



# **Pengepolitikk i praksis**

## **Fakta og fiksjon**

Hilde C. Bjørnland  
Universitetet i Oslo

*Høstkonferansen, 10. november 2005*

# Temaer for diskusjon

- I. Pengepolitikkenes virkemåter – Teori og praksis
- II. Utfordringer i pengepolitikken når man har ufullstendig kunnskap om data, modell og pengepolitikkenes virkemåter
- III. Formuespriser i inflasjonsstyring – en god løsning eller nye utfordringer?
- IV. Boligprisboble i Norge? En lavrentepolitikk for å hindre en overvurdert krone kan bli erstattet av en høyrentepolitikk for å hindre en overvurdert boligpris.

# I. Pengepolitikk i praksis

- ✓ Norge har et inflasjonsmål for pengepolitikken. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene nær 2,5 prosent over tid. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.
- ✓ Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.
- ✓ Styringsrenten (foliorenten) er det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken.

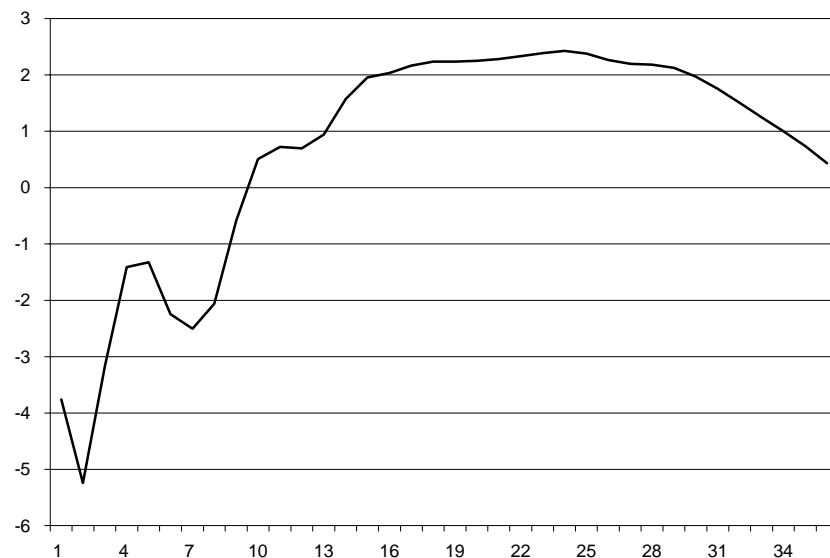
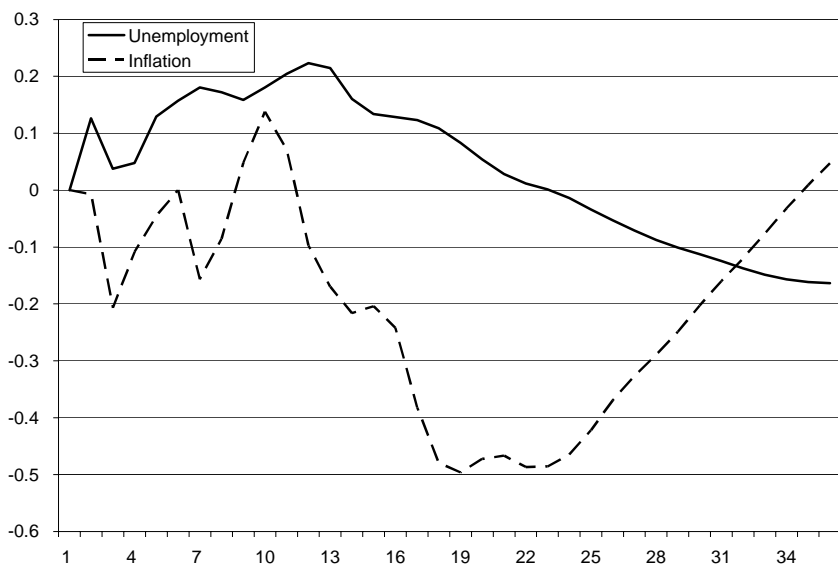
# Pengepolitikkenes virkemåter – friksjon og forventning

- ✓ Pengepolitikken virker på produksjon og sysselsetting på kort sikt fordi priser og lønninger justeres tregt (friksjoner)
- ✓ Valutakurseffekten er umiddelbar (Figur 1). Store og umiddelbare effekter også på aksje- og boligpriser.
- ✓ Forskjellige sjokk driver inflasjonen vekk fra målet. Når og hvordan skal sentralbanken reagere?
- ✓ Optimal pengepolitikk vil avhenge av friksjoner.
- ✓ Økonomiske aktører baser sine beslutninger på forventninger om fremtiden. Fremtidige pengepolitiske beslutninger vil dermed påvirke økonomisk adferd i dag.
- ✓ Privat sektors forventning om pengepolitikken blir sentral.

