

# Pengepolitikk, prognoser og markeds-kommunikasjon

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem ved Senter for forskning i monetær økonomi/BI torsdag 7. juni

Pengepolitikkenes langsiktige oppgave er å bidra til lav og stabil inflasjon. Prisstabilitet er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst og velstand. Et nominelt ankerfeste er også en nødvendig forutsetning for stabilitet i finans- og eiendomsmarkedene. Vi kan ikke oppnå høyere sysselsetting på lang sikt ved å akseptere høyere inflasjon. Tvert imot er våre egne og andre lands erfaring fra 1970-, 80- og 90-årene at perioder med høy inflasjon blir avløst av nedgangstider med stor arbeidsledighet. Høy og variabel inflasjon gir også vilkårlig omfordeling av formue og inntekt.

Statsmyndighetene har denne våren gitt et nytt mandat for pengepolitikken. Norges Bank skal sette renten med sikte på lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Jeg vil benytte denne anledningen til å utdype vår tolkning av mandatet og drøfte hvordan det vil påvirke utøvelsen av pengepolitikken.

Inflasjonsutsiktene presenteres tre ganger i året i Norges Banks inflasjonsrapporter. De danner et grunnlag for bankens beslutninger om renten. Ytterligere vurderinger blir lagt fram hver sjette uke i forbindelse med møtene der Norges Banks hovedstyre drøfter renten.

## Mandat, tolkning og gjennomføring

New Zealand var først ute med å innføre inflasjonsmål i 1989<sup>1</sup>. Deretter fulgte Chile i 1990, Canada i 1991, Storbritannia i 1992, Finland (til 1998), Sverige og Australia i 1993, Spania i 1994 (til 1998) samt Island og Norge i 2001. En rekke overgangsøkonomier, som Tsjekia og Polen, samt Israel, Sør-Afrika og Brasil, har de siste årene innført inflasjonsmål.<sup>2</sup> ESB skal rette virkemidlene inn mot prisstabilitet, som banken har definert som en inflasjon lavere enn 2 prosent. Målet i Sveits er formulert tilsvarende. I USA er hensynet til stabilitet i priser og sysselsetting likestilt. Erfaringene med inflasjonsmål har gjennomgående vært gode. Lav og stabil inflasjon har bygget opp under økonomisk vekst og sysselsetting. De gode erfaringene kan også ha sammenheng med at forholdene lå vel til rette for lav inflasjon og ny vekst i mange land etter lavkonjunkturen og den høye arbeidsledigheten på begynnelsen av 1990-tallet.

I Norge er inflasjonsmål innført i en annen fase i konjunkturforløpet. Vi har lagt bak oss en langvarig konjunkturoppgang. Arbeidsmarkedet er stramt. Høy yrkesfrekvens og demografiske forhold tilsier at muligheten for ytterligere vekst i arbeidstilbudet er begrenset. I tillegg blir det gjennomført reformer som reduserer tilbudet av arbeidskraft. Samtidig innebærer de store inntektene fra oljeutvinningen at norske myndigheter ikke står overfor

de samme budsjettbegrensninger i finanspolitikken som andre land stod overfor da de innførte inflasjonsmål. I dag har imidlertid flere av OECD-landene oppnådd store overskudd i sine budsjetter. Finland venter i år et overskudd på statsbudsjettet tilsvarende 5,3 prosent av BNP<sup>3</sup>. New Zealand og Irland har innført fondsordninger hvor de plasserer overskuddet på statsbudsjettet for å stå bedre rustet når pensjonsutbetalingene øker et stykke ut på 2000-tallet.

Den nye forskriften ble vedtatt 29. mars 2001, og paragraf 1 lyder:

*«Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens 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 skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser.»*

Videre heter det i Stortingsmelding nr. 29 2001, Retningslinjer for den økonomiske politikken:

*«Det forventes at konsumprisveksten som en hovedregel vil ligge innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt målet.»*

Målet om en inflasjon over tid på 2½ prosent er noe høyere enn målene for prisutviklingen i Sverige, Canada og euro-området, men på linje med tilsvarende mål i Storbritannia og Australia. I USA har veksten i konsumprisene vært noe høyere det siste tiåret. Målet er om lag som gjennomsnittet for prisstigningen i Norge i 1990-årene.

Slik vi ser det, har Regjeringen med omleggingen markert at lav inflasjon er et gode i seg selv. Historien har vist at høy inflasjon verken fører til varig høyere økonomisk vekst eller lavere ledighet. De gode erfaringer med lav inflasjon siden 1990 har gitt Norges

<sup>1</sup> Sverige hadde for øvrig i 1931-1933 et regime definert ved «att med till buds stående medel bevara den svenska kronans inhemska köpkraft». Det blir å tolke som et inflasjonsmål.

<sup>2</sup> A. Schaechter, M. R. Stone og M. Zelmer: «Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries». IMF Occasional Paper 202. Washington 2000

<sup>3</sup> OECD Economic Outlook no 69 - tabell «General government financial balances»

Bank et godt utgangspunkt for gjennomføringen av pengepolitikken, selv om vi som nevnt fikk innført inflasjonsmål i en høykonjunktur.

