



Gjennomføringen av pengepolitikken

Hilde C. Bjørnland
Universitetet i Oslo

Konferanse om pengepolitikk i Norges Bank, 26. mars 2004

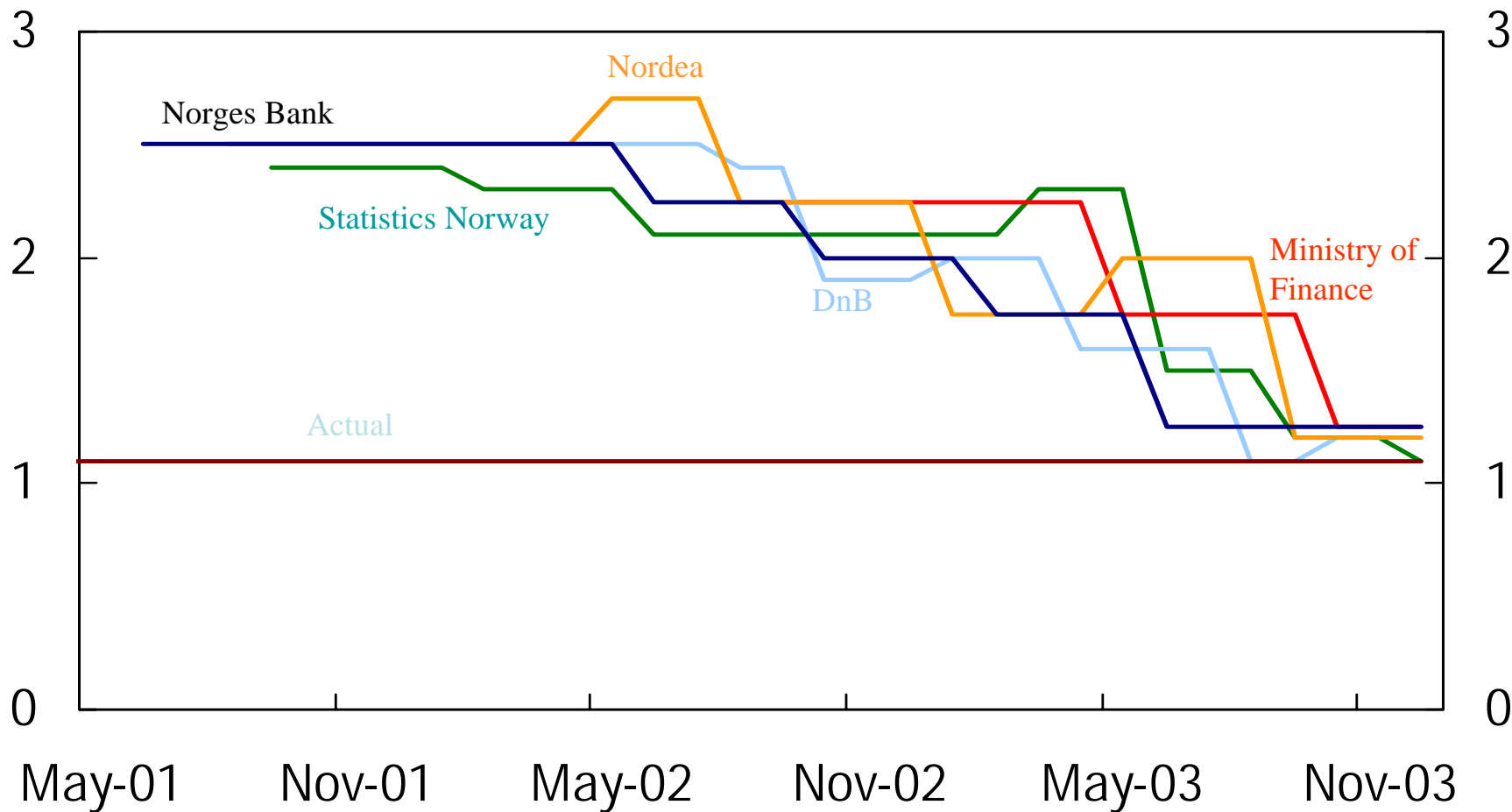
Momenter

- Ex-ante politikkfeil
 - Rentedifferanse mot utlandet i 2001 åpner for betydelig gevinst ved kjøp av krone i nytt pengepolitisk regime
 - Undervurderte renteeffekten på valutakurs og KPI
 - For stram pengepolitikk i 2002 – problemer i 2003 og 2004
- Pengepolitikken i 2003 gir gode vekstutsikter, men...
 - Nå er tiden for å utvide tidshorisonen
 - Se på flere indikatorer på inflasjon for fordelingen av risiko
 - KPI-JAE, en innskrenkning av frihet i forhold til mandatet
