

# Erfaringer med inflasjonsstyring i Norge og andre land

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Centre for Monetary Economics/BI, 7. juni 2005

*Foredraget inneholder ikke vurderinger av konjunktorene eller den aktuelle rentesettingen. Med forbehold om endringer under fremføringen.*

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å gi økonomien et nominelt anker. Gjennom historien har denne oppgaven blitt løst på ulike måter. Alle har ikke vært like vellykkede. 500 års norsk prishistorie viser likevel at prisstabilitet er det normale, og at høy prisstigning er et krigs- og nødsårs, samt et 1970-tallsfenomen.<sup>1</sup>

På 1970 og deler av 1980-tallet bidro den økonomiske politikken i mange land til store svingninger i produksjonen og sysselsettingen og høy og varierende inflasjon.

Det vokste gradvis fram en erkjennelse av at pengepolitikkenes viktigste oppgave er å sørge for lav og stabil inflasjon. Utover 1980-tallet ble pengepolitikken rettet inn mot å få inflasjonen ned.

Norge og flere andre land valgte fast valutakurs som mål for pengepolitikken. Fast valutakurs ble valgt for å gi økonomien et nominelt anker. I Norge var dette et brudd på en linje hvor pengepolitikk og kurspolitikk var rettet inn mot å styrke konkurranseutsatt næringsliv. Tap av konkurransevne på grunn av høy lønnsvekst skulle ikke lenger rettes opp ved hjelp av devalueringer. Dette kommer blant annet tydelig fram i følgende sitater fra Steigum-utvalget som avga sin innstilling i 1988.

*"Hvis prisstigningen internasjonalt er lav og stabil, vil en slik kurspolitikk bidra sterkt til en tilsvarende gunstig pris- og lønnsutvikling her i landet, forutsatt at kroneverdien ikke skrittvis skrives ned."*

*"For at en regel om fast valutakurs skal bli troverdig, må myndighetene la være å bruke (kronenedskrivelse) i den løpende økonomiske politikken også i situasjoner hvor svekket kostnadmessig konkurransevne fører til svikt i produksjon og sysselsetting."*

Med stadig mer bevegelig kapital ble det gradvis vanskeligere å holde valutakursen fast. Små renteforskjeller kunne føre til store kapitalbevegelser, og pengepolitikken ble lett medsyklisk. Det viste seg heller ikke å være en tilstrekkelig betingelse for fastkurs at budsjettpolitikken dempet svingningene i den innenlandske økonomien og at lønnsveksten ble holdt i sjakk. Spekulasjon mot en valuta kunne være selvoppfyllende, fordi de renteøkningene som var nødvendige for å motvirke angrep på kursen kunne skape så dårlige tider at tilliten til fastkursen ble pulverisert.

I Norge ble fastkurspolitikken oppgitt i desember 1992. Det hadde da vært vedvarende uro og omfattende spekulasjoner i de europeiske valutamarkedene. Flere land måtte gi opp å holde kursen fast.

Vi fikk et valutakursmål med mykere kanter. Pengepolitikken ble rettet inn mot å holde valutakursen stabil i forhold til europeiske valutaer, men uten at det ble definert en sentralkurs med svingningsmarginer. Samtidig skulle finanspolitikken stabilisere den innenlandske økonomien.

Med stigende oljeinntekter viste det seg etter hvert krevende å anvende statsbudsjettene til å dempe veksten i innenlandsk etterspørsel og kostnader. Kronekursen begynte å svinge mer og mer fra 1997, og rentesettingen måtte etter hvert i stigende utstrekning rettes inn mot å holde prisstigningen lav og stabil.

Gjennom 1990-tallet hadde inflasjonsstyring vokst fram som et attraktivt alternativ. Dette styringssystemet bygger blant annet på erfaringer fra 1960-, 70-, og 80-tallet.