# Figur 1. Respons i makroøkonomiske variable til ett prosentpoengs (midlertidig=ca ett års) renteøkning. Månedstall.<sup>1</sup>

(A) Ledighet og inflasjon  
(prosentpoeng)

(B) Realvalutakurs  
(prosent)



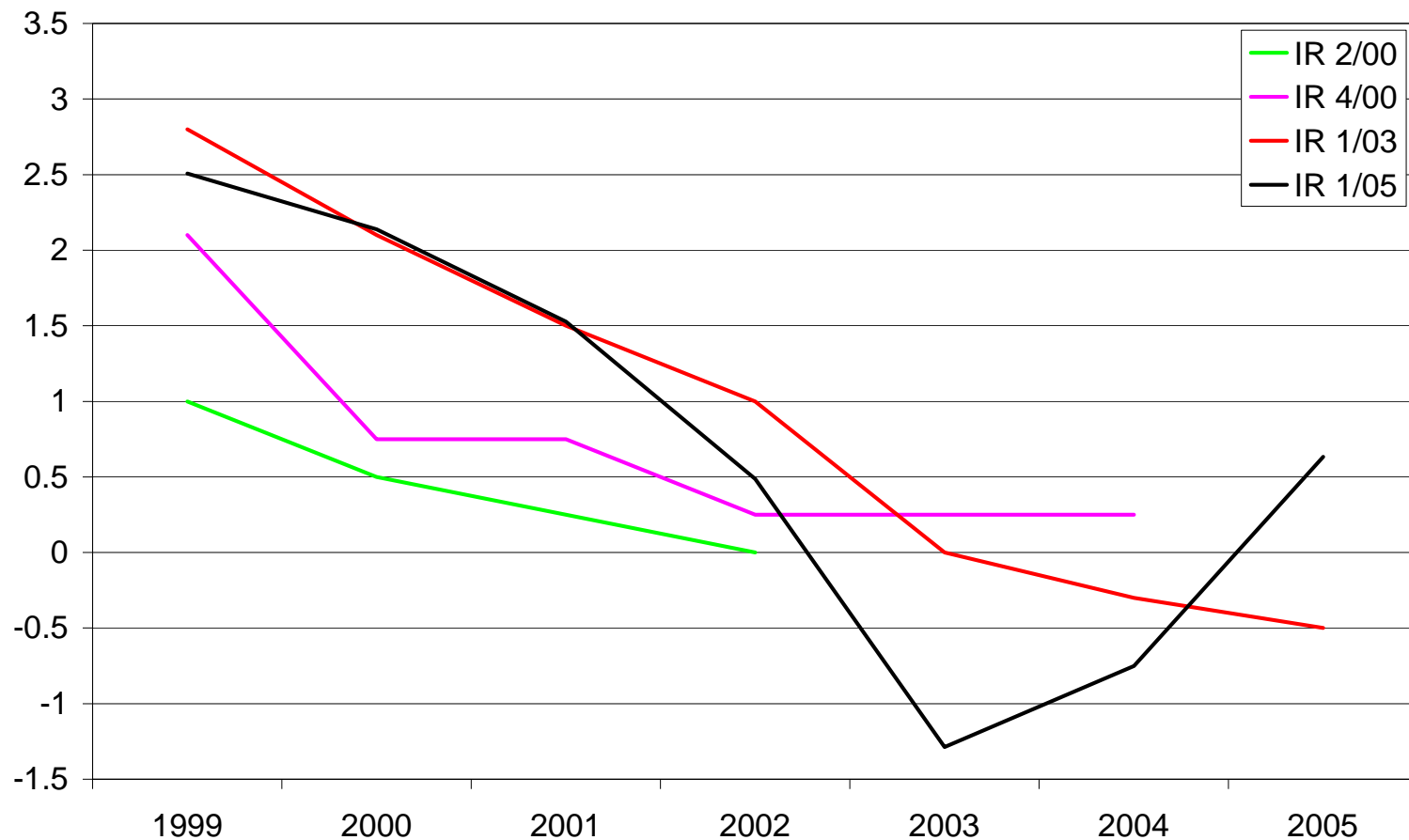
<sup>1</sup>) Resultatene fremkommer ved å bruke en vektor autoregressiv (VAR) modell med fem variable; Ledighet, inflasjon, realvalutakurs, norske og utenlandske renter.

Kilde: Bjørnland (2005).

