

# Utviklingstrekk for norsk økonomi

Innlegg ved sentralbanksjef Svein Gjedrem, SpareBank1- SR Bank, Stavanger 23. mars 2001

## Pengepolitikkenes mål og rammebetingelser

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å bidra til at økonomien har et nominelt ankerfeste - et stabilt prisnivå innenlands og dermed et grunnlag for en stabil krone. Aktørene i det økonomiske livet skal være relativt sikre på utviklingen i pengeverdien. Avtaler om kjøp og salg, om lån og renter blir sluttet i nominelle kroner. Beslutninger i både offentlig sektor og i næringslivet skjer på grunnlag av dagens kroneverdi. Skattesystemet er i nominelle satser. Når prisnivået svinger sterkt, blir det vanskeligere å forutsi det reelle innholdet i slike avtaler og budsjetter. Høy inflasjon og en valutakurs som svinger mye, svekker derfor prisenes funksjon som informasjonsbærere. Uventede svingninger i prisnivået kan lett forplante seg til uønskede svingninger i realøkonomien og manglende stabilitet i finans- og eiendomsmarkedene. Det kan lede til at dyrtid og nedgangstider følger hverandre og til vilkårlig omfordeling av inntekter og formuer. Nominell stabilitet er derfor det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst og velstand.

Mandatet for pengepolitikken er nedfelt i forskriften om kronens kursordning som ble vedtatt ved kongelig resolusjon 6. mai 1994. I forskriftens §2 heter det:

"Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer med utgangspunkt i kursleiet etter at kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet."

Norges Bank har ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Kursen vil variere på kort sikt. Norges Bank har valgt å innrette virkemidlene i pengepolitikken med sikte på at de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen blir oppfylt.

Siden januar 1999 er begrepet "europeiske valutaer" definert som euro. For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene i pengepolitikken rettes inn slik at pris- og kostnadsstigningen kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken (ESB) sikter mot. Samtidig må Norges Bank unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.

## Renten er vårt virkemiddel

Renten på bankenes innskudd i Norges Bank, foliorenten, er det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken. Endringer i foliorenten påvirker markedsrenter med ulik løpetid.

Folio-renten har erfaringsmessig nokså sterkt gjennomslag på de helt kortsiktige pengemarkedsrentene, det vil si dags- og ukesrentene. Rentene på plasseringer i pengemarkedet med noe lengre løpetider påvirkes ikke like direkte. Her spiller markedets

forventninger til sentralbankens handlemønster og den økonomiske utviklingen også inn, i tillegg til nivået på de helt kortsiktige rentene.

Pris- og kostnadsveksten påvirkes av pengepolitikken gjennom flere kanaler. Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare og å utsette forbruk til senere. Det vil redusere veksten i husholdningenes forbruk. Samtidig vil en høyere rente kunne øke avkastningskravet og dermed redusere investeringene i bedriftene. I tillegg til den direkte effekten på etterspørselen, kan en renteøkning redusere etterspørselen gjennom redusert tilgang på likviditet, verditap på formuesobjekter som verdipapirer og fast eiendom samt sterkere valutakurs. Sterkere valutakurs vil dessuten redusere prisveksten på importerte varer, som utgjør 40 prosent av varene og tjenestene i konsumprisindeksen.

En renteøkning vil også kunne virke gjennom inflasjonsforventningene. Forventninger om lavere framtidig inflasjon vil øke realrenten og kan dermed i seg selv ha en effekt på realøkonomien. Inflasjonsforventningene kan også ha betydning i pris- og lønnsdannelsen og for valutakursen.

Vi må imidlertid regne med at sammenhengene mellom rente, forventninger, etterspørsel og inflasjon ikke er stabile. Det er publisert analyser av hvordan renteendringer påvirker økonomien i ulike land. Norges Bank la i desember i fjor frem en analyse som antyder at en renteøkning på 1 prosentpoeng reduserer BNP-veksten og prisveksten med knapt 1/2 prosentpoeng. En vesentlig del av virkningen på prisveksten skyldtes virkninger via valutakursen<sup>(1)</sup>. Sentralbankene i England og Sverige har publisert beregninger som viser effekter om lag i samme størrelsesorden.

