

Pengepolitikken og konjunkturutviklingen

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 21. april, Inflasjonsrapport 1/04 og på tidligere foredrag.

Gjennomføringen av pengepolitikken er i mange land delegert til en sentralbank. I Norge ble ansvaret for rentebeslutningene delegert til Norges Bank i 1986. Mandatet for gjennomføringen av pengepolitikken er gitt av Finansdepartementet i forskrift av 29. mars 2001.

Det operative målet som Regjeringen har fastsatt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent. 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. Det påvirker deres valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Erfaringene viser at vi i lengden ikke får lavere arbeidsledighet eller sterkere økonomisk vekst i bytte mot økt inflasjon. Pengepolitikkenes oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. Inflasjonsmålet er et slikt anker.

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.

Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken. 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 reduseres etterspørselen, og inflasjonen holdes nede. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned.

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. Økonomien vokser over tid. Produksjonen beveger seg i bølger. Produksjonen vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden. Avviket mellom trenden og faktisk

produksjon kaller vi produksjonsgapet. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden.

Vi har hatt tydelige konjunkturbølger i norsk økonomi. Lavkonjunktoren på begynnelsen av 1990-tallet ble avløst av en oppgang fra 1993. Denne oppgangen nådde toppen i 1998. Deretter gikk økonomien over fra en oppgangskonjunktur med høye vekstrater til en høykonjunktur med lavere vekst, men med lav arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft i mange sektorer og høy vekst i lønnskostnadene. Siden 1998 har produksjonsveksten vært lav. Veksten stoppet opp vinteren 2002 og vokste lavere enn kapasiteten i første halvår i fjor. Siden har veksten i norsk økonomi tatt seg opp.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronkursen. Utviklingen i kronen har likevel vesentlig betydning når renten blir fastsatt fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen. Kronen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. 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 i mot, i land som Sverige, Storbritannia, Sveits, Australia, Canada og New Zealand svinger kursen like mye - eller mer - enn i Norge.

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. Kapitalutgangen via Statens petroleumsfond bidrar både til å holde kronkursen nede og til å stabilisere den.

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 kan gi et grunnlag for stabile kursforventninger.

Normalt fastsettes renten med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Pengepolitikken virker dessuten med et tidsetterslep. Bak valget av horisonten på to år ligger derfor en avveining mellom variasjonen i inflasjon og variasjonen i produksjon og sysselsetting, samt en oppfatning av hvordan renten påvirker forløpet for disse størrelsene. Dersom særskilte forhold skulle tilsi at Norges Bank legger til grunn en annen tidshorizont enn to år, vil banken gjøre rede for det. Det vil den også gjøre dersom utviklingen i finansmarkedene blir tillagt særskilt vekt.

Konjunkturutviklingen og hendelser ute har fått vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi. Oppgangen internasjonalt 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. De siste ukene har vi sett at korte og lange

renter har tatt seg noe opp. Dette reflekterer først og fremst økt tillit til at oppgangen i USA vil vedvare, etter at situasjonen i arbeidsmarkedet synes å bli bedre. Både korte og lange renter er likevel fortsatt på historisk sett svært lave nivåer hos flere av våre viktigste handelspartnere.

I norsk økonomi var konjunkturutviklingen lenge sterkere enn den internasjonale trenden, og lønnsveksten ble overraskende høy i 2002. Rentedifferansen mot utlandet ble derfor høy. Dette fikk virkninger for kursutviklingen. Særskilte forhold i internasjonal økonomi førte dessuten til en sterkere krone enn en i utgangspunktet ville vente ut fra høyere rentedifferanse alene. 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. Høsten 2002 ble trolig også norske kroner oppfattet som en trygg havn. Det siste halvannet året 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.

Gjennom 2003 har rentedifferansen blitt redusert som følge av lettelser i pengepolitikken. Renten er satt ned med 5¼ prosentenheter og er nå om lag som hos våre handelspartnere. Gjennom 2003 og frem til mars i år svekket kronekursen seg med om lag 15 prosent, målt ved den importveide indeksen I-44. Siden rentemøtet i mars har kronekursen styrket seg igjen med om lag 3½ prosent.

Inflasjonen har tatt seg noe opp, men er fortsatt lav. I mars var inflasjonen 0,3 prosent. Foruten enkelte midlertidige og tekniske forhold som kan summere seg til 3 - 4 tideler, er det særlig tre forhold som har bidratt til å forklare det betydelige avviket fra inflasjonsmålet.

