

## Hovedstyrets vurdering

Da Pengepolitisk rapport 1/12 ble lagt fram i mars 2012, vedtok hovedstyret at styringsrenten burde ligge i intervallet 1-2 prosent i neste tremånedersperiode, med mindre norsk økonomi ble utsatt for nye store forstyrrelser. Inflasjonen var lav, og kronen hadde styrket seg mye. Det var utsikter til at svak vekst ute og den sterke kronen ville bidra til å dempe både inflasjonen og veksten i deler av norsk næringsliv fremover, selv om kapasitetsutnyttningen i økonomien ble vurdert som nær normal. Styringsrenten ble redusert med 0,25 prosentenheter til 1,5 prosent. Analysen i rapporten tilsa at styringsrenten ville bli liggende i ro i ett års tid og deretter stige gradvis til rundt 3½ prosent mot slutten av 2015.

Den økonomiske situasjonen og aktuelle temaer til Pengepolitisk rapport 2/12 ble diskutert i hovedstyrets møte 26. april, herunder pengemarkedets virkemåte, utviklingen i internasjonal økonomi og råvarepriser og hvordan usikkerhet påvirker den økonomiske utviklingen hjemme og ute.

I sin drøfting på møtet 10. mai 2012 pekte Norges Banks hovedstyre på at utviklingen hos våre handelspartnere hadde vært om lag som ventet, men at uroen i finansmarkedet hadde tiltatt. Renten på spanske og italienske statspapirer hadde økt og internasjonale aksjeindekser hadde falt, særlig i Europa. Hovedstyret merket seg at det var tegn til noe sterkere utvikling i norsk økonomi. Kronen svekket seg etter rentemøtet i mars og hadde siden holdt seg nokså stabil. Hovedstyret la samtidig vekt på den lave inflasjonen og de svake vekstutsiktene i Europa. Hovedstyret kom til at utviklingen samlet sett ikke endret utsiktene for styringsrenten vesentlig og besluttet å holde den uendret på 1,5 prosent.

I sine møter 5.- 6. juni og 20. juni drøftet hovedstyret hovedlinjene i pengepolitikken og utsiktene for styringsrenten.

Hovedstyret har nå festet seg ved følgende utviklings-trekk:

- Uroen i de internasjonale finansmarkedene har tiltatt videre. Oppmerksomheten er særlig knyttet til den økonomiske utviklingen i Spania, med svak realøkonomi, store budsjettunderskudd og problemer i banksektoren. Spanske myndigheter har bedt de øvrige eurolandene om finansiell assistanse for å kunne rekapitalisere bankene. En uklar politisk situasjon i Hellas har sådd tvil om landets evne og vilje til å stå bak sine gjeldsforpliktelse. Rentene på langsiktige lån til de gjeldstyngede landene i Europa har igjen økt, mens rentene på antatt sikre statsobligasjoner har falt til rekordlave nivåer.
- Usikkerheten om den videre utviklingen ute har økt. I euroområdet kan aktiviteten falle i år, og arbeidsledigheten er høy og økende i flere land. I USA fortsatte den moderate oppgangen i første kvartal, men arbeidsledigheten holder seg oppe. I flere fremvoksende økonomier i Asia er veksten avtakende. Internasjonale aksjekurser og oljeprisen har falt. Den økonomiske veksten ute ventes å bli enda litt lavere enn tidligere anslått. Risikoen for at gjeldskrisen vil forverres og få store og langsiktige virkninger på den økonomiske utviklingen ser samtidig ut til å ha økt.
- Styringsrentene er nær null i mange land, og vil trolig bli holdt svært lave lenger enn tidligere antatt. Pengemarkedsrentene har falt ytterligere fra allerede lave nivåer.
- Kronekursen svekket seg etter at styringsrenten her hjemme ble satt ned i mars og har siden holdt seg nokså stabil. Hittil i andre kvartal har kronekursen målt ved I-44 vært noe svakere enn anslått i forrige rapport. Kronekursen er likevel fortsatt sterk.

- Påslagene i pengemarkedet er høye og har økt litt den siste tiden. Kredittpremiene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og seniorobligasjoner utstedt av norske banker holder seg også høye, og den siste tiden har premiene i særlig seniormarkedet økt. Flere norske banker melder også om noe vanskeligere tilgang på langsiktig markedsfinansiering.
- Så langt i år har veksten i norsk økonomi vært litt sterkere enn ventet. Både sysselsettingen og arbeidstilbudet vokser raskt. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk meldte i mai om noe høyere produktjonsvekst og økt kapasitetsutnyttning. Veksten i oljerelaterte næringer er sterk, mens øvrige deler av eksportrettet industri rammes av lavere etterspørsel ute og en sterk krone. Arbeidsledigheten er lav og lønnsveksten ser ut til å kunne bli noe høyere enn tidligere anslått. Kapasitetsutnyttningen anslås nå å være i overkant av et normalt nivå.
- Inflasjonen holder seg lav. Den underliggende prisveksten har det siste året ligget mellom 1 og 1½ prosent. Noe høyere kapasitetsutnyttning og litt høyere kostnadsvekst innebærer at inflasjonen etter hvert kan ta seg opp.