Økt rente vil dempe etterspørselen etter varer og tjenester og redusere inflasjonen. Lavere rente virker motsatt. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli økt. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned. Her er det symmetri. Det er like viktig å unngå for lav inflasjon eller deflasjon som for høy inflasjon. Når den årlige bruken av oljeinntektene styres etter en langsiktig handlingsregel slik det nå er nokså bred politisk enighet om, skal vi normalt ved å bruke renten som virkemiddel kunne hindre at det blir høy inflasjon. Pengepolitikken bør også normalt temmelig effektivt kunne motvirke nedgangstider med deflasjon. Stagflasjon, det vil si svak vekst og økende arbeidsledighet kombinert med høy inflasjon, som preget den økonomiske utviklingen i mange land på 1970- og 80-tallet, har sitt opphav på tilbuds- og produksjonssiden i økonomien eller i inntektsdannelsen. Dersom norsk økonomi skulle bli preget av stagflasjonstendenser, må pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Strukturpolitikk og inntektspolitikk bør da samtidig bidra til å bedre økonomiens funksjonsmåte slik at veksten i økonomien og sysselsettingen kan ta seg opp.

Vi regner ikke med at en renteendring virker umiddelbart på inflasjonen. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå målet om 2½ prosent inflasjon. Utsiktene for inflasjonen to år fram i tid kan derfor sees på som et avledet mål i pengepolitikken.

I enkelte situasjoner, dersom uventede hendelser har ført til høy inflasjon, kan det være riktig å legge til grunn et lengre tidsperspektiv enn to år. Det kan for eksempel være forbundet med unødige realøkonomiske kostnader å få inflasjonen ned på 2½ prosent innenfor dette tidsperspektivet. En forutsetning for å kunne velge et lengre tidsperspektiv, er at vi kan bygge på at det er stor tillit hos aktørene i det økonomiske livet til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil. Etter hvert som det blir vunnet erfaring med at renten settes etter et inflasjonsmål, vil det trolig bli større mulighet for å legge vekt på hensynet til stabilitet i realøkonomien.

Lav og stabil inflasjon er en nødvendig forutsetning for stabilitet i valuta- og finansmarkedene og i eiendomsmarkedene. Men det finnes også eksempler på at det har bygget seg opp bobler i form av sterk verdistigning i disse markedene mens inflasjonen har vært lav. Prisoppgang for boliger og eiendommer og for finansaktiva kan etter hvert også få vesentlig betydning for lønnsvekst og konsumprisstigning. Når boblene brister, kan det bli nedgangstider. Utviklingen i finans- og eiendomsmarkedene kan på denne måten gi grobunn for mer ustabil inflasjon. I prinsippet kunne det være riktig å

anvende renten til å motvirke dette. I praksis er det imidlertid vanskelig å vurdere om utviklingen i prisene på eiendommer og finansaktiva er bærekraftig.

Når Norges Bank kommer til at renten bør endres, vil vi oftest gå gradvis fram. Det skyldes at det normalt er usikkerhet om hva situasjonen er i økonomien, hvilke andre forstyrrelser økonomien kan bli utsatt for og hvor raskt en renteendring påvirker prisstigningen. Men vi vil ikke alltid gå gradvis fram. Det vil være riktig å endre renten raskt og markert hvis for eksempel sterk uro i finansmarkedene eller et forhandlingsdrevet kostnadsjokk tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare. Også dersom det skulle bli utsikter til nedgangstid med deflasjon vil det være riktig å bruke virkemidlene mer kraftig.

Dersom særskilte forhold skulle tilsi at Norges Bank legger til grunn en annen tidshorison enn to år, vil banken gjøre rede for det. Det vil en også gjøre dersom utviklingen i finansmarkedene eller eiendomsmarkedene blir tillagt særskilt vekt.

På lang sikt er prisveksten bestemt av utviklingen i det innenlandske kostnadsnivået, produktivitetsveksten og den importerte prisveksten. Et særtrekk ved lønnsdannelsen i Norge har vært at vilkårene for konkurranseutsatt industri er blitt tillagt betydelig vekt i forhandlingene, også for næringer som ikke møter internasjonal konkurranse. De siste årene har skjermet sektor satt større preg på den samlede lønnsutviklingen. De sentraliserte inntektsoppgjørene i Norge har vært en arena for samordning hvor makroøkonomiske hensyn tidvis er blitt tillagt vesentlig vekt. Det har bidratt til lav arbeidsledighet. Men vi har også erfaring for at inntektsoppgjørene kan være en kime til økonomiske forstyrrelser. Inntektsoppgjørene midt på 1970-tallet og i 1986 er de oppgjørene som har gitt sterkest negative virkninger. Også oppgjørene i 1998 og 2000 bidro til sterk kostnadsstigning.

## Vurdering av pengepolitikken i ettertid

Inflasjonen i dag er blant annet et resultat av den renten som ble satt for ett til to år siden. Dagens tall for konsumprisindeksen utgjør derfor et grunnlag for å vurdere resultatene av den pengepolitikken som ble ført noen tid tilbake.

