

# Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 17. februar 2005

## Innledning

Norge markerer i år at det er 100 år siden vi gikk ut av unionen med Sverige. Historisk har et eget pengevesen og en sentralbank vært en viktig del av nasjonsbygging. I Norge ble grunnlaget for en egen valuta lagt høsten 1814. Med utsikter til union med Sverige ble det skrevet inn i Grunnloven at Norge skulle beholde sin egen bank og sitt eget penge- og myntvesen. Pengeenheten ble spesidaler.

I 1875 vedtok Stortinget at Norge skulle slutte seg til den myntunionen som Danmark og Sverige hadde etablert to år tidligere. Spesidaleren ble da byttet med kronen. En norsk krone var verdt 0,40323 gram fint gull.

I den andre halvdel av 1800-tallet nøt Norge godt av åpen handel og frie kapitalbevegelser, og landet ble relativt velstående. Den norske levestandarden stod ikke tilbake for den svenske (fig. 1).

Myntunionen ble ført videre etter at den politiske unionen med Sverige ble avvirket. Avtalen mistet sin praktiske betydning etter at gullstandarden ble suspendert i 1914. Først i 1972 ble avtalen formelt opphevet.

Økonomisk forløp unionsoppløsningen i 1905 smertefritt. Tidligere sentralbanksjef Nicolai Rygg<sup>1</sup> skrev: «For 1905 peker (Norges Bank) på de lyse sider ved utviklingen i året, nemlig den stigende eksport (...) men det tar tid før tilliten og foretaksomheten vokser i tilstrekkelig grad til å bringe større liv og virksomhet til veie.» Norges Banks rolle var i første rekke å sikre tilliten til pengevesenet. Det var temmelig store uttak fra bankene. Flere ville sikre formuen ved å plassere i utenlandske obligasjoner. Bankene på sin side måtte ty til lån i Norges Bank. Direksjonen i Norges Bank valgte like-

vel å holde renten uendret på 5 prosent. Den ville ikke medvirke til å svekke – med Ryggs ord – «den tillitinn-gytende ro» som preget de store historiske begivenhetene.

Den økonomiske utviklingen var god fram til første verdenskrig.

## Internasjonale realrenter har falt

Rentenivået er lavere i dag enn i 1905. Faktisk har ikke Norges Bank latt styringsrenten være så lav siden banken ble etablert i 1816. Det skyldes et stykke på vei internasjonale forhold.

Rentenivået i mange land ble redusert vesentlig da konjunktorene sviktet tidlig i år 2000. Også rentene korrigert for prisstigningen – realrentene – er nå lave.

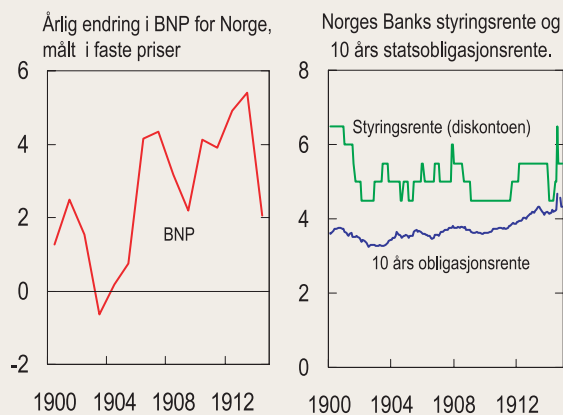
De første tiårene etter den andre verdenskrigen var preget av stabile nominelle renter, moderat inflasjon og lave, men positive realrenter. Senere har realrentene svingt mye (fig. 2).

På 1970-tallet skjøt inflasjonen fart. De nominelle rentene ble økt, men mindre enn veksten i inflasjonen, og realrentene ble negative. Tidlig på 1980-tallet ble så pengepolitikken strammet kraftig til i flere land. Realrentene fikk et løft. Etter hvert falt inflasjonen, og den stabiliserte seg igjen på et lavt nivå. Det la et grunnlag for nedgang i realrentene på 1990-tallet, før de falt ytterligere etter omslaget i konjunktorene i 2001.

Flere forhold kan forklare de lave realrentene:

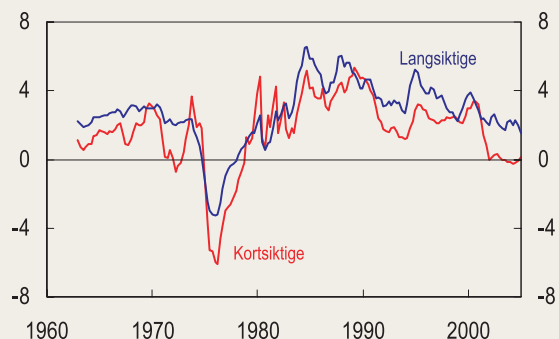
Inflasjonen har vært lav så lenge at de som sparer, krever liten premie som vern mot uventet prisstigning i framtiden.

Figur 1 Utvikling i BNP og renter 1900-1914. Prosent.



Kilder: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Internasjonale realrenter. Prosent



Kilder: Norges Bank, OECD, Statistisk sentralbyrå

Figuren viser realrenter for G7-landene: USA, Japan, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Canada og Italia. Landene er vektet sammen med BNP-vekter fra OECD.

<sup>1</sup> N. Rygg (1954): *Norges Banks historie*, Norges Bank.

## Liten risiko?

Samtidig som realrentene ute er uvanlig lave, blir det krevd liten betaling eller premie for å ta risiko. De som sparer og investerer, har en hel skala av alternativer å velge i mellom. I valget avveier de risiko og forventet avkastning. Den premien investorer krever for å ta risiko, har falt mye i det siste og er nå gjennomgående lav.

For eksempel er forskjellen mellom renten på statsobligasjoner og lån utstedt av private foretak, liten. Det ekstra rentepåslaget som framvoksende økonomier må betale for å ta opp lån, er også lite. Tilsvarende er premiene som betales for å sikre seg mot framtidige svingninger i valuta- og aksjemarkedene, små (fig. 4).

De lave risikopremiene kan gjenspeile at veksten i verdensøkonomien er ganske god, og at selskaper i mange land har økt inntjeningen og styrket sin finansielle stilling. Det kan se ut som kredittrisikoen er godt spredt i verdipapirmarkedene, og de internasjonale bankene virker solide. Færre store negative enkelthendelser har rystet markedene i det siste.

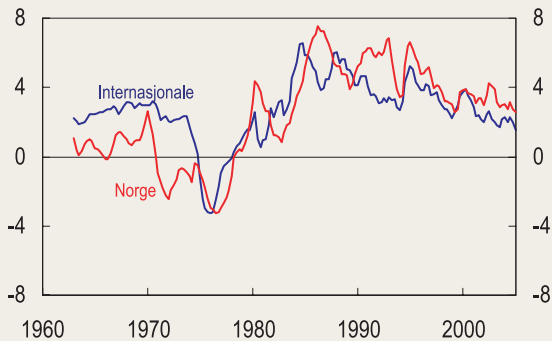
Men en annen forklaring kan være at lave renter har fått investorer til å ta mer risiko og dermed presset risikopremiene ned. I så fall gjenspeiler lavere premier snarere at pengepolitikken er ekspansiv, enn at den virkelige risikoen er lav.

## Ubalanser i verdensøkonomien

De lave rentene og risikopremiene står i klar kontrast til de store ubalansene i verdensøkonomien.

Det er særlig store ubalanser i USAs handel og betalinger med utlandet. Det skyldes dels underskuddet på det føderale budsjettet. Samtidig forbruker amerikanske husholdninger mye og sparer lite. Sterk etterspørsel i USA har holdt veksten i verdensøkonomien oppe.

Figur 3 Langsiktige realrenter. Prosent



Kilder: Norges Bank, OECD, Statistisk sentralbyrå

Figuren viser langsiktige realrenter for Norge og G7-landene: USA, Japan, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Canada og Italia. G7-landene er vektet sammen med BNP-vekter fra OECD.