En viktig lærdom var at en på mellomlang og lang sikt ikke kunne redusere arbeidsledigheten dersom en bare var villig til å akseptere noe høyere inflasjon. Stilt overfor spørsmålet om en ville godta at inflasjonen økte fra for eksempel 10 prosent til 12 prosent dersom økonomien ble stimulert slik at arbeidsledigheten samtidig kunne reduseres fra for eksempel 2 prosent til 1½ prosent, ville beslutningstakerne nok være tilbøyelig til å si ja. Men erfaringen var at en slik valgmulighet ikke forelå. Et forsøk på å øke produksjonen utover det nivået som er forenlig med stabil inflasjon, vil over tid lede til stadig høyere inflasjon. Aktørene i økonomien vil etter hvert ta denne høyere inflasjonen inn i sine forventninger til inflasjonen i fremtiden. Resultatet på sikt vil derfor bare bli høyere inflasjon, ikke høyere sysselsetting. Produksjon og sysselsetting vil vende tilbake til sitt potensielle nivå.

En annen viktig lærdom fra 1970- og 80-årene var at aktørene i det økonomiske livet ser fremover når de fatter beslutninger om forbruk og investeringer, lønninger og priser. Aktørene vil ta hensyn til den økonomiske politikken ikke bare slik den er i dag, men også slik de forventer at den vil være i morgen og i overmorgen.

Hvis aktørene venter at politikken i morgen vil gi høy inflasjon, kan det bli svært kostbart i form av økt ledighet å få inflasjonen ned. Derfor er det viktig å etablere tillit til politikken og målet om prisstabilitet. Det må være godt samsvar mellom det som sies om målene for politikken og det som faktisk blir gjort for å nå dem. Her finner vi den viktigste årsaken til at gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til sentralbanken i Norge, så vel som i andre land vi kan sammenligne oss med. I Norge ble ansvaret for rentebeslutningene delegert til Norges Bank ved endringen i sentralbankloven i 1985 og tilpasning i praktiseringen i 1986.

Tillit til inflasjonsmålet krever imidlertid også at det er orden i statsfinansene. Et trekk ved uavhengighet er at staten ikke har anledning til å låne direkte i sentralbanken. På den måten unngår en at staten bruker seddelpressen til å finansiere underskudd. Slik seddelpressefinansiering vil over tid lede til inflasjon.

I Norge ble statens mulighet til å låne direkte i Norges Bank tatt bort ved endringene i sentralbankloven i 2003. (Endringen trådte i kraft 1.1.2005.) Nå har den norske staten store overskudd og sparer mye gjennom statens petroleumsfond. Endringen kan derfor fremstå å være av liten praktisk betydning. Men helt uten interesse er den ikke. Petroleumsfondet plasseres i utlandet. Staten må låne for å finansiere innenlandske utlån og finansplasseringer. En observasjon er at forbudet ville få større betydning dersom midlene i

petroleumsfondet ble øremerket til et bestemt formål, for eksempel utelukkende fremtidige pensjoner, og ikke kunne anvendes til en generell finansiering av statens utgifter. Men det er det ikke planer om.

I dag har mer enn 20 land inflasjonsstyring. Noen har hatt inflasjonsmål i mer enn 10 år, men mange har kommet til etter 1998.

Hvilke land som faktisk har inflasjonsstyring, og når de i så fall innførte inflasjonsstyring, kan diskuteres. Følgende figur er basert på tidfestingen til T. Pétursson fra den islandske sentralbanken.<sup>2</sup>

#### *Figur: Land med inflasjonsstyring*

I New Zealand vokste det nye pengepolitiske regimet fram som en løsning på praktiske problem. Som de fleste OECD-landene hadde New Zealand opplevd høy og variabel prisvekst på 1970- og første del av 1980-tallet. Pengepolitikken ble strammet til, og inflasjonen kom ned. De trengte da et robust system som kunne sikre stabil og fortsatt lav inflasjon. Ordningen som ble valgt var en del av en mer gjennomgripende reform av statsforvaltningen i New Zealand. Her var målstyring, delegering og ansvarliggjøring viktige deler.

Utviklingen i Kanada er særlig interessant. Landet er et av de industrialiserte landene som har lengst erfaring med flytende valutakurs, først fra 1950, og senere fra 1970. Kanada var lenge på let etter et troverdig og opprettholdbart system.

Storbritannia og Sverige gikk over til inflasjonsstyring etter valutakrisene og sammenbruddet i fastkurspolitikken på begynnelsen av 1990-tallet.

I Chile og Israel var innføringen av inflasjonsstyring viktig for å få inflasjonen ned. Slik har det også vært for flere av de landene som innførte inflasjonsstyring rundt tusenårsskiftet.

