

# Finansiell stabilitet, formuespriser og pengepolitikk

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. Centre for Monetary Economics/BI 3. juni 2003

Foredraget bygger på tidligere foredrag og kronikker. I tillegg gis en vurdering av enkelte nye trekk ved konjunkturutviklingen. Det tas forbehold om endringer under framføringen.

## Innledning

Utviklingen i aksje- og obligasjonskurser, boligpriser, kreditt og gjeld kan påvirke inflasjonen og er viktig informasjon for sentralbanker når renten settes. Formuespriser kan også være indikatorer for fremtidig produksjons- og etterspørselsutvikling. Kraftige endringer i formuespriser har ofte forekommet ved betydelige ubalanser i økonomien. Det er eksempler på at det har oppstått bobler i form av sterk verdistigning i aksje- og boligmarkedene selv om inflasjonen er lav. Økte formuespriser og økt optimisme bidrar ofte til høy lånevekst. Tilgang på økt kreditt fører til at formuespriser bys videre opp. Det er derfor vekselvirkninger mellom utviklingen i gjeld og formuespriser. Når boblene brister, kan det bli nedgangstider og deflasjon. Utviklingen i formuespriser kan på denne måten gi opphav til ustabil inflasjon. Slike utviklingstrekk kan også true stabiliteten i det finansielle systemet, jf. bankkrisene i de nordiske landene rundt 1990. Jeg vil i dag drøfte om og i tilfelle hvordan pengepolitikken skal ta hensyn til oppbyggingen av finansielle ubalanser. Jeg vil også kort drøfte drivkreftene i valutamarkedet. Kronen påvirkes av tilsvarende mekanismer som vi finner i andre formuesmarkeder.

Avslutningsvis vil jeg si noe om den aktuelle økonomiske utviklingen. Internasjonalt er utviklingen svakere enn ventet. Det er forventninger om rentekutt i flere land. Fallet i det internasjonale rentenivået har dempet virkningene av våre rentereduksjoner på inflasjonen. Veksten i Norge er nå trolig ganske svak, og med uendret rente er det utsikter til at inflasjonen ville holde seg under inflasjonsmålet i tiden framover. Perioden med lettelser i pengepolitikken vil derfor vare ved. Hovedstyret i Norges Bank vil også nøye vurdere å ta større skritt i rentesettingen.

## Prisstabilitet og finansiell stabilitet

Å søke prisstabilitet og stabilitet i det finansielle systemet blir gjerne sett som naturlige oppgaver for en sentralbank. I Norge har Regjeringen satt et operativt mål for pengepolitikken om lav og stabil inflasjon. Finansiell stabilitet blir ofte definert som fravær av finansiell ustabilitet<sup>1</sup>. 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.

I Norge er myndighetenes arbeid med finansiell stabilitet delt mellom Finansdepartementet, Kredittilsynet og Norges Bank. Finansdepartementet har et ansvar for rammevilkår slik at landet kan ha en finansnæring som fungerer godt. Kredittilsynet fører tilsyn med aktørene i den finansielle sektor. Norges Bank skal bidra til robuste og effektive betalingssystemer og finansmarkeder, dvs. bidra til finansiell stabilitet. Dette følger av sentralbankloven og betalingssystemloven.

I første rekke ønsker vi å unngå at det oppstår ustabilitet i det finansielle systemet. Flere virkemidler er tilgjengelige. Disse omfatter reguleringer av finansmarkeder, tilsyn og utformingen av finansiell infrastruktur. Norges Banks virkemidler er først og fremst renten, låneordningene til bankene, herunder kravene til sikkerhet for lån, og tilsynsrollen for betalingssystemene. I tillegg har vi et ansvar for å si i fra til Finansdepartementet når vi vurderer utviklingstrekk som bekymringsfulle. Rapportene om finansiell stabilitet er her et viktig verktøy. Norges Bank kan også tilføre nødlikviditet. Dette blir forbeholdt helt spesielle situasjoner der den finansielle stabilitet kan være truet.

