prisvekst kan relative lønninger endres uten at noen nominelle lønninger faller. Det kan også være stivheter i prisingen av varer og tjenester. Derfor vil litt inflasjon smøre det økonomiske maskineriet.

I perioder vil inflasjonen og den økonomiske veksten være lav. Da vil det være riktig med lave, eller til og med negative realrenter. Nominelle renter kan ikke settes lavere enn til null. Festner prisstigningen seg på et lavt nivå eller nær null, vil renten være mindre slagkraftig som virkemiddel.

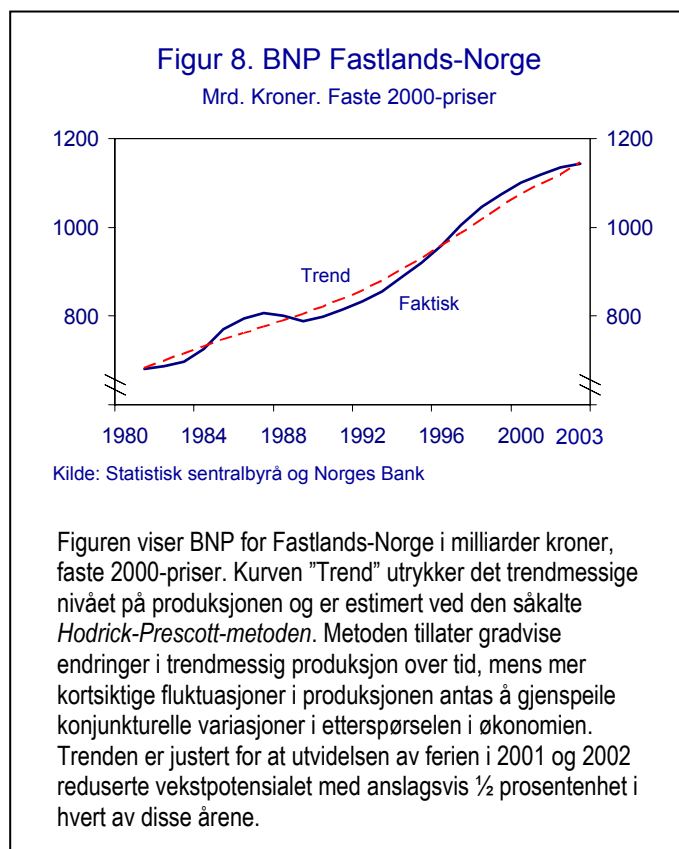
Det er ulike måter å måle inflasjonen på. Det er en tendens til at konsumprisindeksen overdriver den faktiske prisstigningen. Den viktigste kilden til målefeil er trolig at det er krevende å skille mellom endringer i kvalitet og pris på varer. I andre land har de funnet at konsumprisindeksen overvurderer den faktiske inflasjonen i størrelse  $\frac{1}{2}$  - 1 prosentpoeng.

### Gjennomføringen av pengepolitikken

Norges Bank setter renten normalt med sikte på at inflasjonen skal være  $2\frac{1}{2}$  prosent om to år. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon. Når renten settes opp, blir etterspørselen dempet, og inflasjonen holdes i sjakk. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned. Inflasjonsmålet er derfor en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

På lang sikt bestemmes produksjonen av tilgangen på arbeidskraft og kapital og evnen til å omstille, men på kort og mellomlang sikt kan også pengepolitikken ha realøkonomiske virkninger.

Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt. Økonomien vokser over tid (fig. 8). Produksjonen vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden.



## Tillit til pengepolitikken

Forventninger spiller en viktig rolle når priser og lønninger blir fastsatt. I valutamarkedet har forventningene om fremtidig prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning. Forventninger om prisveksten påvirker også lønnskrav og virker inn når bedriftene justerer prisene.

Med tillit til pengepolitikken vil forventet prisvekst på lang sikt være nær inflasjonsmålet. Dette bidrar i seg selv til å stabilisere inflasjonen.

På spørsmål svarer bedrifter, partene i arbeidslivet og andre at de venter at den årlige veksten i prisene vil være 2½ prosent over tid. Aktørene i finansmarkedene venter også at inflasjonen fremover vil være 2½ prosent. Det fremgår av utviklingen i de langsiktige obligasjonsrentene.

## Fleksibel valutakurs

Kronekursen er en viktig kanal for pengepolitikken.

Kronen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. Kronekursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye for kronen som utviklingen i norsk økonomi. Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter, og på produksjon og sysselsetting.

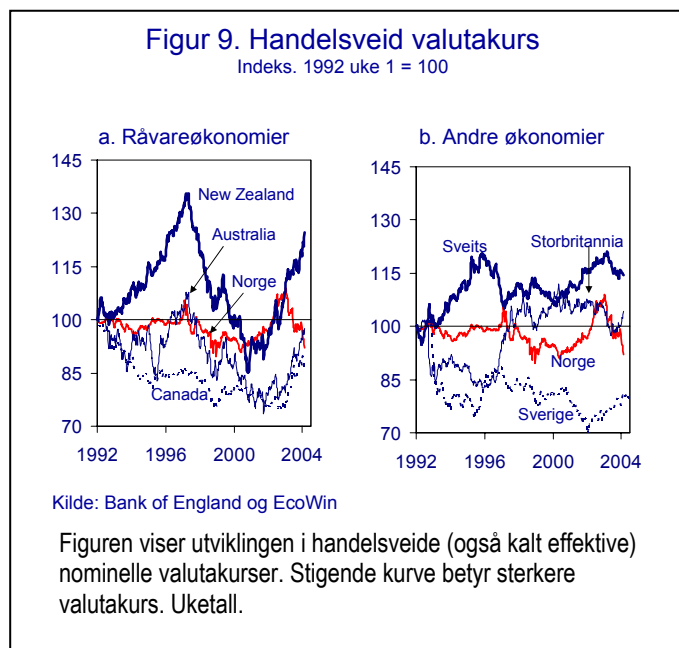
Det er et strukturelt trekk ved åpne økonomier som den norske – med egen valuta – at valutakursen svinger.

Kronen peker seg ikke ut som spesielt ustabil. Tvert imot, i land som Sverige, Storbritannia, Sveits, Australia, Canada og New Zealand svinger kursen like mye – eller mer – enn i Norge (fig. 9).

Det koster for næringslivet å sikre seg mot svingninger i kronen. Men en krone som er stabil – men for sterk – gir kostnader i form av lav aktivitet. Tilsvarende er en krone som er stabil – men svak – en kime til høy inflasjon.