 - Produksjonsgap en usikker indikator som kan gi betydelige feilkilder

Et sannsynlig scenario

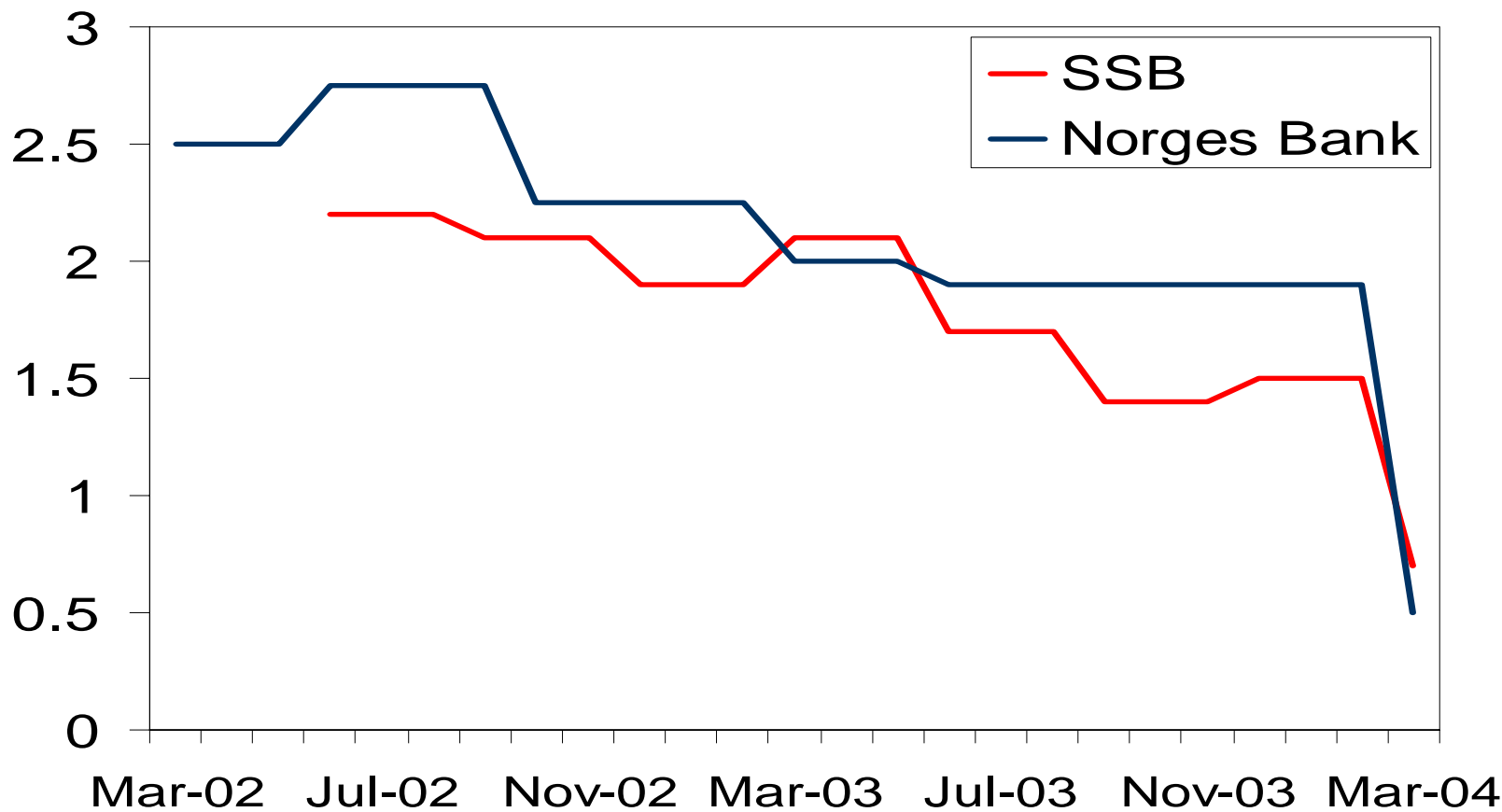
- Markedet observerer høy rentedifferanse i nytt pengepolitisk regime, mulighet for gevinst
- Høy rentedifferanse mot utlandet kan gi vedvarende økning i valutakursen
 - Bjørnland og Hungnes: 3-4pp rentedifferanse mot Euroland kan gi 8-10% appresiering av valutakurs innen et år
 - Skiftberegninger: 10% appresiering vil isolert sett redusere inflasjon med 1,5pp innen ett år (SSB).
 - Mulig scenario ex ante: Inflasjonen kan gå fra 2,7% (jun-02) til 1,2% (jun-03), mot faktisk inflasjon på 0,8% i juni 2003 målt ved KPI-JAE.
 - Norges Bank: Effekten noe redusert og skjøvet ut i tid