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.

### Tidligere finansielle kriser i Norge

Fra historien kjenner vi til flere finansielle kriser i Norge. Slike kriser oppsto relativt hyppig under sølv- og gullstandardtiden før 1914. Krisene var i hovedsak regionale. Dette gjenspeiler at bankene den gang var små og lokalt forankret. Krisene forplantet seg derfor ikke gjennom bankvesenet. Det oppsto likviditets- og soliditetsproblemer i mange norske banker i 1857 etter jernbanekrakket i USA, 1864 i Oppland, 1886 i Arendal og 1899-1905 i Kristiania. Forfatteren Alexander Kielland skildrer i Fortuna den lokale finansielle boblen i Stavanger i 1880-årene. Det var voldsom vekst i kreditt og spekulasjon i "vareveksler" som ikke representerte faktiske verdier. "Jobbingen" dannet grunnlag for rask fortjeneste, og det hele endte i konkurser og banker som gikk over ende.

Et høydepunkt i boka er det følgende:

*" Men da klokken gikk til ett, kom Taraldsen travende - det gamle bud fra Norges Bank; han løp alltid i smått lunt og svinget med armene.*

*Foran Marcussens pult stanset han og hilste; et uvisst smil dirret på hans gamle ansikt, i et han spurte:*

*"Det er - hm!- naturligvis en forglemmelse?"*

*"Hvilket!" sa Marcussen tørt.*

*Smilet forsvant ganske, og åndeløs av overraskelse spurte Taraldsen igjen: "Skal Deres vekslar ikke innfris i dag?"*

*"Nei."*

*"Hr. Marcussen! Folk sier de er en spøkefull mann; men dette -"*

*"Jeg spøker ikke - for fanden!"*

*Gamle Taraldsen rettet seg; hver mann satt bøyet over sitt arbeide; alene lille Rasmus' øyne møtte hans. Gutten var blek av skrekk; han begynte å forstå.*

*Også for gamle Taraldsen begynte det å klarne; men straks efter ble han igjen ganske forvirret; for han kjente hele omfanget av dette; hele byens vekselforbindelser hadde han i sitt hode; og skjønt han jo hadde sett meget av denne art i sitt lange liv, var det alt sammen småting imot det som nu skulle skje.*

*Han skalv i målet, da han nesten høytidelig spurte:*

*"Skal Carsten Løvdahls papirer gå til protest?"*

*"Ja - "svarte Marcussen uten å se opp.*

*Gamle Taraldsen luntet ut av kontorene; men på trappen møtte han Aktiebankens bud:*

*"Er det sant?- Taraldsen!"*

*"Nu styrter hele byen," svarte den gamle og slo ut med armene."*

Kiellands beskrivelse av en finanskrisen og av konsekvensene var realistisk. Slik skjedde spekulasjonen og slik skjer også i vår tid, men i andre typer finansobjekter enn den gang.

Av de regionale krisene kan bankkrisen i Kristiania fra 1899 karakteriseres som den mest alvorlige. Krisen var særegen for Norge, og den kom i kjølvannet av den kraftige eiendomsboomen og det påfølgende krakket sommeren 1899.

De neste to bankkrisene, krisene i 1920-28 og 1988-92, var langt mer alvorlige enn de tidligere krisene.

De tre siste krisene har sine spesielle årsaker, men de har også mange fellestrekk. Prisene på formuesobjekter økte raskt i forkant av krisene<sup>2</sup>. Hver oppgang hadde sitt spekulasjonsobjekt. Eiendomsprisene og aksjekursene på eiendomsselskaper økte til svært høye nivåer i siste halvdel av 1890-årene. Aksjekursene, særlig for skipsfart- og hvalfangstnæringen, økte kraftig under første verdenskrig, men falt markert etter dette. På 1980-tallet økte prisene på bolig- og næringseiendom raskt.