Inntektene fra petroleumsvirksomheten gir i utgangspunktet en stor, men ujevn, valutainngang til Norge. Valutastrømmene kunne ført til en sterk og svært variabel krone. Men det motvirkes når den årlige bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet er forutsigbar og uavhengig av de årlige inntektsstrømmene, og resten blir investert ute. Kapitalutgangen via Statens petroleumsfond bidrar både til å holde kronekursen nede og til å stabilisere den.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronekursen. Utviklingen i kronen har likevel vesentlig betydning når renten blir fastsatt, fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen. Når det er utsikter til moderat aktivitet i økonomien, lav lønnsvekst og lav inflasjon, vil Norges Bank sette ned renten. Det vil normalt gi en svakere krone. Prisene på importerte varer og tjenester vil øke. Svakere krone styrker konkurranseevnen til norske virksomheter og øker indirekte produksjonen, sysselsettingen og inflasjonen.



Temaene i valutamarkedene skifter. Tidvis slår jakten på aksjegevinster igjennom på kursutviklingen. I perioder med politisk og økonomisk uro, kan investorene velge enkeltvalutaer som trygg havn – ofte sveitsiske franc. Høsten 2002 ble trolig også norske kroner oppfattet som en trygg havn. Store svingninger mellom hovedvalutaene har en tendens til å føre til svakere krone. De siste 12-18 månedene ser det ut til at utviklingen i forskjellen mellom norske og internasjonale renter har hatt en særlig stor betydning for vår valuta. Norske renter ble trukket ned mot nivået ute.

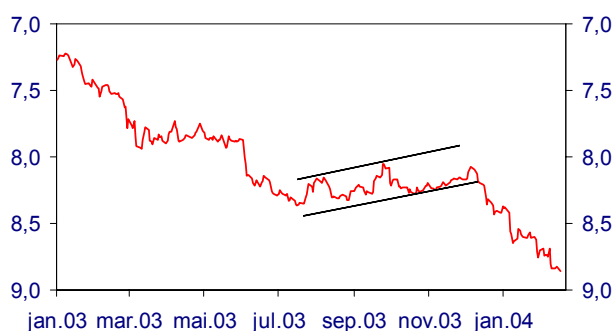
Utover høsten 2003 var det en tendens til at kronen styrket seg mot euro (fig. 10). Mindre tro i markedet på at rentene ute ville øke, og forventninger om at rentene i Norge kunne øke tidligere enn i andre land, bidro. Samtidig styrket euroen seg i forhold til andre valutaer.

Utviklingen i kronen ga en utilsiktet innstramning i pengepolitikken. Men trenden ble brutt i desember med reduksjonen i renten og lave tall for inflasjonen. Trolig betydde det mye at renten kom ned, slik at det ikke er en rentegevinst på plasseringer i norske kroner. Kronen er nå bedre tilpasset hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Den svakere kronen vil bidra til at inflasjonen tar seg opp fra et for lavt nivå.

Norges Bank vil normalt ikke kjøpe og selge valuta med sikte på å påvirke kronekursen. Valutaintervensjoner, enten det er kjøp eller salg av valuta, er ikke egnet som virkemiddel til å påvirke kronekursen over lengre tid. Vi ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle spill-situasjoner med aktørene i valutamarkedet. Hvis det blir interventert i stedet for å endre renten, kan aktørene i valutamarkedet få tvetydige signaler, og det kan oppstå en spill-situasjon.

Selv om kronen svinger på kort sikt, vil det, når inflasjonen er jevnt lav, være en tendens til at den stabiliserer seg over tid (fig. 11). Når inflasjonen i lengre tid har vært høyere enn hos handelspartnerne, har kronekursen hatt en tendens til å svekke

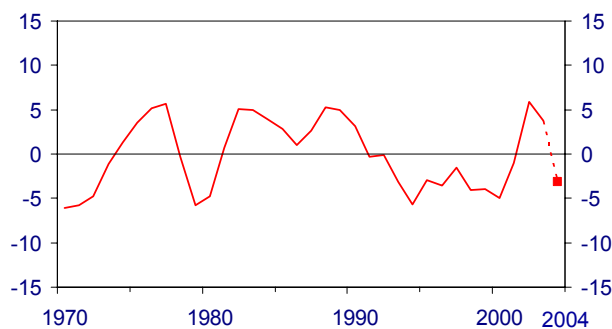
Figur 10. Valutakurs  
NOK/EUR



Kilde: EcoWin

Figuren viser utviklingen i norske kroner målt mot euro. Stigende kurve betyr sterkere krone. Dagstall.

Figur 11. Reell kronekurs  
Avvik fra gjennomsnittet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figuren viser utviklingen i den reelle kronekursen. Den reelle kronekursen kan defineres som forholdet mellom prisnivået i Norge og hos våre handelspartnerne, målt i felles valuta. En økning i den reelle kronekursen kan skyldes at prisnivået øker i Norge i forhold til hos handelspartnerne, at den nominelle kronekursen styrkes i forhold til andre valutaer, eller en kombinasjon av disse.

Til grunn for beregningene ligger konsumprisindeksen (KPI). Den nominelle kronekursen som er benyttet i beregningene, er den såkalte konkurransekursindeksen, som er en handelsveid valutakurs for Norge.

Gjennomsnittet er beregnet over perioden 1970-2003. Anslag for 2004 er basert på prisanslag gitt i Inflasjonsrapporten 3/03. Kronekursen som er lagt til grunn, er gjennomsnitt i januar og fram til midten av februar.

seg. Når det er forventninger til at prisstigningen i Norge utvikler seg som i andre land, vil også valutakursen normalt vende tilbake etter perioder hvor den har vært særlig sterk eller særlig svak. Det gir et grunnlag for stabile kursforventninger.

Fordelen med en fleksibel valutakurs kommer kanskje best til syne når konjunktorene er svake. Skulle kronen ligge fast på en for sterk verdi, vil nominelle lønninger måtte være uendret over lengre tid eller falle for å styrke bedriftene og arbeidsplassene. Det skjer bare når arbeidsledigheten er svært høy. Med fleksibel valutakurs kan konkurranseevnen også styrke seg ved at kronen faller i verdi. Flexibel valutakurs kan gi mindre svingninger i sysselsettingen og produksjonen.

Empiriske undersøkelser gir ikke støtte til at flytende valutakurs i seg selv har bidratt til lavere vekst i industriland. Det er snarere funnet støtte for at industriland med flytende valutakurs har klart seg bra, og gjerne bedre enn land med valutakursmål. Men en forutsetning er at det er økonomisk styring, slik at inflasjonen ikke kommer ut av kontroll.

