



Passer inflasjonsmålstyringen Norge?

Hilde C. Bjørnland
Universitetet i Oslo

*Foredrag på konferansen Samfunn og Økonomi i regi av
Sparebankforeningen i Norge,
Radisson SAS Plaza Hotel, 22. oktober 2004*

Inflasjonsstyring passer for små åpne økonomier – men utfordringer på veien

- Om lag 20 land (mange råvarebaserte) følger inflasjonsmål i pengepolitikken; New Zealand (1990), Canada (1991), Storbritannia (1992), Sverige og Australia (1993)... Norge (2001)
- **New Zealand, Storbritannia og Sverige, 'best practice'**
- USA, Japan og Europeiske sentralbank rangert lengre nede. Mangel på eksplisitte mål og liten grad av åpenhet (transparens) gir liten grad av ansvarliggjørelse
- 'Best practice' betyr ikke nødvendigvis at man til en hver tid når inflasjonsmålet
- 'Best practice' øker mulighetene for å komme seg til målet

Oversikt

- Prinsipper til grunn for rentesettingen
- Pengepolitikken og valutakurs gitt dagens økonomiske situasjon
- utfordringer fremover for pengepolitikken. Grunn til bekymring?

I. Prinsipper til grunn i rentesettingen

- Fleksibelt inflasjonsmål
 - Stabilisere inflasjonen rundt et eksplisitt lavt, men positivt tall
 - Vekt også på å stabilisere produksjonsgapet, dvs. stabilisere produksjonen rundt et mål

- Pengepolitikk virker med etterslep på produksjon og inflasjon

- Må se fremover - prognoser

- Bestemme en rentebane så prognoser på inflasjon og produksjonsgap ser 'bra' ut

- Inflasjonen skal nå målet og produksjonsgapet være null over tid

Pengepolitikk i praksis

- Prosessen med å lage prognoser og bestemme en bane for renten slik at man kan nå inflasjonsmålet er komplisert. Krever data, analyser, modellarbeid og skjønn
- Pengepolitikk virker gjennom **forventninger** om fremtidig rentesetting
- Forventninger om fremtidig inflasjon og produksjon bestemmer i stor grad privat sektors prising og produksjonsbeslutninger i dag
- Pengepolitikk handler om hvordan man kan styre forventninger
- Eksplisitte mål og åpenhet er derfor viktig for sentralbanken
- Gir en ansvarliggjørelse, som øker insentiver for å nå målene

