

Hovedstyrets vurdering

Pengepolitikken

Hovedstyret vedtok i sitt møte den 19. juni 2013 at styringsrenten burde ligge i intervallet 1–2 prosent fram til 19. september 2013, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. I Pengepolitisk rapport 2/13, publisert 20. juni, ble det pekt på at vekstutsiktene både hjemme og ute var litt svekket. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å være nær et normalt nivå. Lønnsveksten var lavere enn ventet. Inflasjonen var fortsatt lav, og det var utsikter til at det ville ta lengre tid enn tidligere antatt før prisveksten tok seg opp. Det var fortsatt stor usikkerhet om den internasjonale økonomiske utviklingen. Analysen i rapporten tilsa en styringsrente på 1,5 prosent eller noe lavere fram til høsten 2014. Deretter ble det anslått en gradvis økning mot et mer normalt nivå.

I sine drøftinger 4. september og 18. september festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Veksten hos våre handelspartnere er samlet sett om lag som anslått. I mange industriland er det tegn til tiltakende vekst, mens veksten har avtatt i flere fremvoksende økonomier. Prisen på råolje har økt noe siden Pengepolitisk rapport 2/13.
- Styringsrentene er nær null i mange land, men markedsaktørenes forventninger til styringsrentene ute fremover er noe høyere enn i juni. I de største industrilandene ventes de første renteøkningene mot slutten av 2014 og i løpet av 2015.
- Kronen svekket seg mye i løpet av de siste ukene i juni, men har styrket seg i det siste. Hittil i tredje kvartal har kronen, målt ved den importveide kronekursindeksen I-44, vært om lag 2 prosent svakere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/13.
- Bankenes utlånsrenter på boliglån økte med 0,3 prosentenheter fra første til andre kvartal, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Påslagene i pengemarkedet har falt litt.
- Veksten i norsk økonomi har vært noe lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/13. Bedriftene i Norges

Banks regionale nettverk rapporterte i august om moderat vekst gjennom sommeren, og de venter uendret vekst fremover. Arbeidsledigheten holder seg stabil.

- Veksten i boligprisene har avtatt og vært lavere enn ventet, mens husholdningenes gjeldsvekst holder seg oppe.
- Siden forrige rapport har konsumprisveksten vært klart høyere enn anslått. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,5 prosent i august.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering av pengepolitikken at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. Hensynet til lav og stabil inflasjon avveies mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å være robust og ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp, og utløser eller forsterker tilbakeslag i økonomien.

Styringsrenten er 1,5 prosent. Styringsrenten er lav fordi rentene ute er svært lave, og fordi det lenge har vært utsikter til fortsatt lav prisvekst. Samtidig er det stor forskjell mellom styringsrenten og de rentene publikum står overfor.

Hovedstyret har merket seg at analysene i denne rapporten tilsier en styringsrente på dagens nivå fram mot sommeren neste år, og at den deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå. Underliggende inflasjon anslås nå å være mellom 2 og 2½ prosent. Prisveksten anslås å være om lag 2¼ prosent mot slutten av prognoseperioden, og kapasitetsutnyttningen ventes å ligge nær et normalt nivå de neste årene.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at det er tegn til tiltakende vekst i mange industriland. I euroområdet faller ikke aktiviteten lenger, men utfordringene er fortsatt store. Samtidig er vekstutsiktene svekket i mange fremvoksende økonomier. Kapitalutgang fra de fremvoksende økonomiene har svekket valutaene, og gjør at

land med store driftsunderskudd og mye gjeld i utenlandsk valuta blir sårbare. Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen i disse landene fremover. Skulle veksttakten avta ytterligere, kan prisene på olje og andre råvarer falle.

Det har vært store bevegelser i kronekursen siden slutten av juni. Gjennom sommeren har valutamarkedene vært preget av forventninger om utviklingen i pengepolitikken i de store industrilandene. Kronen har i tillegg reagert mer enn vanlig på ny informasjon om utviklingen i norsk økonomi. Begrenset likviditet i markedet for norske kroner kan ha bidratt til å forsterke utslagene i kronekursen. I diskusjonen ble det trukket fram at utviklingen i kronen fremover er usikker og at temaene i valutamarkedet skifter fort.

Hovedstyret pekte på at situasjonen i norsk økonomi fortsatt er god, selv om de også merket seg at veksten har avtatt og vært lavere enn tidligere ventet. Andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer i vårt regionale nettverk har falt. Det kan tyde på at kapasitetsutnyttningen i økonomien har avtatt. Det ble samtidig pekt på at arbeidsinnvandringen gjør arbeidstilbudet fleksibelt i mange næringer, noe som kan gjøre det krevende å vurdere nivået på kapasitetsutnyttningen.

Tallene i nasjonalregnskapet indikerer at veksten i produktiviteten holder seg lav. Svak vekst i produktiviteten har vært et fellestrekk både i Norge og hos mange av våre handelspartnere helt siden finanskrisen. Det ble pekt på at utviklingen kan ha sammenheng med moderat investeringsaktivitet i bedriftene og god tilgang på arbeidskraft. Hovedstyret diskuterte også om den lave produktivitsveksten i det siste kan være av mer midlertidig karakter. Bedrifter kan ha valgt å opprettholde arbeidsstokken, til tross for svakere produksjonsvekst, fordi de er usikre på den videre utviklingen i norsk økonomi.