Husholdningene og bedriftene økte sin gjeld mer enn de nominelle inntektene i oppgangsfasene forut for krisene. Høy gjeld gjorde dem mer sårbare for inntektsbortfall eller økte realrenter. Gjeldsbelastningen økte mindre på 1890-tallet og under første verdenskrig på grunn av sterk økning i de nominelle inntektene. Under gullstandarden var det imidlertid vanlig at perioder med vekst i nominelle inntekter ble etterfulgt av perioder med fall i nominelle inntekter. Gjeldsbelastningen økte dermed da den økonomiske utviklingen snudde.

Ved de tre bankkrisene drev mange banker en aggressiv utlånspolitikk. Bankenes utlån (i faste priser) økte kraftig forut for krisene og falt deretter markert. Deflasjonen på 1920-tallet førte til en reell økning i utlån og gjeld. Gode finansieringsvilkår for bankene understøttet ekspansjonen under alle de tre oppgangsfasene. I andre halvdel av 1890-tallet og under første verdenskrig vokste forretningsbankene kraftig ved å emittere ny aksjekapital. Det var ingen tilsvarende ekspansjon i sparebankene. En grunn kan være at de var gjenstand for noe tilsyn og regulering. Forretningsbankene var mer eller mindre uregulerte fram til mellomkrigsårene. Felles for de tre krisene er at de bankene som vokste mest også ble sterkest påvirket i de etterfølgende kriser.

På 1980-tallet var det hovedsakelig utenlandsfinansiering som muliggjorde den sterke utlånsveksten. Da den falt bort da tilliten til norsk økonomi sviktet, økte bankenes lån i Norges Bank kraftig. Det var heller ikke - som nå - krav til sikkerhet for lån fra Norges Bank. Under bankkrisen som fulgte ble ansvarsdelingen mellom statsmyndighetene og Norges Bank avklart. Dersom det er behov for soliditetsstøtte, er det sikringsfondene og i siste instans statens oppgave å yte en slik støtte. Ekstraordinær tilførsel av likviditet inngår blant Norges Banks virkemidler, men vil bli anvendt kun i helt spesielle situasjoner når den finansielle stabilitet kan være truet. Rollen som tilfører av nødlikviditet må vi utøve i nært samarbeid med Kredittilsynet og Finansdepartementet.

På 1980-tallet økte prisene på bolig- og næringseiendom raskt. En hurtig og kraftig vekst i formuesprisene ga grunnlag for økte lån. Det skapte grunnlag for en gjeldsfinansiert, sterk etterspørselsvekst, som i sin tur bidro til økt inflasjon. Boligprisene begynte å falle fra 1988, aksjekursene fra 1990. Bedriftene og husholdningene hadde da en svært høy gjeldsbelastning. De var derfor sårbare for svakere økonomisk utvikling. Mange ønsket å bygge ned gjelden som følge av formuesfallet. Forbruk og realinvesteringer ble redusert. Behovet for finansiell konsolidering bidro til å forsterke den norske konjunkturedgangen på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. Krisene i 1920-28 og i 1988-92 var langt mer alvorlige enn krisen i 1899-1905. De førte til nedgang i produksjon og sysselsetting. Dette bidro til store svingninger i økonomien.

Ved krisen i 1899-1905 var det særlig realinvesteringene som ble påvirket. De falt kraftig under krisen etter å ha vist oppgang i forkant. Det samme skjedde i 1988-92. Ikke alle perioder med sterk oppgang ender med nedgangstider. Men etter dereguleringene på 1980-tallet ble oppgangen så sterk, de finansielle ubalansene så store, og den høye inflasjonen hadde fått så godt feste, at en nedgangstid neppe var mulig å unngå.