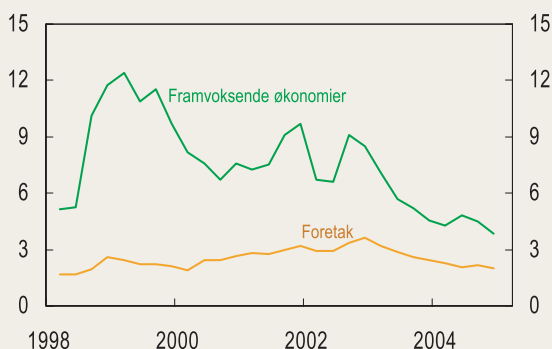
For å unngå at valutaen styrker seg i forhold til dollar kjøper dessuten mange asiatiske sentralbanker amerikanske statspapirer og presser renten ned.

De lave kortsiktige rentene i USA, Japan og eurolandene får investorer til å plassere sine midler i mer langsiktige papirer. Dermed faller også de langsiktige rentene.

USA og enkelte andre land har økt sine styringsrenter, men forventningene om stigningstakten framover er blitt dempet. Fallet i de langsiktige rentene kan skyldes nye vurderinger av vekstutsiktene i verdensøkonomien.

Realrenten i Norge kan avvike fra realrentene ute når vekstutsiktene er forskjellige. Da vil samtidig kronkursen reelt endre seg slik at forventet avkastning på å plassere i Norge og i utlandet blir om lag lik. Men over tid har de langsiktige realrentene i Norge i stor grad fulgt de internasjonale, og som ute har våre langsiktige renter falt markert (fig. 3).

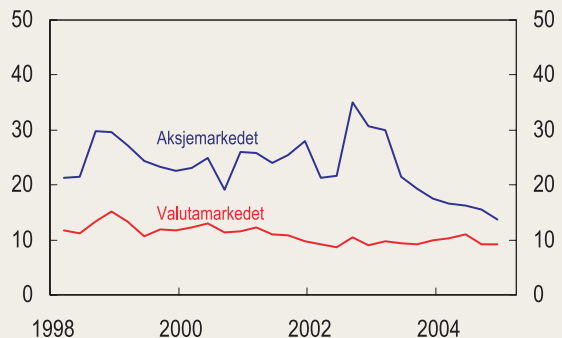
Figur 4a Risikopremie ved lån til framvoksende økonomier og obligasjonslån utstedt av private foretak. Prosentenheter



Kilder: EcoWin

Kurven for foretak viser differansen mellom effektiv rente på langsiktige obligasjonslån utstedt av amerikanske foretak med kredittrating Baa fra ratingselskapet Moody's og effektiv rente på amerikanske statsobligasjoner med 10 års gjenstående løpetid. Kurven for framvoksende økonomier viser utviklingen i EMBI+ - indeksen fra JP Morgan. EMBI+ - indeksen viser differansen mellom effektiv rente på lån utstedt til et utvalg av framvoksende økonomier og effektiv rente på amerikanske statsobligasjoner. Alle kurver viser kvartalstall beregnet som gjennomsnittet av daglige observasjoner.

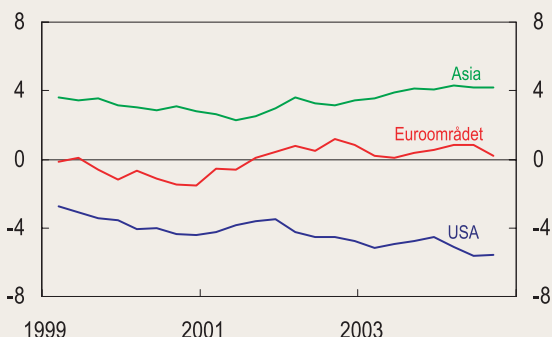
Figur 4b Risikopremie i aksje- og valutamarkedet. Prosent



Kilder: EcoWin

Kurven for aksjemarkedet viser utviklingen i VIX-indeksen. Indeksen er et vektet snitt av implisitt volatilitet for aksjeopsjoner med ulike kontraktskurs på den amerikanske aksjeindeksen S&P 500, og med løpetid på 30 dager. Kurven for valutamarkedet viser et likevektet gjennomsnitt av implisitt volatilitet for kjøpskurser på valutaopsjoner med løpetid på én måned for EUR/USD og EUR/YEN.

Figur 5 Driftsbalanse. Prosent av BNP



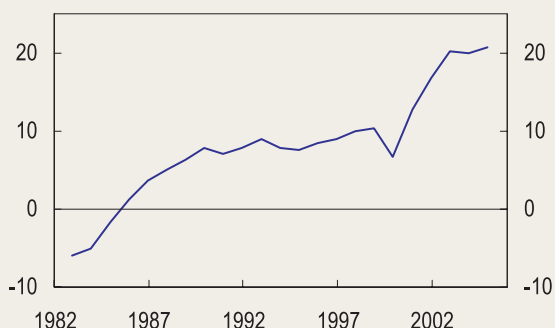
Kilder: EcoWin og nasjonale statistikkilder

Figuren viser utviklingen i driftsbalansen som andel av BNP for USA, Euroområdet og Asia. Landene i Asia inkluderer Japan, Kina, Singapore, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Malaysia, Indonesia og Filippinene.

For Kina er driftsbalansen basert på årstall fram til 2003, konvertert til kvartalsfrekvens. Tall for 1. til 3. kvartal 2004 er fremskrevet med samme nivå som 4. kvartal 2003.

Alle tall for driftsbalanse og BNP er målt i løpende priser. Kvartalstall.

Figur 6 USAs nettogjeld overfor utlandet. Prosent av BNP



Kilder: Federal Reserve Board og US Department of Commerce

Figuren viser USAs nettogjeld beregnet som sum av all gjeld til resten av verden minus sum av alle fordringer på resten av verden. Kilden er Flow of Funds Accounts fra Federal Reserve Board. I figuren er posten "Market value of foreign equities held by U.S. residents" inkludert, i tråd med OECDs behandling av disse tallene.

BNP-tall målt i løpende priser. Balanser ved utgangen av hvert år fra 1982 til 2003. For 2004 er det tall ved utgangen av 3. kvartal.

Underskuddet motsvares av overskudd i Europa og Asia (fig. 5).

Vedvarende underskudd har brakt den amerikanske utenlandsgjelden opp til et høyt nivå (fig. 6).

Befolkningen i USA vokser raskere enn i de øvrige OECD-landene. Det kan tilsi at de sparer noe mindre og investerer noe mer, men utslagene er nå vesentlig større enn slike demografiske forhold alene skulle tilsi.

Ubalansene kan vare ved en tid. De internasjonale kapitalmarkedene er dype og likvide med god tilgang på lån for amerikanske låntakere. Dersom kreditorene begynner å frykte kursfall og trekker seg ut, kan det likevel bli utløst kraftige korreksjoner. Det kan gi økte renter og kanskje også fall i amerikanske aksjemarkeder som smitter over til andre lands finansmarkeder. Også dollaren vil i så fall bli svekket. De amerikanske husholdningenes gjeldsbyrde kan være en annen kilde til ustabilitet dersom de brått strammer inn sin boligetterspørsel og sitt forbruk.

Den amerikanske sentralbanken øker nå gradvis rentenivået, og de første tiltakene for å redusere budsjettunderskuddet i USA er varslet. Det kan dempe veksten i innenlandsk etterspørsel og i importen av varer og tjenester. Men de vil trolig ikke gå så langt at den økonomiske veksten stopper opp, og at arbeidsledigheten øker.

USA utsteder verdens viktigste oppgjørs- og reservevaluta. Amerikanske delstater og virksomheter har tilgang til lån fra et stort internasjonalt kapitalmarked i egen valuta. Valutarisikoen ligger hos de utenlandske långiverne. Amerikanerne kan ha en langsiktig interesse i at dollaren er stabil og brukes ved internasjonale betalinger. Men dette kan bli veid mot det kortsiktige: Svekkes dollaren i verdi, vil USAs handelsunderskudd bli redusert med mindre virkning på innenlandsk produksjon.

