

# INTERNASJONALE ERFARINGER MED INFLASJONSMÅL – NEW ZEALAND, STORBRIANNIA OG SVERIGE

Kjersti Haare Morka, student, Internasjonal avdeling i Norges Bank\*

Et eksplisitt inflasjonsmål innebærer at de pengepolitiske virkemidlene innrettes mot å holde inflasjonen lav og stabil innenfor et spesifisert mål. Denne artikkelen presenterer erfaringer fra tre av landene som siden 1990 har innført eksplisitt inflasjonsmål. De tre landene er New Zealand, Storbritannia og Sverige. Siden innføringen av inflasjonsmålet har alle de tre landene erfart en sterk reduksjon i inflasjonen. BNP-veksten de siste årene har vært relativt høy. Arbeidsledigheten er redusert de seneste årene både i New Zealand og Storbritannia, men den er fremdeles relativt høy i alle de tre landene. I forbindelse med omleggingen til inflasjonsmål har de tre sentralbankene fått mer selvstendighet, med full kontroll over sine respektive renter, slik at «arbeidsdelingen» i den økonomiske politikken er klarere enn tidligere.

## 1 Innledning

Med et eksplisitt inflasjonsmål som nominelt anker i pengepolitikken, styrer sentralbanken renten mot å holde inflasjonsraten innenfor et spesifisert mål. Renten heves hvis det er nødvendig å dempe inflasjonen, mens renten reduseres hvis det er tegn til at inflasjonen vil komme under målet.

Selv om Keynes allerede for 75 år siden foreslo at pengepolitikken burde innrettes mot å holde inflasjonen stabil og lav,<sup>1</sup> er det først det siste tiåret at utviklingen av økonomisk-teoretiske modeller for inflasjonsmål har skutt fart. Siden 1990 har blant andre New Zealand, Canada, Storbritannia, Sverige, Finland, Australia og Spania innført eksplisitt inflasjonsmål for pengepolitikken.

Denne artikkelen fokuserer på tre lands erfaringer med inflasjonsmål:

- New Zealand, fordi det var det første landet som innførte inflasjonsmål, og fordi det siden har tjent som et eksempel for de andre landene. I tillegg er New Zealand, som Norge, en liten råvarebasert økonomi.
- Storbritannia og Sverige, fordi de er nære handelspartnere til Norge. Utviklingen i disse landene kan få betydning for vårt konkurranseutsatte næringsliv.

Etter et kort avsnitt om hvordan sentralbanken påvirker inflasjonen, presenteres de valg landene har tatt med hensyn til rammeverket for inflasjonsmål i avsnitt 3. Deretter presenteres landenes erfaringer med utvikling i inflasjonen i avsnitt 4, realøkonomiske variable i avsnitt 5, renter i avsnitt 6 og valutakurs i avsnitt 7. I avsnitt 8 følger en oppsummering av de viktigste konklusjonene.

## 2 Hvordan påvirker sentralbanken inflasjonen?

Sentralbankens viktigste pengepolitiske virkemiddel under inflasjonsmål er styringsrenten. Hvis sentralbanken finner i sine prognoser at det er utsikter til at inflasjonen kan overskyte målet, vil de heve renten for å dempe inflasjonspresset. Omvendt vil de redusere renten hvis det ser ut som om inflasjonen vil komme under målet. Det er vanlig å anta at pengepolitikken, det vil si renteendringer, virker på inflasjonen gjennom tre hovedkanaler:<sup>2</sup>

\* Artikkelen er basert på forfatterens hovedoppgave med tittel: «Inflasjonsmål for pengepolitikken. Teori og erfaringer.» Takk til Øistein Røisland, Kari-Mette Brunvatne, Anne Berit Christiansen, Nils Eide, Karsten Stæhr og Anders Svør for nyttige kommentarer. Forfatteren er selv ansvarlig for alle synspunkter og gjenstående feil i artikkelen.

<sup>1</sup> Sitat fra King (1998): s. 1: «... in December 1923, Keynes gave a lecture to the National Liberal Club in which he talked about "the triple evils of modern society". From the notes he used for that lecture - printed in his Collected Writings - we can see that Keynes regarded the evils as, first, the "vast enrichment of individuals out of proportion to any services rendered"; second, the "disappointment of expectations and difficulty of laying plans ahead"; and, third, "unemployment".» s. 12: «The solution, Keynes suggested, was to set monetary policy to hit a target for prices, or a low, and stable inflation rate. He argued 75 years ago that monetary policy should be devoted to regulating the supply of money so that "the index number of prices will never move far from a fixed point".»

<sup>2</sup> Se for eksempel Ball (1997) for en enkel økonomisk modell som illustrerer disse kanalene for transmisjon av pengepolitikken.

*Forventningskanalen.* Det eksplisitte inflasjonsmålet fungerer som et nominelt anker i pengepolitikken ved å binde publikums inflasjonsforventninger. Pengepolitikken vil påvirke inflasjonsforventningene, som i sin tur vil påvirke faktisk inflasjon gjennom pris- og lønnsdannelsen. Dersom sentralbanken fører en troverdig politikk, vil publikum forvente lav og stabil inflasjon i tråd med inflasjonsmålet.