- For det første fikk svikt i konjunktorene ute vesentlig betydning for hvordan vår rentesetting virket, blant annet via valutakursen. Den sterke kronen bidro til lave prisimpulser. Valutakurssvekkelsen siden januar i fjor har ikke gitt vesentlig oppgang i prisene på importerte konsumvarer, slik vi kunne vente. De siste månedene har det imidlertid vært tegn til høyere priser på importvarer. Spesielt prisfallet på klær avtok i mars.
- 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. Dette gjelder også når de måles ved prisene norske importører betaler i utenlandsk valuta.
- Endringen i handelsmønsteret bidrar særlig til at prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr har falt kraftig. Vi har likevel observert at prisfallet på klær har vært noe mindre på Svalbard enn på fastlandet de siste årene, noe som blant annet skyldes større innslag av skuterdress i klesskapene her. For lyd- og bildeutstyr bidrar også rask teknologisk fremgang til fallet i prisene.
- For det tredje har trolig konkurransen i varehandel og annen tjenesteyting i Norge blitt skjerpet de senere årene. Nyetableringer, endrede rammebetingelser og effektivisering i flere næringer kan ha bidratt til dette.

Økt konkurranse rammer i første omgang fortjenestemarginene i bedriftene. Men virksomhetene 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.

Også de øvrige nordiske landene har de siste årene opplevd avtakende inflasjon, hvor det i noen grad er de samme forhold som har gjort seg gjeldende.

Selv om konsumprisene har vært lave og til dels avtakende i Norge og internasjonalt de siste årene så har spesielt råvarepriser vist en sterk økning. Blant annet har prisen på kull, en råvare dere kjenner godt, steget markert det siste året. Prisveksten på råvarer målt i dollar skyldes i noen grad fallet i verdien av dollar de siste årene, men den gjenspeiler også økt etterspørsel etter råvarer. Det kan igjen særlig knyttes til den kraftige produksjonsveksten i Kina.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester ventes å ville stige mot 2005 på grunn av høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. Samtidig påvirkes prisene på norskproduserte varer og tjenester også av valutakursutviklingen, men med et større tidsetterslep enn prisene på importerte konsumvarer.

Konjunkturutviklingen

Det er 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. Etter en overraskende lang periode med svak utvikling i arbeidsmarkedet kan de siste sysselsettingstallene tyde på at situasjonen nå har snudd. 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. Den siste tiden er det også tegn til avtakende inflasjonspress. Derfor vil det trolig ta tid før renten øker vesentlig i euroområdet.

Renteforventningene ble fram til mars i år stadig nedjustert, og oppgangen mot mer normaliserte renter også skjøvet ut i tid for USA og euroområdet. Rentene ute har vært uvanlig lave i 2½ år, og det ser ut til å ville vare ved enda en tid, selv om det nå som nevnt er tegn til en noe raskere oppgang. Det har vært den største utfordringen for vår pengepolitikk.

I Norge har veksten i produksjonen tatt seg opp etter en vekstpause. Renten er et slagkraftig instrument. Rentesenkningene siden 2002 har bidratt til at konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt, etter årene med sterk kostnadsøkning hjemme og svake konjunkturer ute. Lavere renter har særlig bidratt til å holde veksten i det private forbruket oppe. Etterspørselen fra husholdningene vil trolig være den viktigste drivkraften i norsk økonomi fremover. Høy vekst i realinntektene, redusert jobbusikkerhet og forventninger om fortsatt lav rente fremover gir grunnlag for sterk vekst i husholdningenes konsum.

Investeringene i oljevirkosomheten vokste sterkt i 2003. Veksten i oljeinvesteringene ser ut til å fortsette i 2004, men blir antakelig ikke like sterk som i 2003. De lave rentene og veksten i boligprisene trekker i retning av høyere boliginvesteringer fremover. Finanspolitikken bidrar også til å stimulere aktiviteten.

Virkningene av rentefallet på privat forbruk blir trolig sterkere i år enn i fjor. Det tar tid før endringer i Norges Banks styringsrente fullt ut slår igjennom i rentene husholdningene står overfor. Beregninger foretatt i Norges Bank viser at hvis vi ser 2003 og 2004 under ett, kan rentevirkningene se ut til å gi en samlet reduksjon i husholdningenes netto renteutgifter før skatt på om lag 15 milliarder kroner. Økningen i husholdningenes nettogjeld fører imidlertid til at fallet i netto renteutgifter blir langt mindre enn dette.