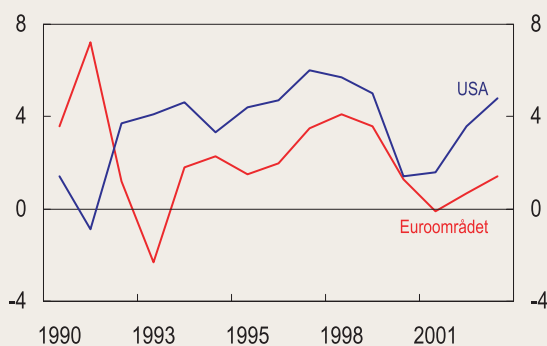
Ubalansene i handelen har ikke sitt opphav bare i

USA. De skyldes også svært lav vekst i Kontinental-Europa, og at asiatiske land i stor utstrekning bygger sin vekst på eksport. Også andre land enn USA må derfor bidra dersom veksten i verdensøkonomien ikke skal svikte.

Med liten innenlandsk vekstevne og høy arbeidsledighet er mange av industrilandene dårlig rustet for en svakere dollar og lavere etterspørsel fra USA. Utfordringene er kanskje særlig krevende i Japan og enkelte store europeiske land (fig. 7).

Situasjonen er ikke ensidig negativ. Det er god vekst i flere europeiske land som Spania, Irland og de nordiske. I Tyskland gjennomføres strukturelle reformer, særlig i arbeidslivet, som kan fremme vekst. Kanskje kan de lave langsiktige rentene gi økte investeringer. Likevel er det en usikkerhet om den framtidige økonomiske utviklingen som neppe fullt ut er reflektert i kurser, renter og premier.

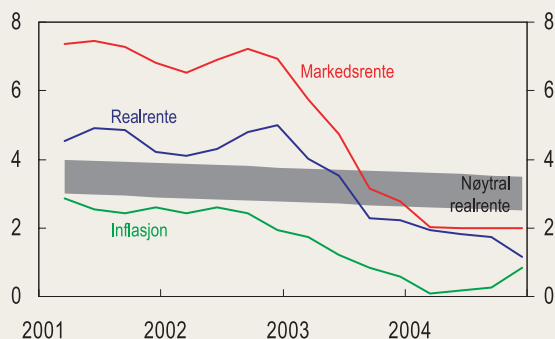
Figur 7 Privat innenlandsk etterspørsel. Årlig vekst. Prosent



Kilder: OECD

Privat innenlandsk etterspørsel omfatter privat konsum og private investeringer målt i faste priser. OECDs anslag for 2004. Årstall.

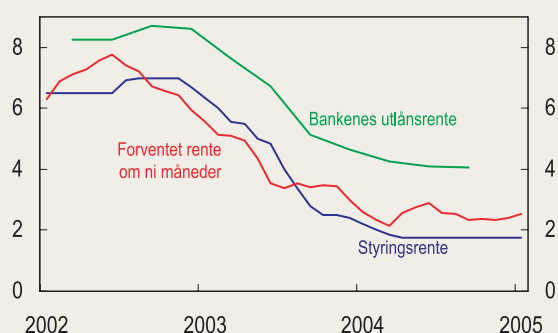
Figur 8 Renter og inflasjon. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Markedsrenten er tremåneders nominell pengemarkedsrente. Inflasjonen måles ved KPI-JAE. Realrenten er nominell rente deflatert med KPI-JAE. Det skyggede arealet gir et anslag på intervallet for den nøytrale realrenten. Kvartalstall.

Figur 9 Styringsrente, utlånsrente og forventet rente. Prosent



Kilder: EcoWin og Norges Bank

Forventet tremånedersrente om ni måneder er basert på implisitte 9 og 12 måneders pengemarkedsrenter. Månedstall. Styringsrenten, Norges Banks foliorente, er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Månedstall. Bankenes utlånsrenter er gjennomsnittlige renter på utlån til publikum. Kvartalstall.

Det er også risiko for at store ubalanser i verdenshandelen og den lave sysselsettingen i Europa utløser proteksjonisme som vil svekke vekstevnen enda mer.

## Lave norske renter

Norges Banks styringsrente, foliorenten, er på et historisk lavt nivå. Realrentene er også lave. Fra desember 2002 til mars 2004 ble renten satt ned med i alt 5,25 prosentenheter. Rentenedgangen kan tilskrives flere forhold (fig. 8).

Senhøstes 2002 begynte prisstigningen å falle. Også anslagene for inflasjonen framover ble justert ned. Etter hvert kom det stadig ny informasjon om utsiktene i andre land og forhold ved norsk økonomi som tilsa at inflasjonen kunne bli svært lav. De kortsiktige realrentene er redusert med knapt fire prosentenheter. Trolig er det ikke bare endringer i realrenten som betyr noe, men også nivået. Fra desember 2002 til mars 2004 har renten endret seg fra å være høy til å bli lav. Realrenten er nå lavere enn en nøytral realrente. En realrente under den nøytrale vil stimulere aktiviteten, selv etter at virkningene av selve rentefallet ebber ut. Dette ble påpekt av den svenske økonomen Knut Wicksell i 1907<sup>2</sup>: «(...) en økning i prisene, uansett om den i starten er stor eller liten, kan aldri bli stoppet så lenge renten holdes lavere enn sitt normale nivå.»<sup>3</sup>

Beregninger kan indikere at den nøytrale realrenten for Norge ligger i området 2½ til 3½ prosent. Den har trolig avtatt noe de senere årene.

## Pengepolitikken virker

Det tar tid før en rentereduksjon virker på inflasjonen. Vi ser nå effektene av pengepolitiske beslutninger som dels ligger to år tilbake i tid.

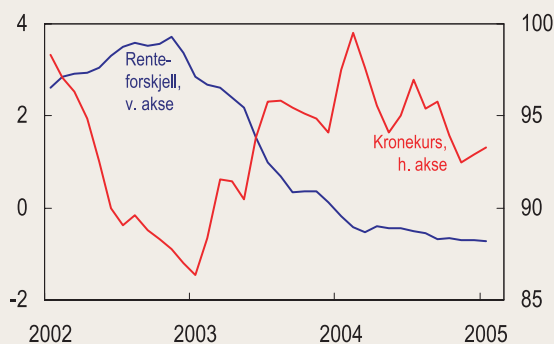
Renten har virket på prisstigningen via kronekursen og via etterspørselen etter varer og tjenester. Særlig har prisstigningen tatt seg opp på varer og tjenester som er produsert i Norge. I tillegg har reduksjonen i renten trolig bidratt til å holde forventningene om framtidig prisstigning oppe selv når inflasjonen er lav.

Norges Banks styringsrente er en dagsrente. Renter på innskudd og utlån med lengre løpetider vil gjenspeile hvilke forventninger aktørene har til våre framtidige vedtak om styringsrenten. Etter hvert som vi satte ned vår rente, falt også disse forventningene. Derfor reduserte bankene sine utlånsrenter. Pengepolitikken har fått større virkning fordi aktørene ventet at det lave rentenivået skulle vare ved en tid (fig. 9).

De første tegnene på at reduksjonene i renten virket, kom i valutamarkedet. Renteforskjellen mot andre land falt (fig. 10). Det ble mer attraktivt å låne og mindre lønnsomt å plassere i norske kroner. Kronekursen snud-

### Valutakurskanalen

Figur 10 Kronekurs (indeks) og renteforskjell mot handelspartnere (prosentenheter)



Kilde: Norges Bank

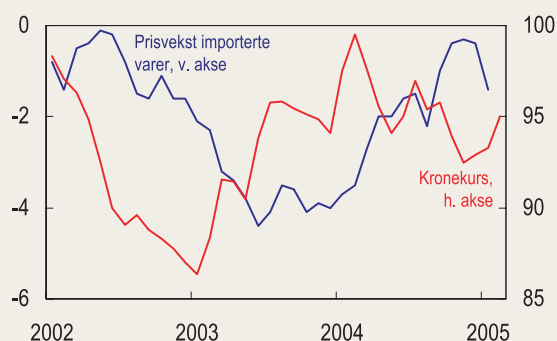
Utviklingen i kronekursen er målt ved den importveide kronekursindeksen I-44 (1995 = 100). Fallende kursindeks betyr sterkere krone. Månedstall. Renteforskjellen mot handelspartnere er sammenveid med importvekter.