### Den økonomiske utviklingen og utsiktene

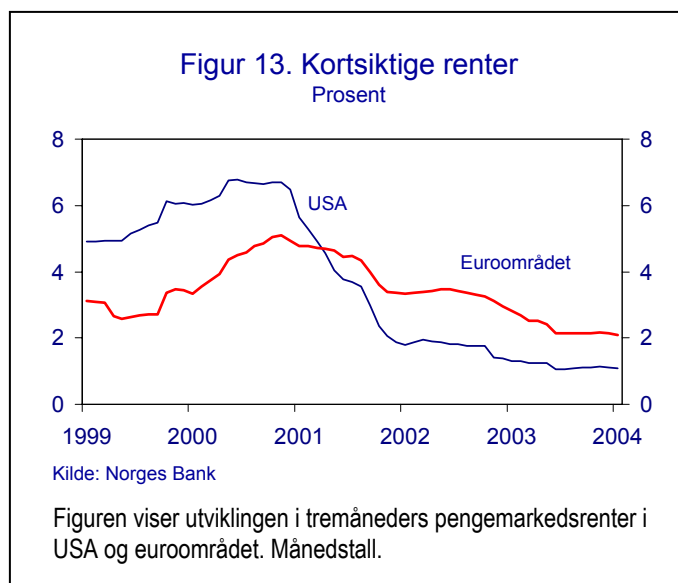
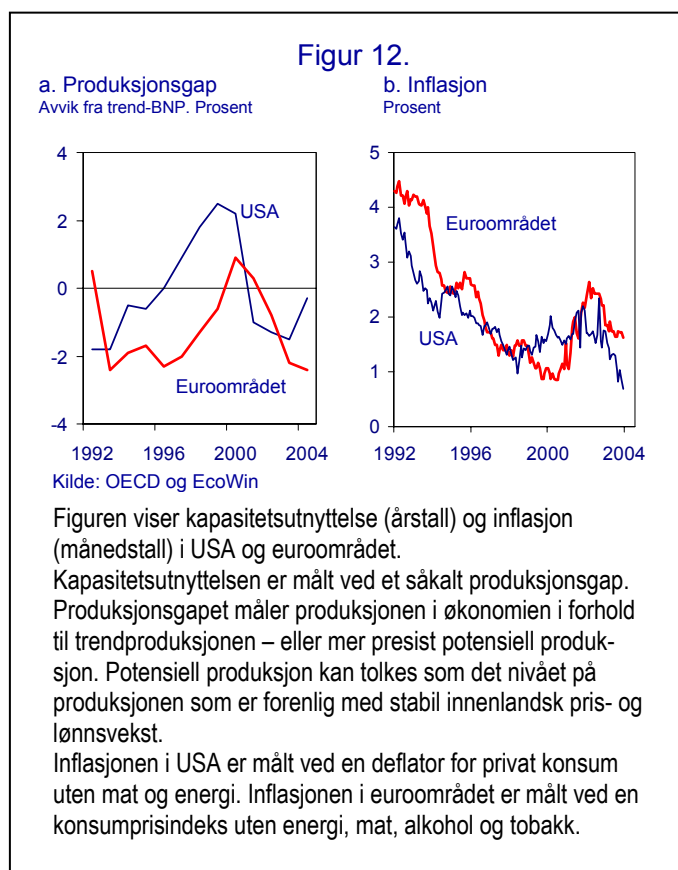
Konjunkturutviklingen og hendelser ute har fått vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi.

USA drev den internasjonale oppgangen på 1990-tallet, med sterk vekst i privat forbruk, stigende aksjekurser og høye investeringer. Inflasjonen var lav fordi produktiviteten tiltok (fig. 12).

I Kontinental-Europa startet oppgangen senere og var svakere. Kapasitetsutnyttelsen i Tyskland og Frankrike var lav gjennom mesteparten av 1990-tallet.

Oppgangen ute stoppet i 2000. Boblene i aksjemarkedene brast. Det ble overkapasitet i enkelte næringer etter mange år med høye investeringer, og arbeidsledigheten steg. Terroraksjonene 11. september 2001 la en ny demper på den økonomiske aktiviteten. Fra sommeren 2002 til våren 2003 la

en helt uvanlig opphopning av negative begivenheter i verdenssamfunnet, med regnskapsskandaler, frykt for terror, krig og sykdommer, en bremse på veksten.



Renten i USA, som ble kraftig redusert da nedgangen startet, er siden satt ytterligere ned. Også i euroområdet er renten blitt værende lav (fig. 13).

Det er nå klare tegn til at bunnen i internasjonal økonomi er passert. Men samtidig som det er lysere utsikter, stiger prisene fortsatt lite, og rentene holdes uvanlig lave. Den økonomiske veksten er nå høy igjen i USA. Sysselsettingen stiger. Men det er fortsatt ledig produksjonskapasitet og svært lav inflasjon. Det kan ta tid før renten i USA settes vesentlig opp. Det er god vekst i Asia, men landene der vil neppe lede an i en renteoppgang.

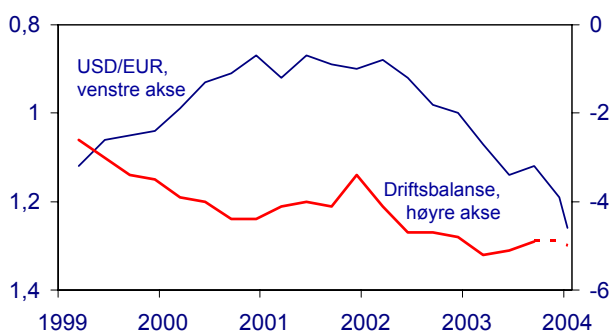
I euroområdet er inflasjonen høyere enn i USA og om lag på linje med det målet Den europeiske sentralbanken har satt. Men her er kapasitetsutnyttelsen svært lav og arbeidsledigheten høy, og utsiktene for vekst er svakere. Derfor vil det trolig også ta tid før renten øker vesentlig i euroområdet.

En særskilt risiko er knyttet til ubalansene i verdenshandelen (fig. 14). USA har et stort underskudd på handelsbalansen overfor utlandet. Dette ble i flere år finansiert ved en strøm av privat kapital til det amerikanske næringslivet. Den interessen har avtatt, og det har ført til at kursen på amerikanske dollar har falt kraftig, samtidig som euroen har styrket seg. Ved å kjøpe amerikanske statspapirer har de asiatiske landene til nå holdt sine valutaer stabile mot amerikanske dollar.