Virkingen av rentefallet avhenger også av hvor lenge renten ventes å holde seg lav. Da foliorenten ble redusert i fjor høst, endret rentene med lengre løpetid seg forholdsvis lite. Rentereduksjonene i desember og januar, har sammen med nedgangen i inflasjonen slått sterkere ut i de langsiktige rentene. Det tyder på at aktørene i finansmarkedene venter at det lave rentenivået vil vare ved lenger. Økningen i inflasjonen fra februar til mars ga imidlertid noe høyere renteforventninger og sterkere kronekurs.

Utsiktene for næringslivet er bedre nå. 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 linje med nivået i 1990, men om lag ti prosent høyere enn på midten av 1990-tallet. Det har skjedd en avskalling i det konkurranseutsatte næringslivet. De bedriftene som nå er i drift, kan være bedre i stand til å bære det høye lønnsnivået.

I 2003 falt både sysselsettingen og investeringene, selv om investeringene tok seg noe opp mot slutten av året. Tiltak for å bedre effektiviteten vil trolig prege utviklingen i næringslivet også i år. Det vil dempe etterspørselen etter arbeidskraft og veksten i investeringene i år.

Både i Nord-Norge og i resten av landet varierer situasjonen mellom ulike deler av næringslivet. Varehandel og tjenesteyting rettet mot husholdninger opplever vekst som følge av høy vekst i det private forbruket. Produksjonen rettet mot bedriftsmarkedet falt gjennom fjoråret. Utviklingen i etterspørselen etter tjenester i denne delen av markedet vil ta seg opp i takt med økt produksjon i industrien og andre deler av næringslivet.

Sterk konkurranse har ført til store omstillinger. Både fra Norge og andre land flyttes industriproduksjon til land med lavere kostnader. Dette kan fortsette. Også den kommende utvidelsen av EU med ti nye land fra 1. mai kan bidra til økt konkurranse i en del næringer, særlig innen tjenesteyting. Offentlige anskaffelser må ut på anbud i hele medlemsområdet. Det kan tilsi økt konkurranse for den norske tjenestesektoren og gi opphav til ytterligere effektivisering.

For Nord-Norge rapporterer vårt regionale nettverk at etterspørselsveksten er god for bygg- og anleggsnæringen, først og fremst drevet av offentlige investeringer samt Snøhvitprosjektet. Også på Vestlandet har investeringer i landanlegg gitt positive impulser til bygg- og anleggsbransjen. I landet for øvrig har aktiviteten i 2003 blitt holdt oppe av offentlige investeringsprosjekter. Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder på at aktiviteten i bygg- og anleggsbransjen har tatt seg markert opp i de fleste delene av landet.

De siste årene har investeringer i næringsbygg utgjort over en tredel av de samlede investeringene i tjenesteyting og varehandel. De store investeringene i denne sektoren i siste halvdel av 1990-tallet har ført til at arealledigheten er høy. SSBs nye prisindeks for kontor-

og forretningseiendommer viser at prisene for hele landet under ett nådde en topp i første halvår 2001, og har siden falt med over 9 prosent frem til 1. halvår 2003. Denne situasjonen vil trolig dempe den samlede investeringsveksten de nærmeste årene.

I år kan trolig mange bedrifter ta ut gevinstene av de tiltak som er gjennomført for å effektivisere. I 2005 og 2006 ventes økt investeringsaktivitet som følge av fortsatt god vekst i etterspørselen fra husholdningene. Også oljeinvesteringene vil øke som en følge av utbyggingen på land og til havs av infrastruktur for å produsere gassen fra Ormen Lange.

Våre kontakter i region Nord rapporterte i slutten av januar og begynnelsen av februar om stigende etterspørsel og produksjon for de fleste næringer siden høsten 2003. Det ble meldt om utsikter til god vekst for alle næringene med unntak av hjemmemarkedsindustrien. Eksportindustrien melder imidlertid om at veksten i etterspørselen er moderat. Omstruktureringer har bidratt til vekst for havbruksnæringene. Høy aktivitet i metallindustrien bidrar også til økt aktivitet blant tjenesteleverandørene til denne industrien. For bygg- og anleggsnæringen er etterspørselsveksten god. Varehandelen fortsetter med god aktivitetsvekst. Utviklingen for tjenestesektoren er også positiv.