<sup>2</sup> Knut Wicksell (1907): «The Influence of the Rate of Interest on Prices» *Economic Journal*, XVII (1907), pp. 213-220

<sup>3</sup> Norges Banks oversettelse

### Valutakurskanalen

**Figur 11** Kronekurs (indeks) og prisvekst på importerte konsumvarer (prosent)

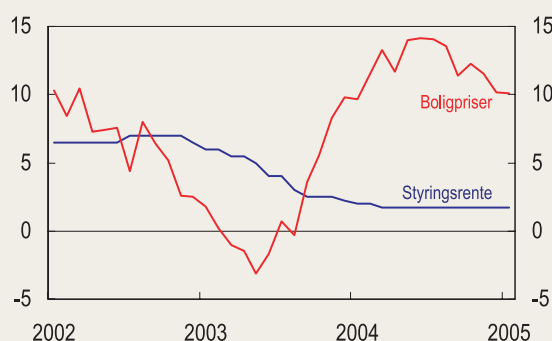


Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Utviklingen i kronekursen er målt ved den importveide kronekursindeksen I-44 (1995 = 100). Fallende kursindeks betyr sterkere krone. Månedstill. Prisvekst på importerte konsumvarer er målt ved SSBs konsumprisindeks for importerte varer, justert for endringer i avgifter (juli 1999 = 100). Tall fra SSB fra desember 2003, Norges Banks beregninger før dette. Tolv månedersvekst. Månedstill.

### Etterspørselskanalen

**Figur 12** Styringsrente og boligpriser. Prosent

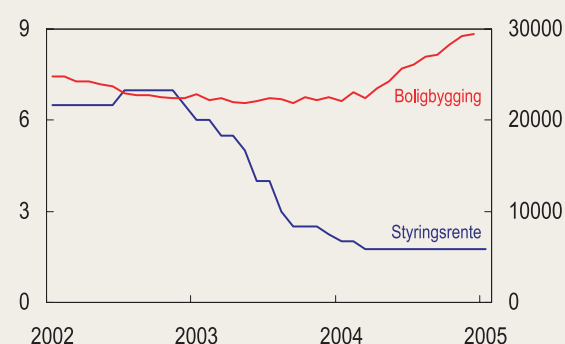


Kilder: Eiendomsmeglerbransjen (NEF, EFF) og Norges Bank

Styringsrenten, Norges Banks foliorente, er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Månedstill. Boligpriser viser tolv månedersvekst i ujusterte boligpriser fra eiendomsmeglerbransjen (NEF, EFF). Gjelder prisvekst på brukte boliger omsatt gjennom meglere tilknyttet Norges Eiendomsmeglerforbund. Månedstill.

### Etterspørselskanalen

**Figur 13** Styringsrente (prosent) og boligbygging (igangsatte boliger over 12 mnd.)



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Styringsrenten, Norges Banks foliorente, er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Månedstill. Boligbygging viser antall igangsatte boligenheter. Sum over tolv måneder. Månedstill.

de og svekket seg gjennom 2003 og inn i 2004. Utslagene i kronekursen er likevel blitt vesentlig dempet av at rentene ute har holdt seg lave. Den høye prisen på olje og gass og andre eksportvarer bidro også til å styrke kronen i fjor.

Svekkelsen av kronen i 2003 bremsset fallet i prisene på importerte varer (fig. 11). Denne virkningen kom gradvis. Bedrifter og importører kan ha ønsket å observere endringer i valutakursen over noe tid før de endret egne salgspriser.

Etter at flere dyre lønnsoppgjør og en kort periode med sterk krone hadde svekket lønnsomheten i norsk næringsliv, bidro fallet i kronen til å dempe nedgangen i aktiviteten og sysselsettingen.

Det er likevel usikkert hvor sterke virkningene av de kortsiktige svingningene i valutakursen er, fordi bedriftene kurssikrer seg.

Valutakurssikring kan ta ulike former. Noen foretak kjøper innsatsvarer i samme valuta som de selger sine produkter i. Andre foretak tar opp lån i samme valuta som de har eiendeler i. I tillegg kan bedriftene kjøpe og selge valuta for framtidig levering eller skaffe seg opsjoner for slike handel. Den store internasjonale handelen med valutaderivater som er dominert av bankene, reduserer premier og kostnader for det øvrige næringslivet og fremmer derfor også vare- og tjenestebytte over landegrensene. Det er ikke en god idé å strø sand i dette maskineriet.

Det har vært sterke utslag i husholdningenes forbruk og i boliginvesteringene. Bedriftenes investeringer tar seg nå opp.

Norske husholdninger har mer gjeld enn innskudd. Nedgangen i renten har dermed frigjort midler. Husholdningene reagerte relativt raskt, og veksten i forbruket tiltok.

Rentefallet fikk boligprisene til å vokse (fig. 12). Omsetningen i boligmarkedet har vært stor. Høyere boligformue gir økte lånemuligheter og bidrar dermed også til større etterspørsel etter varige forbruksvarer. Husholdningenes gjeld har steget rundt 11 prosent det siste året.

De høye prisene på brukte boliger har gjort det mer lønnsomt å bygge nye boliger, og boligbyggingen øker (fig. 13).

Fallet i renten har også bidratt til å holde markedsverdien oppe på kontor- og forretningseiendommer selv med mye ledige lokaler. Utsikter til økt utnyttelsesgrad øker nå også prisene.

På grunn av økt produktivitet og redusert sykefravær kan det ha tatt tid før virkningene i arbeidsmarkedet har blitt synlige. Men økt etterspørsel etter arbeidskraft og fallende ledighet gir nå gradvis et strammere arbeidsmarked (fig. 14).

Høy rente i 2002 og budsjett disiplin bidro til at lønnsveksten har kommet ned på et mer opprettholdbart nivå

Økt etterspørsel etter bedriftenes produkter gir rom for

### Etterspørselskanalen

Figur 14 Sysselsatte personer. Antall i tusen

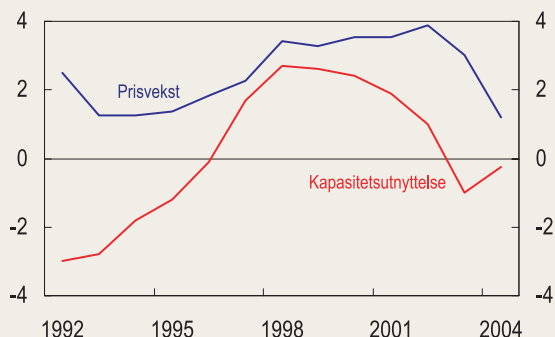


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figuren viser utviklingen i antall sysselsatte personer, målt i tusen personer, beregnet som tremåneders glidende gjennomsnitt av de sesongjusterte månedstallene. For eksempel er tallet for november gjennomsnittet av oktober, november og desember.

