

# Utviklingen i norsk økonomi og bankene

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. Sparebankforeningens årsmøte på Røros, 25. september 2003

*Omtalen av pengepolitikken bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet 17. september.*

Med forbehold om endringer under fremføringen.

## Konjunkturutviklingen og pengepolitikken

Det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene over tid på 2½ prosent. Konsumprisveksten justert for avgifter og energivarer (KPI-JAE) har vært lav i de åtte første månedene av 2003. I perioden mai-august har prisstigningen vært mer enn 1 prosentpoeng under målet. Det er særlig prisfall på importerte konsumvarer som trekker den samlede prisveksten ned.

Norsk økonomi var i årene 1998-2002 preget av stor knapphet på arbeidskraft og vesentlig høyere vekst i lønnskostnadene enn handelspartnerne. Fjoråret var det femte året på rad med svært høy årsvekst. Lønnsstigningen var vesentlig høyere enn det som over tid vil være forenlig med inflasjonsmålet og med normal vekst i produktiviteten. Det var etter Norges Banks syn stor risiko for nye lønns-lønnsspiraler. Flere runder med slike sterke lønnsøkninger ville kunne føre til større svikt i produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken ble derfor strammet til gjennom en renteøkning i fjor sommer samtidig som kronen holdt seg sterk. På ett års sikt ville den sterke kronen trekke prisstigningen under 2½ prosent, men deretter ville virkningene av den sterke lønnsveksten veie tyngst. Norges Banks hovedstyre avveide i fjor hensynet til en jevn utvikling i inflasjonen på kort sikt og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting.

Det var således ventet at inflasjonen ville bli lav i 2003. I inflasjonsrapporten i oktober i fjor var prisstigningen sommeren 2003 anslått å falle ned til 1¼ prosent. Avviket mellom utfall og prognose ble likevel uvanlig stort. Dette gjenspeiler i stor grad at økonomien er blitt utsatt for store uforutsette forstyrrelser. Uventet svak utvikling i internasjonal økonomi førte til lavere rente ute. Vedvarende og fallende lave renter ute bidro til sterk krone. Det førte dessuten til at virkningene på kronen og inflasjonen av våre egne rentenedsettelse i desember i fjor og i år ble mindre.

Negative hendelser som regnskapsskandalene i store amerikanske selskaper, frykt for terror og krig i Irak og spredning av SARS-sykdommen ga svak vekst og lav prisstigning i andre land. Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene og risiko for økte oljepriser medvirket også til lav vekst ute og bidro samtidig til å styrke kronen. Endringene i de økonomiske utsiktene kan uttrykkes ved forventningene om den fremtidige renten. I USA er renteforventningene betydelig nedjustert siden sommeren 2002. Det samme gjelder for Europa.

I norsk økonomi førte trolig blant annet svikt i etterspørselen etter enkelte varer som følge av økte strømgeregninger til lavere prismarginer. Konkurransen og rasjonaliseringer kan også ha bidratt til at den sterke lønnsveksten fikk mindre virkning enn ventet på prisene.

Reduksjonen i renten i år vil gi et vesentlig bidrag til å bringe inflasjonen tilbake til målet. På kort sikt vil virkningene særlig komme gjennom den svakere kronen. På noe lengre sikt vil rentereduksjonene også føre til økt prisstigning gjennom sterkere etterspørsel i Norge.

Kapasitetsutnyttelsen i økonomien kan måles ved et såkalt produksjonsgap. Ved et positivt produksjonsgap er aktivitetsnivået høyt i forhold til trenden over tid<sup>1</sup>. Norske lønnstakere tar ut økt lønnsvekst når økonomien går på høygir og demper kravene på lavgir. Med en produktivitetsvekst på om lag 2 prosent er en lønnsvekst over tid på om lag 4 ½ prosent forenlig med vårt inflasjonsmål på 2 ½ prosent. Vi kan derfor definere et lønns-gap som er positivt når lønnsveksten er over 4 ½ prosent, og negativt med lavere lønnsvekst. Utviklingen i lønns-gapet samvarierer ganske nært med produksjonsgapet.

Kapasitetsutnyttelsen i Norge har avtatt fra et høyt nivå og er nå på linje med nivået i årene 1995-97, før kostnadsveksten tiltok. Også lønns-gapet er nå rundt null og på linje med nivået da det var moderat lønns- og kostnadsutvikling.