Tallene for konsumprisindeksen fra måned til måned blir påvirket av tilfeldige eller midlertidige faktorer som har lite å gjøre med utviklingen i inflasjonen over tid. Strømprisen påvirkes av nedbørmengden. Avgiftsendringer slår raskt inn i konsumprisindeksen. De direkte virkningene av slike forhold på inflasjonen vil være borte etter ett år. Derfor skal de heller ikke få betydning for renten, som normalt settes med sikte på at inflasjonen skal holde seg på 2½ prosent på to års sikt.

Det er likevel av interesse å rense månedlige inflasjonstall for midlertidige virkninger, for å se om utviklingen i det vesentlige er slik vi ventet den skulle bli. Norges Bank analyserer og legger fram tall for konsumprisindeksen hvor virkningene av en del midlertidige forhold er tatt

ut. I april økte konsumprisindeksen med 3,8 prosent fra året før. Pristallet var påvirket av sterk økning i både strømprisene og bensinprisene og av økte avgifter. Om vi holder strøm- og bensinprisene utenfor og korrigerer for avgiftsendringer, var prisveksten om lag 2½ prosent, som er på linje med det målet som nå er satt for inflasjonen.

Men det er grunn til å gjøre oppmerksom på at vår rensing av tallene kan overvurdere disse virkningene. Vi forutsetter for eksempel at økninger i avgifter i sin helhet er veltet over i prisene til forbrukere. Endringer i avgifter blir nok i praksis ofte fordelt mellom produsenter og forbrukere ut fra hvor sterkt etterspørsel og tilbud reagerer på prisøkninger. Dessuten er prisoppgangen på strøm neppe bare en følge av at det var lite regn på Vestlandet i fjor og av økt strømgift. Andre, mer varige forhold kan også ha bidratt. Økningen i bensinprisen fører i neste omgang til økt pris på andre varer, som transport-tjenester, og det har vi ikke korrigert for. Men å korrigere inflasjonstallene for direkte virkninger av engangsfaktorer kan også være en fallgrube. Avgiftsøkninger og økte bensin- og elektrisitetspriser kan være kimer til tiltakende inflasjon, via overveltning i andre priser og i lønninger.

I andre land med inflasjonsmål er det ulik praksis for å korrigere konsumprisindeksen for midlertidige og tilfeldige forhold. I Storbritannia har renteendringer sterke direkte virkninger på konsumprisindeksen. Bank of England skal sikte mot et inflasjonsmål som er korrigert for slike virkninger.

I New Zealand er inflasjonsmålet spesifisert som veksten i konsumprisindeksen, men i mandatet er det gjort rede for forhold som sentralbanken kan korrigere for. Slike forhold omfatter blant annet endringer i prisnivået som følge av store endringer i råvarepriser, endringer i indirekte skatter, betydelige endringer i den økonomiske politikken som direkte påvirker prisene, samt naturkatastrofer. Det produseres ikke løpende faste indikatorer som korrigerer for disse forholdene, men det justeres dersom utslagene blir betydelige.

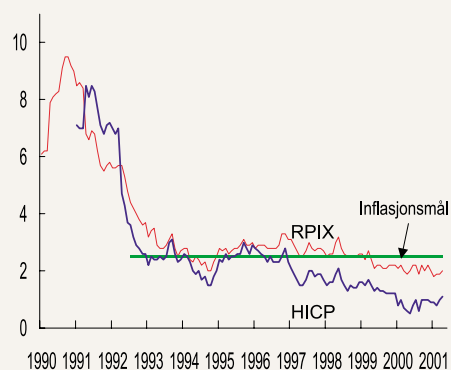
I Sverige og Canada er inflasjonsmålet formulert som veksten i konsumprisindeksen uten særskilte unntak. I praksis benyttes imidlertid indekser for underliggende inflasjon i gjennomføringen og vurderingen av pengepolitikken. En indikator som Sveriges riksbank ofte refererer til, korrigerer for direkte virkninger av renter og netto indirekte skatter. Sentralbanken i Canada har nå definert en ny indeks som det operative målet for pengepolitikken. Denne indikatoren er konsumprisindeksen utenom de åtte mest volatile komponentene; frukt, grønnsaker, bensin, fyringsolje, naturgass, innenlandske flyreiser, tobakk og rentekostnader. Dessuten korrigeres det for virkninger av indirekte skatter.

Konsumprisindeksen er utarbeidet for å vise utviklingen i levekostnadene. I noen grad vil konsumprisindeksen overvurdere utviklingen i levekostnadene. Det har blant annet sammenheng med at målemetoden ikke i tilstrekkelig grad fanger opp kvalitetsendringer i tjenesteproduksjonen.

Den såkalte Boskin-rapporten (1996) fant at den amerikanske konsumprisindeksen overvurderte den faktiske økningen i levekostnadene med 0,8-1,6 prosentenheter per år. Statistisk sentralbyrå har vurdert målefeilen i den norske konsumprisindeksen<sup>4</sup>. SSB konkluderer det med at også den norske indeksen overestimerer utviklingen i levekostnadene, men at avviket med stor grad av sannsynlighet ligger godt under en prosentenheter målt som årlig endring.