### Etterspørselskanalen

Figur 15 Prisvekst på norske varer og tjenester og kapasitetsutnyttelse i norsk økonomi. Prosent

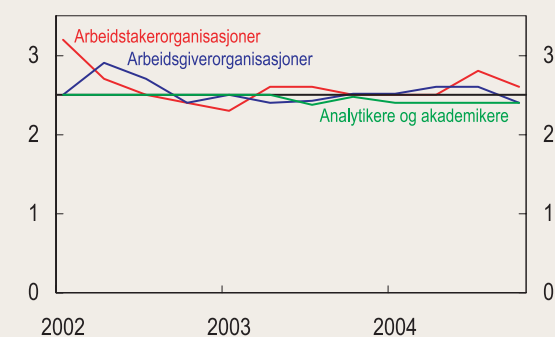


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisvekst på norske varer og tjenester er målt ved en beregnet konsumprisindeks uten importvarer og energivarer, justert for endringer i avgifter. Norges Banks beregninger. Årstall. Prosent. Kapasitetsutnyttelsen er målt ved Norges Banks anslag på produksjonsgapet. Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk produksjon og produksjon som er forenlig med stabil inflasjon (potensiell produksjon). Årstall. Prosent. Norges Banks anslag fra Inflasjonsrapport 3/04.

### Forventningskanalen

Figur 16 Forventet konsumprisvekst 5 år fram i tid. Årlig vekst. Prosent



Kilder: TNS Gallup

Forventet konsumprisvekst måles i en spørreundersøkelse blant et utvalg representanter for ulike arbeidstakerorganisasjoner, et utvalg representanter for ulike arbeidsgiverorganisasjoner og et utvalg økonomer innen finansnæringen og akademien. Undersøkelsen utføres av TNS Gallup. Kvartalstall.

å øke prisene. Erfaringene viser at prisstigningen blir påvirket direkte av hvor høy kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi er. Noe av den prisøkningen vi ser på varer og tjenester som er produserte i Norge, kan føres tilbake til økte marginer i næringslivet (fig. 15).

Er det tillit til pengepolitikken, vil aktørene i det økonomiske livet vente at prisveksten over tid blir om lag lik inflasjonsmålet. Bedriftene vil legge det til grunn i sine budsjetter. Det vil i så fall bidra til å stabilisere inflasjonen. Mange foretak endrer sine priser bare en eller to ganger i året. Når de endrer prisene, tar de trolig hensyn til hvor mye de venter at andre priser skal stige.

Det har vært viktig å unngå at forventningene til inflasjonen falt og fikk feste på et lavt nivå. Undersøkelser om prisstigningen framover tyder på at forventningene er godt forankret omkring inflasjonsmålet på lang sikt (fig. 16).

Renten er et virkemiddel med kraft i. Virkningene av fallet i renten kommer gjennom vekst i privat forbruk, høyere boligpriser, større boligbygging, flere investeringer i ulike deler av næringslivet, nyetableringer, bedret lønnsomhet i bedriftene, økt sysselsetting og lønnsvekst, økte prismarginer og høyere importert prisstigning.

Virkningene av rentefallet på etterspørsel, produksjon og sysselsetting har vært store. Det har tatt tid før prisstigningen har tatt seg opp. Dels skyldes det at lave renter ute samt gode oljepriser har dempet utslagene på kronkursen. Økt import fra lavprisland, konkurranse og økt effektivitet i norsk produksjon har også holdt inflasjonen nede.

Lav prisstigning fører til at vi har holdt renten lav lenger. Virkningen på produksjon og sysselsetting blir dermed større.

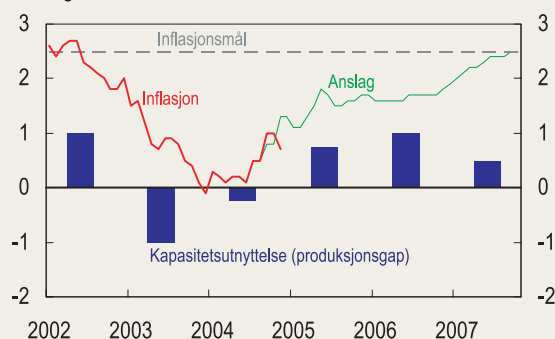
Vi kan ikke regne med at renten vil virke likt fra en periode til den neste. Økonomien blir også utsatt for uventede forstyrrelser. Vi kan derfor ikke finstyre utviklingen i økonomien med renten, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Erfaringene kan tyde på at inflasjonsforventningene holder seg stabile selv om prisstigningen svinger en del så lenge renten brukes aktivt for å dempe utslagene. Med vår svært åpne økonomi må vi kanskje godta noe større svingninger i inflasjonen enn i en del andre land.

Nivået på renten kan påvirke når husholdninger og bedrifter ønsker å investere. Med det lave rentenivået vi har nå, har mange funnet det fordelaktig å fremskynde kjøp av eiendom og andre investeringer de ellers ville ha ventet med.

Behovet for boliger om ti-femten år vil avhenge av det framtidige inntektsnivået, hvor mange vi er og hvordan vi da lever sammen. Nivået på renten i dag har liten betydning for boligetterspørselen på lengre sikt. Høy boligbygging nå vil bli avløst av lavere bygging senere. Tilsvarende kan gjelde for eiendomsinvesteringer i næringslivet.

Vi har enkelte eksempler på at boligpriser utover det

**Figur 17** Inflasjon og kapasitetsutnyttelse i norsk økonomi. Anslag. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjon er målt ved konsumprisindeksen justert for endringer i avgifter og uten energivarer (KPI-JAE). Tolv månedersvekst. Norges Banks anslag fra Inflasjonsrapport 3/04.

Kapasitetsutnyttelsen er målt ved Norges Banks anslag på produksjonsgapet. Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk produksjon og produksjon som er forenlig med stabil inflasjon (potensiell produksjon). Årstall. Norges Banks anslag fra Inflasjonsrapport 3/04.

vanlige i en periode, kan ha virkninger i svært lang tid. På slutten av 1800-tallet steg boligprisene kraftig i Kristiania. Den massive boligbyggingen som prisveksten førte til, preger fortsatt deler av Oslo. Boligmarkedet kollapset den gangen. Behovet for nye boliger var mettet. Først midt på 1980-tallet var de reelle boligprisene tilbake på nivået fra 1899.

Husholdningenes gjeld er nå mer enn én og en halv gang så stor som deres disponible inntekter. Økningen i gjelden skyldes dels strukturelle tilpasninger over tid til et fritt lånemarked, og dels den lave renten. Den økte gjeldsbelastningen gjør husholdningene mer sårbare. Det vil komme en periode hvor husholdningen ønsker å stabilisere sin gjeld og dempe sitt forbruk.

Fallet i renten har bidratt til å holde aktiviteten oppe i Norge etter en periode med svake konjunkturer ute og med høy lønns- og kostnadsvekst her hjemme. Men sterk bruk av renten som virkemiddel kan i seg selv være en kime til nye svingninger i økonomien fordi tidsprofilen for sparing og investeringer påvirkes. Det er derfor viktig at veksten er selvdreven når renten etter hvert skal vende tilbake mot et mer normalt nivå.

Virkningen av vår rente avhenger også av rentene ute. Mange land har hevet renten i denne konjunkturoppgangen, også i flere runder. Sist ute var sentralbanken i USA som nylig satte opp renten med 0,25 prosentenheter. Den har også varslet flere renteøkninger. Med utsikter til lav inflasjon har Norge ligget etter andre land i justeringen av renten mot et mer normalt nivå.

To år etter at vi begynte å senke renten, kan det se ut til at prisstigningen er på vei opp, om enn sakte. Inflasjonen er lav, men indeksene er også preget av midlertidige og tilfeldige forstyrrelser. Det vil fortsatt ta tid før vi har sett virkningen av den lave renten fullt ut. Det kan se ut til at veksten i norsk økonomi er blitt mer selvdreven.

Utnyttelsen av produksjonskapasiteten ligger nær det normale, og den øker. Renten kan etter hvert, og da gradvis, bringes opp mot et mer normalt nivå (fig. 17).

## Oppgaver i den økonomiske politikken

De ulike delene av den økonomiske politikken virker forskjellig. De har derfor ulike oppgaver:

- Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.
- Statsbudsjettet – veksten i offentlige utgifter – påvirker kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på mellomlang sikt. Statens utgifter og inntekter må være i balanse på lang sikt.
- Lønnsdannelsen og økonomiens strukturer og insentiver legger grunnlag for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og øvrige realressurser.