## II. Usikkerhet i pengepolitikken

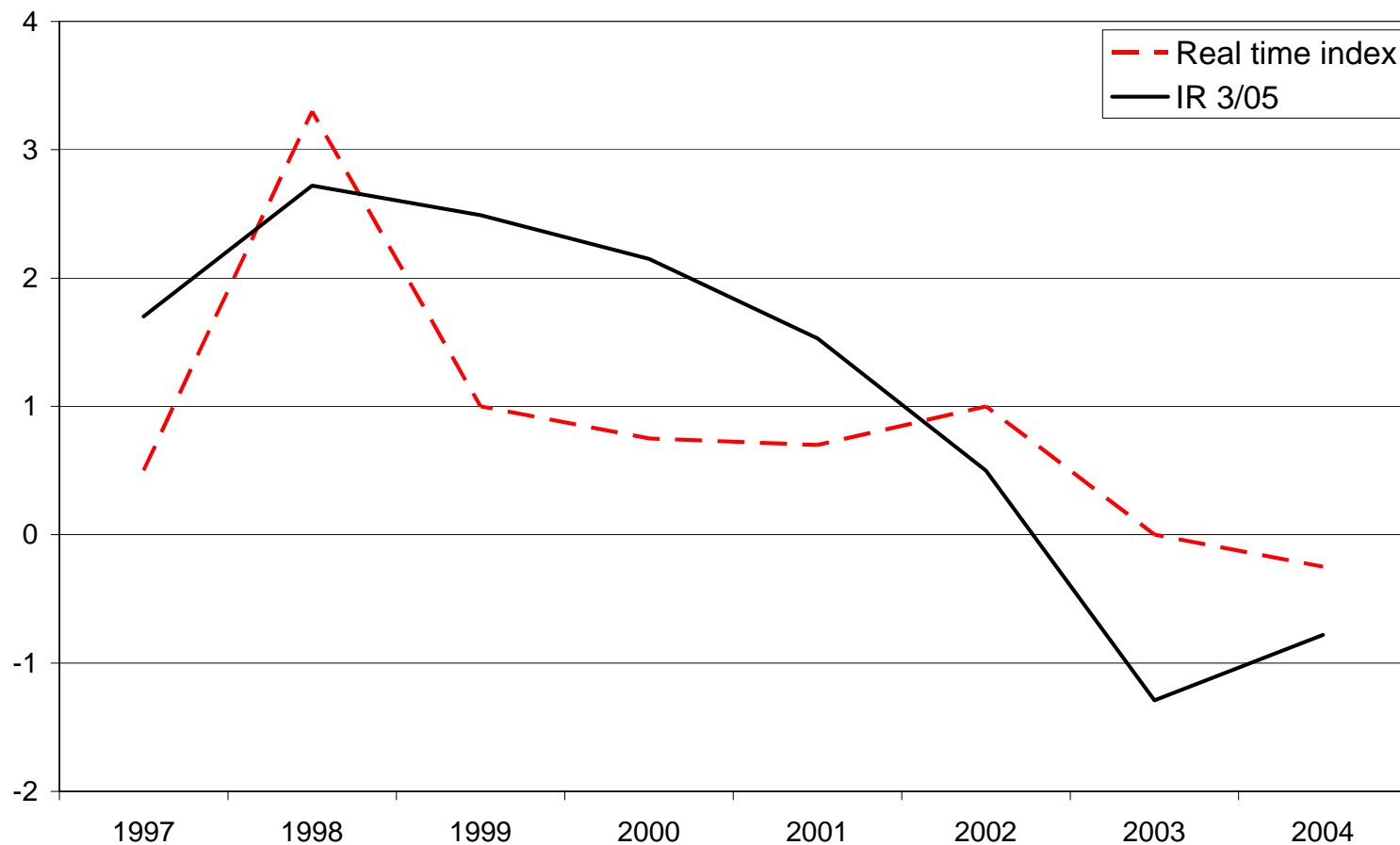
- ✓ Perfekte forventninger - pengepolitikken gjør jobben for oss. Rentebeslutningene blir av mindre betydning mens rammen rundt det hele blir essensiell (Woodford, 2003).
  
- ✓ **En perfekt oppskrift på det umulige!**
  1. Data. Hvor er vi i konjunktursyklusen? Antagelser om at man er i en konjunkturoppgang i dag kan bli erstattet av vissheten om at man var i en resesjon når man ser endelige reviderte tall (Figur 2,3).
  2. Pengepolitikken er fremadskuende, men prognoser tar feil... (Figur 4).
  3. Inflasjonsforventninger – på målet? Nei, faktisk både over og under!