De nasjonale konsumprisindeksene er bygget opp forskjellig. For eksempel vil både utvalget av varer og tjenester som inngår, den relative vekten som tilknyttes de varer og tjenester som inngår i utvalget, og hvor ofte vektene justeres, være forskjellige. I tillegg vil metoden for sammenveining av de ulike delindeksene – om det benyttes aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt – kunne påvirke veksttakten. Den harmoniserte konsumprisindeksen i Eurostat (HICP : Harmonised Index of Consumer Prices) er en standard som letter sammenlikningen mellom land.

**Figur 1.** Konsumprisvekst i Storbritannia målt ved RIPX og HICP. Årsrate



Kilde: Office for National Statistics og Eurostat (Datastream)

I den nasjonale indeksen i Storbritannia brukes aritmetisk gjennomsnitt, mens geometrisk gjennomsnitt anvendes i den harmoniserte indeksen. Flere varegrupper i den nasjonale indeksen er ikke med i den harmoniserte, for eksempel kostnader knyttet til bolighold (avskrivninger, lokal skatt og forsikring av bygninger). Omvendt er flypriser, husleie for studenter ved universiteter, utenlandske studenter skolepenger og egenandeler for beboere på pleie- og aldershjem holdt utenfor den nasjonale indeksen, mens de inngår i den harmoniserte indeksen. I april var det nesten ett prosentpoeng forskjell i tolv månedersveksten i den indeksen Bank of England styrer etter (RPIX) og den harmoniserte indeksen, HICP. Den indeksen som er knyttet til selve inflasjonsmålet, viste en vekst de siste 12 måneder på 2,0 prosent, mens den harmoniserte indeksen økte med 1,1 prosent. Ulik behandling av kostnader

<sup>4</sup> B. Koth og L. Sandberg: «Kilder til målefeil i konsumprisindeksen» Økonomiske analyser 5/97. Statistisk sentralbyrå. Oslo 1997

til bolighold trakk den nasjonale indeksen opp med i overkant av ½ prosentpoeng sammenliknet med den harmoniserte indeksen. Om lag tilsvarende utslag skyldtes ulik måte å veie sammen prisene på. Forskjellige vekter trakk veksten i den nasjonale indeksen ned med snaut ¼ prosentpoeng sammenliknet med den harmoniserte indeksen<sup>5</sup>.

## Forutsigbarhet, åpenhet og kommunikasjon

Sentralbanker kontrollerer volumet av sentralbanklikviditet eller renten på denne likviditeten. De fleste sentralbanker styrer via en rente på daglikviditet. I Norge er det renten på bankenes folioinnskudd i Norges Bank, foliorenten, som er styringsrenten. Bankenes nettoposisjon overfor Norges Bank svinger rundt null. Til sammenlikning tilsvarer husholdningenes og bedriftenes innenlandske bruttogjeld om lag 1500 milliarder kroner, mens pengemengden (M2) utgjør om lag 750 milliarder kroner. Vår styringsrente har direkte innflytelse på en svært liten del av det samlede penge- og kredittmarked. Pengepolitikken ville ikke påvirke prisstigningen hvis vår rente bare påvirket renten på mellomværendet mellom sentralbanken og bankene. Vi er altså avhengige av at virkningene sprer seg og får betydning for renten på bedriftenes og husholdningenes fordringer og gjeld.

Styringsrenten påvirker disse størrelsene via markedets forventninger og avkastningskurven. De markedsbestemte og mer langsiktige rentene reflekterer blant annet forventede fremtidige kortsiktige renter, usikkerhet og risikopremier. Renten på plasseringer i pengemarkedet med lengre løpetider enn en dag vil være påvirket av forventningene om utviklingen i Norges Banks renter fremover. Renten på plasseringer som forfaller om en uke, vil være en sammenveining av forventede renter på plasseringer av en dags varighet i dagene fram til forfall. Tilsvarende vil renten på tremåneders plasseringer reflektere både gjeldende og forventede fremtidige dagsrenter. Hvis aktørene tror Norges Bank vil sette ned rentene i løpet av de kommende uker, vil rentene på tremåneders plasseringer være lavere enn rentene for kronefordringer med kortere løpetid. Tilsvarende, hvis aktørene tror Norges Bank vil sette opp rentene i løpet av de kommende uker, vil rentene på tremåneders plasseringer være høyere enn rentene for kronefordringer med kortere løpetid.

Dersom det er tillit til pengepolitikken, vil endringer i Norges Banks renter i liten grad slå igjennom i rentene på helt langsiktige kronefordringer. Da vil de langsiktige rentene først og fremst være bestemt av det langsiktige realavkastningskravet på kapital som bestemmes i et internasjonalt kapitalmarked. Svikter tilliten til den økonomiske politikken, for eksempel fordi Norges Bank setter renten så lavt at det oppstår forventninger om inflasjon og ustabil valutakurs, vil de langsiktige rentene stige. Lav troverdighet må på denne måten betales med store risikopremier og unødvendig høy langsiktig rente.