Det er også samspill:

- Statsmyndighetene vil i sine vedtak om statsbudsjettet være opptatt av virkningene på norsk økonomi og vil derfor også ta hensyn til effektene via renten. Slik unngår de at veksten i offentlige utgifter trekker økonomien i én retning, og renten trekker i en annen.
- Med et kjent reaksjonsmønster i pengepolitikken, kan partene i de sentrale inntektsoppgjørene ta hensyn til virkningen via renten når lønnsveksten blir avtalt.
- Og dessuten, ved forhandlinger kan partene i offentlig sektor ta hensyn til at jo mer som tas ut i lønn, jo færre kan lønnes over offentlig budsjetter. At det her er et samspill, ble tydelig vist da sysselsettingen i statlige og kommunale virksomheter falt etter det dyre lønnsoppgjøret i 2002.

Myndighetene kan oppnå bedre resultater i den økonomiske politikken hvis de på forhånd kan binde seg til troverdige handlingsregler. Husholdninger, bedrifter og aktører i kapitalmarkedene ser framover når de tar sine beslutninger. Det er derfor viktig at myndighetene ikke sår tvil, men tvert i mot opptrer langsiktig og forutsigbart. Det må være godt samsvar mellom planer og det som faktisk blir gjort.

Pengepolitikken oppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. Erfaringene viser at vi ikke kan redusere arbeidsledigheten over tid bare ved å akseptere noe høyere inflasjon. I mange land, og også i Norge, er tilliten økt til at inflasjonen vil bli holdt i sjakk, fordi det å sette renten er delegert til sentralbanken.

Normer for utviklingen i budsjettet er ikke nytt. Normen de første 25 etterkrigsårene – og den ble fulgt – var at de årlige budsjettene skulle gjøres opp med overskudd. Overskuddet var tilstrekkelig til å finansiere økte lån til statsbankene.

Ved inngangen til oljealderen i Norge – tidlig på 1970-tallet – måtte normen vurderes. Sammenhengen mellom bruk av oljepenger og endringer i næringsstrukturen ble trukket fram.

I Stortingsmelding nr. 25 «Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn» fra 1973-74 heter det: «En overføring av produksjon og sysselsatte mellom bedrifter og næringer kan komme i stand gjennom et økt innenlandsk kostnadspress.» (...) og videre (...) «Hvor sterkt prispresset vil bli, avhenger særlig av hvor sterkt norsk næringsliv engasjeres i petroleumsvirksomheten og av hvor mye av inntektene som nyttes innenlands.» Virkningene for den økonomiske politikken ble også gjort klar: «Risikoen for et for sterkt prispress må tillegges stor vekt ved de avgjørelser som her skal treffes.» Statsbudsjettet ble på den tiden anvendt til å regulere nivået på aktiviteten i økonomien. Renten skulle være

lav – og ikke endres. I dag – med et inflasjonsmål – vil prispresset bli styrt av renten, mens kronens verdi vil variere i styrke. I dag vil denne setningen måtte lyde: «Risikoen for en for sterk valuta må tillegges stor vekt ved de avgjørelsene som her skal treffes.»

Vi er nå inne i en periode der petroleumsformuen plasseres i finansielle fordringer på utlandet via Statens petroleumsfond. Staten skal fase oljeinntektene gradvis inn i den innenlandske økonomien ved å bruke om lag forventet realavkastning av fondet.

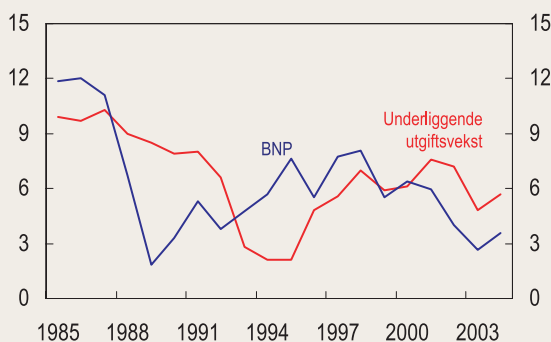
Handlingsregelen ble etablert i 2001. Veksten i offentlige utgifter hadde tiltatt fra 1997 etter å ha vært lav på midten av 1990-tallet. Også de senere årene har veksten i utgiftene vært temmelig sterk, men kanskje avtakende. Fra og med 2000 har veksten i bevilgningene i gjennomsnitt vært 6,3 prosent, mens verdiveksten i bruttonasjonalproduktet har vært 4,5 prosent (fig.18). Vi har liten samlet kunnskap om den reelle veksten i offentlig tjenesteproduksjon. Det er her ikke utviklet gode mål på produktiviteten og prisutviklingen.

Handlingsregelen for budsjettet tilsier at staten over tid bruker fire prosent av fondet. I år brukes drøyt seks prosent. Avviket skyldes dels en uventet svikt i skatteinntangen de senere årene. Underskuddet i statsbudsjettet fremkommer ved differansen mellom samlede inntekter og samlede utgifter. Hver utgjør de om lag halvparten av den samlede verdiskapingen i landet. Selv små avvik fra prognoser for utviklingen i henholdsvis utgifter og inntekter kan gi store utslag i underskuddet. Endringer i valutakursen vil også føre til at verdien av Petroleumsfondet vil svinge. Bare av disse grunnene vil tidvis bruken av oljeinntekter kunne være forskjellig fra fireprosentregelen. Det ble også bevilget penger fordi konjunktorene var svake. Derfor er det ikke grunnlag for tvil om at handlingsregelen har vært førende for finanspolitikken.

Etter årene fra 1997 med sterk vekst i offentlige utgifter pekte handlingsregelen mot en fortsatt økning i bruken av oljeinntekter. Vi måtte regne med at denne veksten ville gi en forverring av konkurranseevnen til norsk industri, enten gjennom økte lønninger eller en styrking av kronkursen. Med sterkere lønnsvekst enn ute er konkurranseevnen blitt svekket med om lag 15 prosent siden midten av 1990-årene (fig. 19). Konkurranseevnen er om lag 5 prosent svakere enn gjennomsnittet de siste 30 årene. Kronkursen har vært påvirket av de høye prisene på olje og gass og på andre norske eksportvarer. Også pengepolitikken har påvirket forløpet for de norske relative kostnadene, men kronen har nå om lag den samme nominelle verdien som for ti år siden. Den sterke veksten i offentlige bevilgninger og forventninger om moderat økt utvikling i bruken av petroleumsinntektene er nå trolig bakt inn i kostnadsnivået.

De siste tretti årene er industrien blitt bygget ned i bølger. Den siste bølgen har kommet etter tusenårsskiftet, men også i årene fra 1977 til 1984 og fra 1987 til 1992

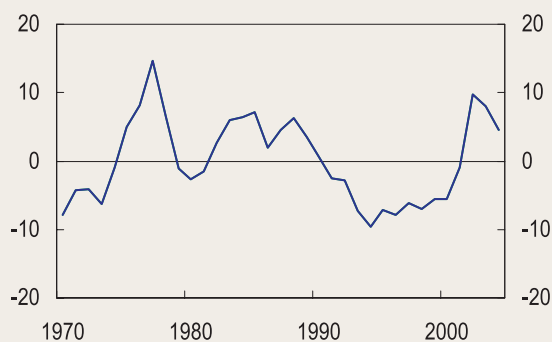
**Figur 18** Statsbudsjettets utgifter og verdivekst i BNP for Fastlands-Norge. Årlig vekst. Prosent



Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

Figuren viser verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge (markedsverdi) fram til 2003 basert på Statistisk sentralbyrås nasjonalregnskapstall. Tallet for 2004 er basert på Finansdepartementets anslag gitt i Nasjonalbudsjettet 2005, tabell 1.2. Figuren viser også utviklingen i statsbudsjettets nominelle underliggende utgiftsvekst. Tallet for 2004 er basert på anslag gitt i St.prp. nr. 31 (2004-2005) "Ny saldering av statsbudsjettet medregnet folketrygden 2004", tabell 1.3. Årstall.