Inflasjonsstyring praktiseres ulikt. Det er likevel visse fellestrekk som vi vil kalle kjernen i inflasjonsstyring.

For det første er lav og stabil inflasjon på lang sikt definert som den viktigste oppgaven for pengepolitikken i land med inflasjonsstyring. Statsmyndighetene gir eksplisitt uttrykk for dette.

For det andre er målet for inflasjonen tallfestet. Selve måltallet er imidlertid satt ulikt landene i mellom.

I enkelte land, som New Zealand og Israel, er måltallet satt som en målsone for prisveksten, og ikke et enkelt punkt. Andre land, som Kanada og Sverige har et punkt med en målsone rundt. Men felles for alle land med inflasjonsmålstyring er at det er symmetri: Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Pengepolitikken i USA og euroområdet regnes vanligvis ikke som inflasjonsmålstyring. I USA er lav og stabil inflasjon en viktig langsiktig oppgave for pengepolitikken, men det er ikke satt et eksplisitt mål. Det viktigste målet for pengepolitikken i euroområdet er prisstabilitet. Det

er traktatfestet. ECB har definert prisstabilitet som en vekst i konsumprisene på under, men nær to prosent. Dette innebærer at det ikke er symmetri. Her skiller ECB seg ut. Det kan også se ut som om ECB har en lengre tidshorisont for sine vurderinger, og banken legger vekt på utviklingen i pengemengden.

For de fleste land med inflasjonsstyring er det eksplisitte målet knyttet til et nivå eller bånd for konsumprisindeksen. Noen av prisene i konsumprisindeksen varierer imidlertid mye, for eksempel på grunn av avgiftsendringer og vær og vind. Endringene i slike priser gir lite informasjon om det aktuelle prispresset i økonomien. Enkelte sentralbanker ser derfor mest på et underliggende mål for inflasjonen. Dette kan være konsumprisindeksen rensset for de prisene som svinger mest, eller mål som trimmet gjennomsnitt eller vektet median.

Mens kjøp og salg av bolig er en investering, er den fordelen vi har av å bruke boligen - boligjenesten - en del av konsumet. Prisen på boligjenesten bør derfor inngå i konsumprisindeksen. Det er likevel en pris som ikke kan observeres og som det er vanskelig å måle. Enkelte sentralbanker ser derfor helt bort fra prisene på boligjenester. New Zealand bruker en indeks for byggekostnadene, mens det på Island er innslag av markedsverdien på brukte boliger.

Som regel vil prisen på boligjenester øke når renten øker. Alle sentralbanker ser bort fra den direkte effekten fra renten på prisen på boligjenester. Det gjelder også Norges Bank.

I svært åpne økonomier kan prisveksten variere en del uten at det motsvares av svingninger i innenlandsk produksjon og sysselsetting eller gir grunnlag for endringer i prisstigningen på mellom lang sikt. I slike økonomier kan det derfor være riktig å godta noe større svingninger i inflasjonen.

Spørsmålet om hvilke priser som skal inngå i prisindeksen diskuteres. I den akademiske litteraturen er det tatt til orde for at sentralbanken kan oppnå økt økonomisk stabilitet, eller redusere de negative virkningene av at prisene justeres bare sakte, ved å stabilisere en indeks med færre priser og andre vekter enn i konsumprisindeksen.<sup>3</sup> Priser som justeres sakte skal veie relativt tyngre enn priser som lar seg endre raskt. Priser på tjenester og varer med stort innslag av lønnskostnader er ofte priser som justeres sakte.<sup>4</sup> Lønnskostnader får stor betydning i disse indeksene både fordi de endres tregt, men også fordi de reagerer på konjunkturbevegelsene og i liten grad utsettes for særegne forstyrrelser.

Ett annet tema som opptar den akademiske forskningen nå, er om prisnivåmål kan være bedre enn inflasjonsmål. Med et prisnivåmål må høy inflasjon i dag etterfølges av lav inflasjon i morgen. Slik er det ikke med inflasjonsmål. En fordel med prisnivåmål er at det kan redusere usikkerheten om prisnivået fremover. Men synet har vært et prisnivåmål gir grunnlag for større svingninger i produksjon og sysselsetting og mindre stabil inflasjon. Nyere litteratur utfordrer dette synet.<sup>5</sup> Så vidt vi kjenner til er det ikke konkrete planer i noen land om endringer i retning av prismål.