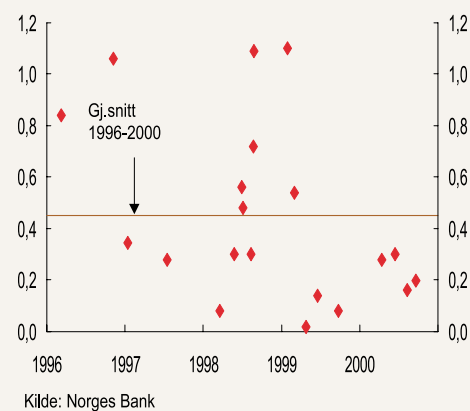
Åpenhet om intensjoner, strategier og gjennomføringen av pengepolitikken kan bidra til å redusere usikkerheten hos aktørene i det økonomiske livet. Hvis pengepolitikken er forutsigbar, avtar en viktig kilde til risiko. Dermed blir – alt annet likt – den renten som er nødvendig for å nå inflasjonsmålet, lavere. Da blir det større mulighet for å nå prismålet uten hyppige og brå skift i renten. Forutsigbarhet vil kunne bidra til en mer stabil utvikling i etterspørsel og produksjon.

En forutsigbar pengepolitikk kan dermed bidra til å bedre effektiviteten og gjennomslaget av pengepolitikken. Ofte settes det likhetstegn mellom forutsigbarhet og åpenhet. Det er imidlertid ikke gitt at mer åpenhet gir større grad av forutsigbarhet. Mange vil fremheve Bank of England som en svært åpen sentralbank, blant annet fordi den legger fram vurderinger av de økonomiske utsiktene i inflasjonsrapporter og publiserer referater fra møtene i den pengepolitiske komitéen. En studie<sup>6</sup> utarbeidet av Dr. Sushil Wadhvani, som er medlem i komitéen, indikerer imidlertid at renteendringene fra den engelske sentralbanken i perioden 3. juni 1997- 18. april 2001 har kommet mer overraskende på markedsaktørene enn renteendringer gjennomført i Kontinental-Europa og i USA over samme tidsrom. Den samme studien tyder på at overraskelsesmomentet har avtatt over tid.

I Norge kan det se ut til at åpenhet om Norges Banks tolkning av mandatet og om gjennomføringen av pengepolitikken har bidratt til en noe mer forutsigbar pengepolitikk. Figur 2 illustrerer at utslagene i pengemarkedsrentene er mindre nå enn tidligere når Norges Bank endrer styringsrentene.

Det er en stor og voksende akademisk litteratur om åpenhet og pengepolitikk. I en rapport som nylig ble presentert i CEPR (Center for Economic Policy Research) utarbeidet av en rekke kjent akademikere under tittelen «How Do Central Banks Talk?»<sup>7</sup> konkretiseres det mål som sentral-

**Figur 2.** Graden av forutsigbarhet i pengepolitikken. Endring i 3 måneders pengemarkedsrente dividert med endring i foliorenten (absoluttverdi)



Kilde: Norges Bank

<sup>5</sup> <http://www.statistics.gov.uk/pdffdir/cpi0501.pdf>

<sup>6</sup> Wadhvani, S.B; «Some Reflections on the MPC». Speech to the National Association for Business Economics. Washington 21 May 2001

<sup>7</sup> Blinder, A., C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton, C. Wyplosz: «How Do Central Banks Talk?» Report prepared for presentation to the Third Geneva Conference to the World Economy on May 4, 2001

banken bør ha for øye med sin strategi om åpenhet. I min oversettelse lyder det slik: «... åpenhet bør bidra til at offentligheten forstår og kanskje forutser sentralbankens beslutninger, og ser hver og en av dem som en logisk konklusjon i rekken av tidligere og fremtidige beslutninger med den hensikt å nå et klart definert mål, ...» (“... *transparency should allow the public to understand, and possibly anticipate, the central banks decisions, to see each of them as the logical conclusion of a chain of past and future decisions aimed at a clear set of targets,...* ”)

Dette synet på åpenhet og forutsigbarhet står i kontrast til tidligere tiders vekt på å spille på overraskelsesmomentet i den økonomiske politikken. I pengepolitikken var dette særlig knyttet til styringen av valutakursen. Erfaringene ble etter hvert at den økonomiske politikken ble møtt med mistro og høye premier for usikkerhet. Virkninger av endringer i virkemiddelbruken ble mer og mer usikre. Ønsket om forutsigbarhet må likevel ikke få forrang for kravet til sentralbanken om å sette renten slik banken mener er riktig. Andre aktørers forventninger må ikke være styrende for rentesettingen. Det er flere eksempler også fra land med «transparent» pengepolitikk at endringer i renten har kommet overraskende. Det kan blant annet skyldes at sentralbanken har hatt et annet syn på utsiktene for den økonomiske utviklingen. Utsiktene for inflasjonen kan også endre seg raskt og drive fram raske og kanskje mer markerte rentejusteringer.