**Figur 2.** Anslag på produksjonsgap, forskjellige tidspunkt. Prosent.



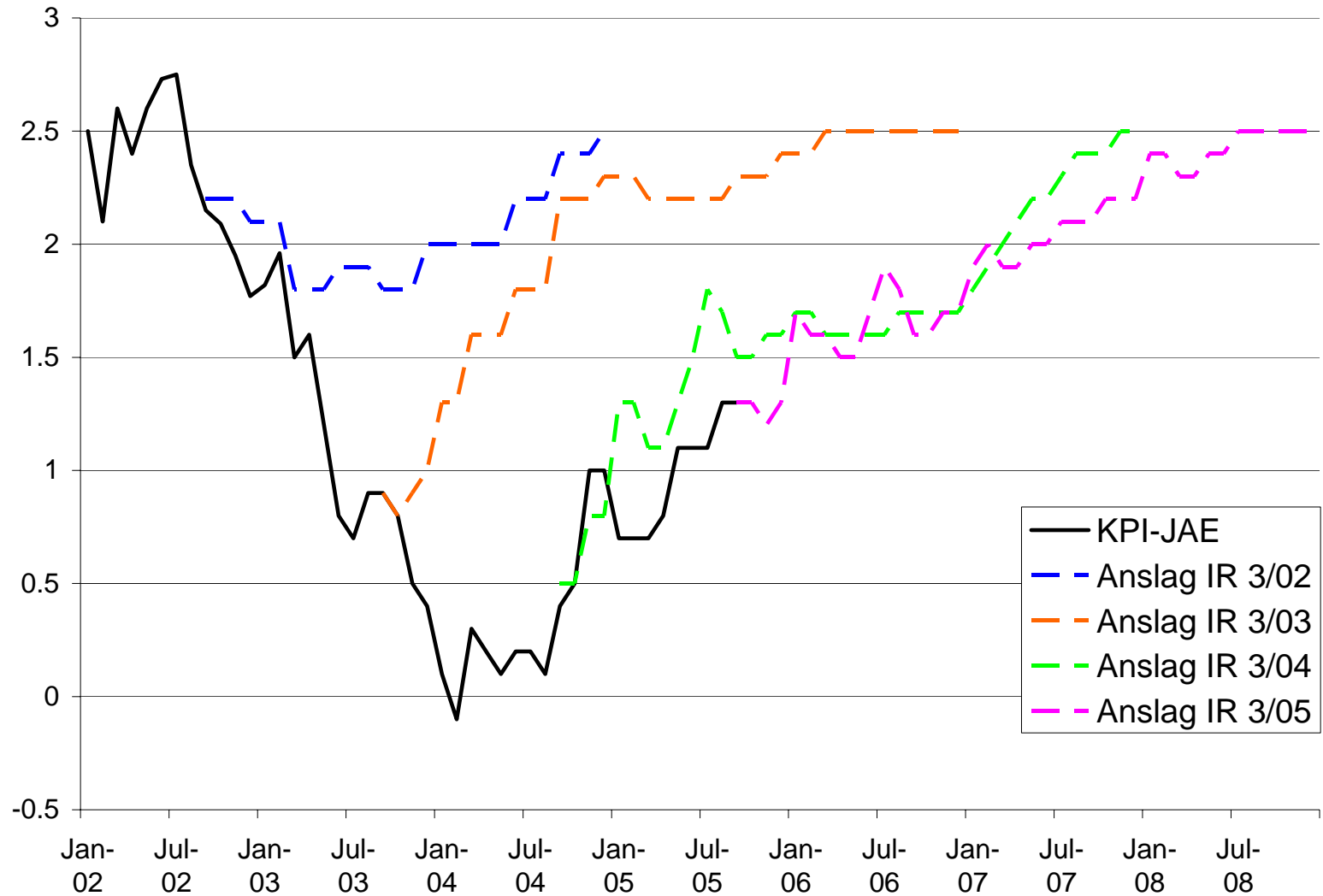
Kilde: Noen utvalgte inflasjonsrapporter (IR) fra Norges Bank.

## Figur 3. Produksjonsgap i realtid. Prosent.



Kilde: "Real time index": Egne beregninger av en historisk indikator på produksjonsgapet, basert på anslag på forskjellige tidspunkt fra Norges Bank og SSB.