### **Pengepolitikk og finansiell stabilitet**

Vi har et operasjonelt mål for pengepolitikken om en inflasjon over tid på 2½ prosent. Dette målet kan som regel nås ved ulike forløp for renten. Hvilket forløp som velges, vil ha virkninger for utviklingen i produksjon og sysselsetting på kort sikt. Det kan også ha betydning for hvor raskt vi når inflasjonsmålet. I vårt valg må vi veie svingninger i produksjon og sysselsetting opp mot avvik fra inflasjonsmålet på kort sikt. I tilfeller hvor det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye over lengre tid fra målet, eller når sterk uro i finansmarkedene eller et forhandlingsdrevet kostnadssjokk tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare, kan det være riktig å endre renten raskt og markert. Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Tilsvarende vil muligheten øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir ikke tilstrekkelig holdepunkt for hva renten bør settes til nå. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå målet om 2½ prosent inflasjon. Med dette tidsperspektivet unngår vi store variasjoner i produksjon og sysselsetting. Et kortere tidsperspektiv enn to år ville gitt større svingninger i produksjonen.

Kredittutviklingen og utviklingen i priser på aksjer og bolig har betydning for inflasjonen. Gjennom inflasjonsstyring tar vi derfor et visst hensyn til disse størrelsene når vi setter renten.

Aksjer og bolig utgjør en vesentlig del av husholdningenes formue. Høyere aksjekurser og boligpriser øker verdien av denne formuen. En slik formuesøkning kan relativt raskt bidra til økt konsum. Flere studier tyder på at en økning i verdien av boligformuen i større grad fører til økt konsum enn en lik økning i verdien av aksjeformuen.

Økte priser på næringsbygg kan veltes over i prisene på varer og tjenester. Slik kan utviklingen i formuespriser også påvirke inflasjonen mer direkte.

I Norge eier en stor andel av husholdningene egen bolig. Selv når vi regner med verdipapirfond og deler av forsikringskravene, er norske husholdningers boligformue langt større enn deres aksjeformue. For norske husholdninger vil derfor trolig endringer i boligpriser i større grad enn endringer i aksjepriser påvirke forbruket. I Norge ble det mer utbredt å eie aksjer for alle inntekts- og aldersgrupper på 1990-tallet. Dette ble nok et godt stykke på vei reversert i fjor som følge av fallet i aksjekursene. Vi skal allikevel ikke se bort i fra at svingninger i aksjekurser i framtiden kan få større virkninger på realøkonomien enn vi hittil har sett.

Også investeringene kan påvirkes av utviklingen i priser på ulike formuesobjekter. Høye aksjekurser kan gjøre det lettere å få tilgang på kapital for å finansiere anskaffelse av nye maskiner og bygninger.

Oppgang i bolig- og eiendomspriser gir rom for å ta opp større lån med sikkerhet. Muligheter for økt kreditt kan bidra til økt etterspørsel etter varer og tjenester. Utviklingen kan bli selvforsterkende, siden deler av den tilgjengelige kreditten kan bli brukt til å kjøpe bolig og eiendommer. Tilsvarende kan bobler i aksjemarkedet føre til overinvesteringer. Når prisene på aksjer og eiendom snur, sitter bedriftene med for stor realkapital og investeringene faller. Dette kan lede til eller forsterke nedgangskonjunkturer.

Det kan være flere grunner for at vi ikke bør legge en særskilt vekt på finansielle ubalanser i gjennomføringen av pengepolitikken. For det første kan det ta lang tid før de utløses. Usikkerheten knyttet til utviklingen langt fram er stor.

Videre vil det ofte være vanskelig å fastslå med tilstrekkelig sikkerhet om finansielle ubalanser er under oppbygging. Det er også vanskelig å fastslå størrelsen på ubalansene og hvor raskt de vil bli utløst. Det er ikke gitt at en renteendring i tilstrekkelig grad demper oppbyggingen av finansielle ubalanser. Vi skal ikke se bort i fra at det i enkelte tilfeller trengs svært store renteendringer. Kostnadene kan i så fall bli store.