Underskuddene på det amerikanske statsbudsjettet er en viktig kilde til ubalansen i verdenshandelen. Det ser ut til å ta tid før underskuddet blir vesentlig redusert. Det medfører en risiko for at dollaren vil svekke seg enda mer, og for at rentene på langsiktige statsobligasjoner i USA vil gå opp. Veksten i Kontinental-Europa, som i utgangspunktet er svært avhengig av drahjelp fra eksporten, vil kunne bli særlig svekket dersom dollaren fortsetter å falle.

I likhet med andre økonomier fikk også vår en sterk oppgang utover 1990-tallet (fig. 15). Høykonjunkturen i Norge varte vesentlig lenger enn ute. I 1998 gikk norsk økonomi over fra en oppgangskonjunktur med høye vekstrater til en

Figur 14. USD/EUR og USAs driftsbalanse i prosent av BNP



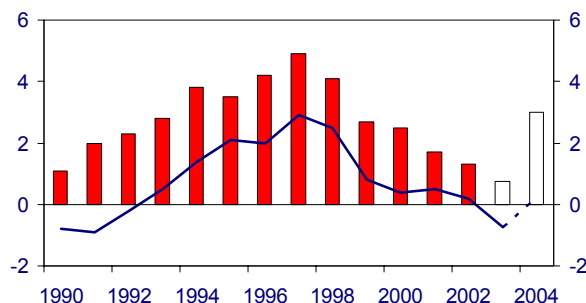
Kilde: OECD og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i kursen mellom amerikanske dollar (USD) og euro (EUR) og driftsbalansen i USA målt i prosent av BNP. Kvartalstall.

Siste observasjon for USD/EUR viser gjennomsnittlig valutakurs i januar og fram til midten av februar.

For driftsbalansen i USA brukes OECDs anslag for 4.kvartal 2003 og 1. kvartal 2004.

Figur 15. BNP og sysselsetting i Fastlands-Norge  
Årlig vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser årlig vekst i BNP og antall sysselsatte personer i Fastlands-Norge. Vekst i BNP for 2003 og 2004 er anslag fra Inflasjonsrapport 3/03. Det samme gjelder for tallet for vekst i sysselsettingen i 2004. For 2003 er det lagt inn årlig vekst i sysselsettingen i henhold til arbeidskraftundersøkelsen til Statistisk sentralbyrå.

høykonjunktur med lavere vekst, men med lav arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft i mange sektorer og høy vekst i lønnskostnadene.

Lønnsutviklingen kulminerte våren 2002, og høykonjunktoren ble brutt i annet halvår. Veksten stoppet opp, og sysselsettingen falt. Det var flere utløsende faktorer. Økte lønnskostnader svekket kjøpekraften i offentlige virksomheter. De dårlige tidene ute dempet norsk eksport. I Norge ble renten holdt høy etter lønnsoppgjøret, og vedvarende og uventede lave renter ute førte til at kronen ble sterk. Det brå løftet i strømgrenningene sist vinter påvirket også den innenlandske konjunktoren.

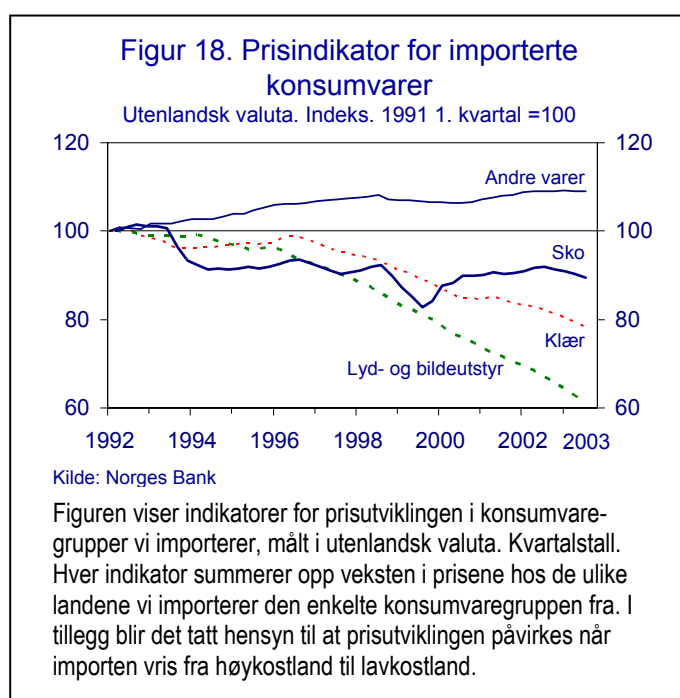
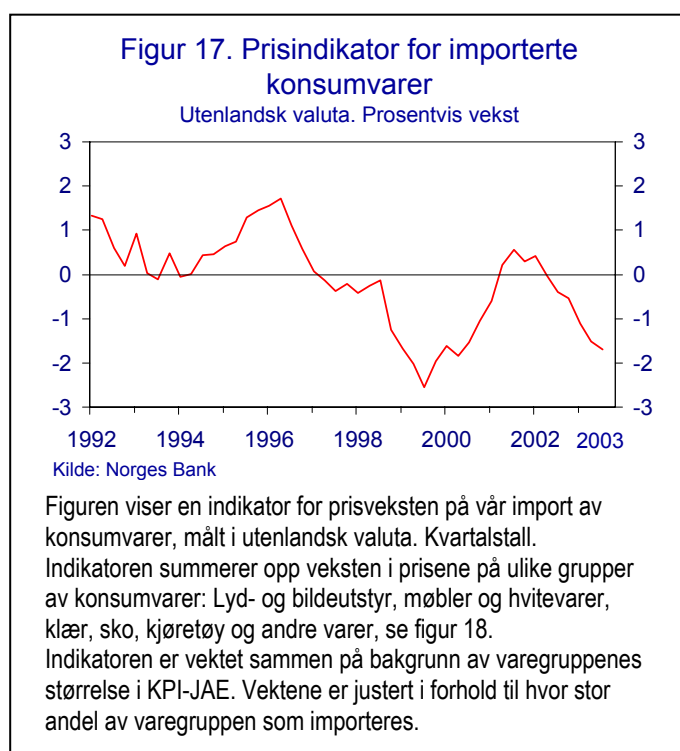
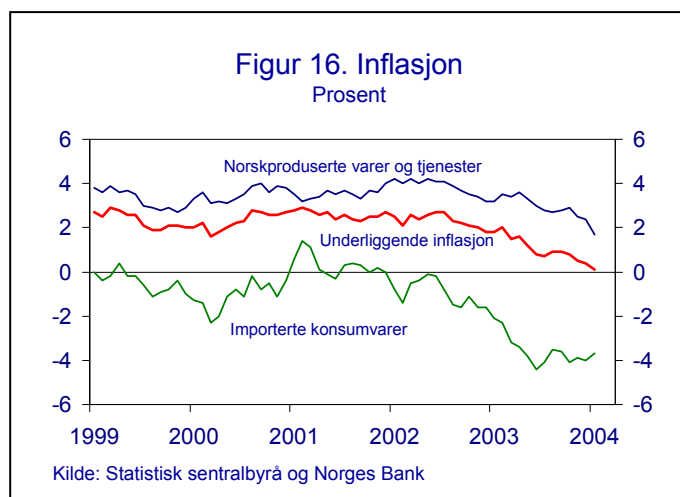
Veksten i konsumprisene i Norge avtok kraftig gjennom 2003 (fig. 16). Flere forhold ser ut til å ha bidratt.