Reduksjonen i renten fra desember 2002 må også ses på bakgrunn av at veksten i norsk økonomi stoppet opp i vinter. Det er likevel en mild nedgangskonjunktur norsk økonomi har vært inne i, jf. utviklingen i produksjonsgapet. Det ser nå ut til at veksten i norsk økonomi etter hvert igjen vil ta seg opp. Forholdene ligger således nå bedre til rette for en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Vi anslår at norsk økonomi vil vokse om lag i takt med veksten i produksjonspotensialet fremover, og at produksjonsgap og lønns-gap vil være nær null.

Vi venter at en markert oppgang i konsumet skal gi ny vekst i andre halvår i år og inn i neste år. Det vil etter hvert kunne bidra til en økning i sysselsettingen. Også investeringene i fastlandsbedriftene vil etter hvert ta seg opp fra et lavt nivå.

Vi venter også at veksten internasjonalt vil stige og medvirke til økt vekst her hjemme. Oppgangen i USA har imidlertid så langt ikke skapt vekst i sysselsettingen. Det bidrar, sammen med høy gjeld i husholdningene og stort budsjettunderskudd, til en viss usikkerhet om hvor sterk og varig oppgangen vil bli. I Europa er økonomien fortsatt preget av stagnasjon, men veksten forventes å ta seg opp neste år. Utsiktene for inflasjonen og dermed for renten ute preges av at det fortsatt er stor ledig kapasitet og høy arbeidsledighet i mange land.

Statsbudsjettet for 2003 med moderat vekst i offentlige utgifter har bidratt til at det har vært mulig å redusere renten markert og dermed bidratt til svakere krone.

Lønnsveksten i 2003 ser ut til å bli klart lavere enn i årene før. Utsiktene til at lønnsveksten vil komme ned på et mer opprettholdbart nivå har vært vesentlig for lettelsene i pengepolitikken. Men når renten er så lav som 2 ½ prosent, skyldes det selvsagt i vesentlig grad at rentenivået ute har vært lavt lenge og at det ikke er utsikter til snarlige renteøkninger.

## Finansiell stabilitet og pengepolitikk

Norges Bank har også som oppgave å bidra til stabilitet i den finansielle sektoren. Finansiell stabilitet blir ofte definert som fravær av finansiell ustabilitet. De som opplevde bankkrisen på 1990-tallet, har en klar oppfatning av hva det er. Kjennetegn ved finansiell ustabilitet er uforholdsmessig store svingninger i priser på formuesobjekter som boliger, næringseiendom og verdipapirer, eller svikt i funksjonsmåten til finansinstitusjoner eller finansmarkeder. Finansiell ustabilitet preges av forstyrrelser i kreditttilgangen eller pengeflyten. I de fleste tilfeller får dette konsekvenser for produksjon, sysselsetting og for prisstigningen. Stabilitet i den finansielle sektoren bidrar derfor til prisstabilitet.

Uten godt fungerende finansinstitusjoner og finansmarkeder vil virkninger av endringer i renten på inflasjon og sysselsetting være labil og usikker. Lav og stabil inflasjon sikrer at endringene i relative priser kommer tydelig fram for husholdningene og bedriftene. Det gjør det enklere for aktørene i det økonomiske livet å fatte riktige beslutninger, og det bidrar til mer stabile priser i finansmarkedene og i eiendomsmarkedene enn ellers. Lav og stabil inflasjon gir derfor de beste forutsetningene for finansiell stabilitet. De to målene støtter derfor normalt opp om hverandre.

Historien har imidlertid vist at det kan oppstå konflikt mellom det å nå inflasjonsmålet på kort sikt og finansiell stabilitet: I Japan økte aksjekurser og prisene på eiendom svært kraftig på 1980-tallet, mens inflasjonen var lav. I USA økte gjelden til husholdninger og bedrifter relativt kraftig og verdien på aksjekursene ble tredoblet mellom 1994 og 1999. Inflasjonen var moderat.

Det er flere årsaker til at bobler i finans- og eiendomsmarkeder kan bygges opp i perioder med lav inflasjon. Tillit til pengepolitikken bidrar til lave inflasjonsforventninger. Flere vil da inngå implisitte eller eksplisitte langvarige pris- og lønnskontrakter. Det tar lengre tid før økt etterspørsel slår ut i økt prisvekst, mens utslagene kan komme raskere i formuesprisene. Inflasjonen blir mindre påvirket av endringer i konjunktorene.