Historien har vist at grunnlaget for nedgangstider blir lagt i oppgangstider. Finansielle kriser har gjerne en innledende fase der optimismen tar overhånd, risikovurderingene svekkes, viljen til å gjeldsette seg øker og formuespriser vokser. Når negative nyheter oppstår og får bre seg, investeringene ikke svarer til forventningene og stemningen snur, faller formuesprisene. Mange får problemer med å betjene gjelden sin. De faktorene som bidro til oppgangen, kan også forsterke nedgangen.

Oppgangstider har som regel medført økt inflasjon. Hensynet til prisstabilitet og finansiell stabilitet tilsier da den samme medisinen: Økt rente. Men dette vil ikke alltid være tilfellet. 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. Enkelte<sup>3</sup> har derfor stilt følgende spørsmål: Har økonomiens virkemåte blitt endret, slik at økt etterspørsel ikke nødvendigvis slår ut i økt inflasjon, men i stedet slår ut i voksende finansielle ubalanser? Dersom dette er tilfelle, kan det oppstå konflikt mellom det å nå inflasjonsmålet på kort sikt og finansiell stabilitet.

Det er flere årsaker til at finansielle bobler kan bygges opp i perioder med lav inflasjon. For det første fører høy troverdighet til det pengepolitiske regimet 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. 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 risikobevissthet. Sterk vekst i produktiviteten fører samtidig til at inflasjonen holder seg lav. 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 sterk internasjonal konkurranse bidra til å holde prisveksten lav i en høykonjunktur. Kina har gjennom billig og rikelig tilgang på arbeidskraft og stor produksjonskapasitet bidratt til fall i prisene på mange industrivarer.

I Norge har vi ikke opplevd situasjoner hvor hensynet til finansiell stabilitet og inflasjon har stått i motsetning til hverandre. Før den siste bankkrisen økte husholdningene sin gjeld kraftig og boligprisene steg, men det var samtidig høy inflasjon. Da pengepolitikken ble strammet til i fjor var det kraftig innenlandsk kostnadsvekst med utsikter til økt inflasjon og samtidig en høy kredittvekst. Boligprisene faller nå, noe som etter hvert trolig vil bidra til å dempe kredittveksten. Lønnsveksten er redusert, og inflasjonen er lav.

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 utviklingen i produksjonen. For å oppnå dette har flere økonomer anbefalt at pengepolitikken tar hensyn til utviklingen i kredittvekst og formuespriser når særskilte forhold tilsier det. Dette kan gjøres ved at en i spesielle tilfeller bruker noe lengre tid enn normalt på å nå inflasjonsmålet. Gevinsten vil være at vi unngår svært store avvik fra inflasjonsmålet på noe lengre sikt.

Dersom en over tid har latt ubalansene bli svært store, kan det derimot være situasjoner hvor renten bør settes lavere enn inflasjonsmålet normalt skulle tilsi. Dette vil i så fall være for å hindre at finansiell ustabilitet utløses.

I Norges Bank Watch-rapporten fra 25. september 2001 ble Norges Bank oppfordret til å legge større vekt på formuesprisene. Det ble foreslått en politikk i to stadier. Det første stadiet er dagens fleksible inflasjonsmål. Det andre stadiet innebærer at en i spesielle tilfeller, på grunnlag av utviklingen i kreditt og formuespriser, overstyrer signalene som gis av den normale bruken av inflasjonsmålet. Dette er i tråd med resonnetet over.

Uttalelser fra Monetary Policy Committee i Bank of England i fjor høst er et eksempel på vektlegging av risikofaktorer for den framtidige økonomiske utviklingen. I referatet fra sitt møte 9. - 10. oktober 2002 fremholder komiteen oppbyggingen av finansielle ubalanser som en faktor som tilsa et en burde holde renten uendret heller enn å senke den.