Styrkingen av kronen gjennom 2002 bidro til lav prisstigning på importerte varer.

Samtidig har endret handelsmønster og konjunktorene ute gitt et uventet sterkt fall i importprisene, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta (fig. 17).

Endringen i handelsmønsteret bidrar særlig til at prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr har falt kraftig (fig. 18). For lyd- og bildeutstyr bidrar også rask teknologisk fremgang til fallet i prisene.

I Norge er trolig konkurransen i varehandel og annen tjenesteyting blitt skjerpet de senere årene. Økt konkurranse rammer i første omgang fortjenestemarginene i bedriftene. Men virksom-



hetene vil svare med å redusere kostnadene. Det vil dels skje i egen virksomhet. I tillegg blir det stilt krav om lavere priser og om å effektivisere også hos underleverandører. Skjerpet konkurranse utløser derfor normalt økt vekst i produktiviteten i økonomien. Den lave prisstigningen kan derfor dels ha sitt motstykke i et løft i produktiviteten.

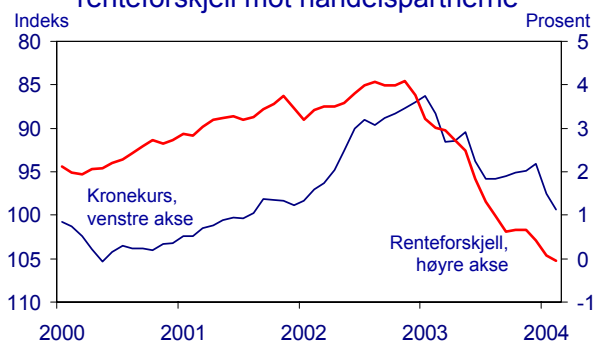
Svake konjunkturer forrige vinter, lave lønnstillegg i fjor, styring av statens utgifter, uventede fall i prisstigningen og utsikter til lav inflasjon, har ført til betydelige lettelser i pengepolitikken. Renten er satt ned med fem prosentenheter og er nå om lag som hos våre handelspartnere. Kronkursen har svekket seg med om lag 12 prosent det siste året, og verdien er tilbake til nivået sommeren 2001 og på linje med gjennomsnittet på 1990-tallet (fig. 19).

Pengepolitikken er nå ekspansiv. Det kommer til uttrykk i lave realrenter etter skatt (fig. 20). En langsiktig realrente på obligasjoner kan anslås til om lag én prosent. Vi har da korrigert de nominelle rentene for forventet inflasjon. En kortsiktig realrente kan anslås til halvannen prosent. Vi har da korrigert for den faktiske inflasjonen. Fallet i de nominelle rentene i 2003 har også redusert de netto renteutgiftene som husholdningene betaler. Det har bidratt til å øke husholdningenes kjøpekraft vesentlig.

Fallet i verdien av kronen det siste året har styrket norsk

næringsliv. Men næringslivet bærer fortsatt med seg virkningene av kraftig vekst i lønnskostnadene over flere år. De relative lønnskostnadene målt i felles valuta er på

Figur 19. Importveid kronkurs og renteforskjell mot handelspartnere

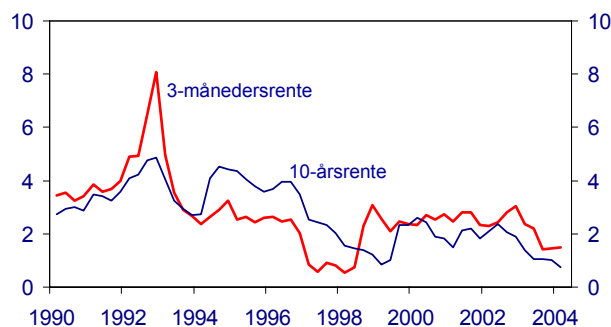


Kilde: Norges Bank

Figuren viser utviklingen i renteforskjellen mellom norske tre måneders pengemarkedsrenter (NIBOR) og et veid gjennomsnitt av tre måneders pengemarkedsrenter hos våre handelspartnere. Utviklingen i kronkursen er målt ved den importveide indeksen I-44. Stigende kurve betyr sterkere kronkurs. Månedstall.

Figur 20. Realrente etter skatt

Kvartalstall. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser realrenter etter skatt for henholdsvis tre måneders pengemarkedsrenter og tiårig statsobligasjonsrente. Begge serier er justert for skattefradrag på renteutgifter.

Tre måneders pengemarkedsrente (NIBOR) er deflatert med underliggende inflasjon samme år. For inflasjonen benyttes årsveksten i KPI uten energivarer fram til 1995, Norges Banks beregninger for KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer fra og med 1995 til og med juli 2000, deretter KPI-JAE.

For 10-års statsobligasjonsrente brukes samme deflatering, men fra og med andre kvartal 2001 brukes inflasjonsmålet på 2,5 prosent.

Siste observasjon viser tall for januar 2004.

linje med nivået i 1990, men om lag ti prosent høyere enn på midten av 1990-tallet (fig. 21). Det har skjedd en avskalling i det konkurranseutsatte næringslivet. De bedriftene som nå er i drift, kan være i bedre stand til å bære det høye lønnsnivået. Likevel kan kostnadene hemme aktivitet og sysselsetting.

Veksten i norsk økonomi tok seg opp igjen utover sommeren i fjor. Fremover vil en god vekst i husholdningenes inntekter, lav prisvekst på konsumvarer og lav rente gi grunnlag for høy vekst i det private forbruket. Det er optimisme i bygg og anlegg. Høye oljeinvesteringer bidrar også til å holde aktiviteten oppe. Men investeringene i fastlandsbedriftene har lenge vært lave.

Antall sysselsatte personer begynte å øke i sommer, og arbeidsledigheten stabiliserte seg.

Konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning i Norge og svak aktivitet ute.

Men inflasjonen er blitt for lav.

Det er som nevnt særlig tre forhold som har bidratt.