Et tredje kjennetegn ved inflasjonsstyring er at sentralbanken alene setter renten - sentralbankene har såkalt instrumentuavhengighet. Et unntak må her likevel nevnes. I Storbritannia ble myndigheten til å sette renten ført over fra finansdepartementet til sentralbanken først i 1997, 5 år etter at det ble satt et måltall for inflasjonen.

I enkelte land åpner lovgivningen for at myndigheten kan overprøve beslutningene under helt spesielle forhold. Det har ikke hatt praktisk betydning.

Et fjerde kjennetegn er at sentralbankene i land med inflasjonsstyring er åpne. Det gis bredt innsyn i grunnlaget for vedtakene om renten.

Åpenhet gjør pengepolitikken mer forutsigbar. Inflasjonsmålstyringen gir et eksplisitt og forståelig rammeverk for å avklare og begrunne avveiningene i rentesettingen.

Sentralbankene praktiserer åpenheten noe ulikt.

Det er vanlig at sentralbankene i land med inflasjonsmål legger fram inflasjonsrapporter eller rapporter om pengepolitikken. Men det er store forskjeller i hvor ofte de utgis, horisont og forutsetninger for prognoser - og innholdet mer generelt.<sup>6</sup>

I Storbritannia blir det gitt en bred omtale av den økonomiske utviklingen. Det legges frem prognoser på to års sikt, men bare for utviklingen i BNP og konsumprisindeksen.

Sverige har 2 års horisont for inflasjonsmålet. I inflasjonsrapporten diskuteres ikke innretningen av pengepolitikken. Den legges i stedet fram i de publiserte referatene fra rentemøtene. Inflasjonsrapporten har relativt detaljerte prognoser.

I alle land med inflasjonsstyring, med unntak av Island, vurderes renten på annonserte tidspunkter. Renten kan også bli vurdert på ekstraordinære møter. I tillegg kan signaler om renten bli gitt i taler eller andre uttalelser utenom rentemøtene.

Det er ulik praksis for å offentliggjøre referat og stemmegivning.

I Norges Bank er vi de senere årene blitt mer åpne om grunnlaget for beslutningene om renten. Så langt har vi bare høstet positive erfaringer med dette. I egne uttalelser etter rentemøtene, pressekonferanser, inflasjonsrapporter og foredrag gjør vi rede for trekk ved utviklingen i økonomien som har betydning for hovedstyrets avveininger og beslutninger om renten. Alt er tilgjengelig på internett. De enkelte rentevedtakene er forankret i en strategi for rentesettingen som hovedstyret trekker opp hver fjerde måned. Strategien gjøres kjent like etter at den er vedtatt og i forkant av den perioden den gjelder for. Det siste året har vi sagt fra om hva vi synes om forventningene markedet har til utviklingen i renten.

Det femte kjennetegnet er at sentralbankene i land med inflasjonsstyring på ulike vis må stå til rette for resultatet av den pengepolitikken den har ført.

Inflasjonsmålstyring er gjennomskiktig. Dette åpner for en løpende oppfølging og vurdering av rentesettingen.

Norges Banks årsberetning med omtale av gjennomføringen av pengepolitikken sendes Finansdepartementet for å forelegges Kongen og meddeles Stortinget. Regjeringens vurdering fremgår av de årlige kredittmeldingene. Som sentralbanksjef møter jeg på åpen høring i Stortingets finanskomité som ledd i finanskomiteens behandling av regjeringens

melding. Det setter en ekstra spiss på denne kontrollen at Norges Bank Watch gir en uavhengig faglig vurdering av pengepolitikken som sendes til Finansdepartementet.

I mange land må sentralbanksjefen møte i parlamentet og svare på spørsmål. For eksempel avgir Riksbanken i Sverige rapport til Riksdagens finanskomiteé om gjennomføringen av pengepolitikken minst to ganger i året. Kanada har en tilsvarende ordning.

I Storbritannia må sentralbanken skrive et åpent brev til finansministeren dersom inflasjonen avviker fra målet med mer enn ett prosentpoeng. I brevet må sentralbanken forklare hvorfor målet ikke er oppfylt og hvilke tiltak som vil settes i verk. I Norge ba Finansdepartementet sommeren 2003 tilsvarende Norges Bank gjøre nærmere rede for den faktiske prisutviklingen i forhold til målet for pengepolitikken. Inflasjonen var da mer enn ett prosentpoeng under målet.