Det gjenstår fortsatt mye arbeid før vi kan si oss tilfredse med de indikatorene på finansielle ubalanser som er tilgjengelige. Høy kredittvekst eller kraftig vekst i formuespriser alene er ikke nødvendigvis en trussel mot finansiell stabilitet. Forskning i BIS har blant annet vist at perioder med sterk kredittvekst, oppsving i formuespriser og høye investeringsnivåer nesten alltid vil føre til at det finansielle systemet kommer under press<sup>4</sup>. Tidligere bankkriser kan gi en viss pekepinn om hvor de kritiske nivåene er.

IMF har vist at bobler som sprekker i boligmarkedet oftere fører til finansiell krise<sup>5</sup> enn bobler i aksjemarkedet. Samtidig viser de at sannsynligheten er større for at bobler sprekker i boligmarkedet enn i aksjemarkedet. Svikt i boligmarkedet har også større virkninger på produksjon og sysselsetning. Boligformuen har større virkning på konsumet enn andre formuesobjekter. Ringvirkningene via bankene er kraftigere fordi bankene vanligvis har lånt mye til boliger og eiendommer.

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.

### Dagens situasjon

I dag er nivåene på publikums gjeld og boligprisene høye historisk sett. Bankenes utlånstap vil trolig stige. Men vår vurdering er at banksektoren er rimelig godt rustet til å møte denne utviklingen.

Gjeldsveksten i norske husholdninger har lenge vært langt høyere enn inntektsveksten. Gjeldsbelastningen har derfor økt raskt og er høy historisk sett. Blant annet som følge av nedgangen i renten, er renteutgiftene moderate. Den høye og voksende gjelden gjør imidlertid at husholdningene er sårbare for kraftige renteøkninger eller betydelig økning i arbeidsledigheten. Enkelte grupper av husholdninger er spesielt utsatte.

Endringen i pengepolitikken fra valutakursmål til inflasjonsmål har trolig gjort det mindre sannsynlig at husholdningene utsettes for et "dobbeltsjokk" i form av økt arbeidsløshet og økt rente, slik de ble under bankkrisen. Dette kan tilsi at husholdningene tåler en noe høyere gjeldsbelastning enn før bankkrisen.

Også i internasjonal målestokk har norske husholdninger høy gjeld, om enn ikke like høy som gjelden i danske husholdninger.

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. Boligkapital kan bidra til å forklare gjeldsnivå. Den er imidlertid ingen likvid buffer mot betalingsproblemer.

Etter en langvarig og sterk oppgang, har boligprisene falt noe i det siste. Fra mai i fjor til mai i år falt de med 1,1 prosent<sup>6</sup>. Prisnivået er likevel høyt historisk sett.

Gjeldsveksten i foretakene har vært mer moderat, men gjeldsbelastningen er høy.

Gjeldsveksten blant norske låntakere kan også belyses ved kredittgapet, en indikator utviklet i BIS. Kredittgapet avledes av utviklingen i forholdet mellom publikums gjeld og nominelt BNP og er definert som avviket mellom faktisk utvikling i denne størrelsen og trenden. Analysene viser at et kredittgap over 4 prosentpoeng kan predikere nesten 80 prosent av bankkrisene i et utvalg land. Indikatoren roper også varsko i noen tilfeller hvor det ikke blir bankkriser. Treffsikkerheten øker når kredittgapet ses i sammenheng med andre indikatorer. Kredittgapet for Norge var over det "kritiske" nivået før og under krisen i 1920-årene. Dette skyldes først høy gjeldsvekst og siden fall i BNP. Under annen verdenskrig falt publikums gjeld kraftig. Deretter fulgte en innhenting. Neste episode med høyt kredittgap var på 1980-tallet, før siste bankkrise. Gapet er også høyt i dag.