Det tar normalt et par år før en renteendring gir vesentlig effekt på pris- og kostnadsveksten. Pengepolitikken påvirker pris- og kostnadsveksten med et tidsetterslep på kanskje ett til tre år. Pengepolitikken må være fremoverskuende for at Norges Bank skal kunne gjennomføre det målet som er fastsatt. I rentesettingen spiller derfor vurderingene av de økonomiske utsiktene en viktig rolle.

## **Den økonomiske utviklingen; et lite tilbakeblikk og utsiktene fremover**

Norsk økonomi preges i dag av høye petroleumsinntekter, sterk vekst i offentlige utgifter, et stramt arbeidsmarked og høy kostnadsvekst. God oljepris og stor petroleumsproduksjon bidrar til overskudd i utenriksøkonomien og i statens finanser. Det har også gitt en sterk økning i Norges disponible inntekt. Overskuddet på driftsbalansen i fjor på om lag 14 prosent av BNP er blant de høyeste overskuddene i et OECD-land i etterkrigstiden. Også det samlede overskuddet på offentlige budsjetter har økt kraftig og nådde 141/2 prosent av BNP.

Norsk økonomi hadde en lang oppgangsperiode bak seg da den ble avbrutt av en pause i veksten sommeren 1998. Vekstpausen ble utløst av uro i internasjonale valutamarkeder, blant annet som følge av krisen i mange asiatiske land. Asia-krisen ga lav internasjonal etterspørsel, lav oljepris og svak prisutvikling også for andre norske eksportvarer. I tillegg til virkningene av særnorsk kostnadsvekst etter lønnsoppjøret i 1998, stod vi foran store omstillinger innenfor viktige deler av industrien.

Ved inngangen til 1999 vurderte Norges Bank risikoen for et sterkt tilbakeslag i økonomien som relativt stor. Samtidig så pris- og kostnadsveksten ut til å komme ned mot den stigningen eurolandene sikter mot. Norges Bank reduserte derfor renten. I løpet av ni måneder ble renten satt ned 5 ganger med i alt 21/2 prosentpoeng. Det bidro til å stabilisere norsk økonomi og derfor også kronen.

De internasjonale konjunktorene snudde imidlertid uventet raskt. De asiatiske landene klarte å hente seg opp av krisen raskere enn det de fleste hadde ventet. Oljeprisen økte kraftig. Sammen med blant annet rentenedgangen bidro dette til fornyet optimisme blant norske bedrifter og husholdninger. Den økonomiske statistikken viste etter hvert klar oppgang i forbruk og produksjon. Siden sommeren 1999 har det igjen vært vekst i norsk økonomi.

Gjennom siste halvdel av 1999 tydet økonomiske indikatorer på at vi hadde undervurdert den økonomiske veksten. Anslagene for pris- og kostnadsveksten og veksten i fastlandsøkonomien de nærmeste årene ble oppjustert. Lønnsoppgjøret våren 2000 førte til vesentlig høyere vekst i lønnskostnadene enn tidligere anslått. Resultatet fra fjorårets tariffoppgjør innebærer at kostnadsveksten de siste tre årene har vært mellom 10 og 11 prosentpoeng høyere i Norge enn landene vi konkurrerer med. Den sterke økningen i lønnskostnadene gav nye impulser til prisstigningen innenlands.

Disse utviklingstrekkene førte til at Norges Bank vurderte det som riktig å øke styringsrenten med i alt 1,5 prosentpoeng ved fire anledninger i fjor.

Kronekursen svekket seg relativt markert gjennom første halvår i fjor, men styrket seg igjen i løpet av sommeren og høsten. Målt mot den importveide kronekursen, som best gir uttrykk for importere prisimpulser direkte fra valutakursutviklingen, svekket kronen seg med 2 prosent i fjor. Svakere effektiv krone innebærer at det blir dyrere for oss å kjøpe varer og tjenester fra utlandet. Beslutningene om å øke styringsrentene ble fattet i en periode da kronen hadde svekket seg mot et gjennomsnitt av handelspartnerne, men var stabilt sterk mot euro. Det siste reflekterte euroens svake utvikling. I den situasjonen norsk økonomi befant seg i, vurderte vi at en uendret rente ikke ville bidra til å bringe pris- og kostnadsveksten ned mot den stigningen ESB sikter mot. En uendret rente ville dermed undergrave målet om en stabil valutakurs over tid