**Figur 19** Konkurranseevne. Avvik i relative lønnskostnader fra gjennomsnittet for 1970-2003. Prosent

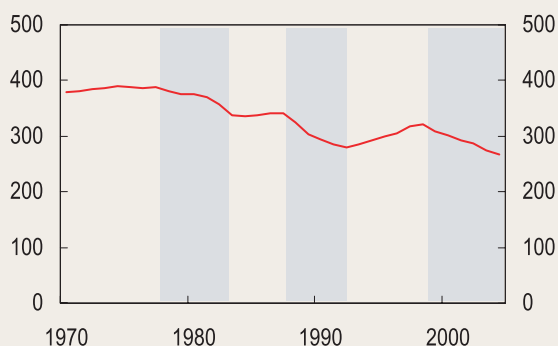


Kilder: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnene målt i felles valuta. Lønnskostnadene er målt som timelønnskostnader i industrien. Relative lønnskostnader vises som avvik i prosent fra gjennomsnittet i perioden 1970-2003. Anslag for lønnsveksten i 2004 er fra Inflasjonsrapport 3/04. Årstall



Figur 20 Sysselsetting i industrien. Antall i tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i antall industrisysselesatte ifølge Statistisk sentralbyrås nasjonalregnskap. Tallet for 2004 er basert på kvartalsvis nasjonalregnskap til og med 3. kvartal med uendret sesongjustert nivå på industrisysselesettingen fra 3. til 4. kvartal. Kvartalstall.

var avskallingen kraftig. I forkant av disse periodene ble konkurranseevnen til industrien svekket (fig. 20).

Nytten av en handlingsregel er at den gir vekt til langsiktige hensyn i møte med dag til dag utfordringer i den økonomiske politikken. Handlingsregelen stabiliserer bedriftenes forventninger om konkurranseevne og kronekurs. Det kan bidra til at vi unngår brå og store svingninger i den økonomiske strukturen. Hvis statsmyndighetene legger regelen til side, mister bedriftene et viktig holdepunkt. En handlingsregel kan gjøre vondt verre dersom aktørene i det økonomiske livet har lagt langsiktige planer på sviktende grunnlag.<sup>4</sup>

Både kortsiktige og langsiktige hensyn tilsier at bruken av oljeinntektene som andel av Petroleumsfondet dempes framover:

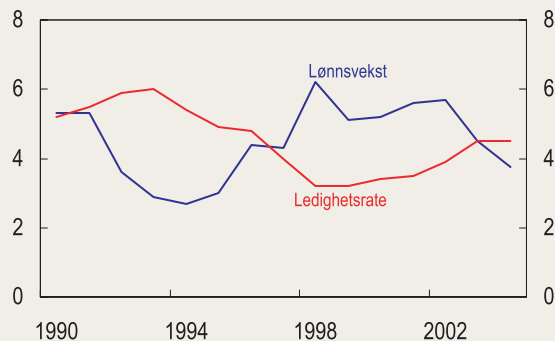
Norsk økonomi er i sterk vekst.

Det offentlige har bak seg store investeringer i eldreomsorgen som skulle dekke behovene til en generasjon som ble født rett etter første verdenskrig. Behovet for vekst i de offentlige utgiftene vil være mer moderat de nærmeste årene og preget av at de små fødselskullene på 30-tallet og i krigsårene nå blir gamle. Dessuten er Folketrygden fra 1967 i det vesentlige fasett inn. Det er i tillegg ennå noen år før de store barnekullene etter siste verdenskrig går av med alderspensjon og etterspør flere helse- og omsorgstjenester.

Forholdene ligger derfor nå godt til rette for å vende tilbake til å bruke fire prosent av Petroleumsfondet.

Det kostnadsnivået norsk næringsliv har i dag, er tilpasset at vi bygger ut petroleumssektoren og jevnt faser inn bruken av oljeinntektene i fastlandsøkonomien. Kostnadene steg kraftig fra midten av 1960-tallet til midten av 1970-tallet, og de ble svært høye. Siden har kostnadene svingt en god del rundt dette nivået. Etter hvert vil vi kunne dekke en mindre del av vår import med løpende oljeinntekter og trekk på Petroleumsfondet. Da må konkurranseevnen bedres. Kanskje må

Figur 21 Lønnsvekst og arbeidsledighet. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og TBU

Figuren viser utviklingen i arbeidsledigheten i prosent av arbeidsstyrken målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) og årslønnsveksten inkludert kostnader knyttet til økt ferie. Tallene for lønnsvekst er basert på rapport fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU): "Etter inntektsoppgjørene 2004", (NOU 2004:14). Årstall.

den bringes tilbake mot nivået fra slutten av 1960-tallet, før Norge ble en oljenasjon.<sup>5</sup>

## Arbeidsmarkedet

I det lange løp må lønnsnivået stå i forhold til de verdiene som skapes av de sysselsatte – arbeidstakernes produktivitet. Når den reelle veksten i lønningene er større enn veksten i produktiviteten, svekkes lønnsomheten i bedriftene. Næringslivet vil da ansette færre og si opp flere. Tilsvarende vil sysselsettingen i offentlige virksomheter gå ned dersom lønnskostnadene stiger mer enn inntektene. Når partene i arbeidslivet forhandler sentralt og lokalt vil de derfor veie hensynet til arbeidsplassene opp mot nytten av å ta ut mer i lønn.

Sammenliknet med andre europeiske land har inntektsdannelsen i Norge vært ganske fleksibel. Lønnsveksten har avtatt raskt når arbeidsledigheten har gått opp. Derfor har heller ikke arbeidsledigheten fått feste på et høyt nivå (fig. 21).

De gode resultatene skyldes dels de avveiningene som har vært gjort i lønnsoppgjørene på sentralt nivå. Men det har kanskje vært like viktig at det har vært mulig å tilpasse arbeidsstokken og lønnsveksten lokalt.

For det første kan virksomhetene tilpasse bruken av arbeidskraft til produksjonen ved overtid, deltidsstillinger eller innleie av arbeidskraft.

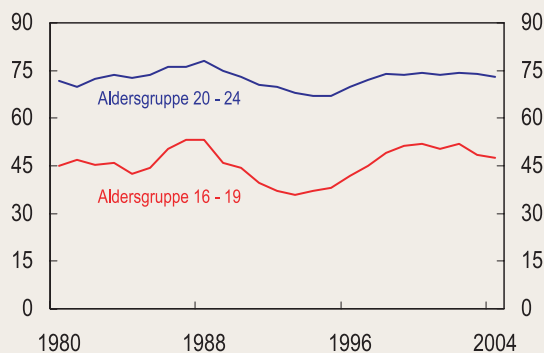
Det er dessuten stor fleksibilitet i tilbudet av arbeidskraft. Når etterspørselen øker, søker flere arbeid. De som allerede er sysselsatt, arbeider mer. I oppgangstider har vi særlig sett økt yrkesaktivitet blant ungdom. Motstykket er at antallet under utdanning stiger når ledigheten er på vei opp (fig. 22).

Når etterspørselen etter arbeidskraft stiger, flytter mange fra våre naboland hit for å få seg arbeid. I 2001 var det i tillegg nær 30 000 personer som hadde et arbeidsforhold i Norge hele eller deler av året, men som

4 Se Kydland, FE og E.C Prescott (1977): «Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy* 85, 473-490. For en norsk gjennomgang, se også Erling Steigum (2005): «Finn Kydland – Norges tredje nobelprisvinner i økonomi», Working Paper 1/05, Centre for Monetary Economics, Handelshøyskolen BI.