Videre kan perioder med økt produktivitetsvekst legge grunnlag for høy inntjening i næringslivet, økt optimisme og redusert risikobevisthet. Sterk vekst i produktiviteten fører samtidig til at inflasjonen holder seg lav. Utviklingen innenfor telekommunikasjon og IT har vært trukket fram som eksempler på dette. Bankene som i en slik situasjon har lave tap og gode resultater, kan øke utlånene uten å svekke kapitaldekningen. Lånefinansierte investeringer kan føre til økt prisstigning for eiendommer og boliger.

Som en tredje faktor kan økt internasjonal konkurranse for en tid bidra til å holde prisveksten lav selv i en høykonjunktur, jamfør prisfallet på importerte varer fra Kina og andre land i Asia.

Selv om høye formuespriser og sterk kredittvekst bygger seg opp i en periode med lav inflasjon, vil ubalansene kunne påvirke inflasjonen på noe sikt. I så fall kan en tilstramning i pengepolitikken være forenlig med målet om å holde lav og stabil inflasjon over tid. Dette vil også bidra til å stabilisere produksjonen. Kraftig vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe lenger tid enn den normale tidshorizonten på to

år for å nå inflasjonsmålet. Dette forutsetter at det er tillit hos aktørene i finansmarkedene til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil.

### Er det konflikt mellom målene om finansiell stabilitet og prisstabilitet i dag?

Gjeldsveksten i Norge har vært høy gjennom flere år. Det har resultert i en høy samlet gjeldsbelastning for husholdninger, foretak og kommuner. Nedgangskonjunkturen har redusert gjeldsveksten. Veksten i innenlandsk kreditt har avtatt, mens veksten i utenlandsk kreditt har stoppet opp og til og med vært negativ i 2003. Samlet kreditt til Fastlands-Norge øker likevel fortsatt sterkere enn BNP for Fastlands-Norge. Nivået på dette forholdstallet er høyt både i et historisk perspektiv og sammenlignet med andre land.

Kredittveksten har de siste årene vært langt høyere for husholdningene enn for foretakene. Det gjenspeiler todelingen av økonomien med en sterk inntektsutvikling for husholdningene og lav inntjening for foretakene.

#### *Husholdningenes gjeld og boligmarkedet*

Kredittveksten til husholdningene har holdt seg på et høyt nivå den siste tiden til tross for økende arbeidsledighet og nedjusterte økonomiske utsikter. Den kraftige verdistigningen på boliger de siste årene er en viktig forklaring.

Boligprisene i Norge har i gjennomsnitt vokst 9,1 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 har holdt seg høy selv etter at boligprisveksten flatet ut gjennom 2002 og inn i 2003.

I tillegg har eiere som har hatt verdistigning på sine boliger, mulighet til å ta opp nye lån med sikkerhet i bolig enten for å finansiere forbruk eller investeringer. En slik frigjøring av egenkapitalen i boligen er imidlertid mindre vanlig i Norge enn i land som USA, Storbritannia og Danmark. Der er det godt innarbeidede ordninger som gjør det enkelt og billig å refinansiere fastrentelån ved en nedgang i renten. Dette har vært en viktig faktor bak den relativt sterke forbruksveksten i disse landene.

En vedvarende høy vekst i boligprisene kan i seg selv føre til forventninger om ytterligere stigning og dermed for en tid være selvforsterkende. Dette kan i så fall øke sannsynligheten for et senere fall i boligprisene og gjøre gjeldsoppbyggingen i husholdningene mer risikoutsatt.

Nivået på boligprisene kan vurderes i forhold til byggekostnader og utvikling i lønn. I forhold til utviklingen i byggekostnadsindeksen er bruktboligprisene i Norge nå om lag 20 prosent høyere enn det høye nivået i 1987 før boligprisene falt. I forhold til lønnsutviklingen er realprisene fremdeles noe lavere enn på det tidspunktet.

En annen måte å vurdere boligprisnivået på er å se prisen i forhold til de leieinntektene som boligen kan gi. Prisen på en bolig som investeringsobjekt vil avhenge av forventet fremtidig avkastning på boligen, målt ved strømmen av fremtidige leieinntekter. Et slikt mål brukes

ofte i aksjemarkedet og betegnes som P/E-verdien til en aksje. P/E-verdien til en bolig vil være prisen på boligen i forhold til strømmen av leieinntekter som boligen kan gi.