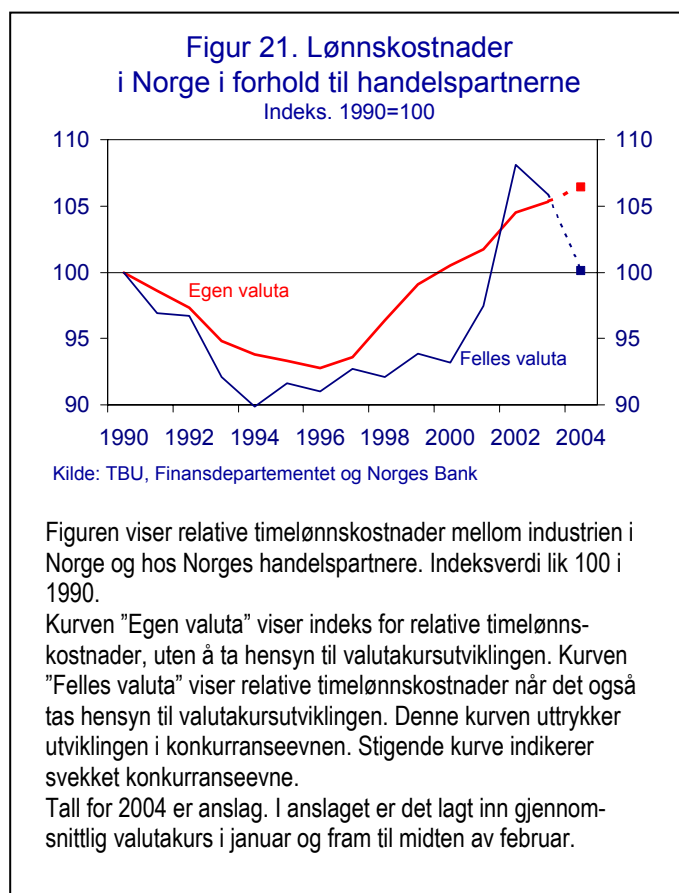
For det første fikk svikt i konjunktorene ute vesentlig betydning for hvordan vår rentesetting virket. En sterk krone bidro til fallet i inflasjonen. Kronen har nå vendt tilbake, slik at virkningen blir snudd.

For det andre har lav inflasjon ute og raske endringer i den internasjonale arbeidsdelingen ført til at prisene på importerte varer og tjenester har falt, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta.

For det tredje har trolig økt konkurranse innenlands gitt lavere priser.

Både endringer i den internasjonale arbeidsdelingen og den økte konkurransen her hjemme stiller arbeidskraft og realkapital ledig i Norge. Vi kan ikke utelukke at tilpasningen vil pågå en tid, og at den vil omfatte en bred del av den innenlandske økonomien. Det er dermed mulighet for at det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon, får et løft.

Inflasjonen vil holde seg lav i 2004. Men lettelsene i pengepolitikken vil bidra til at inflasjonen gradvis tar seg opp. Det kan som nevnt ta tid før rentene ute blir økt vesentlig. Vi har erfart at kronen tidvis blir sterkt påvirket av utviklingen i forskjellen mellom rentene ute og hjemme, og det må vi ta hensyn til i vår rentesetting. Men temaene i valutamarkedene kan skifte. Virkningen på kursen av endringer i renten kan bli dempet.



Når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det gi et grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge. Det vil kunne motvirke at vi får for sterkt press på innenlandske ressurser på mellomlang sikt. Renteutviklingen ute kan også få vesentlig betydning for utviklingen i kronen og dermed for de norske rentene.

Når inflasjonen er lav – og så lav som nå – er det riktig å legge stor vekt på å få den opp. Vi er derfor særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene.

### Finansiell stabilitet

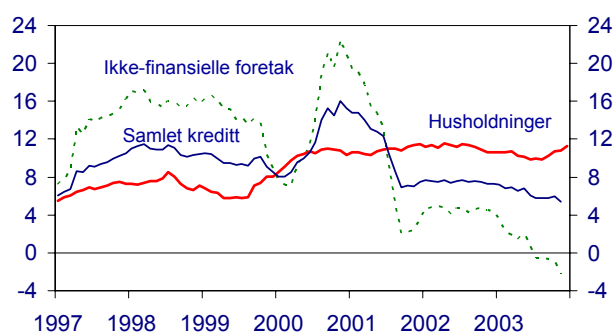
Et speilbilde av den realøkonomiske utviklingen finner vi i kredittmarkedene.

I de siste årene har det vært god vekst i husholdningenes inntekter, og de har hatt stor fremtidsstro. Inntjeningen i foretakene derimot, har vært lav, og fram til det siste har bedriftene vært mest opptatte med å rasjonalisere.

Utviklingen i kreditten (fig. 22) gir tvetydige signaler til vår rentesetting. Husholdningenes lånevekst er sterk, mens bedriftene bygger ned sin gjeld. Utviklingen i fordelingen i kreditten kan være forsterket av at noen banker etter en tid med tap på lån til næringslivet, nå ivrer mer for å gi lån til husholdningene. Den samlede kreditten vokser om lag på linje med en normal vekst i verdien av BNP.

Utviklingen i foretakenes kreditt følger utviklingen i deres investeringer (fig. 23). Den lave kredittveksten tyder på at investeringene i bedriftene i fastlandsøkonomien ennå ikke har tatt seg opp.

Figur 22. Kredittvekst  
Prosent



Kilde: Norges Bank

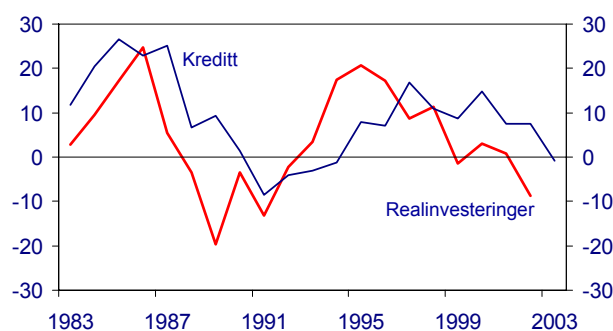
Figuren viser veksten de siste tolv månedene i bruttogjeld fra både innenlandske og utenlandske kilder samlet sett i Fastlands-Norge, og med en anslagsvis fordeling på husholdninger og ikke-finansielle foretak.

Kurven "Samlet kreditt" viser Norges Banks kredittindikator K3 for Fastlands-Norge.

Kurven "Ikke-finansielle foretak" viser veksten i bruttogjelden fra innenlandske og utenlandske kilder til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Det er for enkelhets skyld antatt at all opplåning fra utenlandske kilder går til foretakene. I praksis vil en mindre del av lånene fra utenlandske kilder også tilfalle husholdningene.