**Figur 4.** Årlig vekst i KPIJAE og anslag på forskjellig tidspunkt. Prosent.



# Prisforventninger – på begge sider av målet!

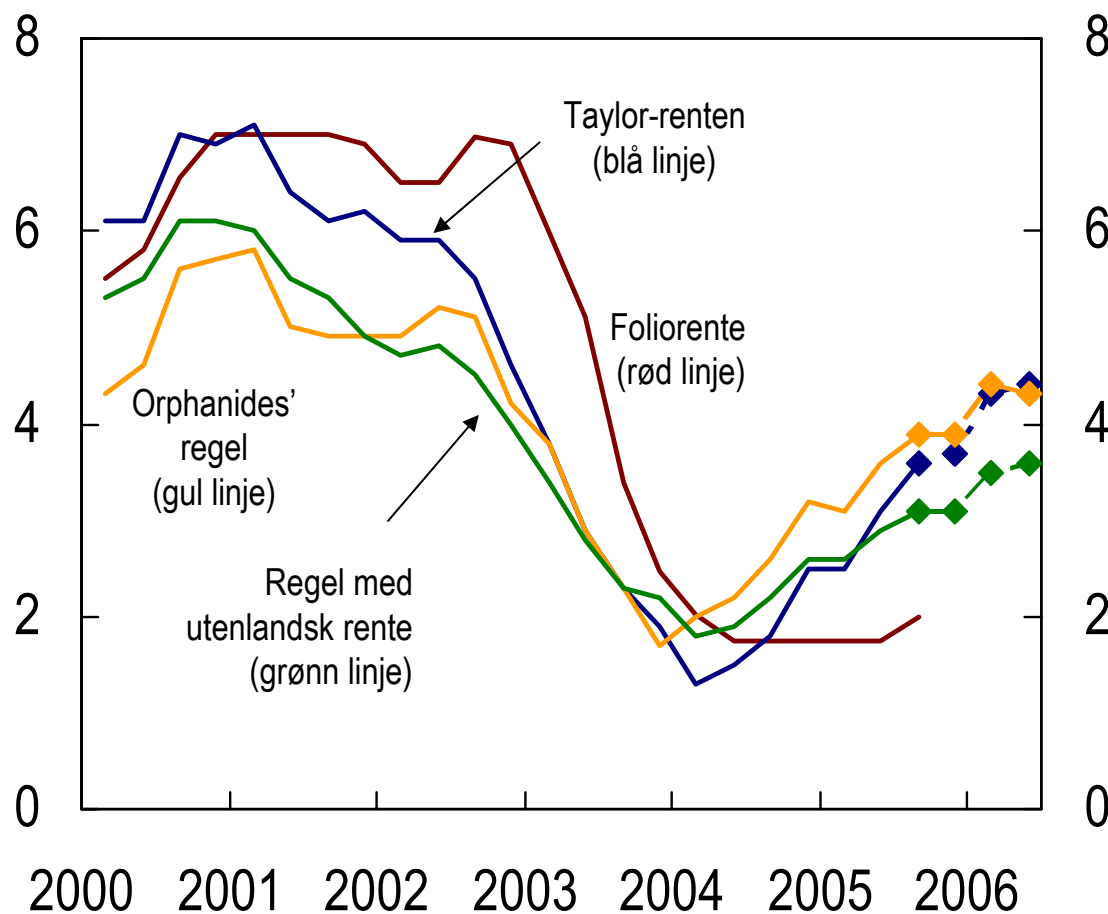
- ✓ Forventningsundersøkelser kan si oss noe om prisforventningene er på inflasjonsmålet og pengepolitikken gjør jobben for oss.
  - ✓ Økonomene og partene i arbeidslivet (arbeidstager- og arbeidsgiverorg.) tror inflasjonen er **under målet** om to år (2 %).
  - ✓ Næringslivslederne tror inflasjonen vil være **på målet** om to år (2,5%), men det har de trodd i flere år.....
  - ✓ Husholdningen har inflasjonsforventninger langt **over målet**. De tror prisene vil stige markert om to-tre år (3,7%), men det har de trodd i alle år. De tror også inflasjonen var høy ifjor...

*Kilde: Gallups forventningsundersøkelse, 3. kvartal 2005*

# Renteregler; Sentralbankens hjelpemidler

- ✓ Politikkreaksjonsfunksjoner - beskriver rentereaksjon på forskjellige fremtidige sjokk.
- ✓ Eksempel: Taylor regel; Renten skal øke når inflasjonen er over målet og produksjon er over sitt trend nivå (potensiell produksjon) og falle når det motsatte er tilfellet.
- ✓ Alternative regler som blant annet tar høyde for endringer i utenlandsrente eller at produksjonsgapet måles med feil og er sårbart for datarevisjoner (Figur 5).

**Figur 5** Foliorente, Taylor-rente, Orphanides' regel og regel med utenlandsk rente. Prosent.



# Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten

(Norges Banks Inflasjonsrapport 3/05)

1. ... Renten må settes slik at inflasjonen beveger seg mot målet.
2. ... Det bør være et rimelig størrelsesforhold mellom inflasjonsgapet og produksjonsgapet frem til disse lukkes.
3. ... Utviklingen i renten, særlig de nærmeste månedene, må gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men realistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen.
4. ... Renten bør endres gradvis, slik at en kan vurdere virkningene underveis.
5. ... *Rentesettingen må også sees i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt.*
6. ... Det kan, som en kryssjekk, være nyttig å vurdere rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler.

# III. Renteregler med formuespriser

- ✓ ... *Rentesettingen må også sees i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt.* (Norges Bank Inflasjonsrapport 3/05)
- ✓ Ingen av rentereglene inkluderer priser på formuesgjenstander.
- ✓ Det å styre formuespriser kan bli for komplisert gitt vår ufullstendige forståelse av hvordan disse bestemmes.
- ✓ Det er ikke utviklingen i bolig- og aksjepriser per se man vil styre, men utviklingen utover et langsiktig (trend) nivå, d.v.s. boblekomponenten.
- ✓ Vanskelig å identifisere boblekomponenter i aksje- og boligpriser, slik at man kan gjøre mer skade enn gagn dersom man prøver å eliminere disse.