Hovedstyret har som utgangspunkt for sin vurdering at renten settes med sikte på at inflasjonen skal være nær 2,5 prosent over tid. I rentesettingen avveies hensynet til å stabilisere inflasjonen mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken søker også å hensynta risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Hovedstyret har merket seg at analysene i denne rapporten tilsier en styringsrente på dagens nivå fram mot årsskiftet. Neste år ligger prognosen for styringsrenten litt høyere enn prognosen fra mars.

I sine drøftinger pekte hovedstyret på at utviklingen her hjemme står i kontrast til utviklingen ute. Veksten i norsk økonomi er litt sterkere enn ventet og husholdningenes inntektsvekst er høy. Til tross for lav styringsrente har husholdningenes sparing økt. Skulle forbruksveksten bli

mer på linje med inntektsveksten, kan det private konsumet øke mer enn anslått i rapporten. Hovedstyret trakk også fram at bedriftene i Norges Banks regionale nettverk i månedsskiftet april/mai rapporterte om noe bedre markedsutsikter, men viste samtidig til at uroen ute hadde tiltatt de siste ukene. Erfaringene viser at både husholdningene og bedriftene her hjemme påvirkes av sviktende tillit ute. Samtidig har oljeprisen falt, men det legges fortsatt til grunn sterk vekst i petroleumsinvesteringene. Hovedstyret pekte på at det er økt usikkerhet rundt hvilke konsekvenser uroen i finansmarkedene og den svake veksten ute vil ha for utviklingen i norsk økonomi.

I sine drøftinger var hovedstyret opptatt av hvilke konsekvenser det fleksible arbeidstilbudet har for kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi. Sysselsettingen øker mye, delvis som følge av høy arbeidsinnvandring. Hovedstyret pekte på at den høye veksten i arbeidstilbudet bidrar til høyere etterspørsel, men også til at produktionspotensialet øker.

Hovedstyret drøftet også utviklingen i påslagene i pengemarkedet. Påslagene i norske pengemarkedsrenter påvirkes blant annet av risikoen knyttet til europeiske banker, likviditeten i interbankmarkedene og terminmarkedene for valuta. Uroen i Europa har ført til at påslagene har holdt seg på et høyt nivå lenger enn tidligere lagt til grunn.

I sin drøfting av den pengepolitiske situasjonen la hovedstyret vekt på at den lave prisveksten tilsier en lav styringsrente for å bringe prisveksten opp mot inflasjonsmålet. De høye påslagene i pengemarkedet og høye kredittpremier gjør samtidig at publikum står overfor vesentlig høyere renter enn styringsrenten.

Hovedstyret pekte på at utviklingen i norsk økonomi gir holdepunkter for at inflasjonen etter hvert vil ta seg opp. Det tilsier at styringsrenten etter hvert kan heves. Hensynet til å motvirke at finansielle ubalanser bygger seg opp trekker i samme retning. Svake vekstutsikter ute, uroen i finansmarkedene og forventninger om langvarig lave styringsrenter internasjonalt legger likevel klare begrensninger på hvor raskt og hvor mye renten her

hjemme bør settes opp. Nedgangen i styringsrenten i mars bidro til å motvirke en utvikling der kronkursen hadde styrket seg, men kronen er fortsatt sterk. Sammen med svak vekst ute bidrar det til å holde inflasjonen lav. Settes renten opp for raskt, øker risikoen for at kronen styrker seg ytterligere slik at inflasjonen blir liggende lavt lenge. Usikkerheten om utviklingen i Europa er større enn på lenge. Det trekkes i retning av å holde styringsrenten i ro.

Hovedstyret vedtok på sitt møte 20. juni å holde styringsrenten 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 31. oktober, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser. Skulle usikkerheten avta og utsiktene for vekst og inflasjon i norsk økonomi ta seg opp, kan renten bli satt opp. Hvis uroen internasjonalt tiltar og utsiktene for vekst og inflasjon i norsk økonomi svekkes, kan styringsrenten bli satt ned.

Øystein Olsen

20. juni 2012