Det ventes likevel ikke vesentlig vekst i investeringene. Det er bare offentlig sektor, varehandel og annen tjenesteyting som planlegger å investere noe mer enn i fjor høst.

Syssetningen i Nord-Norge ser ikke ut til å øke verken i privat eller offentlig sektor, med unntak av bygg og anlegg. Bedriftene rapporterer generelt at de har betydelig ledig kapasitet, i tillegg til at de fortsetter å effektivisere driften. Samtidig er det moderat vekst i utsalgsprisene for eksportindustrien og tjenesteyting, men svakt fall for hjemmemarkedsindustrien. Sterkt konkurranstrykk gir begrenset rom for prisjusteringer. Dette gjelder for eksempel transport- og logistikkbidrifter, som venter ytterligere prispress etter hvert som utvidelsen av EØS-området 1. mai gjør det enklere for utenlandske konkurrenter å komme inn i markedet. Enkelte utstysleverandører varsler imidlertid betydelige prisstigninger på enkelte av deres innsatsvarer. Moderat økning i lønnsomheten i alle sektorer utenom industrien.

Offentlig sektor sysselsetter vel 1/3 av arbeidskraften i Norge. I Nord-Norge er denne andelen nærmere 45 prosent. For fylkene i Nord-Norge er primærnæringene viktige, særlig utnyttelsen av de rike fiskeforekomstene i nærrområdene. En stor del av fiskeindustrien er eksportorientert og konkurrerer i økende grad med lavkostland. Disse næringene vil være utsatt i forhold til vekst i det innenlandske kostnadsnivået.

Det er store regionale forskjeller i arbeidsledigheten. Ved utgangen av februar var i snitt 4,5 prosent av arbeidsstyrken i de tre nordligste fylkene registrert som arbeidsledige. Dette er litt over landsgjennomsnittet på 3,9 prosent. Selv om landsdelen har noe høyere ledighet enn gjennomsnittet, har veksten i ledigheten i Nord-Norge vært forholdsvis lav det siste året. Finnmark er et av de fire fylkene i landet hvor antall ledige har falt mest det siste året.

Dette øyeblikksbildet av situasjonen i denne landsdelen og tilsvarende fra de andre regionene, er viktig informasjon i arbeidet med rentesettingen.

Arbeidsmarkedet har bedret seg. Antall sysselsatte personer i landet begynte å øke i sommer, og arbeidsledigheten stabiliserte seg. Sysselsettingen i varehandelen har økt. Det er også tegn til økt sysselsetting innenfor tjenestesektorer som undervisning, offentlig administrasjon og helse- og sosialtjenester, etter svak utvikling første halvår i fjor. Industrisysselsettingen var i fjerde kvartal 2003 fortsatt godt under nivået fra året før, men faller ikke lenger like sterkt. Arbeidsledigheten har vært nokså stabil. Justert for sesongvariasjoner utgjorde de arbeidsledige 4,4 prosent av arbeidsstyrken målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) i januar.

Vekst i husholdningenes etterspørsel, oljeinvesteringene og økt aktivitet i næringslivet skaper grunnlag for økt sysselsetting fremover. På den annen side vil økt konkurranse og fortsatt effektivisering i bedriftene kunne dempe etterspørselen etter arbeidskraft. I år venter vi at sysselsettingsveksten blir nokså moderat i forhold til veksten i etterspørsel og produksjon. Vi anslår bare en liten nedgang i ledigheten gjennom året. Arbeidsledigheten anslås å falle noe i 2005 og 2006.

Etter flere år med høy lønnsvekst, ble det gitt mer moderate tillegg i fjorårets oppgjør. Likevel ble årslønnsveksten 4½ prosent ettersom det i hovedoppgjøret i 2002 ble avtalt vesentlige tillegg med virkning fra 2003. Vi anslår at lønnsveksten vil reduseres til 3¼ prosent i år. Arbeidsmarkedet ser ut til å bedre seg noe raskere enn vi tidligere ventet. Det kan isolert sett bidra til å trekke lønnsveksten opp i forhold til tidligere anslag. Dette ventes imidlertid å bli mer enn motvirket av utsiktene til svært lav inflasjon i år. I 2005 og 2006 anslås lønnsveksten å øke på grunn av et strammere arbeidsmarked.