# Formuespriser som indikatorer

- ✓ Effekten av renteendringer på makroøkonomiske variable som produksjon, ledighet og inflasjon er heller indirekte og virker med betydelig etterslep.
- ✓ Den mest direkte og umiddelbare effekten av renteendringer ser man i finansielle markeder som i aksje og boligmarkedet, samt i valutamarkedet - særlig i små åpne økonomier som Norges.
- ✓ Ved å virke på formuespriser og avkastning, kan derfor myndighetene påvirke økonomisk adferd slik at de kan nå sine endelige mål.
- ✓ Forståelsen av samspillet mellom pengepolitikken og finansielle markeder blir da helt sentralt i utøvelsen av pengepolitikken.
- ✓ Utviklingen i formuesprisene kan dermed være en nyttig indikator på inflasjon/deflasjonspress (Bernanke og Gertler, 1999).

# Effekter av pengepolitikken på formuespriser

- ✓ Beregninger viser at ett prosentpoengs midlertidig økning i renten vil...

- ...umiddelbart styrke realvalutakursen i Norge med 2-3 prosent

- ...umiddelbart redusere aksjeprisene i Norge med over 10 prosent

- (Bjørnland, 2005; Bjørnland og Leitemo, 2005)

- ✓ Dersom renteøkningen er permanent...

- ... vil boligprisene umiddelbart falle med 2,5 prosent, økende til 3,25 prosent på lang sikt

- (Jacobsen og Naug, 2004).

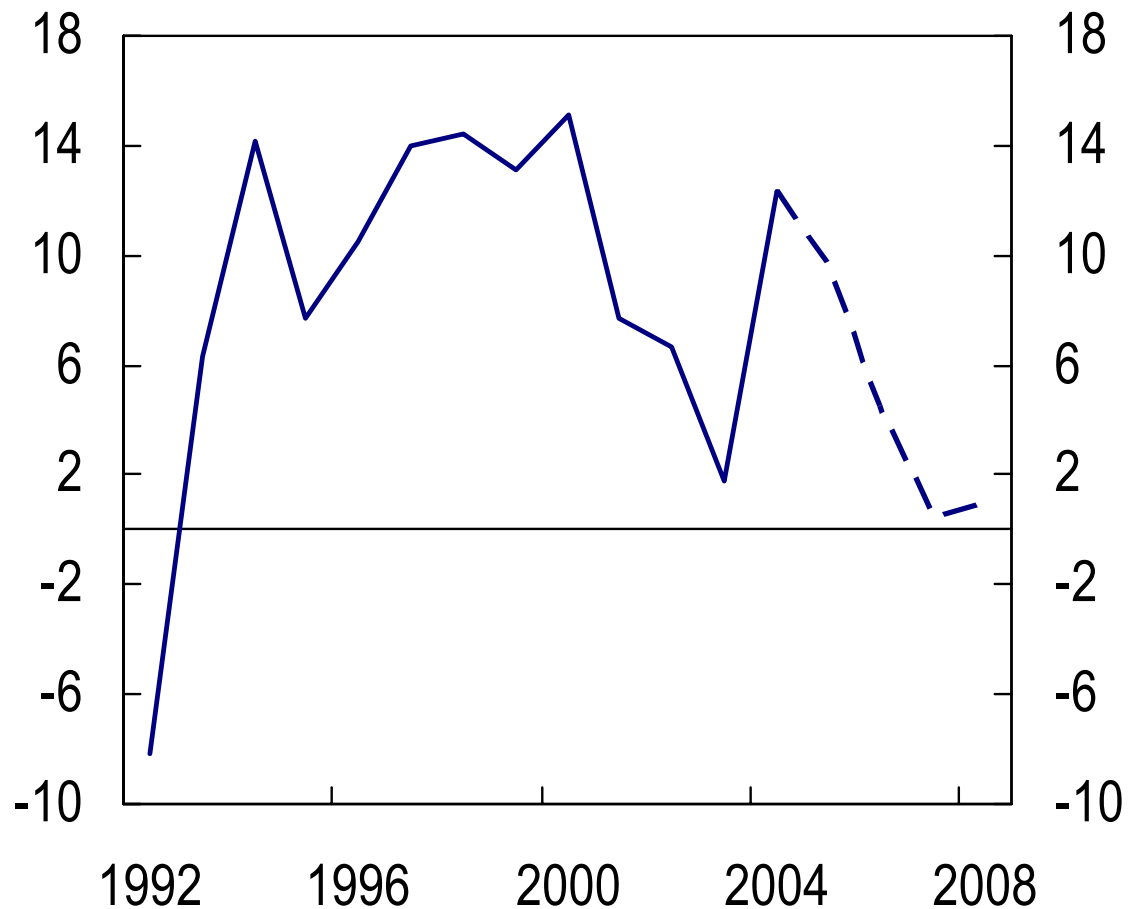
# Høy volatilitet i priser på formuesgjenstander

- ✓ Selv om pengepolitikken påvirker formuespriser, forklarer den relativt lite av de mange og store svingningene man observerer i disse markedene.
- ✓ I Norge har aksjepriser og valutakurser henholdsvis svingt med 5-10 prosent og 2-3 prosent i snitt i måneden.
- ✓ Da vil det kreve mange prosentpoengs endringer i renten skal man klare å stabilisere disse variablene. Det ville i så tilfellet bety en veldig aggressiv pengepolitikk.
- ✓ Boligprisene har mindre kortsiktige svingninger, men har vist en formidabel vekst de siste årene.