Mange sentralbanker plikter å informere finansdepartementet om bruken av sine virkemiddel. De formelle rammene varierer. Sentralbankene i Australia og Kanada skal ha jevnlig konsultasjoner med statsmyndighetene om pengepolitikken. I Sverige skal sentralbanken informere myndighetene om viktige pengepolitiske beslutninger på forhånd. Dette er også praksis i New Zealand. Norges Bank har i egne møter informert Finansdepartementet helt siden sentralbanken fikk instrumentuavhengighet i 1986 . Da kan også departementet gi uttrykk for sitt syn. Prosedyren reduserer ikke hovedstyrets ansvar for de beslutningene det tar.

I enkelte sentralbanker kan representanter for regjeringen delta på møter i de pengepolitiske komiteene - som regel uten stemmerett. I Australia er den øverste embetsmannen i finansdepartementet medlem i den pengepolitiske komiteen. Han eller hun har stemmerett. I Storbritannia har finansdepartementet rett til å være tilstede, men bare med talerett. I den europeiske sentralbanken har formannen i Ecofin og ett medlem av kommisjonen anledning til å delta på møtene i styret (governing council), men uten stemmerett.

I Norges Bank er det hovedstyret som tar de pengepolitiske beslutningene. Hovedstyret består av interne og eksterne medlemmer, og med ansvar for hele virksomheten i Norges Bank. Australia har en tilsvarende ordning. I Bank of England og i Sveriges Riksbank settes renten av en pengepolitisk komité med medlemmer som i praksis arbeider fulltid i banken. I New Zealand er det sentralbanksjefen alene som setter renten. Også i Kanada gir loven sentralbanksjefen ansvaret.

I Storbritannia og Sverige betones det enkelte medlemmets ansvar særskilt. Det offentliggjøres referat og stemmegivning fra rentemøtene. Medlemmene deltar samtidig aktivt i det offentlige ordskiftet med foredrag og artikler om pengepolitikken.

I Norge har vi valgt å gi bred redegjørelse for vedtak om renten som gjenspeiler drøftingene i hovedstyret.

Forskjellene i praktiseringen av inflasjonsstyringen skyldes gjerne ulik forhistorie og kultur. Det er rimelig å vente at noen av ulikhetene vil forsvinne over tid.

## Resultat

Med mer enn 10 års erfaring med inflasjonsstyring kan vi nå vurdere hva landene har oppnådd.

I de OECD landene som først innførte inflasjonsstyring var inflasjonen blitt redusert før omleggingen. Prisveksten er falt ytterligere og har blitt liggende på det lavere nivået. Variasjonen i inflasjonen er blitt vesentlig mindre.

Inflasjonsstyringen i Chile og Israel fikk prisstigningen ned fra et svært høyt nivå. Variasjonen i inflasjonen har i tillegg avtatt.

De landene som innførte inflasjonsstyring fra slutten av 1990-tallet, kan vi gruppere i land som hadde høy inflasjon og land som hadde lav inflasjon da pengepolitikken ble lagt om. Inflasjonen har blitt værende lav og stabil i de landene som i utgangspunktet hadde lav inflasjon. Landene med høy inflasjon har så langt hatt den samme gode utviklingen som Chile og Israel.

Flere av de landene som i dag har inflasjonsstyring, hadde tidligere fast valutakurs. Med inflasjonsstyring vil den nominelle valutakursen svinge.

I de landene som innførte inflasjonsstyring først, har variasjonen i valutakursen avtatt.

Utviklingen i valutakursen har betydning når renten blir fastsatt, fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen. Når det er utsikter til moderat aktivitet i økonomien, lav lønnsvekst og lav inflasjon, vil sentralbanken sette ned renten. Det vil normalt gi en svakere valuta. Prisene på importerte varer og tjenester vil øke. Svakere valuta styrker konkurransevnen til landets virksomheter og øker indirekte produksjonen, sysselsettingen og inflasjonen.

