

Pengepolitikken og den økonomiske utviklingen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i SR-banken Stavanger, 19. mars 2004

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 11. mars, Inflasjonsrapport 1/04 og på tidligere foredrag.

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 så deres valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Historien viser at vi i lengden ikke får lavere arbeidsledighet eller sterkere økonomisk vekst i bytte mot økt inflasjon. Det så vi på 1980-tallet, da veksten var lav og inflasjonen høy. Pengepolitikkenes oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. Lav og stabil inflasjon 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 prosent.

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.

Produksjonsgapet gir et uttrykk for presset mot realressursene i økonomien. Utviklingen i produksjonsgapet gir et utgangspunkt for å vurdere stabiliteten i produksjonen og kan belyse det innenlandske prispresset i økonomien. En økonomi på høygir gir et positivt produksjonsgap. En økonomi på lavgir gir et negativt gap.

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 til en høykonjunktur. Veksten stoppet opp vinteren 2002. Nå er det oppgang.

Andre indikatorer kan også bidra til å belyse stabiliteten i produksjon og sysselsetting. Lønnsgapet er en indikator på hvordan partene i arbeidslivet vurderer sysselsettingen og knappheten på arbeidskraft. Lønnsgapet måler forskjellen mellom faktisk lønnsvekst og den veksten som over tid er forenlig med inflasjonsmålet og er en indikator for stramheten i arbeidsmarkedet. Med et anslag på produktivitetsveksten på 2 prosent, vil en lønnsvekst på 4,5 prosent over tid være forenlig med et inflasjonsmål på 2,5 prosent. I figuren er lønnsgapet frem til 2000, altså før inflasjonsmålet ble innført, definert som forskjellen mellom lønnsveksten i Norge og utlandet. Dette lønnsgapet synes å samsvare godt med produksjonsgapet slik Norges Bank måler det.

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 tidshorisont 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 brems 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. Styringsrentene er nå på historisk sett svært lave nivåer hos flere av våre viktigste handelspartnere. Også de langsiktige rentene er svært lave.

I norsk økonomi var konjunkturutviklingen lenge sterkere, og lønnsveksten ble overraskende høy i 2002. Rommet for lave renter var mindre enn hos våre handelspartnere. Rentedifferansen mot utlandet ble derfor høy. Dette fikk virkninger for utviklingen i kronekursen. 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. 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.

I fjor ble rentedifferansen redusert som følge av lettelser i pengepolitikken. Renten er satt ned med 5¼ prosentenheter og er nå om lag som hos våre handelspartnere. Kronekursen har svekket seg med om lag 6 prosent det siste året, og målt ved den importveide indeksen I-44 er kronekursen nå på samme nivå som i mars 2002. Dette er om lag på snittet gjennom 1990-tallet. De siste dagene har kursen igjen styrket seg noe.

I februar var inflasjonen -0,1 prosent. Foruten enkelte midlertidige og tekniske forhold som har summert seg til 3-4 tideler, er det er særlig tre forhold som har bidratt til det betydelige avviket fra inflasjonsmålet:

- For det første fikk svikt i konjunktorene ute vesentlig betydning for hvordan vår rentesetting virket, blant annet via valutakursen.
- 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. 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.

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.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester ventes å ville stige mot 2005 på grunn av høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. Høy vekst i sysselsettingen kan bidra til noe høyere lønnsvekst enn i år. Samtidig påvirkes norskproduserte varer og tjenester også av valutakursutviklingen, men med et større tidsetterslep enn importerte konsumvarer.

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. Men det er fortsatt ledig produksjonskapasitet og svært lav

inflasjon. De mest omfattende nedbemanningene i bedriftene er kanskje omme, men de nyansetter ennå ikke. Det kan 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. I det siste har inflasjonen avtatt litt. Derfor vil det trolig også ta tid før renten øker vesentlig i euroområdet.

Rentene ute har vært uvanlig lave i 2½ år, og det ser ut til å ville vare ved enda en tid. Det skaper en utfordring for norsk pengepolitikk.

Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp. Lavere renter har 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 de 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.

Fallet i verdien av kronen det siste året har styrket norsk næringsliv. Siden lønnsveksten har falt her hjemme, og aktiviteten tar seg opp ute, er utsiktene for norsk industri og næringsliv bedre nå enn for ett til halvannet år siden. 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 i bedre 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.

Situasjonen varierer 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 komme til å fortsette. Også utvidelsen av EU og EØS med ti nye land fra 1. mai kan bidra til økt konkurranse i en del næringer, særlig i tjenesteyting.

