

# Kommentarer til Lars E. O. Svenssons foredrag "Förväntningar om och utvärderingar av penningpolitiken: Vilken roll har öppenhet och kommunikation?"

Visesentralbanksjef Jan F. Qvigstad innlegg på konferansen "Ti år med selvstendig Riksbank", Stockholm, 11. september 2009.

## Introduksjon

Det var med stor glede jeg takket ja til innbydelsen om å diskutere professor og visesentralbanksjefskollega Lars Svenssons innlegg i forbindelse med tiårsjubileet for Riksbankens uavhengighet.

I sitt innlegg snakket Lars Svensson om kommunikasjon, troverdighet og evaluering av pengepolitikken. Han bruker Riksbanken som et eksempel, men berører mer generelle problemstillinger for sentralbanker som har ambisjon om å påvirke forventningene til den fremtidige renten [\(1\)](#).

Jeg vil i min kommentar ikke gå inn på Riksbankens vurderinger, men belyse de samme problemstillingene ut fra de erfaringene vi har høstet med renteprognooser i Norges Bank. Det er flere fellestrekk mellom Riksbankens og Norges Banks kommunikasjon. Og bak kommunikasjonsstrategiene ligger et tankeskjema som Lars Svensson har vært med å utvikle. Han beskrev i sin innledning hvordan man kan finne fram til en rentebane som "ser god ut". Han viser, slik han har vist mange ganger før, at dette kan formaliseres ved å finne den rentebanen som minimerer en gitt tapsfunksjon.

## Når ser rentebanen "god ut" ?

Svensson reiser spørsmålet om pengepolitikken er godt balansert, ikke bare ex-post, men også ex-ante. I presentasjonen i dag anviser han et system for å evaluere og rangere ulike politikkalternativer. Ved hjelp av Taylor-diagrammer kan man evaluere om en renteprognoose gir mindre volatilitet i inflasjon og realøkonomi enn en annen. Hvis en prognose gir inflasjon nærmere målet og samtidig mindre produksjonsgap gjennom prognoseperioden, velger man den. Andre ganger kan valget mellom to renteprognooser være mer konfliktfylt. Hvilken prognose man velger, avhenger av hvilke preferanser man har og hvilke hensyn man legger vekt på.

Jeg er helt enig med Lars Svensson i at policymakere må bruke sine preferanser når man rangerer ulike politikkalternativer. Noen ganger kan policymakere ønske å holde renten høy, andre ganger kan vi ha preferanser for lav rente. Men like viktig er det å forholde seg preferansene over tid, altså å ha et system for å sjekke om hovedscenariet i en rapport bygger på de samme preferansene som hovedscenariet i forrige rapport. Og har man først

formalisert sine preferanser i en tapsfunksjon, er det forholdsvis enkelt å finne den optimale rentebanen for en gitt modell. I så fall dreier valget av rentebane seg om hvilke preferanser man har. Det er selvsagt mulig for en policy-maker å endre preferanser over tid, men jeg vil gjerne at utgangspunktet for analysen skal være det samme sett av preferanser vi bygde på sist. Det vil også bidra til konsistent kommunikasjon over tid.

## Kriterier for en "god" rentebane

Inspirert av Svensson har Norges Bank utviklet et sett av kriterier for å finne en "god" rentebane. Kriteriene skal gjøre det enklere for omverdenen å forstå hvordan vi tenker, men kriteriene definerer også agendaen for den interne diskusjonen [\(2\)](#).

Det første kriteriet for en god rentebane er at renten må settes slik at inflasjonen vender tilbake til inflasjonsmålet på mellomlang sikt etter et sjokk. Det primære er å sikre måloppnåelsen for inflasjonen.

Det andre kriteriet gjenspeiler at inflasjonsstyringen er fleksibel. Det er mange veier til målet. Hvilken vei skal vi velge? Kriteriene sier at vi skal legge vekt på å finne en bane for renten som også stabiliserer utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Så langt følger vi derfor Svenssons teoretiske tankeskjema ganske godt, men vi avviker noe fra det analyseapparatet han setter opp i artikkelen. Den viktigste forskjellen er at vi har valgt å gå rett på målet og benytter en tapsfunksjon for å beskrive pengepolitikken. Den fremgangsmåten som foreslås i artikkelen, gir først og fremst mening hvis man først beskriver politikken ved ulike regler og deretter beregner tapet ved hjelp av tapsfunksjonen.

Fordi modellen først og fremst er en modell, og virkeligheten først og fremst er virkelighet, kreves det litt skreddersøm for å få modell og virkelighet til å gå i hop. Derfor har vi noen flere kriterier. Disse ekstra kriteriene er nødvendige fordi vi er usikre på modellene våre og fordi vi ikke alltid kan ta tilliten til pengepolitikken for gitt. De er ikke i strid med Svenssons pengepolitiske forskning, men kan ses på som en bro fra modellen til virkeligheten.

La meg vise hvordan kriteriene ble anvendt i arbeidet med den pengepolitiske rapporten i mars i år gjennom å skissere tankeprosessen. Figurene jeg skal vise, er en stilisering, men kan illustrere arbeidsmåten. Vår vurdering av nåsituasjonen og prognosene – med inflasjon under målet og stort negativt produksjonsgap – kunne ved bruk av kriteriene 1 og 2 isolert tilsa at renten skulle settes svært lavt og faktisk negativ mot slutten av 2009. Det er illustrert ved den grønne linjen. Vi valgte imidlertid ikke å gå så drastisk til verks. Det skyldtes at hovedstyret tok hensyn til de øvrige kriteriene.