Etter kraftig vekst de foregående kvartalene viste det private konsumet en mer dempet utvikling i andre halvår i fjor. Det var tegn til en viss stabilisering i boligprisene. Boligprisene har nå kommet opp på et svært høyt nivå. Reelt sett, det vil si korrigert for den alminnelige prisstigningen, er boligprisene nærmere 10 prosent høyere enn da de på sitt høyeste på 1980-tallet. Kredittveksten til husholdningene avtok noe mot slutten av fjoråret, men er likevel fortsatt svært høy.

Det har lenge vært ventet at veksten internasjonalt ville dempes, men omslaget i amerikansk økonomi ser nå ut til å bli sterkere enn tidligere antatt. For å dempe utslagene, har den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, møtt dette med å senke målet for federal-funds renten med i alt 11/2 prosentpoeng siden årsskiftet. Mange forventer at omslaget blir kortvarig. Men både varigheten og styrken av nedgangen er usikker. Tvilen om den videre utviklingen i Japan har også økt. Etter at boblen brast på begynnelsen av 1990-tallet, har veksten aldri kommet i gang igjen. Banksektoren sliter med betydelig problemer. Vi venter at

veksten i Europa vil holde seg forholdsvis godt oppe. Dersom utviklingen blir omtrent som antatt, kan virkningene av omslaget internasjonalt på norsk økonomi trolig bli begrenset. Det har blant annet sammenheng med at vår eksportindustri i stor grad er preget av det er kapasiteten i den enkelte bedrift som bestemmer omfanget av eksporten og betydningen av olje- og gasseksporten. Dersom vi skulle få en markert nedgang i oljeprisen og andre råvarepriser og sterke utslag i finansielle markeder, vil imidlertid også vi merke avmattingen.

Den høye oljeprisen vi nå har gir lavere vekst i inntektene i mange land og bidrar til omslaget i USA. Men på kort sikt er virkningen vesentlig annerledes på norsk økonomi. Vi får store overskudd i deler av eksportindustrien, på driftsbalansen og i statsfinansene. Det er derfor ikke utsikter til nevneverdig reduksjon i presset i norsk økonomi. Nedgangen i oljeinvesteringene ser ut til å ha stoppet opp. Optimismen blant lederne i industrien er større enn bare for noen måneder siden. Veksten i husholdningene inntekter vil ventelig holde seg oppe og danne grunnlag for at det private forbruket kan øke uten at dette går ut over sparingen.

Det er lite ledige ressurser i norsk økonomi. Yrkesdeltagelsen er høy. Vi kan ikke vente at arbeidstilbudet vil øke nevneverdig. Flere arbeidstidsreformer og økt bruk av uføre- og syketrygd reduserer tilgangen på arbeidskraft. I store deler av norsk økonomi er det mangel på arbeidskraft. Det har aldri vært registrert flere ledige stillinger. Særlig innenfor helsevesenet, skoleverket og byggebransjen er det mange ubesatte stillinger. Det er ikke nok sykepleiere, lærere, rørleggere eller snekkere.

På Østlandet har ledigheten falt det siste året. Dette er en region hvor privat og offentlig tjenesteyting veier tungt. Det er derfor mye som tyder på at arbeidsmarkedet i tjenesteytende næringer er svært stramt.

Selv om det er mangel på arbeidskraft i norsk økonomi sett under ett, er situasjonen annerledes i deler av landet. På Sør- og Vestlandet økte ledigheten i fjor. Det gjenspeiler i stor grad utviklingen i industrien, hvor det har blitt færre sysselsatte det siste året.

Flere faktorer tyder nå på noe lysere utsikter. Det er tegn til økt ordreinngang til verftsindustrien på Sør- og Vestlandet. Mangel på arbeidskraft er blant annet nevnt som et økende problem både i Statistisk sentralbyrås Konjunkturbarometer og i konjunkturrapporten fra Teknologibedriftenes Landsforening. Vi venter at industrisyssetningen holder seg om lag på dagens nivå de nærmeste to årene. Samtidig forventes etterspørselen etter arbeidskraft å øke i offentlig og privat tjenesteyting. Arbeidsledigheten ser derfor ut til å holde seg omlag på dagens nivå de nærmeste to årene.