I forbindelse med lønnsoppgjøret i år har Regjeringen uttrykt at det i løpet av året vil fremmes forslag om pensjoner i arbeidsforhold, herunder forslag som fyller visse minimumsstandarder og som gjelder alle lønsmottakere som ikke allerede har bedre ordninger. Forslaget innebærer at mange av de arbeidstakerne i privat sektor som i dag ikke er omfattet av noen tjenstepensjonsordning vil få en slik ordning. Andelen uten tjenstepensjonsordning er størst innen varehandel, hotell og restaurant, samt bygg og anlegg.

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 fremtidstro. Inntjeningen i foretakene derimot, har vært lav, og fram til det siste har bedriftene vært mest opptatte med å rasjonalisere.

Utviklingen i kreditten gir tvetydige signaler til vår rentesetting. Husholdningenes lånevekst er sterk, mens bedriftene har bygget 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. Enkelte rapporter fra vårt regionale nettverk kan tyde på at det er en viss likviditetsbegrensning for bedriftssektoren i enkelte områder. I Nord-Norge rapporteres det at bankene synes å ha blitt mer forsiktige med å gi lån til næringslivet. Det stilles høyere krav til egenkapital og inntjeningsevne enn tidligere. 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. Den lave kredittveksten tyder på at investeringene i bedriftene i fastlandsøkonomien ennå ikke har tatt seg opp selv om det nå synes å være tegn til en viss utflating. 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. 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.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig det siste tiåret. 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. 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. Samtidig påvirkes gjeldsutviklingen av konjunktorene og renteutviklingen.

Etterspørselen etter lån fra husholdningene er nær knyttet til utviklingen i boligmarkedet. 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.

Boligprisene i Norge har i gjennomsnitt vokst ni prosent årlig mellom 1995 og 2002. Også i andre land har boligprisene økt mye. En sterk og langvarig vekst i boligprisene vil kunne bidra til høy kredittvekst 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 har bidratt til at kredittveksten til husholdningene i Norge holdt seg høy selv etter at boligprisveksten ble dempet gjennom 2002 og inn i 2003.

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

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 tidshorizonten 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.

Produksjonen og sysselsettingen er på trend. Arbeidsledigheten er lik gjennomsnittet på 1990-tallet, lønnsveksten er konsistent med inflasjonsmålet, kredittveksten er nær den langsiktige nominelle BNP- veksten, relative lønnskostnader og priser er om lag som gjennomsnittet de siste 30 årene og rentedifferansen er nær null.

Men inflasjonen er lav, som en følge av ettervirkninger av sterk krone, lave importpriser og høy produktivitetsvekst.

Analysene i inflasjonsrapporten tyder på at prisveksten vil holde seg lav i år, men så ta seg opp. Svekkelsen av kronkursen siden januar i fjor gir utsikter til høyere priser på de konsumvarene vi importerer. Samlet sett anslår vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil ta seg markert opp i år og holde seg forholdsvis høy i 2005 og 2006. Vi anslår en BNP-vekst på 3¼ prosent i 2004 og 2005, før veksten avtar moderat til 2¾ i 2006. Denne utviklingen i samlet produksjon vil i så fall føre til at kapasitetsutnyttningen i økonomien tar seg gradvis opp i årene fremover.

Anslagene er basert på en teknisk forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrenten (4. mars 2004). Forutsetningen innebærer noe lavere rente på kort sikt, men at renten øker gradvis fra sommeren, i det vesentlige parallelt med økningen i rentene hos våre handelspartnere. Vi har lagt til grunn at kronkursen følger utviklingen i terminkursen (4 mars 2004), som tyder på forventninger om en nokså stabil kurs fremover. En utvikling i samsvar med anslagene i Inflasjonsrapport 1/04 gir en rimelig avveining mellom utsiktene for å nå inflasjonsmålet og en stabil utvikling i realøkonomien.

Siktemålet i pengepolitikken er at prisstigningen skal opp. Når inflasjonen er så lav som nå er det riktig å være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene, men konsumprisene kan svinge tilfeldig fra måned til måned. Utover i året vil vi få bekreftet om konsumprisene tiltar som ventet. 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 den samlede kreditten vokser for sterkt og 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.

Det ble ikke fattet vedtak om å endre renten på Norges Banks hovedstyremøte 21. april 2004. Hovedstyret hadde da avveid på den ene siden hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og stabilisere inflasjonsforventningene og på den andre siden risikoen for at veksten i produksjonen etter hvert kan bli for sterk. Det var videre Norges Banks vurdering at med en foliorente nå på 1,75 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.