Kriterium 3 sier at vi skal ta hensyn til tidligere handlingsmønstre og at renten vanligvis bare skal endres gradvis. Med vekt på renteglatting i tapsfunksjonen (altså kriterium 1+2+3) får vi den svarte linjen. Denne rentebanen er fortsatt svært lav, og lavere enn den som faktisk ble valgt.

Kriterium 4 sier at pengepolitikken skal være robust, og kriterium 5 sier at vi skal se på kryss-sjekker. I den turbulente økonomiske situasjonen var vi usikre på om vi hadde en riktig modell for norsk økonomi, og vi ønsket å gardere oss mot feil i modellen. I en økonomi der

arbeidsledigheten er rundt 3 prosent og inflasjonen er på målet, syntes vi det var å gå for langt å sette renten helt ned mot null.

En praktisk tilnærming til modellusikkerheten er å kryssjekke mot enkle pengepolitiske regler, som for eksempel Taylor-regelen (kriterium 5). I tillegg til den vanlige Taylor-regelen ser vi vanligvis på en versjon hvor internasjonale renter er med, og en versjon hvor produksjonsgapet erstattes med BNP-vekst. Hadde vi fulgt Taylor-regelen mekanisk, ville prognosen kunne ha sett ut omtrent som den blå linjen i diagrammet, altså vesentlig høyere enn den rentebanen som ble valgt. En høyere rentebane ville samtidig gi mer negative produksjonsgap og inflasjonsgap. Inflasjonen ville ikke nå målet før om ti år.

Basert på kriteriene får vi et intervall for renten, hvor optimal politikk (med renteglatting) gir nedre grense, og Taylor-regelen gir en øvre grense. Etter en samlet vurdering kom vi fram til en renteprognose tilsvarende den røde linjen. Rentebeslutninger gjøres som regel på basis av diskusjonen i et styre, slik er det også i Norge. Kriteriene 3, 4 og 5 bringer inn forhold som ikke uten videre kan observeres. Vi må bruke skjønn. Kriteriene bidrar til konsistens og til å strukturere diskusjonen.

Riksbanken bruker også skjønn i sitt valg av renteprognose. Men Svensson diskuterer ikke eventuelle svakheter i den makroøkonomiske modellen. I figur 10 viser han hvordan de ulike renteprognosene, som fram mot sommeren har en forskjell på rundt  $\frac{1}{2}$  prosentpoeng, kan gi forskjeller i inflasjonsraten allerede neste høst på nesten 4 prosentpoeng. Pengepolitikken ser ut til å virke svært kraftig. Det ville være interessant å høre om han i rentesettingen mener det er robust å lene seg så tungt på en slik modell, og hvordan man eventuelt bør gardere seg mot feil i modellen.

Vi har også erfart at markedsaktørene kan ha andre oppfatninger enn oss, særlig litt ut i tid. Det kan være ulike årsaker til slike forskjeller, og Svensson diskuterer flere av dem. Det vil også være nyttig å studere volatiliteten rundt publiseringer av sentrale makroøkonomiske størrelser. Vi kunne håpe på mindre volatilitet rundt rentemøtene og at overraskelsene relativt sett forskyves til tidspunktene for nye makroøkonomiske data. Solberg Johansen (2008) – som vant Bertil Ohlin-prisen for beste oppgave i internasjonal økonomi fra Handelshögskolan i Stockholm – ser på volatiliteten i avkastningskurven. Hun finner noe støtte for at volatiliteten rundt rentemøtene er gått ned, men finner ikke sterke beviser for at volatiliteten i rentemarkedet rundt nye data er endret etter at vi begynte med offentlige renteprognoser. Og et annet eksempel det kan være nyttig å se nærmere på er Ehrmann og Fratzschers (2007) analyse av utviklingen i de amerikanske markedrentene mellom rentemøtene under to forskjellige kommunikasjonsregimer.

Jeg vil til sist slutte meg til Blinder m.fl. (2008) når de skriver at "... å publisere prognoser for styringsrenten ser ut til å definere fronten for sentralbankers kommunikasjon. Men det har vært praktisert i så få land og i så få år at vi foreløpig har liten empirisk kunnskap om effektene. Etter hvert som vi får mer data vil dette være et høyt prioritert område for fremtidig forskning." Det er betryggende at nettopp Lars Svensson har begynt dette viktige arbeidet.

## Fotnoter

1. Jf. Woodfords (2005) formulering: "Ikke bare spiller forventninger en rolle, ... det er svært lite annet som spiller en rolle."
2. Se Holmsen m.fl (2008) for en diskusjon av implementering og kommunikasjon av optimal pengepolitikk.

## Litteratur

Blinder, Alan S., Michael Ehrman, Marcel Fratzscher, Jacob De Haan, og David-Jan Jansen (2008): "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature* 46, 910-945.

Ehrmann, Michael, og Marcel Fratzscher (2007): "Social Value of Public Information – Testing the Limits to Transparency", European Central Bank Working Paper 821.

Holmsen, Amund, Jan F. Qvigstad, Øistein Røisland, og Kristin Solberg-Johansen (2008): "Communicating monetary policy intentions: The case of Norges Bank", Norges Bank Working Paper 2008/20.

Solberg Johansen, Kristin (2008): "Publishing interest rate forecasts – how does the market react?", mimeo Stockholm School of Economics.

Woodford, Michael (2005): "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness", NBER Working Paper Series 11898.