Kurven "Husholdningene" viser økningen i husholdningenes innenlandske bruttogjeld (K2-husholdninger).

Figur 23. Foretakenes kreditt og investeringer  
Nominell vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå Norges Bank

Kurven "Kreditt" viser veksten siste tolv måneder i private, ikke-personlige foretaks innenlandske obligasjons- og lånegjeld ved utgangen av året.

Kurven "Realinvesteringer" viser årsveksten i nominelle investeringer i realkapital i Fastlands-Norge, utenom offentlige investeringer og husholdningenes boliginvesteringer.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig siden 1999 (fig. 24). Utviklingen i gjelden gjennom 1990-tallet kan vi trolig delvis tolke som en forsinket tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på 1980-tallet, etter at mange husholdninger brente seg like etter oppmykningen.

Dessuten er det nå trolig en tendens til at flere investerer i eiendom og tar opp lån i godt voksen alder, slik at yngre generasjoner ikke bare arver boliger, men også gjeld. I godt voksne aldersgrupper øker både gjeld og formue.

Etterspørselen etter lån fra husholdningene er nær knyttet til utviklingen i boligmarkedet (fig. 25).

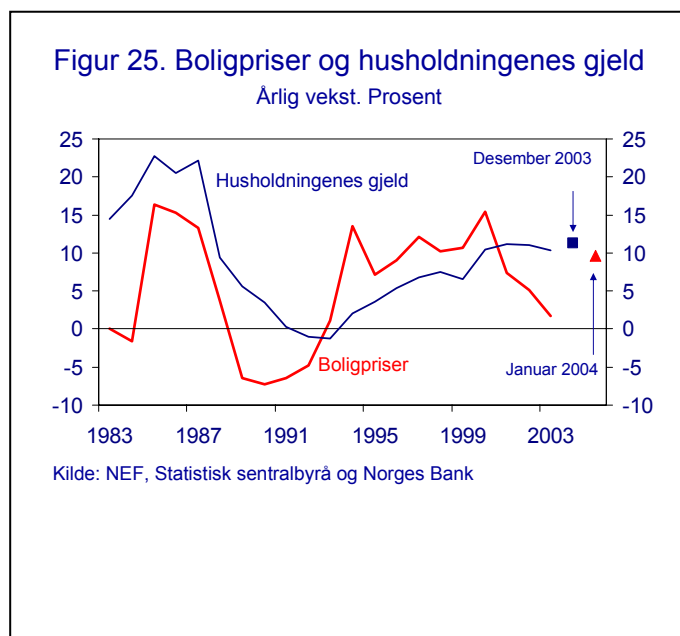
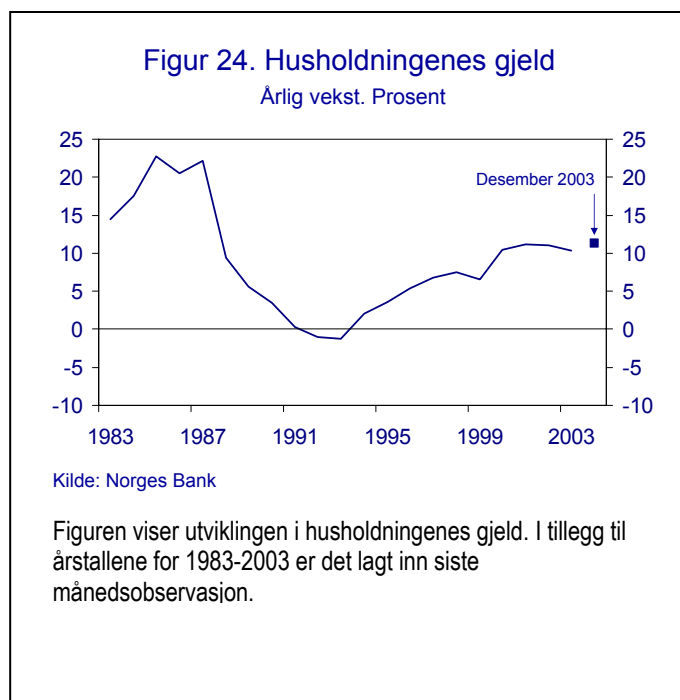
Boligprisene har i gjennomsnitt vokst ni prosent årlig de siste ti årene. En sterk og langvarig vekst i prisene på boliger vil kunne bidra til vekst i kreditten selv etter at prisene har flatet ut. Siden bare en del av boligmassen blir omsatt hvert år, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. Dette bidro til at veksten i kreditten til husholdningene har holdt seg høy selv etter at veksten i prisene på boliger ble dempet gjennom 2002 og inn i 2003.

Eiere som har hatt verdistigning på sine boliger, har mulighet til å ta opp nye lån med sikkerhet i boligen. Slik frigjøres egenkapital i boligen til å finansiere forbruk og andre investeringer.

Boliger er lettest omsettelig i de største byene, og enkelte avgrensede geografiske områder skiller seg ut. Boliger er nå temmelig likvide investeringsobjekter og attraktive å investere i.

Prisutviklingen på boliger preges av at den samlede boligmassen endrer seg lite fra år til år. Økt etterspørsel etter boliger vil derfor i første rekke slå ut i økte priser. Prisene på boliger vil svinge mer enn priser på varer og tjenester, hvor det er lettere raskt å tilpasse tilbudet.

En høy vekst i boligprisene som varer ved, kan i seg selv føre til forventninger om ytterligere stigning og dermed for en tid være selvforsterkende.



Norske husholdninger finansierer sine boliglån først og fremst med renter som følger renten i det kortsiktige pengemarkedet. En slik flytende rente vil kunne svinge mye over tid.

Rentenivået i dag er svært lavt, og langsiktige investeringer kan ikke bygge på at dette rentenivået vil vare ved over boliglånets levetid. Aktørene i pengemarkedet venter at rentenivået etter hvert vil stabilisere seg på om lag 5½ prosent (fig. 26). Dette er forenlig med et inflasjonsmål på 2½ prosent og langsiktige realrenter på nivå med utlandet. Denne renten, med påslag for bankenes marginer, gir et mer realistisk uttrykk for hvilket rentenivå som kan ventes over lånets levetid enn de flytende rentene vi har nå.