P/E-verdien for det norske boligmarkedet har steget de siste ti årene. Ved utgangen av 2002 var P/E-verdien slik vi beregner den<sup>2</sup>, 6,5 prosent høyere enn ved toppunktet i 1988. Det har trolig vært en økning i kjøp av bolig til investeringsformål, særlig i de store byene. Dereguleringen av boligmarkedet og økt flytting har over tid gjort dette markedet mer likvid og dermed mer attraktivt å investere i. Videre kan mangel på andre lønnsomme investeringsalternativer ha bidratt til større fokus på boligmarkedet. Økt kjøp av bolig til investeringsformål, dvs. med sikte på utleie, vil øke P/E-verdien direkte gjennom to kanaler: økt etterspørsel i boligmarkedet presser boligprisene (P) opp, mens økt tilbud i utleiemarkedet presser leieprisene (E) ned. Generelt vil husholdninger være villige til å betale mer for boliger når det blir billigere å betjene gjeld. Det er derfor isolert sett rimelig å anta at P/E-verdien stiger når renten faller. Men rentefall vil samtidig normalt gjenspeile svakere vekst i sysselsetting og inntekter. Det trekker i motsatt retning.

Fra januar til mai i år viste boligprisene (justert for sesongavvik) en nedadgående tendens. Det er imidlertid tegn til at rentenedsettelsene gjennom året har begynt å virke. Antall omsatte boliger har holdt seg på et høyt nivå selv om det tar lengre tid å få solgt en bolig sammenlignet med fjoråret.

Stigende boligpriser øker boligformuen. Gjeld i forhold til boligformue har derfor økt bare marginalt den siste tiden.

Gjeld i forhold til disponibel inntekt, gjeldsbelastningen, er relativt høy i norske husholdninger sammenlignet med andre land.

Ser en derimot gjelden i forhold til formuen, er bildet svært likt for de nordiske landene. Danske husholdninger har høy finansiell formue, mens norske husholdninger har forholdsvis høy boligformue.

Den høye gjeldsveksten i husholdningene kan knyttes til utviklingen i boligmarkedet. Størrelsen på en husholdnings gjeldsopptak vil også avhenge blant annet av evnen til å betjene gjelden. Med stigende inntekter vil husholdningene kunne ta opp større lån. Husholdningenes gjeldsbelastning har økt kraftig siden 1999 og nærmer seg toppunktet under bankkrisen i 1992.

Endringen i pengepolitikken fra valutakursmål til inflasjonsmål har trolig gjort det mindre sannsynlig at husholdningene utsettes for et "dobbelt sjokk" i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble under bankkrisen. Det siste tiåret har også konjunktursvingningene vært betydelig mindre enn før. Dette kan tilsa at husholdningene vil velge en noe høyere gjeldsbelastning enn før bankkrisen.

Rentenivået i dag er svært lavt i historisk sammenheng, og langsiktige investeringer bør ikke bygge på at dette rentenivået vil vare ved over tid.

Høy prisstigning vil kunne raskt redusere realverdien av gjelden. Det vil ofte fortone seg som lønnsomt å låne mye bare man kan klare høy likviditetsbelastning den første tiden. Den unge generasjonen kan imidlertid ikke regne med å få samme hjelp av inflasjonen som foreldrene.

#### *Lav og fallende gjeldsvekst i foretakene*

Situasjonen i foretakene er en helt annen enn i husholdningene. Foretakenes gjeldsvekst har avtatt markert de siste årene. Gjeldsbelastningen i foretakene har likevel fortsatt å øke og er nå like høy som i 1990. Hovedforklaringen er den lave veksten i foretakenes inntekter. Høye lønnskostnader (som følge av sterk lønnsvekst gjennom flere år) og stagnasjon i utlandet har satt spor i vårt næringsliv. Den midlertidige sterke kronen hadde også virkning i fjor.

Den svakere konjunkturutviklingen førte til at antall konkurser økte betydelig i 2002. Utviklingen har fortsatt i år.