Figur 1. CPI-ATE projections for 2003 made at different times. Pct.



Sources: Statistics Norway, Ministry of Finance, DnBNOR, Nordea and Norges Bank

Figur 2. Anslag for KPI-JAE i 2004 gitt på forskjellige tidspunkt. Prosent



Prognosefeil

- Beslutningsfeil ex-ante:
 - Effekt av rentedifferanse på valutakurs og dermed KPI undervurdert
 - For stram pengepolitikk i 2002 – mot andres vurdering
- Beslutningsfeil ex-post:
 - Lavere utenlandspriser (men har mye med valutakurs å gjøre)
 - Andre uforutsette hendelser – er ofte betydelige
- Norges Banks vurdering i årsrapport
 - ”Press i økonomien tilsier stram pengepolitikk. Lavere vekst i internasjonal økonomi enn ventet”. Fraskrivelse av ansvar?

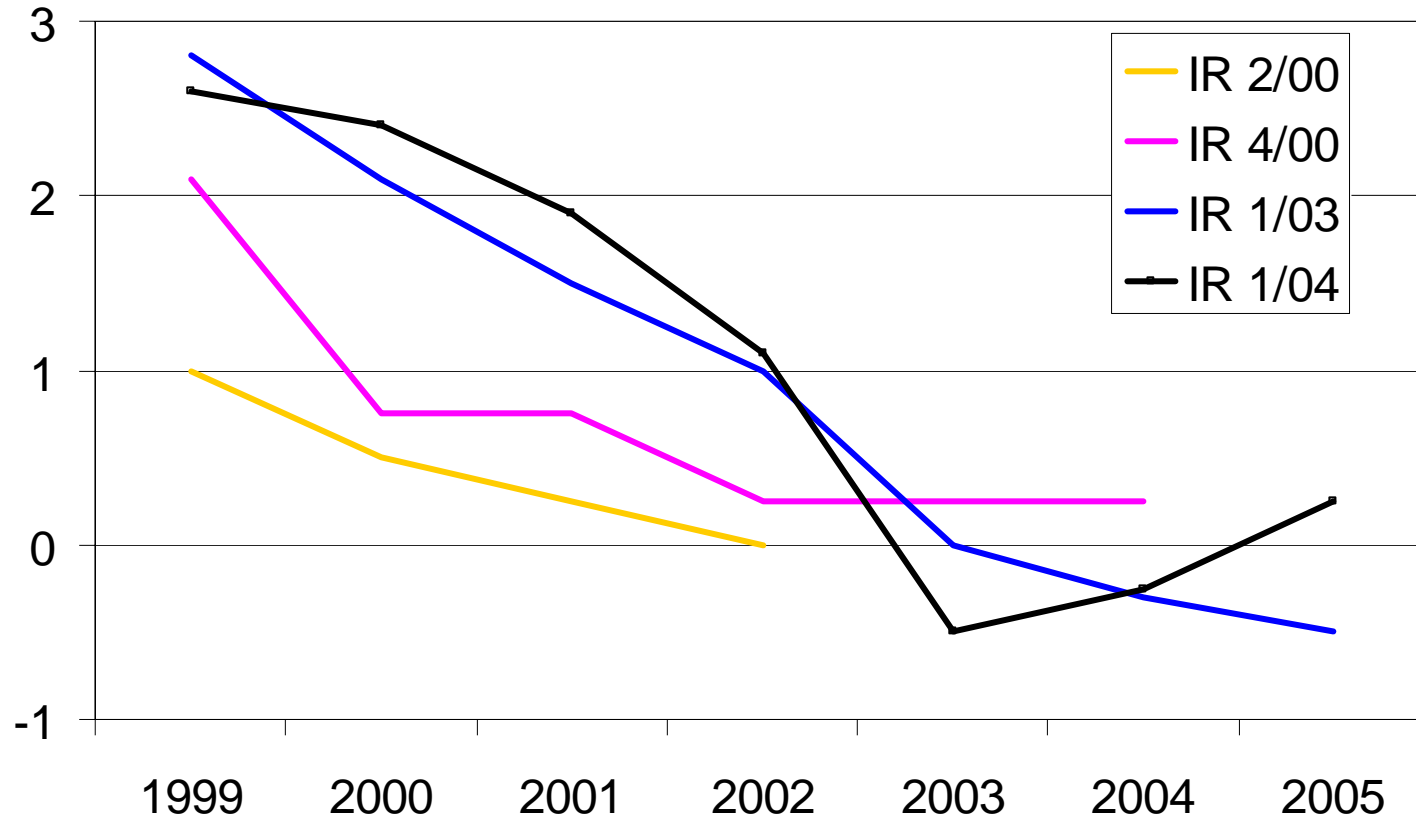
Utsikter fremover

- Pengepolitikk i 2003 gir gode vekstutsikter....
-men nå er tiden for å gå mer gradvis frem
- Utvide tidshorisonten – i tråd med *lags* av effekter
- Se på flere inflasjonsindikatorer for å vurdere fordelingen av risiko
 - Mye av den lave inflasjon man observerer i Norge i dag skyldes en del spesielle faktorer på tilbudssiden.
- KPI-JAE lavere enn et bredt mål - pengepolitikk for ekspansiv relativt til underliggende inflasjon
- Kan utvide fleksibiliteten i mandatet ytterligere ved å se vekk fra særskilte sjokk med midlertidige effekter

Produksjonsgapet – en usikker indikator

- Stabilitet i produksjon også et overordnet mål
- Produksjonsgap skal måle differansen mellom produksjon og potensiell produksjon – som er aktivitet som sikrer stabil inflasjon
- I praksis – en glatt trend – ingen forankring i teori
- Stor variasjon i realtid. Revideres stadig (fig 3 og 4)
- Høykonjunkturer kan ende opp som lavkonjunktur og vice versa

Figur 3. Anslag på produksjonsgap, forskjellige tidspunkt



Figur 4. Produksjonsgap i realtid



Kilde: "Real time index": Beregnet historisk indikator på produksjonsgapet, basert på anslag på forskjellige tidspunkt fra Norges Bank og SSB