Det stramme arbeidsmarkedet bidrar til at lønnsveksten holder seg høy. Vi regner med at veksten i lønnskostnadene vil avta noe og komme ned mot 41/2 prosent i 2002. Det er høyere enn den lønnsveksten som er ventet hos våre handelspartnere og i euroområdet.

Flere andre små og åpne økonomier har hatt nedgang i arbeidsledigheten men samtidig hatt lavere vekst i lønnskostnadene enn Norge. I Sverige har ledigheten gått sterkt ned de siste fem årene, og lønnsveksten er under 4 prosent. Nå blir det inngått treårige lønnsavtaler som vil befeste den lave kostnadsstigningen. I Nederland er ledigheten redusert til et meget lavt nivå. Lønnsveksten har tiltatt, men den er lavere enn i Norge. I Danmark har

arbeidsledigheten gått ned uten at lønnsveksten har tiltatt. I Finland er ledigheten redusert fra det høye nivået som festnet seg først på 1990-tallet, og lønnsveksten har falt. I euroområdet samlet har ledigheten falt uten at lønnsveksten har økt.

Siden 1997 har prisveksten vært høyere i Norge enn i euroområdet. Prisveksten har tiltatt det siste halve året, også når vi ser bort fra oppgangen i oljeprisen og momsøkningen ved årsskiftet. Den samlede konsumprisveksten var 3,6 prosent fra februar i fjor til samme måned i år. Tar vi bort bidragene fra avgifter, strøm- og bensinpriser, var prisveksten 2,9 prosent fra februar i fjor. Det er 0,7 prosentpoeng høyere enn for ett år siden.

Vi venter at prisveksten inneværende år blir 3 prosent. Deretter venter vi en gradvis nedgang i prisveksten til 2 1/4 prosent i 2003.

Når Norges Bank lager prognoser for den økonomiske utviklingen, må vi gjøre forutsetninger om en rekke sentrale størrelser. Blant disse er blant annet utviklingen internasjonalt, finanspolitikken, oljeprisen, valutakursen og renten. Dersom disse ikke blir som forutsatt, vil dette kunne resultere i et annet forløp både for det realøkonomiske og nominelle utviklingen.

Forløpet jeg nå har beskrevet er basert på at renten utvikler seg i tråd med markedets forventninger slik de var reflektert ved terminrentene i begynnelsen av mars. Markedsaktørene forventet at renten ville gå ned med til sammen 1-1 1/4 prosentpoeng i løpet av de neste to årene. Holdes derimot renten konstant på dagens nivå<sup>(2)</sup> tyder våre beregninger på at pris- og kostnadsveksten vil komme raskere ned.

Figuren viser mulige forløp for prisveksten i perioden 2001-2002 med den henholdsvis fallende (den røde) og uendret rente (den blå).

Når renten holdes uendret, vil prisveksten kunne komme ned mot 2 prosent fra og med utgangen av 2002. Da er det lagt til grunn at en slik alternativ rentebane vil innebære en sterkere importveid kronekurs i den samme perioden<sup>(3)</sup>. Utslagene i prisveksten kommer relativt raskt når valutakursen samtidig styrker seg. Etter hvert som utslagene via valutakursen avtar, vil effekten via realøkonomien dominere. Høyere rente vil dempe etterspørselsveksten i norsk økonomi, særlig veksten i det private konsumet. Dette vil igjen dempe produksjonsveksten. Anslagene indikerer at veksten i BNP for Fastlands-Norge med en slik alternativ rentebane blir rundt 1 1/2 prosent de to neste årene. Presset i arbeidsmarkedet kan komme til å avta noe og dempe lønnsveksten.