Hovedstyret drøftet også den moderate veksten i det private forbruket. Det ble trukket fram at mange år med sterk kredittvekst har brakt husholdningenes gjeld opp på et svært høyt nivå. Et høyt gjeldsnivå vil trolig fort-

sette å dempe konsumveksten fremover. I drøftingen ble det også pekt på at usikkerhet om den økonomiske utviklingen, strammere kredittpraksis i bankene, demografiske endringer og pensjonsreformen kan ha bidratt til at husholdningene har valgt å øke sparingen.

Oppgangen i konsumprisveksten de siste månedene kan henge sammen med høyere innkjøpspriser på importerte varer, men kan også skyldes tiltakende kostnadsvekst i bedriftene og høyere driftsmarginer. Det ble pekt på at med så store bevegelser i prisveksten som vi har sett i det siste, er usikkerheten om utviklingen de nærmeste månedene høyere enn normalt. Hovedstyret diskuterte også drivkrefter for prisveksten fremover og pekte på at utviklingen i lønnsveksten vil være viktig. Det ble trukket fram at svake konjunkturer og lav kostnadsvekst hos våre handelspartnere kan få betydning for lønnsoppgjørene her hjemme de neste årene. I tillegg kan den høye arbeidsinnvandringen fortsatt dempe lønnsveksten.

I drøftingen av pengepolitikken ble det lagt vekt på at prisveksten har vært høyere enn ventet og at kronekursen har svekket seg, men at drivkreftene for inflasjonen lenger fram fortsatt er moderate. Det ble også lagt vekt på at veksten i norsk økonomi har avtatt noe og at kapasitetsutnyttningen trolig er litt lavere enn tidligere anslått. En rask økning i styringsrenten vil kunne øke risikoen for at avdempingen i aktivitetsveksten forsterkes, kronen styrker seg og inflasjonen blir for lav. I tillegg ble det lagt vekt på at boligpriser og gjeld lenge har steget mer enn inntektene. En lavere styringsrente kan øke risikoen for at boligpriser og gjeld igjen skyter fart og at finansielle ubalanser bygger seg opp. Etter en samlet vurdering mente hovedstyret at styringsrenten bør ligge på dagens nivå den nærmeste tiden.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 18. september å holde renten uendret på 1,5 prosent. På samme møte vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 1–2 prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 5. desember 2013, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Finansiell stabilitet – motsyklisk kapitalbuffer

På sitt møte 19. juni konkluderte hovedstyret med at bankene i Norge nå har et godt utgangspunkt for å øke kapitaldekningen og at de bør holde en motsyklisk kapitalbuffer. Hovedstyret la samtidig vekt på at nivået på bufferen må vurderes i lys av at de øvrige kapitalkravene trappes opp de neste årene.

I sine drøftinger 4. september og 18. september festet hovedstyret seg ved følgende utviklingstrekk:

- Etter flere år med betydelig økning i boligprisene, har veksten avtatt og vært lavere enn ventet.
- Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, og gjelden fortsetter å vokse raskere enn inntektene.
- Bankene har strammet noe inn på sine utlån. Samtidig har foretakene økt sine låneopptak i utlandet og i obligasjonsmarkedet.
- Bankenes andel markedsfinansiering har falt noe den siste tiden.
- Prisene på næringseiendom har falt litt.
- Bankenes resultater så langt i år er gode, og tapene er lave.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering at bankene bør bygge en motsyklisk buffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Det vil gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur og styrke det finansielle systemet. En motsyklisk kapitalbuffer vil dessuten kunne bidra til å dempe høy kredittvekst. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal bufferen kunne tæres på. Det vil kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker nedgangen.

Hovedstyret legger vekt på at den motsykliske bufferen ikke kan være et virkemiddel for å finstyre økonomien. Skulle den økonomiske utviklingen også fremover preges

av forholdsvis lange perioder med utlånsvekst og lave tap, vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

I sine drøftinger la hovedstyret vekt på at det fortsatt er fare for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Boligprisene er kommet opp på et høyt nivå, og husholdningenes gjeldsbelastning fortsetter å stige. Den siste tiden har veksten i boligprisene avtatt, og enkelte av indikatorene for finansielle ubalanser er kommet litt ned. Hovedstyret kom likevel til at fallhøyden i økonomien, og dermed bankenes sårbarhet, fortsatt er stor ved et eventuelt tilbakeslag.

Hovedstyret pekte på at det også kan være kostnader knyttet til å heve kapitalnivået i bankene. Mange regulatoriske endringer gjennomføres nå samtidig, og nivået på bufferen må vurderes i lys av de øvrige kapitalkravene. Bankenes utgangspunkt for å bygge kapital er godt.

Hovedstyret mener at bankene bør bygge en motsyklisk kapitalbuffer. Hensynet til å unngå en for kraftig innstramming i kreditten taler for at kapitalkravene ikke økes raskt. Norges Bank tar sikte på å gi konkrete råd om nivå og tidspunkt for innføring av bufferen når forskriften er klar, trolig i forbindelse med neste rapport 5. desember.

Jan F. Qvigstad
19. september 2013