Åpenhet kan drøftes i forhold til

- målfunksjon
- reaksjonsfunksjon
- analyser
- syn på hvordan renten påvirker prisveksten
- vurdering av prisutsiktene og risikobildet

Norges Bank har søkt å bidra til åpenhet ved å gi uttrykk for vår tolkning av mandatet og ved å gjøre rede for

gjennomføringen av pengepolitikken. I Inflasjonsrapport 4/2000 gjorde vi rede for vårt syn på hvordan renten påvirker prisveksten i Norge.

Prinsipielt vil det være slik at jo mer skjønnsutøvelse og fleksibilitet som følger av målet for pengepolitikken, dess mer kompleks og nyansert må kommunikasjonen være. Pengepolitikken krever løpende skjønnsutøvelse. Men skjønnsutøvelsen er inngjerdet. Norges Banks mandat og vår tolkning av det setter grenser. I tillegg har vi selv bidratt til å gjerde inn skjønnsutøvelsen ved å være åpen om vårt reaksjonsmønster, våre analyser av den økonomiske utviklingen og vår vurdering av resultatene av den pengepolitikken som har vært ført.

Sentralbankens kommunikasjon varierer fra land til land. De ulike løsningene reflekterer både forskjellige mål og institusjonelle rammebetingelser, men også ulik historie og kultur. En bør derfor etter mitt syn også være varsom med å trekke fram ett lands valg og løsninger som norm.

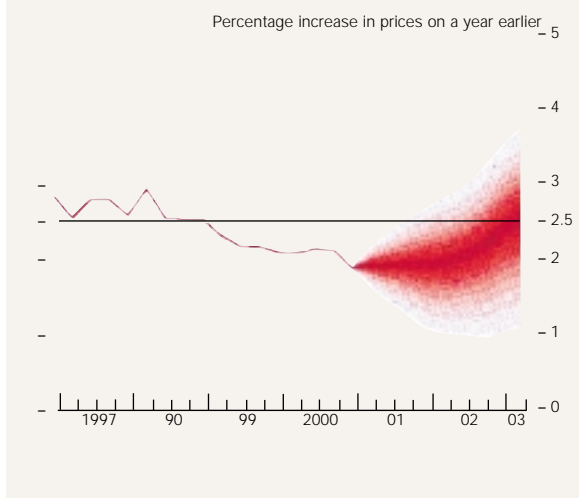
I New Zealand skal sentralbanken etter loven legge fram en uttalelse om pengepolitikken (Monetary Policy Statement) minst hver sjette måned. Det skjer i form av en «inflasjonsrapport» som publiseres fire ganger i året. I rapporten publiseres også et forløp for renten fremover som bidrar til at inflasjonsmålet blir oppfylt. Mellom utgivelsene av rapportene vurderes styringsrenten én gang. Tidspunktet er forhåndsannonsert. Beslutninger om styringsrenten publiseres umiddelbart og ledsages av en begrunnelse. Sentralbanksjefen er ansvarlig for å nå målet, og han har beslutningsansvaret.

I Bank of England fattes rentevedtakene av en pengepolitisk komité (MPC). Komitéen har ni medlemmer. Fire er eksterne økonomer oppnevnt av finansministeren. De arbeider i praksis fulltid for sentralbanken, men er ikke en del av den administrative linjen i banken. Bank of England legger fram en inflasjonsrapport fire ganger i året. Rapporten forberedes av administrasjonen i banken, men arbeidet ledes av komitéen. Rapporten gir anslag for den økonomiske veksten og inflasjonen. Bank

**Tabell 1.** Summarisk oversikt over anslag og kommunikasjon fra ulike sentralbanker. (Se nærmere omtale i teksten)

	Prisutsikter/inflasjonsrapport	Fremtidig politikkholdning?	Kollektivt eller individuelt ansvarlig beslutningsorgan	Publiseres referater?
New Zealand	Inflasjonsrapport	Den optimale rentebanen	En beslutningstaker	–
Storbritannia	Inflasjonsrapport	Implisitt gjennom viften	Individuell	Etter 2 uker
Sverige	Inflasjonsrapport	Implisitt gjennom viften	Individuell	Etter 2-4 uker
Eurolandene/ ESB	Stabens fremskrivninger	–	Kollektiv	Nei
USA	Prisutsikter	Implisitt ifm risikovurdering	Kollektiv, men stemmegivning fremgår	Etter 6 uker, fullstendig utskrift etter 5 år
Australia	Inflasjonsrapport	Etter vurdering	Kollektiv	Nei
Canada	Inflasjonsrapport	–	En beslutningstaker, men råd	Nei
Norge	Inflasjonsrapport	Gjennom sannsynlig renteendring	Kollektiv	Nei