Økningen i antall konkurser må ses i sammenheng med høy forutgående investeringsvekst. Høykonjunktur og sterk optimisme fører ofte til investeringsoppgang. I mange næringer økte investeringene markert som andel av realkapitalen etter at konjunkturoppgangen begynte i 1993. For flere næringer var investeringsraten høyere under denne konjunkturoppgangen enn under den som ledet til bankkrisen tidlig på 1990-tallet. Da konjunktorene snudde, ble feilinvesteringer og overkapasitet synlige. Fallet i renten vil lette situasjonen for bedriftene.

Over 30 prosent av bankenes næringslån er til næringseiendommer. Utleieprisene på kjøpesentre, butikker og serveringslokaler økte i 2002 støttet opp av veksten i privat konsum. Den økende arbeidsledigheten, blant annet i IKT og konsulentbransjen, har derimot påvirket utleiemarkedet for kontorlokaler negativt.

Leieprisene på kontorlokaler har falt eller flatet ut i de største byene. Leieprisene for lokaler av vanlig standard i Oslo sentrum har falt med 29 prosent sammenlignet med toppnivået i 2001.

Arealledigheten for kontorlokaler i Oslo, Asker og Bærum økte fra 5 prosent i februar 2002 til 10 prosent i februar 2003. Den svake utviklingen i kontormarkedet gjenspeiles i tallene for igangsatte nybygg. Fra 2002 til 2003 har anslaget for ferdigstilte prosjekter i 2004 blitt nedjustert med 80 prosent.

#### *Tilfredsstillende resultater i bankene, til tross for økte tap*

Todelingen av økonomien med en god inntektsvekst for husholdningene og problemer i næringslivet vises også i utviklingen av tap og mislighold i spare- og forretningsbankene. Andelen misligholdte lån til personmarkedet har vært stabil de tre siste årene. Misligholdte lån til næringsmarkedet har derimot vist en klar økning. Andelen misligholdte lån totalt er fortsatt betydelig lavere enn tidlig på 1990-tallet.

En stor del av tapene i næringsmarkedet er knyttet til lån innen fiskeoppdrett selv om bankene i gjennomsnitt har små lån til denne sektoren. Eiendomsdrift står for over 30 prosent av bankenes næringsutlån. Hittil i år har tapene i eiendomsdrift og annen konkurranseutsatt virksomhet vært moderate.

Rentenedsettelsen i år har lagt ytterligere press på bankenes rentemarginer. I dagens situasjon med fallende utlånsrenter og innskuddsrenter som vanskelig kan bli lavere enn null, er det naturlig at bankene ser seg om etter områder der det er mulig å redusere kostnadene. Den helt spesielle situasjonen i andre kvartal i år med stigning både i aksje- og obligasjonskurser ikke kan vare ved.

Betalingsformidlingen i Norge har endret seg vesentlig det siste tiåret. Betalingskort og elektroniske giroløsninger står nå for det største volumet av transaksjoner blant bankenes kunder. Disse tjenestene er samtidig de mest effektive, og de er sterkt preget av stordriftsfordeler.

Det er ønskelig at kundene i størst mulig grad benytter seg av effektive elektroniske løsninger. Bankenes prispolitikk for disse tjenestene har vært konsistent og fornuftig. Kundene reagerer på prisøkninger ved å søke seg til rimeligere alternativer. Selv om prisene på flere av de tjenestene som kundene tradisjonelt har benyttet mye, har økt, har ikke publikums gjennomsnittlige transaksjonskostnader økt.

Videre ser vi at kundene har en viss reaksjonstid før endrede priser fører til endret adferd. Den gjennomsnittlige prisen kundene betaler for transaksjoner (den blå linjen i figur 20) har i hovedtrekk vært fallende. Men prisøkningene på blankettbaserte giroer førte til at gjennomsnittsprisen på girotransaksjoner (den røde linjen) økte både i 1995 og 2001, for så å falle på grunn av endrede betalingsvaner. Elektronisk girobetaling, spesielt giro betalt over internett, øker nå betydelig. Men det gikk en tid før vanene endret seg.

Etter vårt syn er det viktig at bankene viderefører sin linje med vekt på kostnadsriktige priser. Det vil bidra til en mer effektiv betalingsformidling over tid.

Utviklingen i bankenes resultater fremover avhenger av blant annet gjeldsbetjeningsevnen for husholdninger og foretak.