Den svakere utviklingen i norsk økonomi har bidratt til en sterk økning i antall konkurser det siste året. Til tross for fallet i renten i det siste, må vi med fortsatt temmelig lav økonomisk vekst i Norge forvente høye konkurstall og noe økte banktap i tiden fremover.

Brutto misligholdte lån til næringslivet har økt betydelig gjennom 2002. Under bankkrisen kom en betydelig andel av bankenes tap på utlån til næringssektorsforetak. Tapene på slike utlån er forholdsvis små i dag. Lavere leie- og eiendomspriser og høyere arealledighet kan varsle at tapene i denne sektoren vil øke i tiden fremover.

De fleste bankene, inkludert de største, har tilfredsstillende soliditet og er rimelig godt rustet til å dekke store tap. Vi vurderer derfor utsiktene for finansiell stabilitet som tilfredsstillende, selv om utlånstapene er på vei opp. Gjeldsveksten og -nivået i husholdningene er høyt. Vi venter imidlertid at veksten etter hvert vil avta, blant annet på grunn av svakere økonomisk utvikling og som en ettervirkning av at boligprisene flater ut. Hensynet til utviklingen i gjeld og boligpriser taler derfor ikke lenger mot lettelse i pengepolitikken.

### Valutakursen som formuespris

En formuespris av særskilt betydning for den økonomiske utviklingen er valutakursen. Den skiller seg på flere områder fra de øvrige formuesprisene, og den er i mindre grad knyttet opp til finansiell stabilitet.

På lang sikt vil endringer i valutakursen ha sin vesentlige bakgrunn i underliggende fundamentale forhold. Hvis inflasjonen hos oss vedvarende er høyere enn hos våre handelspartnere, vil det være en tendens til at den nominelle kronekursen svekkes. På virkelig lang sikt vil den nominelle kursen således bestemmes av forskjellen i inflasjonen. Det er en tendens til at realkursen vender tilbake til sitt langsiktige gjennomsnitt. Endringer i realkursen på kort og mellomlang sikt kan reflektere for eksempel forskjeller i produktivitetsvekst mellom land eller utviklingen i bytteforhold overfor utlandet.

Det kan utvikle seg bobler i valutamarkedet på liknende måte som i markedene for andre formuesobjekter. Men brå bevegelser i kursen er ikke nødvendigvis en boble. På kort sikt kan



valutakursen bevege seg mer enn det vil være behov for over tid. En årsak kan være at kursen må skyte over sitt langsiktige nivå, fordi markedsaktørene avveier rentedifferansen mot muligheten for en framtidig svekkelse av kronen.

Den forholdsvis høye renteforskjellen mellom Norge og utlandet var en viktig drivkraft bak styrkingen av kronekursen fra 2000 til 2002. Temaene i valutamarkedet varierer over tid. Analyser utført i Norges Bank tyder på at renteforskjellen betyr mer for valutakursen desto mer aksjekursene faller og desto lavere forventet variabilitet det er mellom hovedvalutaene. Oljeprisen økte betydelig fra utgangen av 2001. Dette bidro trolig isolert sett også til å gjøre norske kroner mer attraktive.

Styringsrenten i Norge har vært blant de høyeste i OECD-landene. Jo færre land som har høy renteforskjell, desto større etterspørsel har det vært etter fordringer i norske kroner.

Valutakursen vil kunne virke som en automatisk stabilisator. I perioder med for høy aktivitet i økonomien - eller forventning om for høy aktivitet - vil valutakursen kunne styrke seg - selv uten at styringsrentene blir endret. Tilsvarende vil valutakursen kunne svekke seg dersom aktiviteten er lav.