**Figur 3.** Bank of Englands «vifte»: «Projections at constant rates of 5.25%. May 2001 RPIX fan chart».



of England har utarbeidet en metode som illustrerer komitéens subjektive syn på usikkerheten i anslagene for BNP-veksten og inflasjonen. Usikkerheten øker med tidshorizonten, slik at illustrasjonen av usikkerheten tar form som en vifte (se figur 3). Denne viften har etter hvert fått en sentral rolle. I introduksjonen til rapporten heter det (min oversettelse) «selv om ikke alle medlemmer er enige i hver forutsetning som ligger til grunn for anslagene, representerer viftene komitéens beste kollektive vurdering om den mest sannsynlige bane for inflasjon og produksjon, og usikkerheten som omgir anslagene.» Sentralbanken gir ikke direkte uttrykk for sitt syn på renteutsiktene. Dette kan imidlertid leses implisitt av den omtale viften, eller usikkerheten rundt inflasjonsanslaget og en tilhørende tabell. Det holdes tolv rentemøter i året. Beslutningen fra rentemøtet publiseres umiddelbart. Beslutningene begrunnes ikke eksplisitt. Det avholdes ikke pressekonferanse i etterkant av møtene. Banken publiserer referat fra rentemøtene to uker etter at møtet er avholdt. I referatet fremgår det om det var uenighet i komitéen. Det er lovfestet at referatene skal publiseres. I årsberetningen gjøres det rede for gjennomføringen av politikken. Hvert komitémedlem står fritt i å tilkjenne sin personlige oppfatning om økonomiske spørsmål og pengepolitikken.

Også i Sverige fattes rentevedtaket av et ekspertsammensatt styre: direksjonen. Medlemmene arbeider fulltid, og de deltar i den daglige driften av Riksbanken. Fire ganger i året publiseres en inflasjonsrapport som gir uttrykk for direksjonens samlede syn på inflasjonsutsiktene. Som i Storbritannia legges det særlig vekt på det individuelle ansvaret medlemmene av direksjonen har. Det er innsyn i det enkelte medlems stemmegivning og vurderinger. Uenighet om inflasjonsutsiktene og rentesettingen kommer til syne i protokollen, som publiseres to til fire uker etter avholdt møte. Det gis en begrunnelse for rentebeslutningen, men det holdes ikke pressekonferanse i etterkant av

rentemøtene. Direksjonen gir ikke direkte uttrykk for sin holdning til utviklingen i renten fremover, men den kan leses implisitt av usikkerheten i anslaget, også i Sverige illustrert ved en vifte rundt anslaget for inflasjonen. Direksjonen rapporterer to ganger i året til Riksdagen. Riksbanken har valgt å bruke to av de fire inflasjonsrapportene som utarbeides hvert år til dette. Medlemmene av direksjonen holder foredrag og tilkjenner sin personlige oppfatning om økonomiske spørsmål og pengepolitikken.

ESB presenterte i månedsbulletinen i desember i fjor for første gang framskrivninger i form av vide intervaller for prisveksten. Framskrivningene utarbeides av staben i banken. I ESBs topilarsystem spiller utviklingen i den første pilaren, pengemengden M3, og den andre pilaren, som innbefatter andre forhold som kan tenkes å påvirke prisveksten, en likeverdig rolle. Ifølge traktaten skal hovedstyret møte minst ti ganger i året. Siden starten i januar 1999 har rentemøte blitt holdt hver 14. dag. Etter annenhvert møte avholdes pressekonferanse. Det gis ikke eksplisitt uttrykk for synet på renteutviklingen fremover. Referat fra rentemøtene publiseres ikke. Medlemmene uttaler seg enkeltvis om pengepolitikken, men selve rentevedtaket fremstår som en kollektiv beslutning.

I USA er det markedskomitéen, FOMC, som beslutter renten. Komitéen holder åtte forhåndsannonserte møter i året, men den har tidvis endret renten mellom møtene. Beslutningene annonseres i etterkant av rentemøtet. Det gis implisitt uttrykk for fremtidig politikkholdning gjennom omtalen av risikobildet for den økonomiske utviklingen. Komiteen har i en egen pressemelding gjort greie for hvordan formuleringene kan forstås. Federal Reserve utgir ikke inflasjonsrapport som i Storbritannia med anslag om den økonomiske utviklingen fremover. I sentralbanksjefens halvårslige redegjørelse for Kongressen gis det anslag for sannsynlig intervall for BNP- og konsumprisveksten samt arbeidsledigheten. Referat fra møter i FOMC legges fram etter seks uker. Der fremgår det enkelte medlemms stemmegivning. Fullstendig utskrift av det som ble sagt i møtene, frigis etter fem år. Medlemmene uttaler seg enkeltvis om pengepolitikken.

Norges Bank analyserer utsiktene for inflasjonen i egne inflasjonsrapporter. Det blir utarbeidet tre rapporter i året. Ytterligere vurderinger om prisutsiktene blir lagt fram hver sjette uke i forbindelse med de møtene hvor hovedstyret drøfter og setter renten. I inflasjonsrapporten og artikler i tidsskiftet Penger og Kreditt utdypes sentrale sider ved modellapparatet og vårt syn på økonomiens virkemåte. Referat fra rentemøtene publiseres ikke. Hovedstyret opptrer utad som et kollegium.