De fleste land med et inflasjonsmål for pengepolitikken legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være mer fleksibel og bruker noe tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet, såkalt fleksibel inflasjonsstyring. Det vil gir mindre utslag i etterspørsel og produksjon enn en strengere inflasjonsstyring.

Vi ser at den realøkonomiske utviklingen hos de første inflasjonsstyringslandene er blitt mer stabil.

Også veksten har økt. For alle OECD-land i den første gruppen av inflasjonsstyringsland har veksten vært høyere etter omleggingen av politikken enn før den siste 10-årsperioden enn i den foregående 10-års perioden.

Med tillit til inflasjonsmålet kan pengepolitikken i større grad jevne ut svingninger i økonomien.

Inflasjonsforventningene er også kommet ned og ligger stabilt på målet.<sup>2</sup>

Samlet kan vi konkludere med at inflasjonsstyringslandene har hatt lav og stabil inflasjon. Veksten har økt og blitt mer stabil.

Vi kan likevel ikke uten videre konkludere at det bare er inflasjonsmålstyring som har gitt de gode resultatene. Også andre land har hatt en god økonomisk utvikling de siste ti til femten årene.

Resultatene må ses ut fra at alle disse landene har ført en fornuftig pengepolitikk. Lav og stabil inflasjon er et vesentlig, og ofte det eneste målet for pengepolitikken. Det er sentralbanken som setter renten, og i alle disse landene er pengepolitikken i dag tuftet på en forståelse av at det på lengre sikt ikke finnes ett bytteforhold mellom inflasjon og sysselsetting. Dette gjelder uavhengig av om de har innført inflasjonsstyring.

Blant de landene som har hatt en positiv økonomisk utvikling de siste ti til femten årene har trolig ulik grad av tillit til det nominelle ankeret tidlig på 1990-tallet vært avgjørende for valget av inflasjonsstyring som pengepolitiske styringssystem for pengepolitikken. Med manglede tillit var det kostbart å få inflasjonen ned. For mange land var det viktig å etablere et system som kunne bygge tillit. Inflasjonsstyring er skreddersydd for dette formålet.

Det er mulig at forstyrrelsene i verdensøkonomien var særlig store på 1970- og 80-tallet, og at det senere har vært lettere å stabilisere inflasjonen og produksjonen.<sup>8</sup> På 1970- og tidlig på 1980-tallet steg oljeprisene kraftig. De siste 15 årene har vi ikke hatt tilsvarende forstyrrelser. På den annen side er pengepolitikken nå trolig mer robust. Forstyrrelser får ikke forplante seg på samme måte som tidligere. Det kan også vises til at mange land er blitt utsatt for store forstyrrelser også de siste 15 årene.

Globaliseringen, økt handel og tidvis sterk vekst i produktiviteten kan ha gjort avveiningene enklere. Det er mulig kostnadene ved å holde inflasjonen i sjakk er redusert.<sup>9</sup>

Også i Norge ser det ut til at det kortsiktige bytteforholdet mellom inflasjon og arbeidsledighet er endret.<sup>10</sup>

Mens en gitt oppgang i ledigheten ga et relativt lite fall i inflasjonen på 1970- og 1980-tallet, var gevinsten i form av lavere inflasjon langt større på 1990-tallet. Det skyldes trolig både en mer vellykket pengepolitikk og forhold på tilbudssiden i økonomien, herunder lønnsdannelsen.

Inflasjonsstyring har vist seg som et godt system og kanskje særlig egnet for små og mellomstore åpne økonomier.

Et tema som nå diskuteres både i akademia og i sentralbankmiljøet er om, og eventuelt hvordan, pengepolitikken skal bidra til stabilitet i det finansielle systemet.

Prisstabilitet og finansiell stabilitet krever ofte samme medisin. For eksempel vil perioder med sterk vekst i etterspørselen i varer og tjenester vanligvis gi både økt inflasjon og økte formuespriser. Begge deler kan tilsa en strammere pengepolitikk. Det er også eksempler på situasjoner hvor disse målene må veies mot hverandre.



De siste årene har inflasjonen i mange land vært lav og stabil samtidig som formuespriser har økt kraftig. Det kan være flere grunner til dette.