Ved inflasjonsstyring har vi ikke lenger et bestemt kursmål for kronen. Kronen flyter. Valutakursen utgjør en viktig kanal som pengepolitikken virker gjennom. Endringer i valutakursen er ønskelige når de bidrar til å stabilisere inflasjonen. Hvor mye valutakursen svekker seg ved en reduksjon i styringsrenten avhenger av flere faktorer. Jo mer kronen svekker seg som følge av en rentenedgang, jo mindre må styringsrenten reduseres når det er riktig å lette pengepolitikken. En svakere valuta bidrar til økt økonomisk aktivitet og dermed økt prisvekst. I tillegg vil konsumprisveksten øke fordi prisen på importerte konsumvarer blir høyere hvis kursen svekkes.

Reaksjonen på en endring i valutakursen vil avhenge av hvordan endringen vurderes å påvirke inflasjonen. Dette er i tråd med den måten vi normalt også tar hensyn til andre formuespriser.

## Avslutning

La meg avslutningsvis si noen ord om den aktuelle økonomiske utviklingen. Internasjonalt ser den økonomiske veksten ut til å bli svakere enn tidligere anslått. Dette har blant annet sammenheng med at ettervirkningene av den finansielle boblen som brast ser ut til å bli større og mer langvarige enn tidligere antatt. Det er forventninger om at flere land på ny vil sette ned renten, og at rentenivået ute vil være lavt temmelig lenge. I Norge er prisstigningen mindre enn inflasjonsmålet tilsier, og den vil holde seg lav i tiden framover. Fallet i rentene ute har bidratt til at kronen har holdt seg ganske sterk. Dette har dempet virkningen på inflasjonen av våre rentereduksjoner.

Veksten i norsk økonomi er nå trolig lav. Riktignok er det fortsatt god vekst i det private forbruket og oljeinvesteringer gir impulser til norsk næringsliv, men utviklingen i arbeidsmarkedet har vært svakere enn ventet i vår forrige inflasjonsrapport. Sysselsettingen har falt og ledigheten øker. Boligprisene faller og mange næringslokaler står tomme. Det ser nå ut til at finanspolitikken vil virke mer nøytralt på den samlede etterspørselen, og offentlig

forbruk og sysselsetting vokser ikke lenger. Finanspolitikken - slik den er lagt frem i Revidert Nasjonalbudsjett - bidrar derfor ikke til å låse inn den sterke kronen.

Et gledelig trekk er at lønnsveksten ser ut til å ha dempet seg raskere enn vi har regnet med. Det kan delvis skyldes at det i år er et mellomoppgjør, jf. erfaringene i 1999. Men, med større årvåkenhet på arbeidsgiversiden i offentlig sektor og lavt aktivitetsnivå i deler av næringslivet er risikoen for at lønnsveksten på ny skyter fart mindre.

Norges Bank har tidligere uttalt at det vil være riktig å endre renten raskt og markert hvis for eksempel sterk uro i finansmarkedene eller et forhandlingsdrevet kostnadssjokk tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare. Tilsvarende vil det også være riktig å endre renten i større skritt hvis det er utsikter til at inflasjonen avviker vesentlig fra inflasjonsmålet i en lengre tid.

Vi har vært inne i en periode med lettelser i pengepolitikken. Den perioden er ikke over. Hovedstyret i Norges Bank vil vurdere renten neste gang i vårt møte 25. juni. Samtidig legger vi fram vår neste inflasjonsrapport.

## Fotnoter

<sup>1</sup>Se for eksempel Ferguson (2002): "Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?", artikkel presentert på IMF-konferansen "Challenges to Central Banking from Globalized Financial Markets", 17. september.

<sup>2</sup>For en nærmere omtale av de norske krisene se Gerdrup (2003): "Three episodes of financial fragility in Norway since the 1890s", kommende artikkel i BIS Working Papers.

<sup>3</sup>Se blant annet Borio, English og Filardo (2002): "A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?", BIS Working Papers No. 127

<sup>4</sup>Borio og Lowe (2002): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", BIS Working Papers No. 114.

<sup>5</sup>IMF (2003): World Economic Outlook, April

<sup>6</sup>Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes Forening (EFF), FINN.no, og ECON.