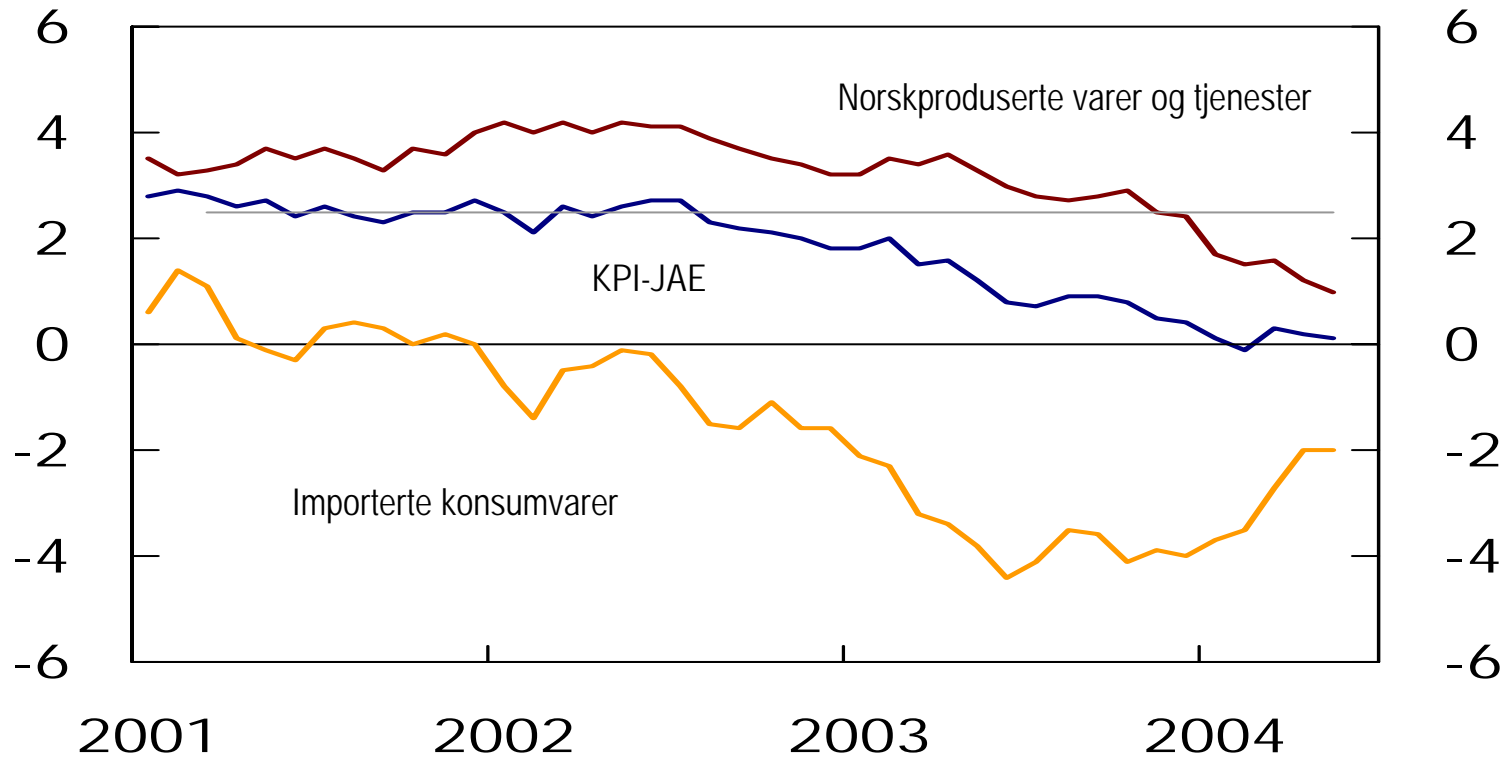
Renten som styringsvåpen

- Renten virker først og fremst gjennom låne- og sparebeslutninger
- Reduserer disponible inntekter til husholdninger med gjeld. Etterspørselen etter varer og tjenester faller, og med det prispresset
- **Kronen** styrker seg, importvarer blir billigere mens eksport blir dyrere. Importpriser direkte effekt på inflasjon
- Konkurranssevnen til konkurranseutsatt sektor blir dårligere. Lønnsomheten går ned og arbeidsledighet øker
- Økt arbeidsledighet demper fremtidig lønnsvekst og dermed inflasjon

II. Gjennomføringen av pengepolitikken

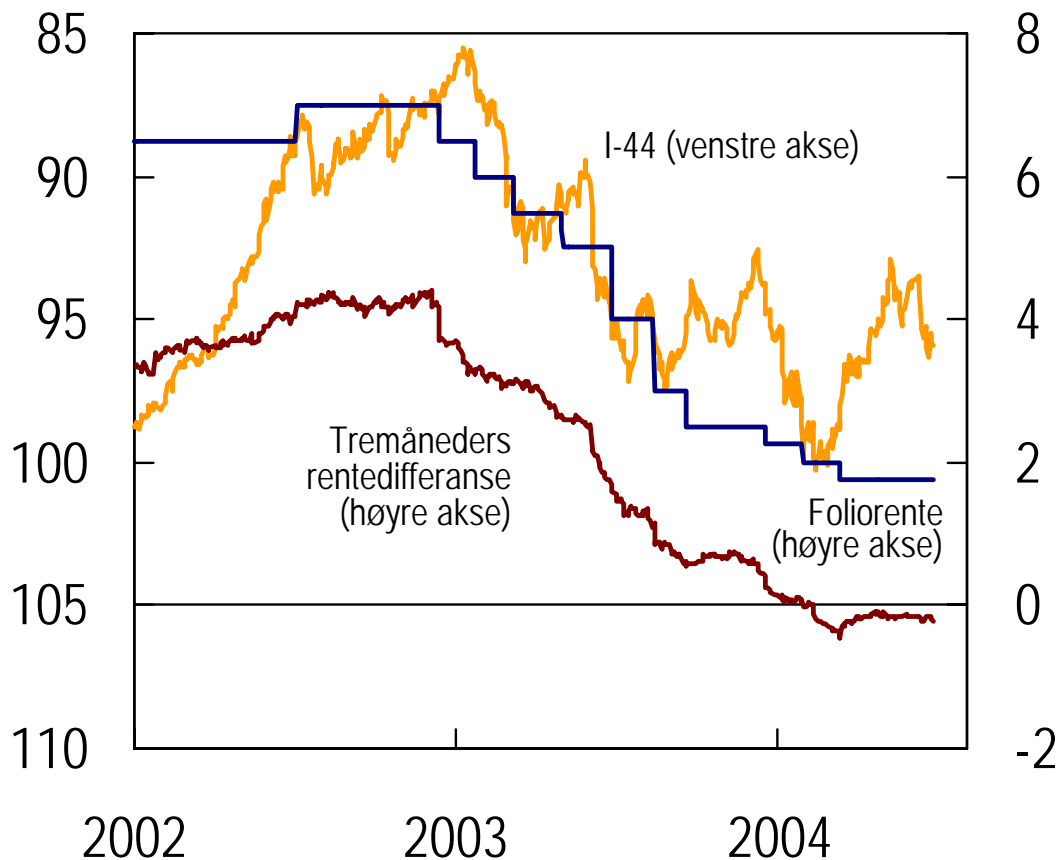
- De to første årene etter innførselen av mandatet holdt KPI-JAE seg nær målsettingen om 2,5%. Siden 2003 har inflasjonen falt og ligger nå under 0,5 % på årsbasis (figur 1)
- Lav rente har gitt betydelig stimulans til realøkonomien, men fortsatt lite tegn til prisvekst. Arbeidsledigheten har i liten grad falt
- Norges Bank: 'Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier også at vi ikke skal ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp'
- Vanskelig å leve med betydelig rentedifferanse mot utlandet (figur 2). Vedvarende effekt på valutakurs (Bjørnland og Hungnes 2002)
- Studier viser at man ikke kan stabilisere den reelle valutakursen uten å øke volatiliteten i rente, produksjon og inflasjon betydelig