Husholdningenes renteutgifter utgjorde i overkant av 7 prosent av deres kontantinntekt (disponibel inntekt pluss renteutgifter) ved utgangen av 2002. Rentenedgangen den siste tiden har redusert rentebelastningen betydelig. Utviklingen fremover blir bestemt av husholdningenes gjeldsvekst, inntektsvekst og utlånsrenten etter skatt. Foretakenes renteutgifter utgjorde på samme tidspunkt nær 60 prosent av kontantoverskuddet. For foretakene vil utviklingen også avhenge av hvorvidt bankene justerer risikopremien på risikofylte lån.

Fastrenteavtaler reduserer sårbarheten til norske husholdninger. Norske boliglånskunder har historisk sett i svært liten utstrekning inngått fastrenteavtaler på sine boliglån. Tall fra de største bankene tyder likevel på at andelen fastrentelån har økt i det siste.

Den sterke inntektsveksten i husholdningene og svake lønnsomheten i foretakene har ført til et skift i bankenes utlånspolitikk i retning av å søke større markedsandeler i personmarkedet. Andelen lån til personmarkedet har økt fra 50 prosent i 1998 til 58 prosent i år. Det kan her være grunn til å vise til at lønnstakerne ikke vedvarende vil styrke sin stilling på bekostning av bedriftene. Svak lønnsomhet i foretakene vil, slik vi allerede har sett tegn til, føre til økt arbeidsledighet og lavere lønnsvekst. Dette vil igjen bidra til endringer i

inntektsfordelingen mellom lønnstakere og bedrifter. For at kundene skal kunne ha valgalternativer og for konkurransen er det viktig at sparebankene er aktive fremover i lånemarkedet for små og mellomstore bedrifter.

De fleste banker har tilfredsstillende soliditet og er rimelig godt rustet til å dekke tap. Vi vurderer derfor utsiktene for finansiell stabilitet som tilfredsstillende selv om utlånstapene har økt.

### Innretningen av dagens pengepolitikk

Med svekket press i økonomien og utsikter til en prisvekst under målet på 2 års sikt, har Norges Bank i løpet av det siste året redusert styringsrenten i flere omganger.

Uten vesentlige lettelser i pengepolitikken ville inflasjonen kunne bli for lav for lenge. Det ville i sin tur kunne lede til forventninger om fortsatt svært lav inflasjon. I en slik situasjon kan det bli mer krevende å øke aktiviteten i økonomien. Det har derfor vært riktig å redusere renten vesentlig.

De lave tilleggene i årets lønnsoppgjør kan tyde på at partene legger økt vekt på virkningene av lønnstillegg på den framtidige utviklingen i renten, kronkursen og sysselsettingen. Etter erfaringene fra 2002, må det antas at offentlige virksomheter vil være mer aktpågivende i lønnsoppgjørene fremover. Utsiktene for arbeidsmarkedet gir støtte til at lønnsveksten vil være moderat.

Hvis husholdningene legger til grunn at det lave rentenivået vil vare ved, kan veksten i boligprisene og i husholdningenes låneopptak igjen tilta. Risikoen for sterkere utvikling i husholdningenes etterspørsel må veies mot den svake utviklingen i næringslivet. Selv om kronkursen har svekket seg vesentlig fra det sterke nivået rundt årsskiftet, er bedriftenes konkurransevne fortsatt temmelig svak etter mange år med høy lønnsvekst. Det står mange næringslokaler ledige og leieprisene har falt.

Norges Banks hovedstyre setter renten med sikte på å nå inflasjonsmålet på 2½ prosent. Inflasjonsmålet er også en ramme for å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. I rentesettingen foretar hovedstyret i Norges Bank en løpende avveining. På den ene siden står hensynet til å stimulere veksten i norsk økonomi og få inflasjonen opp til målet. På den andre siden må vi vurdere faren for at det oppstår nye presstendenser i norsk økonomi når vi ser lenger fram. Siden desember i fjor har vi i denne avveiningen funnet det riktig å redusere renten til et lavt nivå. I siste rentemøte ble renten besluttet satt ned til 2,5 prosent. Med en rente på 2,5 prosent så Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere.

Takk for at dere ville høre på.

### Fotnoter

<sup>1</sup>Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig produksjon. Se utdypning i Inflasjonsrapport 1/03.



<sup>2</sup>Se Finansiell stabilitet 1/03