*Den aggregerte etterspørselskanalen.* Renteendringer vil påvirke samlet etterspørsel gjennom investeringer og konsum, og endringer i valutakursen - som følge av renteendringer - vil påvirke etterspørselen etter konkurranseutsatte varer. Gjennom den aggregerte etterspørselskanalen vil inflasjonen dermed påvirkes ved endringer i produksjonsnivå. En strammere politikk, med økt rente, vil gjennom økt realrente og appresiert valutakurs gi lavere produksjon etter noe tid. Etter ytterligere noe tid vil dette bidra til lavere inflasjon. Empiriske undersøkelser viser at det meste av effekten gjennom denne kanalen kan komme etter 1 ½ til 2 år.<sup>3</sup>

*Valutakurskanalen.* Endringer i valutakursen påvirker prisnivået på importerte varer som inngår i konsumprisindeksen. I teorien antas det at økt rente gir en øyeblikkelig appresiering av valutakursen, som etter noe tid slår ut i redusert inflasjon. I praksis kan denne effekten gjennom valutakurskanalen komme etter noen måneder.

For en effektiv utførelse av pengepolitikken er det viktig at publikum har tiltro til sentralbanken. Høy troverdighet tilsier at renteendringer får de ønskede konsekvenser og at perioden før renteendringene får full effekt, er kort. Etter manges oppfatning er åpenhet fra sentralbankens side viktig for at publikum skal ha tiltro til at sentralbanken utfører sin oppgave tilfredsstillende.

Hvis sentralbanken har et *strengt* inflasjonsmål, styres renten kun med hensikt å holde inflasjonen innenfor målet. De renteendringer som er nødvendige for å oppnå dette, kan gi stor variasjon i aktivitetsnivået i økonomien. I tillegg kan resultatet bli stor variasjon i reell valutakurs, og dermed store endringer i etterspørselen etter varer produsert i konkurranseutsatt sektor. Med et *fleksibelt* inflasjonsmål vil sentralbanken imidlertid også ta noe hensyn til utviklingen i for

eksempel BNP, arbeidsledigheten eller valutakursen.

### 3 Rammeverk for inflasjonsmålet

I New Zealand og Storbritannia er det statsmyndighetene som bestemmer inflasjonsmålet, mens sentralbankene er ansvarlig for å oppnå målet. Sentralbankene er frie til selv å bestemme når og med hvor mye renten skal endres. På fagspråket sies det at de har operasjonell uavhengighet. I Sverige står sentralbanken i en enda sterkere stilling. I tillegg til operasjonell uavhengighet, er den fri til selv å bestemme det spesifikke inflasjonsmålet.

I alle de tre landene har sentralbankene altså fått større uavhengighet etter overgangen til regime med inflasjonsmål. I New Zealand fikk sentralbanken operasjonell uavhengighet samtidig med innføringen av inflasjonsmålet ved at det ble innført ny sentralbanklov, Reserve Bank Act av 1989. I Storbritannia fikk ikke sentralbanken kontroll over renten før i mai 1997 ved skifte av regjering.<sup>4</sup> I årene før hadde det vært adskillige diskusjoner mellom sentralbanksjefen og finansministeren om renteendringer. Generelt ville ikke finansministeren gjøre seg «upopulær» med rentehevinger, mens sentralbanksjefen la mer vekt på å dempe den antatte fremtidige økningen i inflasjonen. Arbeidsdelingen er nå fastsatt i ny sentralbanklov, Bank of England Act av juni 1998. I Sverige ble det 1. januar i år innført ny sentralbanklov hvor det spesifiseres at Riksbankens oppgave er å «opprettholde en fast pengeverdi».

Før et eksplisitt inflasjonsmål kan innføres, må det utarbeides en definisjon av målet. Det innebærer å bestemme hvilken prisindeks som skal brukes ved måling av inflasjonen, om målet skal være et punkt eller et intervall, nivå på målet samt eventuell bredde på intervallet. I tabell 1 presenteres landenes valg.

New Zealand har et målintervall med en bredde på 3 prosentpoeng. Storbritannia og Sverige har et punktmål med toleransegrenser på begge sider av målet, slik at det i praksis fungerer som et intervall med 2 prosentpoengs bredde. De forskjellige breddene på intervallet kan reflektere forskjellige oppfatninger av den minst mulige variasjonen i

<sup>3</sup> Se for eksempel Svensson (1998a) eller Ball (1997).

<sup>4</sup> Se George (1999).

**Tabell 1. Rammeverk for inflasjonsmål i de ulike landene**

	New Zealand	Storbritannia	Sverige
<b>Inflasjonsmål innført</b>	Februar 1990	Oktober 1992	Januar 1993
<b>Nåværende mål</b>	0-3 prosent	2,5 prosent (+/-1 prosentpoeng)	2 prosent (+/-1 prosentpoeng)
<b>Nåværende målindeks</b>	Konsumprisindeksen utenom kredittjenester - CPIX	Detaljprisindeks fratrukket betaling av pantelånsrente – RPIX	Konsumprisindeksen, med mulighet for å utelate endringer i rentekostnader, indirekte skatter eller subsidier.
<b>Inflasjonsrapport publiseres</b>	Kvartalsvis siden mars 1990	Kvartalsvis siden februar 1993	Kvartalsvis siden oktober 1993

inflasjonsraten. Et smalt intervall kan bety at det er risiko for at målet brytes fra tid til annen, mens et bredt intervall kan tolkes som at sentralbanken er mindre forpliktet til målet.

Som målindeks er det vanlig å velge en variant av konsumprisindeksen, fordi denne er mest kjent blant publikum. Landene har spesifisert faktorer som ekskluderes fra målindeksen. Felles for de tre landene er utelatelse av lånekostnader, hvor hensikten er å forhindre politikk-korreksjoner av kortsiktige renteendringer.

Landene har valgt å spesifisere målet som en positiv inflasjonsrate og altså ikke null inflasjon. En grunn kan være at det er vanskeligheter knyttet til korrekt måling av inflasjonen, ved at blant annet vektene i konsumprisindeksene ikke blir justert kontinuerlig etter hvert som konsumsammensetningen endres. Resultatet kan bli at inflasjonen overvurderes.<sup>5</sup> Hvis inflasjonen ligger nær nedre grense i intervallet og i tillegg er overvurdert, kan det hende at faktisk inflasjon er negativ, slik at det egentlig er deflasjon. Konsumentene vil da forvente at varene blir billigere i fremtiden, samtidig som oppsparte midler stadig blir mer verdt. Dermed vil incentivene til å utsette konsum være sterke, etter-spørselelen går ned og BNP-veksten kan svekkes. Med uendret nominell rente, vil realrenten øke ved deflasjon. Resultatet kan bli reduserte realinvesteringer, som også bidrar til redusert BNP-vekst.

På den annen side, hvis inflasjonen er høyere enn målet, kan inflasjonsforventningene øke, spesielt hvis regimet er nytt og i ferd med å opparbeide troverdighet. Høyere inflasjonsforventninger kan føre til økt lønnsvekst og dermed høyere inflasjon, slik at resultatet kan bli en «selvoppfyllende spådom». Det gjelder særlig hvis arbeidsmarkedet er stramt. Da negativ nominell lønnsvekst er lite

sannsynlig, vil et brudd på nedsiden av intervallet ikke gi alvorlige konsekvenser for lønnsveksten, selv om inflasjonsforventningene reduseres.

Alle de tre sentralbankene publiserer kvartalsvise inflasjonsrapporter hvor de blant annet redegjør for sine inflasjonsanslag. Som nevnt i avsnitt 2, tar det en viss tid fra politikken implementeres til den får effekt på inflasjonen. Derfor er det, etter manges oppfatning, viktig med åpenhet fra sentralbankens side. Publikasjon av inflasjonsrapporter er med på å heve graden av åpenhet. Hvis inflasjonen ikke treffer målet, skal sentralbanken, *ideelt sett*, kunne vise til sine inflasjonsrapporter og argumentere for at de likevel har utført sin oppgave tilfredsstillende. Dermed kan det forhindres at troverdigheten svekkes. For New Zealands sentralbanksjef er dette spesielt viktig, da han kan avsettes hvis inflasjonen avviker fra målet. I Storbritannia må avvik på mer enn 1 prosentpoeng forklares i et åpent brev til myndighetene, og i Sverige må Riksbanken gi en egen forklaring til regjeringen av hvorfor inflasjonen er utenfor toleransegrensene.

#### 4 Sterk reduksjon av inflasjonen<sup>6</sup>

New Zealands bakgrunn for innføring av inflasjonsmål var en lang periode med inflasjonsrater på mellom 10 og 20 prosent. Fra 1985 ble omfattende økonomiske reformer påbegynt, samtidig som en disinflasjonsprosess ble satt i gang. Inflasjonen falt raskt fra nesten 20 prosent i midten av 1987 til 4 prosent i begynnelsen av 1989. Ved innføring av inflasjonsmålet i februar 1990 var derimot inflasjonen på nesten 7 prosent, grunnet økt moms.

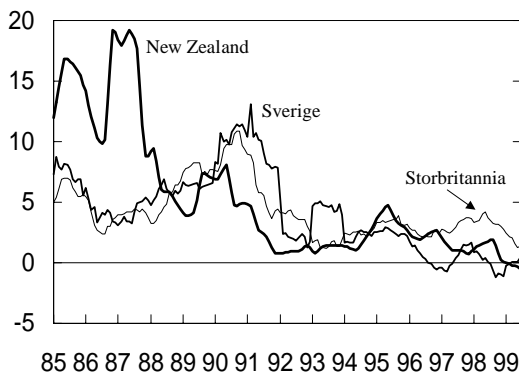
<sup>6</sup> Hovedkilder for avsnitt 4-6 er Mishkin og Posen (1997) for New Zealand og Storbritannia og OECD Economic Outlook No 53-64, 1993-1998 for Sverige.

<sup>5</sup> Se for eksempel Moulton (1996).

Storbritannia og Sverige hadde ganske lik bakgrunn for innføringen av inflasjonsmålet. Begge land hadde fastkurspolitikk fram til slutten av 1992. Storbritannia var med i ERM (exchange rate mechanism), mens Sverige styrte etter fast valutakurs mot ecu. Etter en valutakrise gikk Storbritannia ut av ERM 16. september 1992, mens Sverige måtte la kronen flyte 19. november samme år. Det nominelle ankeret for pengepolitikken var dermed tapt for begge land. Storbritannia innførte raskt inflasjonsmål i oktober 1992, og Sverige fulgte etter i januar 1993.

Figur 1 viser utviklingen i inflasjonen for de tre landene fra 1985 til juni 1999.

**Figur 1.** Vekst i konsumprisindeksene i New Zealand, Storbritannia og Sverige. Prosentvis vekst fra samme måned året før.



Både Storbritannia og Sverige var gjennom en periode med høy konsumprisvekst før innføringen av inflasjonsmålet. Etter en sterk høykonjunktur på 1980-tallet ble kapasitetsgrensen nådd, og økt etterspørsel slo ut i økte priser istedenfor økt produksjon. Inflasjonen økte fram til begynnelsen av 1990-tallet, før stram penge- og finanspolitikk gav rask reduksjon av konsumprisveksten.

I New Zealand holdt inflasjonen seg godt innenfor det daværende målet på 0-2 prosent fram til slutten av 1994. Det var vanskelig å beregne effekten av pengepolitikken fordi inflasjonsforventningene var kraftig redusert, se avsnitt 6. I tillegg var konsekvensen av de økonomiske reformene at muligheten for høye lønnsoppgjør var begrenset. Dette gav mulighet for slakkere politikk enn før uten fare for økt konsumprisvekst. Relativt høy BNP-vekst fra 1993, se avsnitt 5, gav økt inflasjonspress, men betydningen av faktorene nevnt

over ble muligens overvurdert, for pengepolitikken ble ikke strammet til før i midten av 1994. Som nevnt tidligere tar det en viss tid før politikkendringer får effekt på inflasjonen. Tilstrammingen i politikken, med økt kortsiktig rente og appriert valutakurs, kunne derfor ikke forhindre at veksten i konsumprisindeksen brøt båndet på 0-2 prosent i slutten av 1994. Konsumprisveksten begynte å avta fra midten av 1995, men årsveksten dette året ble på hele 3,8 prosent, se tabell 2. I mars 1996 var konsumprisveksten igjen innenfor målintervallet, se figur 1.

Bruddet på inflasjonsmålet førte ikke til at sentralbanksjefen ble avskjediget. I stedet ble det avklart at et smalt intervall på kun 2 prosentpoeng indikerte at det måtte føres en mer aktiv pengepolitikk enn først tilsiktet. I desember 1996 ble derfor intervallet utvidet til 0-3 prosent årlig inflasjon. Konsumprisveksten hadde siden oktober 1995 vært innenfor det utvidede intervallet. Fram til begynnelsen av 1999 har inflasjonen vært svakt fallende, og i februar 1999 ble intervallets nedre grense brutt.

Konsumprisveksten i Storbritannia falt fra begynnelsen av 1991 til begynnelsen av 1993, før den igjen begynte å stige gradvis. Sentralbanken mente inflasjonen kunne komme til å overstige målet og rådet finansministeren til å stramme inn på penge- og finanspolitikken. Finansministeren fulgte kun delvis sentralbankens råd ved å øke momsen, mens renten ble ytterligere redusert. Resultatet ble økt inflasjon, og veksten i RPIX var på rundt 3 prosent i hele 1995 og 1996. Midt i 1996 var det igjen duket for uenigheter mellom sentralbanken og finansministeren. Sentralbanken advarte mot risiko for økende inflasjon, men finansministeren tok kun delvis hensyn til dette. Resultatet ble økende vekst i konsumprisindeksen utover i 1997, mens veksten i RPIX holdt seg stabil. Fra mai 1997 fikk sentralbanken full kontroll over renten. Bortsett fra en midlertidig økning midt i 1998, har veksten i RPIX siden holdt seg stabil og omtrent på målet.

I motsetning til New Zealand og Storbritannia, er Sveriges problem å beregne effektene av pengepolitikken slik at inflasjonen ikke blir for lav. Umiddelbart etter innføringen av inflasjonsmålet økte inflasjonen betydelig, delvis som følge av økte indirekte skatter fra 1. januar 1993. Etter at effektene av skatteøkningen tok slutt, holdt inflasjonen seg stabil på ca 2,5 prosent i 1994 og 1995,

før den fra begynnelsen av 1996 begynte å falle. Fra september 1996 til mai 1997 var prisveksten negativ, se figur 1. Fallet i inflasjonen skyldes hovedsakelig en reell appresiering av den svenske kronen. Fra slutten av 1996 deprimerte kronen, og det viser seg i økt inflasjon allerede fra begynnelsen av 1997, noe som kan tyde på at effekten gjennom valutakurskanalen er sterk i Sverige. En ny, mindre, reell appresiering av kronen samt reduserte indirekte skatter bidrog til nytt fall i inflasjonen fra begynnelsen av 1998. Denne gang var prisveksten negativ fra juli 1998 til februar 1999, før den i mars igjen ble positiv.

Tabell 2 oppsummerer utviklingen i inflasjonen med årlige tall for konsumprisveksten i New Zealand, Sverige og OECD-området og for vekst i RPIX i Storbritannia fra 1990 til 1998, og gjennomsnitt for periodene 1980-84 og 1985-89. Reduksjonen av inflasjonen i landene med inflasjonsmål var sammenfallende med en generell nedgang i inflasjonen, her representert ved et gjennomsnitt for OECD-landene. Dermed er det vanskelig å si om det er regimet med inflasjonsmål eller den fallende internasjonale trenden som skal tilskrives det meste av æren for den lave inflasjonen.

**Tabell 2.** Årlig inflasjon. Prosent.

	New Zealand	Storbritannia	Sverige	OECD <sup>1)</sup>
1980-1984	12,4	9,4	10,3	10,0
1985-1989	11,3	4,6	5,7	6,4
1990	6,1	8,1	10,4	5,9
1991	2,6	6,8	9,7	5,1
1992	1,0	4,7	2,6	3,7
1993	1,3	3,0	4,7	3,1
1994	1,8	2,4	2,4	2,6
1995	3,8	2,8	2,9	3,9
1996	2,3	2,9	0,8	3,7
1997	1,2	2,8	0,9	2,7
1998	1,3	2,7	0,4	2,0

<sup>1)</sup> OECD-området uten høyinflasjonsland

Kilde: OECD, Main Economic Indicators

Storbritannia har hele tiden lyktes i å holde inflasjonen innenfor målet, mens både New Zealand og Sverige har hatt problemer med dette. I New Zealand var inflasjonen høyere enn målet, og som vi skal se i neste avsnitt, gav dette impulser til økt lønnsvekst. I Sverige har den tidvis negative prisveksten ikke slått ut i deflasjon ved beregning av årsgjennomsnittene, men kun i meget lave inflasjonsrater, som de siste tre årene har ligget under målintervallet.

## 5 Nedgangstid etterfulgt av stabil vekst

Felles for alle de tre landene var en høy inflasjonsrate før innføringen av inflasjonsmål, og disinflasjonspolitik som bidrog til nedgangstider på begynnelsen av 1990-tallet.

Tabell 3 presenterer tall for årlig BNP-vekst og arbeidsledighet for New Zealand, Storbritannia og Sverige fra 1990 til 1998.

**Tabell 3.** Realøkonomisk utvikling. Prosent.

	New Zealand		Storbritannia		Sverige	
	BNP-vekst	Arbeidsledighet	BNP-vekst	Arbeidsledighet	BNP-vekst	Arbeidsledighet
1990	0,3	7,8	0,6	7,1	1,4	1,7
1991	-2,3	10,3	-1,5	8,8	-1,1	3,1
1992	0,6	10,3	0,1	10,0	-1,4	5,6
1993	4,9	9,4	2,3	10,5	-2,2	9,1
1994	6,1	8,0	4,4	9,6	3,3	9,4
1995	3,5	6,2	2,8	8,7	3,9	8,8
1996	2,4	6,0	2,6	8,2	1,3	9,6
1997	3,2	6,6	3,5	7,0	1,8	9,9
1998	-0,9	7,5	2,1	6,3	2,6	8,3

Kilde: OECD Main Economic Indicators

New Zealands stramme penge- og finanspolitikk på slutten av 1980-tallet ledet til avtakende BNP-vekst og økende arbeidsledighet. Bunnen ble nådd i 1991, da BNP falt med 2,3 prosent og arbeidsledigheten nådde 10,3 prosent. Etter innføringen av inflasjonsmålet og reduksjonen av inflasjonen, var det rom for lettelse i pengepolitikken, og BNP-veksten tok seg opp fra 1992 til en vekst på hele 6,1 prosent i 1994. Etter tilstramminger i politikken var både BNP-veksten og arbeidsledigheten stabil fram til 1998. Asia-krisen fikk betydelige konsekvenser for New Zealand. Den bidrog til en sterk depresiering av new zealandske dollar, noe som indikerer forventninger om økt inflasjon. Sentralbanken økte renten for å forhindre dette, men med krisen falt mye av eksportterspørselen bort, slik at resultatet ble et BNP-fall på 0,9 prosent i 1998 og økt arbeidsledighet til 7,5 prosent.

I Storbritannia og Sverige førte høykonjunkturen på slutten av 1980-tallet til at kapasitetsgrensen for produksjonen ble nådd. Følgelig var BNP-veksten svak i begge land på begynnelsen av 1990-tallet. Stram politikk for å dempe inflasjonen gav også økt arbeidsledighet og BNP-fall i begge land i 1991.

Sterk depresiering av pundet etter at landet forlot ERM gav økt eksportterspørsel for Storbritannia. Sammen med reduserte renter førte dette til at

BNP-veksten tok seg betydelig opp fra 1993, samme år som ledigheten nådde sin høyeste verdi på 10,5 prosent. Siden har BNP-veksten vært stabil og relativt høy, samtidig som arbeidsledigheten er gradvis redusert til 6,3 prosent i 1998.

Høykonjunkturen i Sverige på slutten av 1980-tallet var, som i Storbritannia, hovedsakelig drevet av økt privat etterspørsel. Deregulering av finansmarkedene førte til store låneopptak blant konsumentene. I Sverige ble konsekvensen av dette avtakende privat etterspørsel og økt sparerate fra 1990, da konsumentene måtte betjene sine lån. Det stramme arbeidsmarkedet fram til 1990 gav mulighet for høye lønnstillegg, se tabell 4. Resultatet ble økt reallønn som bidrog til forverret konkurransevne og redusert eksportetterspørsel. Denne samtidige reduksjonen av privat etterspørsel og etterspørsel etter eksport resulterte i tre år med negativ BNP-vekst, fra 1991 til 1993. Arbeidsledigheten økte dramatisk, fra 1,7 prosent i 1990 til hele 9,1 prosent i 1993. Grunnet ønske fra regjeringen om å redusere inflasjonen var den ikke villig til å stimulere til økt etterspørsel for å begrense økningen i arbeidsledigheten. Et budsjettunderskudd på 12,3 prosent av BNP i 1993 pekte også i retning av strammere finanspolitikk, og fra 1994 startet en finanspolitisk konsolidering.<sup>7</sup>

Som i Storbritannia var det i Sverige en sterk depresiering av valutaen etter at fastkurspolitikken ble oppgitt, samtidig som den kortsiktige renten ble kraftig redusert. Dette gav positivt utslag på BNP-veksten fra 1994, da eksporten tok seg opp. Effekten av den sterke depresieringen avtok i 1996, og BNP-veksten falt noe, siden stram finanspolitikk fortsatt bidrog til lav innenlandsk aktivitet. Lavere rente hadde gitt redusert gjeldsbyrde for konsumentene, og i 1996 begynte privat etterspørsel å ta seg opp. BNP-veksten økte noe fram til 1997, og i 1998 var den på 2,6 prosent. Arbeidsledigheten har holdt seg jevnt høy de siste årene med noe reduksjon i 1998, hovedsakelig på grunn av økt omfang av arbeidsmarkedstiltak.

Som nevnt i avsnitt 4, gav bruddet på inflasjonsmålet i New Zealand i 1995 impulser til høyere lønnsvekst. Tabell 4 gir tallene for lønnsveksten på 1990-tallet i de tre landene.

I New Zealand var lønnsveksten lav fram til 1995 og steg fra 1996, etter at inflasjonsmålet ble overskredet. De siste to årene har inflasjonen vært

**Tabell 4. Årlig lønnsvekst. Prosent.<sup>1)</sup>**

	New Zealand	Storbritannia	Sverige
1990	1,1	10,2	9,8
1991	1,3	8,5	6,3
1992	1,1	4,6	3,3
1993	1,9	1,8	5,2
1994	1,9	3,5	4,9
1995	0,4	2,7	2,7
1996	2,1	3,8	6,2
1997	2,9	6,4	3,1
1998	2,4	6,9	5,2

<sup>1)</sup> Tallene er «Compensation per employee in the business sector»  
Kilde: OECD Economic Outlook No 65.

over 1 prosentpoeng lavere enn lønnsveksten, noe som gir reallønnsvekst. For konsumentene gir det høyere disponibel inntekt, som kan gi høyere etterspørsel og således bidra til økt BNP-vekst. På den annen side øker bedriftenes kostnader i forhold til inntektene, og det kan bidra til lavere BNP-vekst.

Gapet mellom inflasjon og lønnsvekst er mer markert i Storbritannia og Sverige. Den synkende arbeidsledigheten i Storbritannia gir et strammere arbeidsmarked, og de siste to årene har lønnsveksten ligget nesten 4 prosentpoeng over inflasjonen. I Sverige har lønnsveksten ligget over inflasjonen siden 1992, hvis vi ser bort fra midlertidig lav lønnsvekst i 1995. Det kan bidra til inflasjonsimpulser i begge land, fordi bedriftene kan se seg nødt til å heve sine priser for å dekke de økte lønnskostnadene.

## 6 Lavere inflasjonsforventninger

Tabell 5 viser utviklingen i de kortsiktige og de langsiktige rentene i de tre landene fra 1990 til 1998. De lange rentene antas å reflektere inflasjonsforventningene ved at høy langsiktig rente tilsier høye inflasjonsforventninger. De korte rentene viser sammen med tallene for konsumprisveksten hvor stram politikken har vært. Realrenten kan defineres som 3 måneders rente minus konsumprisveksten. En høy kort realrente indikerer at det blir ført en stram pengepolitikk, og det gir impulser til lav produksjon, appresiert valutakurs og gjennom dette lav inflasjon.

Et eksplisitt inflasjonsmål tilsier at myndighetene er forpliktet til å holde inflasjonen lav og stabil. I og med at alle de tre landene hadde betydelig inflasjon rett før innføringen av inflasjonsmålet, vil det etter innføringen av inflasjonsmålet forventes en sterk reduksjon av inflasjons-

<sup>7</sup> Kilde er OECD Economic Surveys, Sweden, desember 1996.

**Tabell 5. Nominelle renter og kort realrente. Prosent.**

	New Zealand			Storbritannia			Sverige		
	Korte renter, 3 mnd	Kort realrente	Lange renter, 10 år	Korte renter, 3 mnd	Kort realrente	Lange renter, 10 år	Korte renter, 3 mnd	Kort realrente	Lange renter, 10 år
1990	13,9	7,8	12,5	14,8	6,6	11,8	13,7	3,3	13,2
1991	10,0	7,4	9,9	11,5	4,8	10,1	11,6	1,9	10,7
1992	6,7	5,7	8,4	9,6	4,9	9,1	12,9	10,3	10,0
1993	6,3	5,1	6,9	5,9	3,0	7,5	8,4	3,6	8,5
1994	6,7	5,0	7,7	5,5	3,1	8,2	7,4	5,0	9,5
1995	9,0	5,3	7,7	6,7	3,8	8,2	8,8	5,8	10,2
1996	9,3	7,0	7,9	6,0	3,1	7,8	5,8	5,0	8,0
1997	7,7	6,5	7,1	6,8	4,1	7,0	4,1	3,2	6,6
1998	7,4	6,1	6,2	7,3	4,7	5,5	4,2	3,8	5,0

Kilde: OECD Main Economic Indicators

forventningene. Det viser seg at dette var tilfelle, da de lange rentene er tilnærmet halvert i de tre landene fra 1990 til 1998, se tabell 5.

I New Zealand var forventninger om høy inflasjon godt innarbeidet etter mange år med tosifret prisstigning, men de lange rentene ble raskt redusert fram til 1993, samtidig med den raske reduksjonen i inflasjonen. De reduserte inflasjonsforventningene gav mulighet for å slakke på pengepolitikken med lavere risiko for økte inflasjonsimpulser. Fra 1994 til 1996 økte inflasjonsforventningene, og som nevnt tidligere kan dette ha bidratt til høyere lønnskrav.

I Storbritannia er inflasjonsforventningene, målt ved de lange rentene, gradvis redusert siden begynnelsen av 1990-tallet. Det kan indikere økt tiltro til den økonomiske politikken, ved at myndighetene ikke lenger har mulighet til å føre en etterspørselsstimulerende politikk som resulterer i en sterk økning av inflasjonen. De lange rentene viser spesielt en større reduksjon fra 1997 til 1998. Dette kan ha sammenheng med at sentralbanken fikk full kontroll over renten fra mai 1997, og at publikum har større tiltro til en slik innretning for utformingen av pengepolitikken.

I Sverige holdt de lange rentene seg høye helt fram til 1996. Det kan tyde på liten tiltro til den økonomiske politikken. Grunnen kan være store budsjettunderskudd og økende statsgjeld i første halvdel av 1990-tallet. Dette ble bedret med en sterk finanspolitisk konsolidering. Reduksjon i de lange rentene de to siste årene kan indikere lavere inflasjonsforventninger og større tiltro til den økonomiske politikken, selv om det til nå ikke har slått igjennom på lønnsveksten.

I alle land er de korte rentene kraftig redusert

fra begynnelsen av 1990-tallet og fram til 1998. De høye korte rentene i Storbritannia og Sverige fram til 1992 var nødvendige for å forhindre depresiering av valutakursene, men etter at fastkurspolitikken ble oppgitt kunne rentene reduseres betraktelig. Utover på 1990-tallet har samtlige land hatt betydelig reduksjon av inflasjonen samtidig som de korte rentene er ytterligere noe redusert.

## 7 Stabil reell valutakurs?

En kritikk av inflasjonsmål for pengepolitikken er at det kan føre til økt variasjon i den reelle valutakursen<sup>8</sup>, som er et mål på konkurransevnen overfor utlandet. En depresiert reell valutakurs tilsier at landets eksport blir mer verdt i innenlandsk valuta, mens importen blir dyrere. Generelt antas det at dette gir en forbedring av konkurransevnen. Med stor variasjon i reell valutakurs kan det bli store endringer i etterspørselen etter varer produsert av bedrifter som konkurrerer med utenlandske bedrifter.

Tabell 6 presenterer utviklingen i variasjonen i reell valutakurs fra 1980 til 1998 for de tre landene. Variasjonen er målt som standardavviket til reell valutakurs for hver periode (høyt standardavvik indikerer stor variasjon).

For New Zealand er det ingen markant økning i variasjonen i reell valutakurs etter at inflasjonsmålet er innført. Fra 1995 appresierte den reelle valutakursen noe, men som nevnt i forrige avsnitt,

<sup>8</sup> Formelen for den reelle valutakursen er:  $VP^*/P$ , hvor V er nominell valutakurs (for eksempel antall norske kroner for en USD),  $P^*$  er pris på utenlandske varer i utenlandsk valuta og P er pris på hjemmevarer i innenlandsk valuta.



**Tabell 6.** *Variasjon i reell valutakurs. Standardavvik for de ulike periodene.*

	New Zealand	Storbritannia	Sverige
1980-1984	4,8	7,1	8,5
1985-1989	8,7	3,5	1,4
1990-1994	5,8	7,1	10,2
1995-1998	5,8	11,3	3,1

Kilde: Egne beregninger etter data fra OECD Main Economic Indicators

førte Asia-krisen til at New Zealandske dollar depresierte fra 1997 til 1998.

I Storbritannia ser det ut som variasjonen i den reelle valutakursen har økt betydelig siden slutten av 1980-tallet. Den sterke depresieringen etter at landet forlot ERM skulle tilsi stor variasjon i reell valutakurs i første periode av 90-tallet. Den økende variasjonen i andre halvdel av 1990-tallet skyldes en sterk appresiering av den reelle valutakursen, noe som kan tilsi lavere etterspørsel etter varer produsert i Storbritannias konkurranseutsatte sektor.

Depresieringen av svenske kroner fra 1992 til 1993 gir stor variasjon i reell valutakurs i første halvdel av 1990-tallet. Siden har valutakursen holdt seg relativt stabil. Dermed er det foreløpig ingen tegn til større variasjon i valutakursen under inflasjonsmål for Sveriges del.

Felles for alle de tre landene er at eksplisitt inflasjonsmål som pengepolitisk regime kun har eksistert i relativt kort tid, slik at det er vanskelig å si om langsiktig variasjon i reell valutakurs er endret fra tidligere regimer.

## 8 Oppsummering

I New Zealand har de lyktes i å redusere inflasjonen betraktelig og å bringe den under kontroll, selv om inflasjonen til tider har ligget utenfor målintervallet. Bruddet på inflasjonsmålet og utvidelsen av intervallet til 0-3 prosent i desember 1996 kan ha svekket tiltroen til politikken, da inflasjonsforventningene økte midlertidig og lønnsveksten er høyere de siste årene enn tidlig på 1990-tallet. Uansett pengepolitisk regime, var det gunstig for New Zealand med reduksjon i inflasjonsratene fra 10-20 prosent. Den dype lavkonjunkturen etter innføringen av inflasjonsmålet kan ikke alene tilskrives det pengepolitiske regimet, da resultatet kunne vært det samme med andre regimer. Bortsett fra i 1998 har BNP-veksten vært jevnt god siden 1993.

Arbeidsledigheten steg under lavkonjunkturen, men ble gradvis redusert fram til 1998. Tilstrømmingen med økt rente i begynnelsen av 1998 var noe uheldig, da Asia-krisen førte til bortfall av mye av New Zealands eksport, og resultatet ble BNP-fall og økt arbeidsledighet i 1998.

I Storbritannia har veksten i RPIX hele tiden vært innenfor målet. Som i New Zealand ble inflasjonen kraftig redusert umiddelbart før innføringen av det eksplisitte inflasjonsmålet. Det gav nedgangstider med svekket BNP-vekst og stigende arbeidsledighet. Siden 1993 har derimot BNP-veksten vært relativt høy og arbeidsledigheten fallende. Inflasjonsforventningene er også gradvis redusert, med en større reduksjon fra 1997 til 1998. Det kan indikere større tiltro til regimet med uavhengig sentralbank, som nylig er innført. Den høye lønnsveksten, samt økt variasjon i reell valutakurs kan representere et problem for Storbritannias næringsliv. Variasjon i etterspørselen og høye kostnader kan øke risikoen for konkurser blant bedrifter i konkurranseutsatt sektor.

I Sverige har inflasjonen de siste tre årene ligget under inflasjonsmålet. Sverige gikk, som de andre to landene, inn i nedgangstider på begynnelsen av 1990-tallet. Høy gjeldsbyrde for konsumentene etter store låneopptak på slutten av 1980-tallet gav høy sparerate og lavt privat konsum fram til 1996. Resultatet var negativ BNP-vekst fra 1991 til 1993 og dramatisk økning av arbeidsledigheten på samme tid. Siden 1994 har derimot BNP-veksten vært jevnt god, mens arbeidsledigheten holder seg høy. Da Sverige hadde betydelige budsjettunderskudd på begynnelsen av 1990-tallet, hadde publikum liten tiltro til den økonomiske politikken. Inflasjonsforventningene er først redusert de siste to årene. Det er ingen tegn til økt variasjon i den reelle valutakursen, men lønnsveksten har ligget over inflasjonen siden 1992, noe som ikke er fordelaktig for Sveriges næringsliv.

Felles for de tre landene er altså en sterk reduksjon av inflasjonen. Det er viktig å understreke at inflasjonen for et gjennomsnitt av OECD-landene også har falt betydelig de siste årene.<sup>9</sup> Dermed er det vanskelig å si om de lave inflasjonsratene skyldes det pengepolitiske regimet eller den fallende internasjonale trenden. Siden

<sup>9</sup> Dette gjelder OECD-landene utenom høyinflasjonslandene, jmfør tabell 2.



innføringen av inflasjonsmålet har BNP-veksten vært jevnt god, mens arbeidsledigheten er relativt høy i alle de tre landene. Som nevnt tidligere, er det vanskelig å si hvordan utviklingen i disse variablene ville vært under andre pengepolitiske regimer.

## Referanser

- Ball, L. (1997): «*Policy Rules for Open Economies*», Johns Hopkins University
- George, E. A. J. (1999): «Mr George talks about monetary policy in the United Kingdom: The Economic Prospect», Bank of International Settlements, *BIS Review* No 19
- King, M. (1998): «Mr King explores lessons from the labor market», Bank of International Settlements, *BIS Review* No 103
- Leiderman, L. og L. E. O. Svensson (1995): «Introduction» i: Leiderman, L. og L. E. O. Svensson (1995): *Inflation targets*, Centre for Economic Policy Research, London
- Mishkin, F. S. og A. S. Posen (1997): «Inflation Targeting: Lessons from Four Countries», National Bureau of Economic Research, *Working paper* no 6126
- Moulton, B. R. (1996): «Bias in the Consumer Price Index: What Is the Evidence?», *Journal of Economic Perspectives*, volume 10, number 4.
- Svensson, L. E. O. (1998a): «Inflation targeting as a monetary policy rule», for *Journal of Monetary Economics* 43(3) 1999, Institute for International Economic Studies, Universitetet i Stockholm
- Svensson, L. E. O. (1998b): «Open-Economy Inflation Targeting», for *Journal of Monetary Economics*, forthcoming, Institute for International Economic Studies, Universitetet i Stockholm