Det er alltid usikkerhet knyttet til anslagene. Anslagene er betinget av at en rekke sentrale størrelser utvikler seg som forutsatt. Dessuten er det ikke gitt at modellapparatet og vår bruk av dette fanger opp de endringene som skjer i økonomien. Det er forhold som kan trekke prisveksten opp. Veksten i arbeidsstyrken kan bli lavere enn befolkningsutviklingen tilsier. Lønnsdannelsen, der industrien har vært toneangivende for oppgjørene i skjermet sektor, kan bli satt under press. De siste årene har vi sett tendenser til at skjermet sektor, der mangelen på arbeidskraft er stor, har satt sitt preg på den samlede lønnsutviklingen. Veksten i offentlig etterspørsel kan bli høyere enn lagt til grunn. Oljeprisen kan forbli høy. Kronekursen kan bli svakere enn vi har lagt til grunn. På den andre siden er det krefter som kan bidra til å trekke prisveksten ned. Omslaget i internasjonal økonomi kan bli sterkere enn

vi har lagt til grunn. Veksten i norsk økonomi kan bli svakere enn anslått, f.eks. hvis husholdningen velger å spare en større andel av inntekten. Produktivitetsveksten kan øke, slik vi har sett tendenser til i andre land. Oljeprisen kan falle raskere. Kronen kan bli sterkere enn antatt. Samlet vurderer vi usikkerheten om prisanslagene som symmetriske. Det er like sannsynlig at prisveksten blir høyere enn vårt anslag som at den blir lavere.

## Utfordringene fremover

Norsk økonomi er sårbar for brå skift i verdensøkonomien. Den store oljesektoren forsterker det. For hver dollar oljeprisen øker, stiger verdien av landets samlede produksjon med nesten 1 prosent. Og vise versa. Oljeprisen har vært svært høy det siste året. Vi vet fra tidligere at oljeprisen brått kan falle igjen.

Vi kan ikke skjerme oss fullt ut mot "sjokk" fra omverdenen, men vi kan dempe virkningene. Den økonomiske politikken kan skape grunnlag for stabil økonomisk vekst gjennom et vellykket samspill mellom de ulike elementene i politikken; det vil si mellom finanspolitikken, pengepolitikken, systemet for inntektsoppgjørene og andre tiltak for å bedre økonomiens virkemåte.

Finanspolitikken, det vil si utviklingen i statens utgifter og i skatter og avgifter, har i Norge hatt en viktig rolle i å stabilisere etterspørsel og produksjon. Dersom myndighetene lar statsbudsjettets utgifter svinge i takt med oljeprisen, vil vi få brå skift og ustabilitet i norsk økonomi. Da er det fare for at endringer i oljeprisen raskt smitter over på forventningene om framtidig lønns- og prisstigning, på valutakurs og på langsiktige renter. I dette tilfellet vil det være svært krevende å sikre pengenes verdi. De kortsiktige rentene vil måtte endres hyppig og kraftig, og de langsiktige rentene vil øke fordi det er større risiko forbundet med plasseringer i norske kroner. Skal vi få en stabil økonomisk utvikling, er det derfor viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar god høyde for at oljeinntektene kan svinge fra år til år.

Statens petroleumsfond skal virke som en buffer mot kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Siden store deler av inntektene fra oljevirkksomheten tilfaller staten, vil svingninger i oljeprisen og oljeinntektene i første rekke resultere i endringer i avsetningene til oljefondet. Siden oljefondet i sin helhet plasseres i utlandet, vil slike endringer i utgangspunktet ikke påvirke aktiviteten i økonomien. Valutamarkedet forblir i balanse siden petroleumsfondsmekanismen virker som en "svingdør" for valutastrømmene. Dette gjør norsk økonomi mer robust overfor svingninger i oljeprisen og dermed mindre oljeavhengig, også på kort sikt.

Vi kan si at oljeinntektene kommer inn i norsk økonomi gjennom et ytre og et indre kretsløp. Skillet mellom det ytre og det indre kretsløpet er viktig for stabiliteten i valutakursen. Det innebærer blant annet at kortsiktige endringer i oljeprisen ikke skal påvirke innretningen av den økonomiske politikken. Hvis skillet mellom de to kretsløpene skulle bryte sammen, og bruken av oljeinntektene svinge mer i takt med oljeprisen, ville vi få en mer ustabil økonomi.

Staten har mottatt inntekter fra petroleumsvirksomheten siden 1971. Den samlede inntektene fra petroleumsutvinningen har siden da og fram til i fjor vært anslagsvis 1100

milliarder 2000-kroner. Dersom en over samme periode summerer underskuddene på statsbudsjettet (utenom oljeinntekter) kan de anslås til i overkant av 800 milliarder 2000 kroner. Det er oljepenger som er tatt inn i økonomien.