For det første vil en troverdig pengepolitikk gi forventninger om lav inflasjon. Langsiktige implisitte eller eksplisitte pris- og lønnskontrakter som er basert på en lav prisvekst fremover, kan dermed bli mer vanlige. I så fall kan det ta lenger tid før økt etterspørsel gir høyere inflasjon. Formuespriser vil ikke nødvendigvis ha det samme ankerfestet, og kan tvert imot reagere raskt på endringer i aktivitetsnivået.

For det andre kan perioder med økt vekst i produktiviteten legge grunnlag for høy inntjening i næringslivet, økt optimisme og redusert risikobevissthet. Produktivitetsveksten kan samtidig gi lav inflasjon. Bankene vil gjerne ha lave tap og gode resultater, og de kan øke utlånene uten å svekke kapitaldekningen. Lånefinansierte investeringer kan føre til økt prisstigning for eiendommer og boliger.

Økt globalisering og forskyvninger i handelsmønsteret kan gi tilsvarende virkninger.

Det synes å være bred enighet om at ekstreme begivenheter som kan true finansiell stabilitet skal møtes med en resolutt pengepolitisk respons. For eksempel iverksatte flere land tiltak for å sikre likviditeten i det finansielle systemet etter terrorangrepene den 11. september 2001. Det reduserte risikoen i de finansielle systemene.

Det er imidlertid mindre enighet om hvordan sentralbankene bør møte finansielle ubalanser som bygger seg opp gradvis.

Et syn er at det verken er mulig eller ønskelig å motvirke finansielle ubalanser med en aktiv pengepolitikk. Det er etter dette synet ikke mulig å fastslå presist hvilke verdier på gjeld, formuespriser og investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for det finansielle systemet. Både vekst og nivå for disse størrelsene er trolig viktig, men også situasjonen i økonomien for øvrig.

Dessuten er det svært vanskelig å bestemme tidspunktet for virkemiddelbruken siden pengepolitikken ofte virker over tid.

For det tredje kan den renteendringen som er nødvendig for å minske de finansielle ubalansene være så stor at den vil føre til en nedgangskonjunktur.

Det kan også tenkes at en slik aktiv politikk kan skape såkalt moralsk hasard. Investorer kan komme til å ta mindre hensyn til risikoen hvis de forventer at sentralbanken vil gripe inn hvis det oppstår situasjoner med finansielle ubalanser. Resultatet kan bli at aktørene i økonomien tar mer risiko enn ønskelig.

Sentralbankene vil likevel legge vekt på de virkningene utviklingen i formuesprisene, pengemengde og kreditt har på fremtidig inflasjon og produksjon.

Begrunnelsene er noe forskjellige. Ben Bernanke fra den amerikanske sentralbanken viser til sammenhengen mellom oppgang i aksjemarkedet og gryende inflasjonspress.

*"For example, to the extent that a stock-market boom causes, or simply forecasts, sharply higher spending on consumer goods and new capital, it may indicate incipient inflationary pressures. Policy tightening might therefore be called for - but to contain the incipient inflation, not to arrest the stock-market boom per se"*

Ben S. Bernanke, oktober 2002<sup>11</sup>

Otmar Issing i ECB viser til at press i det finansielle systemet kan ødelegge for målet om prisstabilitet på lang sikt.

*"Truly optimal monetary policy cannot avoid that, at times, strains in the financial system might be such that deviations from the desired inflation rate during shorter periods of time have to be accepted, in order to preserve price stability over the medium to long run"*

Otmar Issing, mars 2003<sup>12</sup>

Sentralbanksjefen i Sveriges Riksbank, Lars Heikensten, fremhever de mulige ettervirkningene av finansielle ubalanser på produksjonen når husholdningene har høy gjeld og rentenivået øker.

*"The developments in credit and house prices are one argument against looser monetary policy. A rate cut followed by a faster hike could bring about problems through their effects on household indebtedness and consumption."*

Lars Heikensten, mars 2005<sup>13</sup>

Ingen av de tre setter særskilte mål for utviklingen i formuespriser eller gjeld.

Et annet syn er at pengepolitikken skal ta hensyn til effekter som finansiell ustabilitet har utover den betydning dette har for inflasjon og produksjon. For eksempel vil sentralbanken i New Zealand i en ekstraordinær situasjon med svært sterk formuesprisvekst vurdere å skyve tidspunktet for å nå inflasjonsmålet ut i tid for å dempe utviklingen i formuesprisene.

Hensikten er å redusere risikoen for et alvorlig tilbakeslag i økonomien senere.

I Norge har vi fleksibel inflasjonsstyring. Vi har valgt å inkludere vurderinger av finansiell stabilitet i beslutningene om renten. Det har først og fremst sammenheng med at utviklingen i finansielle balanser påvirker inflasjon og produksjon over tid. Gjennom arbeidet med finansiell stabilitet samler Norges Bank inn informasjon om soliditeten i det finansielle systemet og den finansielle stillingen til husholdninger og foretak. Denne informasjonen er nyttig for de pengepolitiske beslutningene. I tillegg vil det å integrere hensynet til finansiell stabilitet i pengepolitikken sikre at vi har tilstrekkelig oppmerksomhet rundt risikoen i det finansielle systemet.

Men det er viktig å huske på at vi har ett virkemiddel i pengepolitikken, og det er renten. Fokus for pengepolitikken skal være prisstabilitet. Blant annet i lys av de erfaringene ulike land har høstet gjennom de siste ti til femten årene er jeg trygg på at fleksibel inflasjonsstyring gir oss et godt rammeverk for å utføre denne oppgaven.

## Fotnoter

<sup>1</sup> Se Qvigstad, Jan (2005), "500 års prishistorie - Prisstabilitet er det normale. Hva kjennetegner det unormale?" Foredrag på Norges Banks konferanse om Historisk-monetær statistikk for Norge. Bogstad Gård 7. juni.

<sup>2</sup> Pétursson, Thórarinn G. (2004), "Formulation of Inflation Targeting Around the World," *Monetary Bulletin* 2004/1, Seðlabanki Íslands, s. 57-84.

<sup>3</sup> Se Aoki, Kosuke (2001), "Optimal Monetary Policy Responses to Relative Price Changes," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 48, s. 55-80, Arrazola Maria og José de Hevia (2002), "An Alternative Measure of Core Inflation," *Economics letters*, Vol. 75, s. 69-73, Mankiw, Gregory og Ricardo Reis (2003), "What Measure of Inflation Should a Central Bank Target?" *Journal of the European Economic Association*, Vol. 1, s. 1058-1086, og Woodford, Michael (2003), *Interest & Prices - Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

<sup>4</sup> Angeloni, Ignazio, Luc Aucremanne, Michael Ehrmann, Jordi Gali, Andy Levin og Frank Smets (2004), "Inflation Persistence in the Euro Area: Preliminary Summary of Findings", notat presentert ved ECBs conference on inflation persistence in the euro area, Frankfurt am Main, 10.-11. Desember 2004.

<sup>5</sup> Se Svensson, Lars E.O. (1999), "Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?" *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, s. 277-295, og Vestin, David (2003) "Price-level Versus Inflation Targeting" kommer i *Journal of Monetary Economics*.

<sup>6</sup> Se Fracasso, Andrea., Hans. Genberg og Charles. Wyplosz (2003), "How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks," *Geneva Reports on the World Economy Special Report 2*.

<sup>7</sup> Consensus Forecasts Inc. gir oversikter over ulike institusjoners anslag for inflasjonen for ulike land. Dette er et mulig mål på inflasjonsforventningene. Se også Levin, Andrew T., Fabio M. Natalucci og Jeremy M. Piger (2004), "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86, s. 51-80.

<sup>8</sup> Se for eksempel Stock, James H og Mark W. Watson (2003), "Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations", i *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

<sup>9</sup> Se Rogoff, Kenneth S. (2003), "Globalization and Global Disinflation," i *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

<sup>10</sup> I Storbritannia har det vært en tilsvarende utvikling. Se King, Mervyn (2005), "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory, Mais Lecture 2005," forelesning ved the Cass Business School, City University, London, 17. mai.

<sup>11</sup> Bernanke, Ben (2002), "Asset Price "bubbles" and Monetary Policy" tale ved the New York Chapter of the National Association of Business Economics, New York, 15. oktober

<sup>12</sup> Issing, Otmar (2003), "Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?". Tale ved konferansen "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", 28.-29. mars, BIS, Basle.

<sup>13</sup> Heikensten, Lars (2005), "Introduction on Monetary Policy" tale til Finansutskottet, Riksdagen, Stockholm, 15. Mars.