Figur 1. KPI-JAE. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolvmånedersvekst. Prosent.



Kilder: Norges Bank IR 2/04

Figur 2. Importveid kronekurs¹⁾, foliorenten og tremåneders rentedifferanse mot handelspartnerne.



¹⁾ Stigende kurve betyr sterkere kronekurs

Kilde: Norges Bank

'Improved practice'

- Norges Bank har økt sin åpenhet rundt grunnlaget for de pengepolitiske beslutningene det siste halve året
- Offentliggjør hovedstyrets strategi for pengepolitikken (strateginotatet) som en del av inflasjonsrapporten ved inngangen til perioden
- Mer fleksibel tidshorisont, 1-3 år
- Den presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi
- Men det handler også om å nå målet!

III. Utfordringer fremover

Valutakurs

- **Valutamarkedet og valutakursen kan være en viktig kanal for pengepolitikken...**
 - Valutakursen har vesentlig betydning når renten blir fastsatt fordi kursen påvirker inflasjon og produksjon. Kan nå målet raskere
 - Vanskelig å bestemme valutakursen, selv om rentedifferansen har langsiktig effekt

- **Kombinasjonen av inflasjonsmål og fleksibel valutakurs gir også utfordringer...**
 - For en liten åpen økonomi kan utviklingen i valutakursen i stor grad bestemmes av konjunkturutviklingen i store økonomier; USA
 - Økende budsjettunderskudd i USA med et potensielt fall i dollar vil isolert sett styrke kronen og dempe inflasjonen
 - Krever mer ekspansiv pengepolitikk i mange land, når man i utgangspunktet skal stramme inn

Deflasjonsutsikter?

- Liten fare for likviditetsfelle; dvs. at renten er på et minimum, mens realrenten (nominell rente minus forventet inflasjon) fortsatt er høy
 - Økonomien blir fanget i en resesjon, der sentralbanken ikke har mulighet til å kutte nominell rente ytterligere.

- Optimal pengepolitikk å kutte realrenten ved å skape høyere inflasjonsforventinger

- Realrenten i Norge er historisk lav; $R_t = 1,5$; $R_{t+1} = 0,9$; $R_{t+2} = 0,3$

- Usikker virkning av høy oljepris:
 - Oljepenger fosser inn! Kan gi økte inflasjonsforventninger og renteforventninger i dag (til tross for konstant styringsrente), og press på kronen. Kontraktiv effekt på økonomien, lave importpriser demper inflasjonsforventningene. Nettoeffekt lik null?

 - Oljedrevet nedgangskonjunktur i resten av verden?

Oppsummering

- Norges Bank har ligget under inflasjonsmålet de siste to årene. Samtidig har gjennomføringen av pengepolitikken blitt stadig mer åpen og går i retning av 'best practice'
- Mange skjær i sjøen ... valutakurs, oljepris. Kan ta tid å få opp inflasjonen
- Utsikter til fortsatt lav inflasjon
- Ubalanser i økonomien?
- Når rentene kommer opp, vil de som har høy gjeldsbelastning merke dette sterkt (unge)