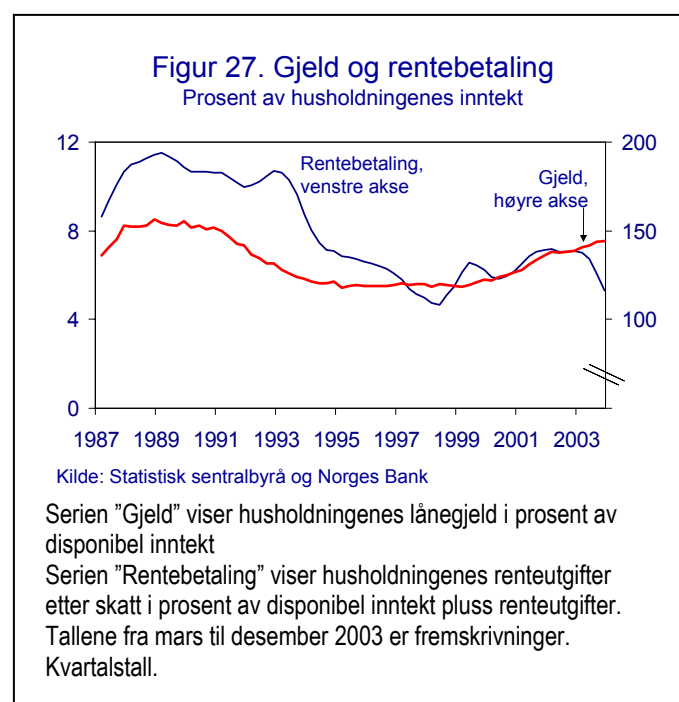
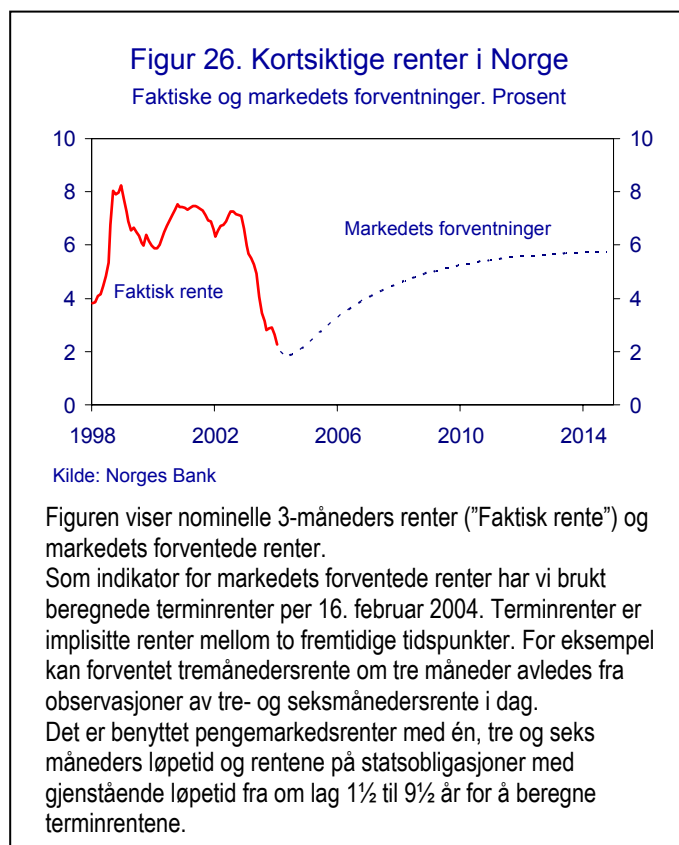
Når renten er unormalt lav, kan det være en særlig utfordring for låntakere å vurdere egen evne til å betjene lån over tid. Tilsvarende stiller en slik rente større krav til bankenes vurdering av kredittverdighet. Erfaringene har vist at bak et lån som etter hvert ikke blir betjent, ligger det gjerne for optimistiske vurderinger både hos kreditor og debitor.

Boligprisene og utviklingen i kreditt til husholdninger påvirker forbruk og boliginvesteringer. Disse indirekte virkningene søker vi å ta hensyn til når vi setter nivået på renten.

Kraftig vekst i formuespriser og oppbygging av gjeld kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe lengre tid enn den normale tidshorisonten på to år for å nå inflasjonsmålet.

Men nå er det bare husholdningene som har en sterk gjeldsvekst. Foretakene låner lite. Boligprisene ser ut til å ta seg opp. Men prisene på kontorlokaler er stabile.

Gjelden som andel av inntekt er nå om lag på linje med nivået på begynnelsen av 1990-tallet (fig. 27).



Vi har begrenset mulighet til å bremse de strukturelle endringene som skjer når husholdningene øker sin gjeld over flere år for å investere i boliger og andre eiendommer og aktiva. En rente som er tilstrekkelig til effektivt å bremse denne tilpasningen, ville samtidig hatt uheldige virkninger på produksjonen og sysselsettingen.

Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag – med lave renter ute og nær sammenheng mellom vår rente og kronen – ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen etter lån først og fremst fordi arbeidsplassene ville bli mer usikre.

Med fleksibel inflasjonsstyring reduseres muligheten for at husholdningene utsettes for et dobbelt sjokk i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble på begynnelsen av 1990-tallet. Blir økonomien utsatt for forstyrrelser som kan gi økt arbeidsledighet, vil prisstigningen normalt avta og renten vil bli satt ned.

### **Avslutning**

For å summere opp:

Det operative målet for pengepolitikken er en inflasjon på 2½ prosent over tid. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronen. Den fleksible kursen bidrar til større stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Det er et strukturelt trekk ved åpne økonomier som den norske – med egen valuta – at valutakursen svinger. Termin- og opsjonsmarkedet for valuta har gitt bedrifter rikere muligheter til å sikre seg mot valutarisiko.

Konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning i Norge og svak aktivitet ute.

Men inflasjonen er blitt for lav.

Styrkingen av kronen gjennom 2002, endret handelsmønster og konjunktorene ute bidro til lav prisstigning på importerte varer og tjenester. Konkurransen her hjemme ser også ut til å trekke prisveksten ned.

Både endringer i den internasjonale arbeidsdelingen og den økte konkurransen her hjemme stiller arbeidskraft og realkapital ledig i Norge. Det er dermed mulighet for at det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon, får et løft.

Utviklingen i kreditten gir tvetydige signaler til vår rentesetting. Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag – med lave renter ute og nær sammenheng mellom vår rente og kronen – ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen etter lån først og fremst fordi arbeidsplassene ville bli mer usikre.

Når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det gi et grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge. Det vil kunne motvirke at vi får for sterkt press på innenlandske ressurser på mellomlang sikt. Renteutviklingen ute kan også få vesentlig betydning for utviklingen i kronen og dermed for de norske rentene.

Når inflasjonen er lav – og så lav som nå – er det riktig å legge stor vekt på å få den opp. Vi er derfor særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene.