

Fleksibel inflasjonsstyring*

Jarle Berge, visesentralbanksjef

Med innføringen av et nytt mandat for pengepolitikken 29. mars 2001 fikk Norges Bank i oppgave å sikre lav og stabil inflasjon. Samtidig skal pengepolitikken bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetning. På sikt er det ikke noen konflikt mellom lav og stabil inflasjon og stabilitet i realøkonomien. Tvert imot vil prisstabilitet være en forutsetning for høy og stabil produksjon og sysselsetting over tid. I enkelte perioder kan det imidlertid inntreffe forstyrrelser som kan skape en konflikt på kort sikt. En må da foreta en avveining mellom hensynet til inflasjonsmålet og hensynet til realøkonomisk stabilitet. Dette er kjernen i fleksibel inflasjonsstyring. I denne artikkelen utdyper vi hvordan Norges Bank utøver fleksibel inflasjonsstyring i praksis.

Prisstabilitet, i betydning lav og stabil inflasjon, er i de fleste land det overordnede målet for pengepolitikken. Historiske erfaringer fra Norge og andre land har vist at fravær av prisstabilitet har medført lav og ustabil produksjon og sysselsetning. Høy inflasjon eller deflasjon er både en årsak til og et symptom på systematiske ubalanser i ressursallokeringen.

Vi har hatt fire perioder med høy inflasjon de siste 100 årene: under de to verdenskrigene og Koreakrigen, samt en 15-års periode fra første halvdel av 1970-årene til andre halvdel av 1980-årene. Høy inflasjon er i Norge et krigsfenomen og et 70- og 80-tallsfenomen.

I 1973 opplevde de vestlige økonomier en konjunkturedgang som skulle vise seg å bli innledningen til en svært lang periode med svak vekst. For Vest-Europa under ett økte BNP med bare 2,7 prosent årlig fra 1973 til 1979, mot om lag 5 prosent de ti foregående årene. Dette negative skiftet i produktivitetsvekst skyldtes flere ting. Mange av produktivitetsgevinstene som fulgte overgangen fra primærnæringer til industri fra andre verdenskrig til 1970-tallet var uttømt. Overgangen til tjenesteøkonomien svekket vekstevnen, siden tjenesteytende næringer hadde en lavere produktivitetsvekst enn industrien. På toppen fikk vi et kostnadssjokk som følge av oljekrisen i 1973.

Konjunkturedgangen på 70-tallet ble i Norge møtt av en kraftig motkonjunkturpolitikk. Til tross for prisregulering og stigende arbeidsledighet steg prisveksten sterkt. Dette var et tegn på at det hadde skjedd strukturelle skift i økonomien på 70-tallet – skift som ikke ble oppdaget av datidens politiske og økonomiske miljø. Målet om full sysselsetting ble forsøkt forfulgt på bekostning av prisstabilitet¹.

Historien viser at vi i lengden ikke får høyere vekst i bytte mot økt inflasjon. En økonomisk politikk som bidrar til inflasjon, skaper ikke økt økonomisk vekst. Tvert imot, den legger grunnlaget for senere nedgang og arbeidsledighet. En av de første som klart formulerte dette i den norske debatten, var daværende ekspedi-

sjonssjef i Finansdepartementet, Per Schreiner, som i 1982² skrev at:

«I Norden har det lenge vært vanlig å se det som mulig å foreta et politisk valg mellom prisstabilitet og full sysselsetting. Mye taler for at denne valgmuligheten ikke eksisterer [...] Personlig er jeg ikke lenger i tvil om at det er avgjørende for å kunne nå andre samfunnsmessige mål at en behersker inflasjonen.»

John Maynard Keynes foreslo på 1920-tallet at pengepolitikken skulle stabilisere prisenivået.³ Dette har mye til felles med inflasjonsmål, men en forskjell er at et prisenivåmål innebærer at for høy prisvekst i en periode må motsvares av negativ prisvekst i den påfølgende perioden. Inflasjonsmål derimot tillater såkalt «base drift», det vil si at prisene ikke trenger å komme tilbake til et bestemt nivå.

Sverige hadde et slikt eksplisitt mål om prisstabilitet i perioden 1931-37.⁴ Prismålet ble introdusert som en kriseløsning for å unngå deflasjonspress fra utlandet, og må sies å ha vært vellykket. Nedgangskonjunktoren i Sverige var betydelig mildere enn i mange andre land, og gjenopphevingen fra 1933 til 1938 var usedvanlig sterk.

I perioden etter andre verdenskrig fulgte en lang periode hvor prisstabilitet ble forsøkt nådd ved hjelp av ulike mellomliggende mål, som fast valutakurs og mål for vekst i pengemengden. Det første eksplisitte inflasjonsmålet ble innført i New Zealand i 1990. Deretter fulgte Canada (1991), Storbritannia (1992), Sverige og Australia (1993) etter. I Norge ble inflasjonsmål innført 29. mars 2001.

Gjennomføring av pengepolitikken

I mandatet til Norges Bank heter det:

«Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske

* Artikkelen bygger delvis på et foredrag med samme tittel som ble holdt på Samfunnsøkonomenes Forenings Valutaseminar i Gausdal 23. januar 2004

¹ Se omtale i Bjerve (1981).

² Se Schreiner (1982)

³ Se Keynes (1923)

⁴ Se Jonung og Berg (1998)

krones nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

[...]»

Det første avsnittet i mandatet fremstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre.

Den første setningen i mandatet omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Lav og stabil inflasjon bidrar til økonomisk vekst og stabilitet i finans- og eiendomsmarkedet.

Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi, herunder bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen.

Med åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser, har vi ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Kronekursen svinger fra dag til dag, fra uke til uke og fra måned til måned. Kronen har styrket seg når aktiviteten i økonomien har vært høy og det har vært forventninger om høy rentedifferanse. Kronen har svekket seg når aktiviteten og rentedifferansen har avtatt. Slike variasjoner i kronekursen bidrar til å redusere behovet for store endringer i renten for å stabilisere økonomien. Samtidig er det en sterk tendens til at kronekursen vender tilbake til et nivå gitt ved prisnivået i Norge relativt til våre handelspartnere.⁵

At verdien på kronen i stor grad svinger i takt med konjunktorene, ser også ut til å være gjenspeilet i markedsaktørenes kursforventninger. Kursforventningene

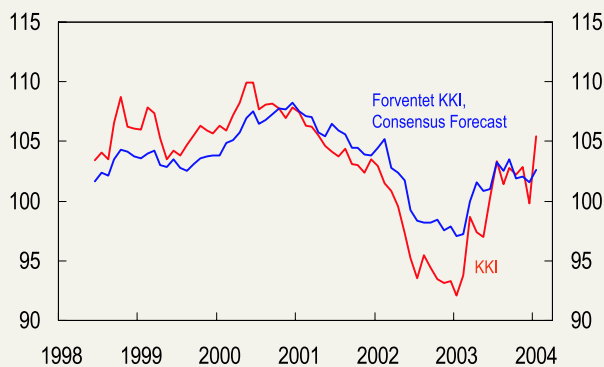
kan ikke observeres direkte, men informasjonen fra Consensus Forecast, som er en utvalgsundersøkelse blant norske og utenlandske makroøkonomiske miljøer, kan være en indikator. Figur 1 viser den faktiske handelsveide valutakursen (KKI, konkurransekursindeksen) og forventet KKI ett år fram i tid, fra 1998 (data fra Consensus Forecast er ikke tilgjengelig tidligere). Når kronen er «svak», er det en tendens til at forventet kurs ett år fram er sterkere enn den faktiske kursen. Tilsvarende, når kronen er sterk, er det en tendens til at forventet kurs ett år fram er svakere enn den faktiske kursen. I perioden 2002-2003 var det store endringer i kronekursen. Forventet kurs var imidlertid mindre volatil. Da kronen var på det sterkeste i andre halvår 2002, var forventet kurs ett år fram 3-5 prosent svakere. Det illustrerer både at kursforventningene ser ut til å være mer stabile enn den løpende utviklingen i kursen, og at det forventes at kronekursen i stor grad vender tilbake når den har ligget vesentlig utenfor et slags langsiktig likevektsnivå. Likevektsnivået for den nominelle kronekursen ligger imidlertid ikke fast over tid, men avhenger blant annet av pris- og kostnadsutviklingen i Norge relativt til våre handelspartnere.

Forskriftens § 1 sier at pengepolitikken i tillegg til over tid å holde inflasjonen rundt 2½ prosent også skal bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Mandatet etablerer dermed fleksibel inflasjonsstyring for pengepolitikken, hvor også variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Fordi inflasjonen er et monetært fenomen over tid, kan nivået inflasjonen skal stabiliseres rundt, velges av myndighetene. Hva produksjonen skal stabiliseres rundt, kan imidlertid ikke velges på samme måte.

Økonomien vokser over tid. Det følger av positiv produktivetsvekst og befolkningsvekst. Det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid, omtales i teorien som et potensielt nivå på produksjon (potential output). Det kan også tolkes som det produksjonen ville vært dersom priser og lønninger hadde vært helt fleksible. Det potensielle produksjonsnivået varierer blant annet som følge av svingninger i produktiviteten og teknologiske nyvinninger, men kan ikke påvirkes av pengepolitikken. Når økonomien vokser raskere enn det nivået som er forenlig med stabil inflasjon, vil det bygges opp et inflasjonspress. Når inflasjonen blir svært høy, blir husholdningene og bedriftene mer usikre på sine fremtidige inntekter og utgifter. Den samlede etterspørselen i økonomien vil derfor kunne gå ned. Erfaringsmessig blir perioder med høy inflasjon etterfulgt av nedgangsperioder. Over tid vil en ikke kunne opprettholde produksjon og sysselsetting på et høyere nivå enn det potensielle produksjonsnivået.

Pengepolitikken bidrag til å stabilisere produksjonen vil derfor være å avdempe svingningene rundt det potensielle nivået på produksjonen. Det potensielle nivået på produksjonen er imidlertid ikke-observerbart. Det er

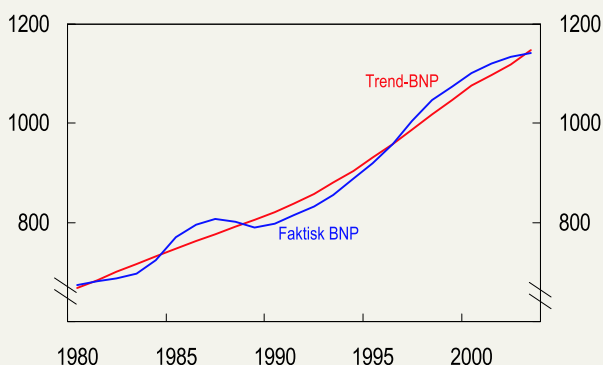
Figur 1 KKI og forventet KKI ett år fram i tid (Consensus Forecast)



Kilde: Norges Bank, Consensus Forecast

⁵ Se Akram (2003)

Figur 2 Faktisk BNP og trend-BNP i Fastlands-Norge .
Milliarder kroner. Faste 2000-priser



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

også vanskelig å fange opp endringer i produktivitet og teknologi.

Som en tilnærming til å finne det potensielle produksjonsnivået kan en beregne en trendmessig produksjon, som innebærer en glatting av historiske BNP-tall. Figur 2 viser faktisk BNP og trend-BNP for Fastlands-Norge fra 1980.

Norges Bank tar i sine beregninger av trendveksten utgangspunkt i et såkalt HP filter (Hodrick Prescott filter), men tar i tillegg skjønnsmessig hensyn til andre elementer som strukturelle skift eller ferieendringer. Det er også et skjønnsspørsmål hvor glatt en tror trendveksten er.⁶

Produksjonsgapet måler avviket i produksjonen fra det potensielle produksjonsnivået. Det er flere måter å beregne produksjonsgapet på. Statistisk sentralbyrå (SSB) bruker i likhet med oss et HP-filter, men tar utgangspunkt i kvartalsvise data for BNP. Det er godt samsvar mellom produksjonsgapet som SSB og Norges Bank beregner, med unntak kanskje for den siste perio-

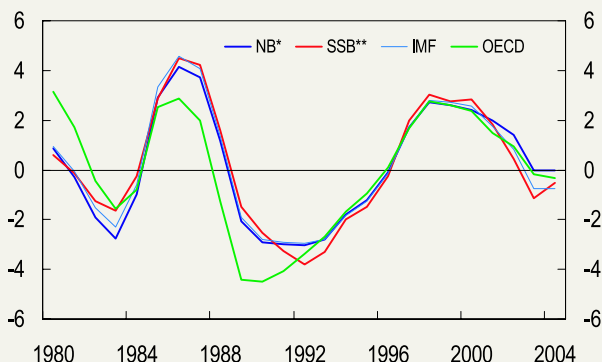
den, hvor SSB ikke korrigerer for ferieutvidelsen i 2001 og 2002. OECD beregner produksjonsgapet ved hjelp av produktfunksjonsmetoden, der de trendmessige nivåene på arbeidskraft, kapital og tilgjengelig teknologi settes inn i en spesifisert produktfunksjon. Det naturlige nivået på produksjonen bestemmes så av den trendmessige veksten i innsatsfaktorene. IMF bruker flere metoder, men har valgt å beregne produksjonsgapet for Norge om lag som Norges Bank gjør det. Som en ser av figur 3, gir de ulike beregningsmetodene om lag samme utvikling.

For å gjøre gode skjønnsmessige vurderinger av hva som er et riktig nivå på det potensielle produksjonsnivået, og dermed på produksjonsgapet, ser vi også på alternative indikatorer for presset i økonomien.

Lønns-gapet måler forskjellen mellom faktisk lønnsvekst og den veksten som over tid er forenlig med inflasjonsmålet, og er en indikator for stramheten i arbeidsmarkedet. Med et anslag på produktivitetsveksten på 2 prosent, vil en lønnsvekst på 4,5 prosent over tid være forenlig med et inflasjonsmål på 2,5 prosent. I figur 4 er lønns-gapet fram til 2000, altså før inflasjonsmålet ble innført, definert som forskjellen mellom lønnsveksten i Norge og utlandet. Som vi ser av figur 4, synes det å være en nær sammenheng mellom dette lønns-gapet og produksjonsgapet slik Norges Bank måler det. Ser vi på utviklingen i sysselsetning i forhold til trendveksten (målt i prosent av befolkningen i arbeidsfør alder) får vi et tilsvarende forløp.

I tillegg ser vi også på kredittvekst som en indikator på publikums etterspørsel. Antar en at kredittveksten vokser i takt med nominelt BNP over tid, om lag 5 prosent, vil en vedvarende høyere eller lavere kredittvekst enn det indikere at aktivitetsnivået i økonomien er høyere eller lavere enn normalt. Videre følger vi konjunkturindikatorer som detaljhandel og varekonsum, samt at vi gjennomfører løpende overvåking av næringslivet via vårt regionale nettverk.⁷

Figur 3 Produksjonsgap for Fastlands-Norge. Prosent av trend-BNP

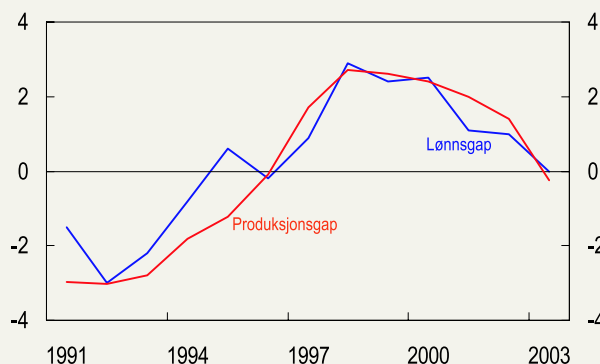


* Anslag fra Inflasjonsrapport 2/03.
Bane med terminrente og gradvis kursvekkelse på 3 prosent.

** Økonomiske analyser 4/2003

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank, IMF WEO april 2003 og OECD EO No 73

Figur 4 Produksjonsgap og lønns-gap



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Teknisk beregningsutvalg, IMF og Norges Bank

⁶ Norges Bank har valgt, i tråd med vanlig praksis, å bruke en glattingsparameter, $\lambda = 100$ på årsdata.

⁷ Se rammen «Fleksibel inflasjonsstyring og indikatorer for press i realøkonomien» i Inflasjonsrapport 3/03, s 47, for en nærmere beskrivelse av de ulike indikatorene.

Det er usikkerhet knyttet til estimering av både trendvekst og produksjonsgap, og det er som nevnt mange ulike måter å måle presset i realøkonomien på. Under fleksibel inflasjonsstyring må en imidlertid gjøre seg opp en mening om det er press på realressursene eller ledig kapasitet. Produksjonsgapet fungerer i så måte som en slags oppsummering av det samlede inflasjonspresset i realøkonomien.

Når det ikke inntreffer vesentlige økonomiske forstyrrelser – eller sjokk – vil det ikke være noen konflikt mellom å stabilisere inflasjonen og produksjon og sysselsetning. Et positivt produksjonsgap vil over tid føre til at inflasjonen blir høyere enn målet, mens et negativt produksjonsgap tilsvarende vil gi for lav inflasjon.

I en lukket økonomi vil det heller ikke være en konflikt på kort sikt mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet når det inntreffer etterspørselssjokk. Et positivt sjokk til etterspørselen vil gi økt inflasjon, og en riktig pengepolitisk reaksjon vil være å øke renten så mye at produksjonen kommer raskt tilbake til sitt potensielle nivå.

Avveininger i pengepolitikken

I en åpen økonomi vil det imidlertid kunne være en målkonflikt på kort sikt ved etterspørselssjokk. En høyere rente vil riktignok bidra til å stabilisere både produksjonen og inflasjonen, men det vil kunne være en konflikt med hensyn til doseringen. Hvis renten settes opp så mye at produksjonen kommer ned på det nivået som er forenlig med stabil inflasjon over tid, vil inflasjonen kunne bli for lav som følge av at valutakursen har styrket seg på kort sikt. En må da foreta en avveining på kort sikt mellom hensynet til inflasjonsmålet og hensynet til realøkonomisk stabilitet.

Et kostnadssjokk, som øker inflasjonen og samtidig reduserer produksjon og sysselsetting, innebærer en mer markert konflikt på kort sikt mellom inflasjonsmålet og realøkonomisk stabilitet. Her vil imidlertid målkonflikten bli mindre i en åpen økonomi, ettersom valutakursen normalt vil styrke seg som følge av den pengepolitiske reaksjonen og dermed bidra til å få prisveksten ned.

Oftentimes vil ulike typer forstyrrelser inntreffe samtidig, og sentralbanken må foreta en løpende avveining mellom utslag i produksjon og sysselsetting på den ene siden og utslagene rundt inflasjonsmålet på den andre siden. Denne avveiningen er, gitt at inflasjonen over tid skal ligge nær målet, en kjerne i den fleksible inflasjonsstyringen.

Avveiningen mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives i den teoretiske litteraturen ofte som det å minimere en tapsfunksjon, hvor både avvik i produksjonen fra produksjonspotensialet og inflasjonen fra inflasjonsmålet inngår⁸. Sentralbanken skal da velge det forløpet for renten fremover som minimerer de ned-

diskonterte «tapene» i alle fremtidige perioder. Tapet i en enkelt periode vil være:

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2$$

I likningen angir π inflasjonen, π^* inflasjonsmålet og $(y - y^*)$ er produksjonsgapet. Avvikene inngår kvadratisk. Ulempen ved store avvik fra målene vurderes dermed som betydelig verre enn små avvik. Ved store avvik i inflasjonen fra inflasjonsmålet, eller store realøkonomiske ubalanser, kan det være riktig med relativt sterk virkemiddelbruk. Avveiningen mellom stabilitet i inflasjonen rundt inflasjonsmålet og stabil vekst i produksjonen kommer til uttrykk i parameteren λ . Jo høyere λ er, dess mer vekt legges på realøkonomisk stabilitet i forhold til stabilitet i inflasjonen. Et strengt inflasjonsmål, altså at en kun vektlegger inflasjonen, innebærer at λ er lik null. $\lambda > 0$ er definisjonen på fleksibel inflasjonsstyring. Selv om tapsfunksjonen har to ledd som begge vektlegges, er det imidlertid en fundamental forskjell at de pengepolitiske myndigheter kan velge inflasjonsmålet, men ikke produksjonspotensialet.

Ingen sentralbank anvender en slik tapsfunksjon direkte i praksis. Men det inflasjonsstyrende sentralbanker gjør i praksis, inneholder likevel elementer av tankegangen fra teorien.

Valg av horisont for pengepolitikken sier implisitt noe om sentralbankens tapsfunksjon.⁹ En sentralbank som legger stor vekt på inflasjonen og liten vekt på realøkonomien, vil velge en kort horisont. En sentralbank som legger stor vekt på realøkonomien, vil velge en lang horisont.

Ut fra teorier for optimal pengepolitikk, skal horisonten variere og blant annet avhenge av størrelsen på og varigheten av forstyrrelsene til økonomien. Ved noen typer forstyrrelser, for eksempel etterspørselssjokk, kan det være optimalt å nå inflasjonsmålet relativt raskt. Ved andre typer forstyrrelser, for eksempel kostnadssjokk, kan det være optimalt med en lengre horisont, gitt at ikke tilliten til pengepolitikken står i fare.

Dette er i tråd med den tidshorisont Norges Bank legger til grunn. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1-3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelser økonomien utsettes for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Inntil 1. juli 2004 kommuniserte Norges Bank i form av en toårshorisont, men hvor vi kunne avvike fra toårshorisonten dersom særskilte forhold tilsa det. De nye formuleringene mener vi uttrykker bedre innretningen av pengepolitikken.

Fordi vi ønsker å være åpne om de avveininger vi foretar i pengepolitikken, presenterer vi våre prognoser for både inflasjon og produksjonsgap i inflasjonsrapportene.

⁸ Se for eksempel Svensson (2002)

⁹ Se for eksempel Smets (2000) og Svensson (1997)

Åpenhet og kommunikasjon

Tillit til pengepolitikken øker mulighetene til å stabilisere produksjon og sysselsetning. Åpenhet kan bidra til å styrke tilliten og gjør pengepolitikken mer forutsigbar. Når aktørene forstår sentralbankens handlemønster, danner det et grunnlag for at markedsrentene reagerer stabiliserende på ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Norges Banks er åpen om sitt arbeid med pengepolitikken. Gjennom årsberetning, inflasjonsrapporter, taler og andre publikasjoner søker vi å gjøre rede for de metoder vi bruker for å anslå inflasjon og produksjonsgap fremover, våre analyser av økonomiens virkemåte og vår skjønnsutøvelse.

I tillegg søker vi å ha en systematisk prosedyre rundt rentebeslutningene. Vi forhåndsannonserer kalenderen for rentemøtene. Rentevedtakene, med en fylldig begrunnelse, gjøres kjent rett etter hvert møte. Det holdes pressekonferanse etter hvert rentemøte, enten renten endres eller ikke, hvor sentralbanksjefen eller visesentralbanksjefen redegjør og svarer på spørsmål. Hovedstyret blir presentert for og drøfter hovedlinjene i analysen i inflasjonsrapporten i et møte om lag to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den pengepolitiske strategi og rentesettingen i perioden fram til neste inflasjonsrapport. Disse vurderingene blir offentliggjort samtidig med og som del av inflasjonsrapporten, og bør ytterligere virke til å klargjøre avveiningene og tankesettet. Inflasjonsrapportene inneholder våre analyser av den økonomiske situasjonen og anslag for utviklingen de nærmeste årene. Disse rapportene gir en veiledning til markedsaktører og publikum om pengepolitikken framover.

Hittil har Norges Bank gjerne benyttet to alternative tekniske forutsetninger om renten i inflasjonsrapportene: at renten følger markedsforventningene, slik de er priset inn i terminrentene, eller at renten holdes uendret. Ofte har vi brukt begge forutsetninger, men i de siste

inflasjonsrapportene har vi kun brukt terminrentene.

Det fins imidlertid også andre mulige renteforutsetninger. En kunne alternativt presentert en «optimal» rentebane, enten basert på modellberegninger og en eksplisitt tapsfunksjon, eller basert på en mer skjønsmessig vurdering. Et annet alternativ er å la fremtidig renteutvikling være basert på en enkel regel, for eksempel en variant av Taylor-regelen. I inflasjonsrapportene til Reserve Bank of New Zealand varierer renten over fremskrivningsperioden basert på en enkel reaksjonsfunksjon.

Selv om slike endogene rentebaner nok er en teoretisk mer tilfredsstillende måte å presentere anslagene på, er det ikke uproblematisk. For eksempel vil en «optimal» rentebane kunne gi opphav til den misforståelsen at sentralbanken forplikter seg til å sette framtidig rente i tråd med denne banen uansett hvilke sjokk som inntreffer. En rentebane basert på en enkel regel kan gi inntrykk av at renten faktisk blir satt etter denne regelen.

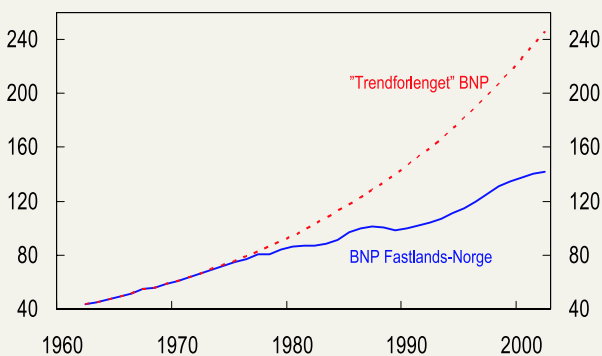
Det finnes neppe noe fasitsvar på hva som i kommunikasjonssammenheng er den «beste» renteforutsetning. Noen ganger vil anslag basert på bestemte renteforutsetninger kunne indikere at målet for pengepolitikken ikke nås innen en rimelig horisont. Det vil i så fall være et signal om at renten trolig vil avvike fra disse forutsetningene i tiden fremover. Når vi nå publiserer hovedstyrets strategi for rentesettingen fram til neste inflasjonsrapport, vil også dette gi ytterligere veiledning til den fremtidige renteutviklingen.

Pengepolitikk under usikkerhet

Prognoser for den økonomiske utviklingen er alltid beheftet med usikkerhet. Men det er også usikkerhet om hvordan økonomien faktisk er på beslutningstidspunktet. Videre er virkningene av vår egen rentesetting usikre.¹⁰

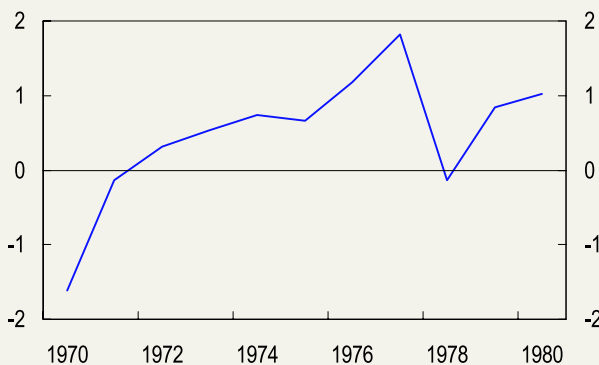
Det at det meste som går på fremtiden er usikkert, gjør

Figur 5a BNP Fastlands-Norge og "trendforlenget" BNP. 1962–2002



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5b Produksjonsgap. 1970–1980



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹⁰ I åpningstalen til fjordårets Jackson Hole konferanse uttrykte Alan Greenspan det slik: «Uncertainty is not just an important feature of monetary policy landscape; it is the defining characteristic of that landscape. As a consequence, the conduct of monetary policy in the US at its core involves crucial elements of risk management.»

at en sjelden treffer eksakt. Sett i ettertid vil det tidvis kunne se ut som om pengepolitikken kunne ha vært gjennomført på en bedre måte. Rentebeslutninger må imidlertid vurderes *ex ante*, med den informasjonen som var kjent på tidspunktet da beslutningene ble fattet.

Et hovedproblem for utøvelsen av pengepolitikk under usikkerhet er tilgangen på realtidsdata som gir god informasjon om inflasjonspresset i økonomien. Dette pekte Petter Jacob Bjerve på i en uvanlig klarsynt artikkel fra 1981 om konjunkturpolitikken i Norge i 1970-årene:

«Elles vil det alltid vere eit problem for konjunkturpolitikken at utarbeidinga av statistikk må slepe meir eller mindre etter hendingane, at det må ta tid etter at statistikken ligg føre før det blir klart om nye tendensar har byrja å gjere seg gjeldande [...] Dessutan bygde analysane på overslag over veksten i produktiviteten som skulle syne seg å vere for høge.»

Som beskrevet innledningsvis, var veksten svært sterk fram til 1973, og det tok tid før en ble klar over at det hadde skjedd et negativt skift i det potensielle produksjonsnivået. I figur 5a har vi med den røde stiplede grafen vist hva BNP ville ha blitt dersom BNP fra 1973 og utover vokste med den samme vekstraten som de foregående ti år. Fordi det negative skiftet i potensiell produksjon ikke ble oppdaget i tide, forsøkte en å holde produksjonen oppe med motkonjunkturpolitikk. Mens en trodde en hadde et negativt produksjonsgap, viste det seg i ettertid at produksjonsgapet hadde vært positivt, illustrert ved figur 5b.

På samme måte finner Orphanides¹¹ i en undersøkelse av tidligere amerikansk pengepolitikk, at sentralbanken overestimerte det nivået på produksjonen som var forenlig med stabil inflasjon på 1970-tallet, fordi en ikke i tide ble klar over den fallende produktivetsveksten. Resultatet var at produksjonsgapet ble underestimert og det ble ført en for ekspansiv politikk. Tilsvarende så en på 1990-tallet en økning i produktivetsveksten, og selv om feilen fra 1970-tallet ikke ble gjentatt, var det en heftig debatt omkring ulike mål på trendvekst og produksjonsgap.

I tillegg til vanskelighetene med å fange opp endringer i potensiell produksjon raskt nok, er det også stor usikkerhet omkring det faktiske nivået på BNP. Som eksempel ble norske BNP-tall kraftig revidert i juni 2002. For perioden 1995–1999 ble veksten i Fastlands-Norge revidert opp med i gjennomsnitt om lag 1 prosentpoeng per år. Den største revisjonen var for året 1999. Så sent som i mai 2002 trodde vi at veksten i 1999 hadde vært 1,1 prosent. Reviderte tall viser nå at veksten var på 2,7 prosent.

Norges Bank arbeider i dag med å systematisere ulike årganger av nasjonalregnskapstall. Vi kan da gå tilbake og vurdere pengepolitikken i «realtid» for å høste lærdom om hvordan vi bør forholde oss til datausikkerhet.

Frank Knight (1921) skiller mellom 'risiko' og 'usikkerhet'.¹² Ved risiko kjenner en sannsynlighetsfordelingen for de mulige utfall, mens ved ren usikkerhet kjenner en ikke denne. Utfallet av et terningkast er altså forbundet med risiko, men ikke usikkerhet, ifølge Knight. Risiko er da langt mer håndterbart for en beslutningstaker enn ren usikkerhet.

I praksis er skillet mellom risiko og usikkerhet ikke så klart. En kjenner aldri sannsynlighetsfordelingen for de økonomiske variablene fullt ut, selv om historiske erfaringer gir en viss pekepinn. Men noen variable har mer preg av risiko, i betydningen at utfallsrommet er velspesifisert, enn andre.

La oss ta noen konkrete eksempler. Anslaget for lønnsveksten er viktig for innretningen av pengepolitikken. For et gitt system for lønnsdannelse har utfallet av lønnsforhandlingene mer preg av risiko. Vi vet ikke med sikkerhet på forhånd hva utfallet blir, men de historiske erfaringene gir oss informasjon om sannsynlighetsfordelingen. Sannsynlighetsfordelingen er imidlertid betinget av at selve systemet for lønnsdannelsen ikke er endret. Slike endringer kan skje, men vi har få holdepunkter for å bedømme sannsynligheten for det. Men dersom en endring faktisk har funnet sted, har vi også lite informasjon om sannsynlighetsfordelingen for utfallet av lønnsforhandlingene i framtiden. Mens lønnsanslagene tidligere hadde mer preg av risiko, har de da mer preg av Knight-usikkerhet.

Et annet forhold er prisveksten på våre importvarer. Det har skjedd store strukturelle endringer i verdenshandelen, med økt konkurranse og Kinas inntreden i WTO. Det er ennå for tidlig å fastslå virkningen av dette på prisveksten ute og hvor lenge endringsprosessen i verdenshandelen vil vare. Anslagene for importert prisvekst kan derfor i en tid fremover kanskje sies å ha fått mer preg av Knight-usikkerhet.

Pengepolitikk under usikkerhet var ett av de temaer som ble omtalt i Norges Bank Watch 2003, der vårt reaksjonsmønster og kommunikasjon ble vurdert opp mot teorien for pengepolitikk under usikkerhet. Dette var nyttige innspill og konstruktiv kritikk som vi vil ta med oss i det videre arbeid.

Norges Bank Watch 2003 pekte blant annet på at vi bør skille klarere mellom additiv usikkerhet og multiplikativ usikkerhet. Dette skillet kommer klart fram i relasjon til våre økonomiske modeller. Den usikkerhet som er knyttet til de eksogene variablene, kalles additiv usikkerhet. Eksempler på additiv usikkerhet er restledene i våre økonomiske modeller og andre eksogene faktorer, som finanspolitikken og oljeprisen. Usikkerhet om selve økonomiens virkemåte kan imidlertid skape såkalt multiplikativ usikkerhet. Multiplikativ usikkerhet handler gjerne om usikkerhet om de strukturelle parametrene i modellen, som virkning av renten på etterspørsel og valutakurs og helningen på den kortsiktige Phillipskurven.

¹¹ Se Orphanides (2003)

¹² Se Knight (1921)

Hvordan forholder sentralbanken seg til det at vi ikke vet presist hvordan verden er, eller hvordan den vil bli?¹³ Alan Blinder, tidligere Vice-Chairman i Fed og nå professor ved Princeton, berører dette når han formulerer oppskriften på en vellykket pengepolitikk:¹⁴

«Step 1: Estimate how much you need to tighten or loosen monetary policy to “get it right.” Then do less.

Step 2: Watch developments.

Step 3a: If things work out about as expected, increase your tightening or loosening, toward where you thought it should be in the first place.

Step 3b: If economy seems to be evolving differently from what you expected, adjust policy accordingly.»

Jeg vil ikke se bort fra at en i flere sentralbanker vil føle sympati for denne oppskriften. Norges Bank går normalt gradvis fram i rentesettingen på grunn av usikkerhet om den økonomiske utviklingen, deriblant virkningen av tidligere renteendringer. Dette prinsippet får også støtte i økonomisk teori. Brainard (1967) viste at sentralbanker bør respondere mer forsiktig på økonomiske forstyrrelser når det er usikkerhet om hvor sterkt renten virker inn på økonomien, altså når det er multiplikativ usikkerhet.¹⁵

Additiv usikkerhet derimot, der usikkerhetsfaktorene antas å være uavhengig av renten, skal en – ifølge teorien – ikke ta hensyn til i rentesettingen. Her gjelder såkalt sikkerhetsekivalens, som innebærer at en skal lage et forventningsrett anslag for den usikre faktoren og ta hensyn til anslaget på samme måte som om en visste med sikkerhet at det ville inntreffe.

Overfor visse typer multiplikativ usikkerhet, for eksempel usikkerhet omkring i hvilken grad et avvik fra inflasjonsmålet en periode slår ut i aktørenes forventninger om framtidig inflasjon, tilsier teorien at sentralbanken skal være mer aggressiv i rentesettingen.¹⁶ Dette er i tråd med hva Norges Bank tidligere har uttalt:

«Renten kan bli endret raskt og markert hvis det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye fra målet over lengre tid slik at prisstigningsforventningene kan bli påvirket, eller når sterk uro i finansmarkedene eller en forhandlingsdrevet økning i kostnadene tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare.»

Det er nyttig for oss praktikere at pengepolitikk under usikkerhet blir viet mer oppmerksomhet innenfor akademisk forskning. Men det er viktig å være klar over at resultatene i denne litteraturen naturligvis avhenger av forutsetningene, som ofte er relativt enkle og stiliserte. Relevansen av de teoretiske resultatene for den praktiske gjennomføringen av pengepolitikken er derfor også usikker. Vi forholder oss til teori med stor interesse, men dog med en viss Brainardsk varsomhet.

Avslutning

Regjeringen har fastsatt et mandat for pengepolitikken som innebærer fleksibel inflasjonsstyring. I tillegg til å sørge for at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid, skal pengepolitikken også bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken kan ikke påvirke nivået på den potensielle produksjonen, men kan dempe svingningene rundt dette nivået. Det er på denne måten pengepolitikken kan bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Inflasjonen kan ikke styres eksakt, men det er relativt enkelt å måle hvor langt unna målet den er. Det er mer krevende å måle gapet mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon.

I vår operasjonelle gjennomføring av pengepolitikken setter vi normalt renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1–3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomien fremover. Usikkerhet gjør at vi gjerne går gradvis fram. Dette handlingsmønsteret vil, etter vår vurdering, normalt gi en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet og hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Referanser:

- Akram, Farooq Q. (2003): «Reell likevektsvalutakurs for Norge», *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 118, s 89–112
- Barro, R., og D. Gordon. 1983: «Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy.» *Journal of Monetary Economics* 12
- Bjerve, P. J. (1981): «Kva hende i Norge i 1970-åra – konjunkturpolitisk?», *Sosialøkonomen* nr. 5 1981, s 10–21
- Blinder, A. (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press
- Brainard, W. (1967): «Uncertainty and the Effectiveness of Policy,» *American Economic Review*, 57 (2), May 1967, s 411–425
- Frøyland, E. og Lønning, I. (2000): «Betydningen av usikkerhet i pengepolitikken», *Penger og Kreditt* nr. 3 2000
- Jonung, L. og Berg, C. (1998): «Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–1937», Seminar Paper No. 642, Institute for International Economic studies, Stockholm University

¹³ Se Frøyland og Lønning (2000)

¹⁴ Se Blinder (1998)

¹⁵ Se Brainard (1967)

¹⁶ Se Söderström (2000)

Keynes, J. M., (1923): «Notes for Lecture to the National Liberal Club», reprinted in *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIX, Macmillian, London, 1981

Knight, F. H. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*

Kydland, F., og E. Prescott (1977): «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy* 87

Orphanides, A. (2003): «The quest for Prosperity without Inflation», *Journal of Monetary Economics*, 50(3), April 2003, s 633–663

Schreiner, P. (1982): «Er Ola Nordmann smart nok? Den fulle sysselsetningen i fare!», Universitetsforlaget

Smets, F. (2000): «What horizon for price stability», ECB Working Paper nr. 24, July 2000

Svensson, L. E. (1997): «Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets», *European Economic Review*, 41, 6, s 1111–1146

Svensson, L. E. (2002): «Monetary Policy and Real Stabilization», i *Rethinking Stabilization Policy, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, August 29–31, 2002, s 261–312

Svensson, L. E. (2003): «Comments on Laurence H. Meyer: “Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting”», på konferansen «Inflation Targeting: Prospects and Problems», the Twenty-Eight Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, October 16–17 2003

Söderström, U. (2000): «Monetary Policy with Uncertain Parameters», ECB Working Paper No. 13, February 2000