Investeringer i landanlegg på Vestlandet og i Nord-Norge har gitt positive impulser til bygg- og anleggsbransjen. I landet for øvrig har aktiviteten i 2003 hovedsakelig 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. Dette gjelder også Rogaland.

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 av Ormen Lange.

Dette bildet gjelder også for Rogaland. Vårt regionale nettverk rapporterer at etterspørselen øker, markedsutsiktene for neste halvår er lyse og lønnsomheten i bedriftene har bedret seg betydelig. Oppgangen i økonomien forsterkes og drives primært av en sterkere etterspørsel fra husholdningene, men uten vesentlige løft i investeringer og sysselsetting. Oppgangen har de siste månedene blitt både mer omfattende og betydelig større i de enkelte sektorene. Samtlige sektorer melder om stabil eller økende etterspørsel og omsetning. Markedsutsiktene for neste halvår er meget positive her i fylket. Men optimismen slår ikke ut i økt investeringsvilje. For olje- og leverandørindustrien er bildet nyansert. Operatørselskapene har høy produksjon av olje og gass. Deler av leverandørindustrien hadde et vanskelig 4. kvartal, men er mer optimistiske for inneværende år. Vedlikeholds- og modifikasjonsmarkedet viser jevn, men moderat vekst.

De fleste bedriftene melder om stabil sysselsetting. Omfattende rasjonalisering og omstrukturering i organisasjoner og foretak står fortsatt på dagsorden, og veksten dekkes ved ledig kapasitet og økt produktivitet. Varehandel og bygg og anlegg øker bemanningen. Alle næringer melder fortsatt om god tilgang på velkvalifisert arbeidskraft.

Blant fylker er Rogaland er den tredje største eksportøren av tradisjonelle varer. Som for resten av landet, er offentlig sektor og deler av privat tjenesteyting viktig for sysselsettingen

i Rogaland, men andelen er lavere enn landsgjennomsnittet. Industri og utvinning av olje og gass er viktig i Rogaland, men det er også forholdsvis mye konkurranseutsatt industri i fylket. Mye av sysselsettingen i Rogaland er i verkstedindustrien og bygging av skip og oljeplattformer. Det er også mange sysselsatte i nærings- og nytelsesmiddelindustrien. Rogaland er dessuten et viktig jordbruksfylke.

Arbeidsmarkedet i landet 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 i undervisning, offentlig administrasjon og helse- og sosialtjenester, etter svak utvikling første halvår i fjor. Industriusselsettingen 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 4,6 prosent av arbeidsstyrken målt ved Statistisk sentralbyrås arbeidskraftsundersøkelse (AKU) i 4. kvartal i fjor.

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 veksten i sysselsettingen blir nokså moderat selv om produksjonen øker sterkt. 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 tatt ut 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 og høyere prisstigning. Tendensen de siste årene har vært at en større andel av lønnsveksten avtales det første året av den toårige perioden en hovedavtale gjelder. Ser vi slike toårige perioder under ett, er den anslåtte sammenhengen mellom lønnsveksten og utviklingen i arbeidsmarkedet om lag på linje med det vi har sett siden midten av 1990-tallet.

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 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. Enkelte rapporter fra vårt regionale nettverk kan tyde på at det er en viss begrensning på tilgang på kreditt for bedriftene i enkelte områder. 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. Den samlede kreditten vokser om lag på linje med en normal vekst i verdien av BNP.

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.

Gjeld og fordringer og boligformue har vokst klart sterkere enn disponibel inntekt, og boligformuen har vokst mer enn nettogjeld fra 1994 og fram til i dag. Norsk økonomi har vært gjennom både oppgang og nedgang siden 1994, og aktiviteten er nå om lag på linje med nivået i 1994. Derfor må vi kalle endringene strukturendringer.

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.

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 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.

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 noe til 2¾ prosent i 2006. Denne utviklingen i samlet produksjon vil føre til at produksjonsgapet, slik vi nå anslår det, blir svakt positivt i 2005 og 2006 etter å ha vært svakt negativt i år.

Anslagene er basert på en teknisk forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrenten. 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, som tyder på forventninger om en nokså stabil kurs fremover. En utvikling i samsvar med anslagene i den siste Inflasjonsrapporten (IR 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. Det er 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.

I sitt møte 11. mars vedtok Hovedstyret å redusere renten med 0,25 prosentenheter. 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 hovedstyrets 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.