# IV. Boligpriser i Norge

- ✓ Boligprisene har steget med 124 prosent fra 1992 til 2004, dvs. en gjennomsnittlig årlig vekst på over 10 prosent.
- ✓ Etter en liten korreks i 2002/2003, har veksten tatt seg opp til 13 prosent i 2004. Prisene ligger an til å vokse med 6 prosent i inneværende år, deretter vil veksten gradvis avta (Figur 6).
- ✓ I et internasjonalt perspektiv er veksten ikke sensasjonell. Boligprisene i Storbritannia har steget med 125 prosent bare siden 1999, dvs. en årlig vekst på rundt 25 prosent.
- ✓ Offentlig debatt i Storbritannia har vært preget av en bekymring for boligprisboble. Fortsatt er det ingen tegn på at en eventuell boble vil sprekke.

**Figur 6. Boligpriser i Norge. Årlig vekst, Prosent<sup>1</sup>**



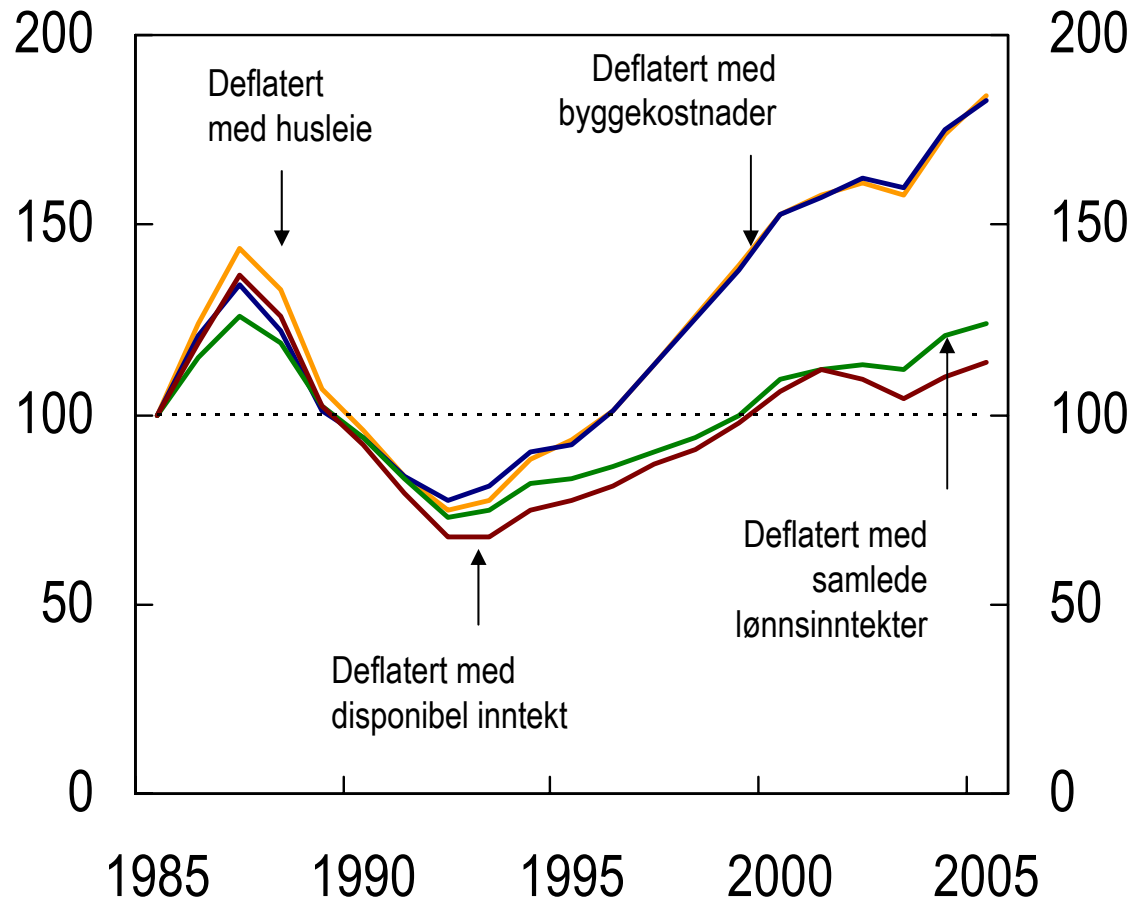
<sup>1</sup>) Fremskrivninger for 2005 – 2008