5 Se Akram, Farooq Q. (2003): «Reell likevektsvalutakurs for Norge», i *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 118, s. 89-112

**Figur 22** Andel yrkesaktive blant unge. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figuren viser andelen yrkesaktive i aldersgruppene 16-19 og 20-24 år. Årstall.

bodde i Sverige. Etter utvidelsen av EU er Norge blitt del av et større arbeidsmarked. Utvidelsen åpner også for økt handel med tjenester. Det øker produksjonskapasiteten i norsk økonomi. For eksempel ser det ut til at kapasiteten i bygg og anlegg har økt. Aktivitetsnivået der er nå svært høyt, og det er foreløpig ikke tegn til at lønnsveksten tiltar. Mobil arbeidskraft kan altså fjerne flaskehalsen i arbeidsmarkedet.

Innslag av lokal fastsettelse av lønninger styrker også sysselsettingen. Enkelte nyere næringer benytter i større grad resultatavhengig lønn. Bedriftene kan da lettere redusere kostnadene og holde folk i arbeid når inntektene svikter. Det er også lønnsfleksibilitet i mer tradisjonelle næringer. Forskjeller i produktivitsvekst og lønnsvekst mellom norske industribedrifter viser at arbeidere trolig tar ut lavere lønnsvekst i bedrifter med

lav vekst i produktiviteten.<sup>6</sup> Det kan gi bedriftene bedre tid til omstillinger, og det kan dempe utslagene i arbeidsledigheten.

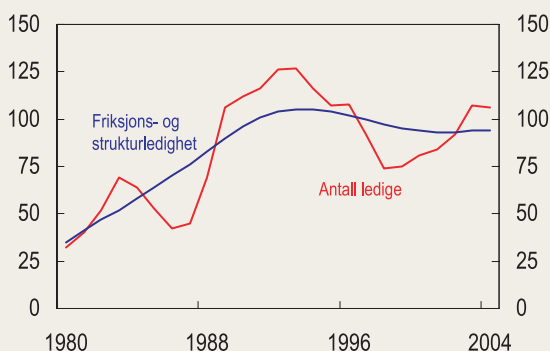
Arbeidsledigheten vil variere over konjunktorene, men det vil alltid være arbeidssøkere som midlertidig står uten jobb. Det nivået som ledigheten svinger rundt over tid, kan være et uttrykk for størrelsen på friksjons- og strukturledigheten (fig. 23). Blir det mer vanlig med omstillinger og skifte av jobb, vil også flere bli ledige på grunn av bytte av jobb. Er det god aktivitet i økonomien, vil de fleste raskt finne seg ny stilling. Andre med kvalifikasjoner fra fag som det er mindre etterspørsel etter, må søke lengre. I perioder med store strukturendringer i økonomien kan denne gruppen øke. Når det er få slike ledige, er lønnsveksten gjerne høy.

Selv om Norge kommer godt ut i forhold til mange andre land, har også vi svakheter i vårt arbeidsmarked. Lønnsveksten tiltar nå trolig ved en høyere arbeidsledighet enn den ville gjort for ti og tjue år siden. Mange sluses fra ledighet over til trygd, og trygd kan være en barriere mot å vende tilbake til arbeidslivet. Sykefraværet steg også lenge, men har falt markert det siste halvåret trolig som følge av krav om sterkere oppfølging av den enkelte.

Sett over tid har konjunktursvingningene i ledigheten vært små i forhold til økningen i friksjons- og strukturledigheten og veksten i antall uføre og førtidspensjonerte (fig. 24).

Det er viktig å ta vare på og kanskje forbedre vår fleksible lønnsdannelse. Pensjonsordningene og praktiseringen av trygderegler bør endres for å gi bedre insentiver og muligheter til å søke arbeid. Arbeidsmarkedets lover og regler bør bli lagt bedre til rette for produksjon og sysselsetting.

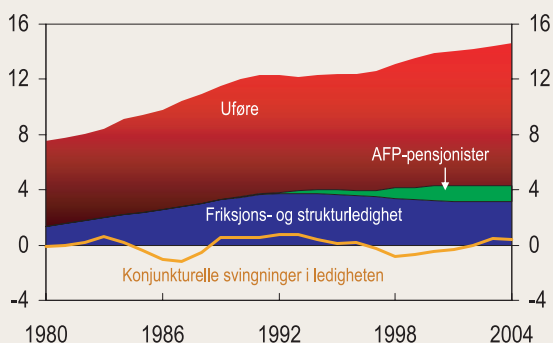
**Figur 23** Arbeidsledige. Antall i tusen



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i antall arbeidsledige målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU). Kurven "Friksjons- og strukturledighet" uttrykker det underliggende nivået på arbeidsledigheten og er estimert ved den såkalte Hodrick-Prescott-metoden. I estimeringen er serien forlenget med Norges Banks anslag for antall arbeidsledige i årene 2005 til 2007, gitt i Inflasjonsrapport 3/04. Årstall.

**Figur 24** Førtids- og uførepensjonister og ledige. Prosent av befolkningen (16-66 år)



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Trygdeetaten og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i summen av antall mottakere av uføreytelser fra trygdeetaten, antall registrerte AFP-pensjonister samt antall som er ledige på grunn av "Friksjons- og strukturledighet" (se figur 23 for forklaring). De ulike arealene gjenspeiler utviklingen i enkeltstørrelsene. Figuren viser også de konjunkturrelle svingningene i ledigheten, som er basert på differansen mellom antall ledige og friksjons- og strukturledigheten. Alle tallene er målt i prosent av befolkningen i arbeidsfør alder (16-66 år). Årstall.

<sup>6</sup> Kilde: Kjell Gunnar Salvanes: «Omstilling og strukturelle endringer i det norske arbeidsmarkedet». Presentasjon på konferanse i regi av Norges Handelshøyskole, Norges Rederiforbund og SNF i Oslo. 8. oktober 2004.

## Avslutning

Før jeg avslutter, la oss gå tilbake til tiden rundt oppløsningen av unionen med Sverige i 1905.

Som nevnt fikk den ikke konsekvenser for pengepolitikken i Norge. Derimot er en svensk økonom som levde på den tiden, på sett og vis til stede i dagens pengepolitikk – både i Norge og Sverige.

Knut Wicksell var professor i nasjonaløkonomi ved universitet i Lund. Da myntunionen mistet sin betydning i 1914, foreslo han at det skulle etableres en egen skandinavisk sentralbank. Den skulle ha som mål å stabilisere prisnivået.

Etter at inflasjonsstyring er blitt rettesnor for pengepolitikken i mange land, har Wicksells arbeider fått sin renessanse. Ikke bare pekte han på at det er viktig å holde verdien av penger – prisnivået – stabilt, men han la også ansvaret for å gjøre det på renten. Når vi i dag snakker om en normal, eller nøytral rente, er Wicksell en opplagt referanse.

I 1907 skrev han følgende om sammenhengen mellom renten og prisstigningen:

*«(...) Problemet med å holde en stabil pengeverdi og det gjennomsnittlige prisnivået konstant – noe som åpenbart må betraktes som det fundamentale problemet i den monetære vitenskap – ville kunne løses (...) ved å styre bankenes renter i riktig retning; senke dem når prisene faller og heve dem når prisene stiger.»<sup>7</sup>*

Wicksells forslag om en skandinavisk sentralbank ble det aldri noe av. Selv inngikk Wicksell en union med en norsk kvinne, Anna Bugge. Historien skal ha det til at hun var en sterk pådriver for at han skulle fullføre sine akademiske manuskripter og ikke bare hengi seg til avisskriverier og folkelige foredrag. Selv hadde hun sitt ståsted i freds- og kvinnebevegelsen og var Sveriges første kvinnelige diplomat. Unionen mellom de to var ikke av ekteskapelig art – Wicksell ville ikke inngå en kontrakt som på den tid ville gjort ham til hennes formynder – men det var et kontraktsfestet samboerskap basert på gjensidig tillit og respekt. Kanskje ikke ulikt det samboerskapet Norge og Sverige har hatt på den skandinaviske halvøy de siste hundre årene.

Men det er en annen historie.

<sup>7</sup> Knut Wicksell (1907): «The Influence of the Rate of Interest on Prices» *Economic Journal*, XVII (1907), pp. 213-220. Norges Banks oversettelse.