Oppbyggingen av en finansformue i utlandet gjennom Petroleumsfondet ivaretar hensynet til at også kommende generasjoner skal nyte godt av oljeformuen. Samtidig bidrar Fondet til stabilitet i statens finanser på lang sikt. Jo større det blir, desto mindre avhengige av utviklingen i olje- og gassprisene vil vi bli i fremtiden. Dette kan komme godt med. Norsk økonomi står overfor store utfordringer fremover som følge av en økende andel eldre i befolkningen og sterk vekst i utgifter til pensjoner og til pleie- og omsorgstjenester. Antall alders- og uførepensjonister anslås å øke med 50 prosent fram til 2030, og statens utgifter til alders og uførepensjon er anslått å øke fra om lag 7 prosent av BNP i år til 15 prosent om 30 år. Den demografiske utviklingen innebærer samtidig at veksten i arbeidsstyrken vil være nokså liten fremover.

Norge er et ganske rikt land. Vi er rike dels på grunn av oljen. Men rikdommen gir oss ikke mer arbeidskraft. Som vist tidligere har vi bruket et meget stor andel av oljepengene. Det reflekteres i arbeidsmarkedet. Sammenliknet med de andre nordiske landene har sysselsettingen økt markert i offentlig sektor.

Oljerikdommen kan gjøre lite - i hvert fall på kort sikt - med mangelen på sykepleiere, leger, lærere, snekkere eller rørleggere. Dersom vi ønsker å ha flere i helsevesenet og skoleverket, flere til å bygge veier og utbedre skolebygg trenger vi mer arbeidskraft. Men det er nettopp denne type arbeidskraft vi mangler. For å få mer av den, må det bli mindre arbeidskraft i andre virksomheter. En slik kamp vil etter noen tid svekke grunnlaget for den konkurranseutsatte sektoren. Da blir vi enda mer sårbare dersom oljeinntektene skulle svikte.

Erfaringer fra andre land på at tilgang til naturressurser i det lange løp like gjerne kan bli en ulempe som en fordel for en nasjons økonomiske utvikling. Asiatiske og europeiske land uten stor tilgang på slike ressurser er blant verdens rikeste. Det kan se ut som om lettjente penger kan svekke vekstevnen i en økonomi. En sammenlikning av den økonomiske utviklingen de seneste årene mellom Norge og våre nordiske naboland kan også gi grunnlag for uro. Deres næringsliv ser nå ut til å ha sterkere vekstkraft enn vår. I land med store inntekter fra naturressurser kan den konkurranseutsatte sektoren få dårlige vekstvilkår. Når en stor del av økonomien er utsatt for intens konkurranse fra utlandet, blir det grobunn for læring, innovasjon og utvikling. Konkurransetrykket i skjermede sektorer, som handel og virksomheter i offentlig regi, er nok ofte mer begrenset. Det er etter mitt skjønn vesentlig å opprettholde en bred konkurranseutsatt sektor i fastlandsøkonomien, først og fremst av hensyn til vekstevnen i økonomien.

## Avslutning

Norske styringsrenter er i dag to prosentpoeng høyere enn i USA, 21/2 prosentpoeng høyere enn i euroområdet og tre prosentpoeng høyere enn i Sverige. I flere land går nå det kortsiktige rentenivået ned. I Norges Bank har vi et nøytralt syn på renteutviklingen. Det har

blant annet sammenheng med pris- og kostnadsutsiktene i Norge og at oljeprisen til nå har holdt seg høy og skjermet oss fra mulige negative virkninger av dempet vekst ute.

**Fotnoter:**

<sup>1</sup> Det ble lagt til grunn at kronkursen utviklet seg i samsvar med udekket renteparitet. <sup>2</sup> Fram til første kvartal 2003.

<sup>3</sup> Beregningsteknisk har vi lagt til grunn at valutakursen endrer seg i tråd med teorien for udekket renteparitet. Høyere rente på norske kroner motsvares da av en umiddelbar appresiering og deretter en jevn depresiering tilbake til utgangsnivået slik at forventet avkastning på plasseringer i norske kroner er uendret.