Kilder: Figur fra Norges Bank Inflasjonsrapport 3/05

# Boble i boligpriser i Norge?

- ✓ Dersom man deflaterer boligprisen med husleieindeks, byggekostnader, samlede lønnsinntekter eller disponibel inntekt blir veksten noe mer moderat (Figur 7)....
- ✓ .... men, boligprisen sett i forhold til disponibel inntekt er fortsatt 16 prosent høyere enn gjennomsnittet for perioden 1985-2005. Er dette en boble?
- ✓ Hva kan sentralbanken gjøre for å unngå at en boble først oppstår og siden sprekker?
- ✓ Følgende regneeksempel illustrerer at det vil kreve en aggressiv pengepolitikk skal sentralbanken korrigere dette.

**Figur 7.** Boligpriser deflatert med husleieindeks i KPI, byggekostnader, husholdningenes disponible inntekt og samlede lønnsinntekter. Indeks, 1985=100.<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005. Kilde: Norges Banks Inflasjonsrapport 3/05

# Ett tenkt scenario

- ✓ For enkelthetsskyld, anta at boligprisene er 10 prosent overvurdert.
- ✓ Anta at en varig økning i renten på ett prosentpoeng (pp) gir en varig reduksjon i boligprisene med 3,25 prosent (i.e. Jacobsen og Naug, 2004).
- ✓ Skal pengepolitikken redusere boligprisen med 10 prosent må renten ha vært satt opp med litt over 3 pp. fra 2003 og har vært på det nivået siden.
- ✓ Tar vi utgangspunkt i figur 1, vil 3 pp økning i renten vil gi minst 1 pp høyere ledighet, 1,5 pp lavere inflasjon og 8-10 prosent sterkere valutakurs. *NB. Effekten vil bli større enn dette jo lengre renten holdes fast.*
- ✓ Tar vi utgangspunkt i dagens tall (10 november 2005), ville da foliorenten ha vært 5,25 (istedenfor 2,25), inflasjonen ha vært 0, ledigheten 5,8 prosent, mens valutakursen ville ha vært om lag 7 kr/EURO og under 6 kr/\$.

# Strukturell vekst i boligprisene (ingen boble)?

- ✓ Lavrentepolitikk – lave lånekostnader. Venter ingen gjentakelse av rentepolitikken fra 1980-tallet.
  
- ✓ Økonomisk gunstig situasjon
  - Høy inntektsvekst, lav arbeidsledighet
  
- ✓ Demografi - Tilflytning til byene
  - Økt levealder, høyere barnekull, stigende skilsmisseandel, økt utdanning, høyere innvandring
  
- ✓ Logistikk – økte transportkostnader. Venter tilflytning til byene
  - Bompenger, bilavgift, bensin.

# Men en korreks med avtagende boligprisvekst vil komme

- ✓ Enorm boligbygging.
- ✓ Tilbud er nå større enn etterspørsel. Mange boliger i et høyt prissjikt står usolgte.
- ✓ Høyere rente.
- ✓ Venter på sikt en konjunkturedgang og stigende ledighet

# Konklusjon

- ✓ For tre år siden var den første figuren i Norges Banks inflasjonsrapport ett plott av valutakursen.
- ✓ Overvaluering av valutakursen var hett samtaleemne i offentlig debatt.
- ✓ I dag har en mulig overvaluering av boligpriser erstattet valutakursen i debatten – men det vil endre seg.
- ✓ Svingningene i formuespriser er høye. Like lite som sentralbanken kan styre valutakurser kan den styre bolig og aksjepriser.
- ✓ Skal pengepolitikken respondere på ubalanser i boligpriser må den endre en lavrentepolitikk for å hindre en overvurdert krone til en høyrentepolitikk for å hindre en overvurdert boligpris. Dette vil føre med seg nye ubalanser i valutakursen. Særlig i en liten åpen økonomi.
- ✓ Boligprisen nyttig indikator for fremtidig inflasjonspress som Norges Bank kan benytte seg av i sine analyser.

# Kilder

- Bernanke, B.S. og M. Gertler (1999), “Monetary Policy and Asset Volatility,” *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Fourth Quarter 1999, 84(4), pp. 17-51.
- Bjørnland, H.C. (2005): “Monetary Policy and Exchange Rate Interactions in a Small Open Economy”, Manuskript Universitetet i Oslo, <http://folk.uio.no/hildecb/papers.html>
- Bjørnland, H.C. og K. Leitemo (2005): “Identifying the Interdependence between US Monetary Policy and the Stock Market”, Manuskript Universitetet i Oslo, <http://folk.uio.no/hildecb/papers.html>
- Jacobsen, D.H. og B.E. Naug (2004) “Hva driver boligprisene?”, *Penger og Kreditt*, 4/2004, Norges Bank.
- Norges Banks Inflasjonsrapport 3/2005.
- Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.