I Canada og New Zealand har sentralbanksjefene ansvaret, og det uttrykkes derfor bare ett syn. I ESB, Australia, Sveits og Norge opptrer det besluttende organet med én røst utad. Australia har som Norge eksterne medlemmer med i det organ som fatter vedtak om renten.

## Prognoser som kommunikasjon

I forskriftens §2 står det: «Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken». Anslagene og analysene i inflasjonsrapporten danner sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene et grunnlag for beslutninger om renten.

Inflasjonsrapporten inneholder analyse av og anslag for en rekke makroøkonomiske størrelser. Det har vært praksis helt siden den første rapporten ble utgitt i desember 1994. De fleste andre sentralbanker nøyer seg med anslag for prisvekst og produksjonsutvikling. Noen gir også anslag på hovedkomponentene i etterspørselen og i arbeidsmarkedet. Ulik praksis har sammenheng med ulik historie og kultur. Enkelte sentralbanker legger vekt på at økonomiske anslag er usikre, og at de derfor kan bli mer villedende enn veiledende. Institusjonelle rammebetingelser påvirker også detaljnivået i prognosene. I land hvor et beslutningsorgan legger fram prognoser, vil hver og en av medlemmene kunne ha sitt særskilte anslag for utviklingen i både realøkonomi og inflasjonen. Samtidig skal de presentere ett anslag for prisvekst og realøkonomisk utvikling basert på beste kollektive vurdering, jf. Bank of England. Dersom medlemmene har svært ulike oppfatninger om den økonomiske utviklingen, vil anslag på økonomiske størrelser miste mye av sitt informasjonsinnhold. Under slike rammebetingelser blir det lite fruktbart å gi detaljerte anslag på de ulike etterpørselskomponentene i økonomien. Også selve inflasjonsanslaget kan i noen tilfeller miste noe av sin informasjonsverdi. I Storbritannia er det tidvis større interesse for usikkerheten rundt anslaget, illustrert ved den nevnte viften, og for referatene fra rentemøtene, enn for inflasjonsrapporten og selve prisanslaget.

Detaljerte anslag kan gi bedre mulighet til å sjekke konsistensen i anslagene over tid. Det gir også holdepunkter for å vurdere om korttidsindikatorer er i samsvar med den utvikling sentralbanken forventet. På den andre siden kan svært detaljerte anslag gi inntrykk av at sentralbanken er sikrere på utviklingen enn det egentlig er grunnlag for. I Norge er det lang tradisjon for å lage detaljerte prognoser. Aktørene i det økonomiske livet har erfaring for at punktanslagene i prognoser er svært usikre og vurderer dem vel gjennomgående med en sunn skepsis.

Analysen og anslagene i inflasjonsrapporten er betinget av en rekke økonomiske variable, som finanspolitikken, valutakursen og renten. En annen utvikling i disse variablene vil også kunne innebære et annet forløp både for realøkonomien og den nominelle utviklingen. Forutsetningene inflasjonsprognosen hviler på, må være rimelige og noenlunde realistiske for at den skal fungere som beslutningsgrunnlag.

Foliorenten har sentralbanken direkte innflytelse over. Dermed står en allerede i utarbeidelsen av prognosene

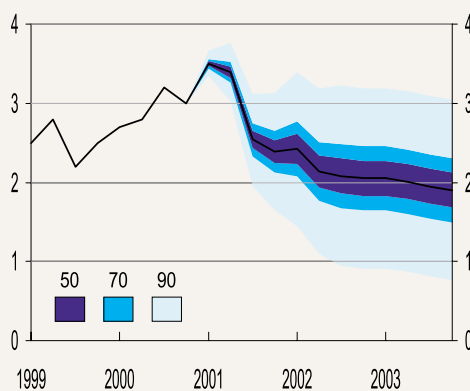
overfor et viktig spørsmål: hvilken forutsetning for rentebanen skal legges til grunn for prisanslaget? Her er det ulik praksis. Generelt kan flere rentebaner gi samme prisanslag. Sentralbanken i New Zealand er den eneste som legger fram sin vurdering av det optimale forløpet for renten og legger det til grunn for sin inflasjonsprognose. Andre lands sentralbanker betinger sine anslag på en stilisert forutsetning om renten. Da er rentebanene ikke nødvendigvis i samsvar med den utvikling for renten som sentralbanken måtte kunne se for seg. Bank of England og Riksbanken betinger anslagene i referansebanen på en forutsetning om uendret rente. I tillegg vises alternative anslag som bygger på markedets forventninger om fremtidig rente.

Flere akademikere<sup>8</sup> har argumentert for å legge den optimale rentebanen til grunn for inflasjonsanslaget. Argumentet er som følger: Dersom sentralbanken selv ikke vurderer uendret rente i prognoseperioden som det mest sannsynlige, vil heller ikke anslaget for prisveksten være det meste sannsynlige. Dermed gir ikke anslaget veiledning om hvilken inflasjon sentralbanken faktisk venter.

I Norges Bank har vi benyttet både uendret rente og en rentebane basert på markedets renteforventninger i våre inflasjonsrapporter. Hvis Norges Bank anslår en prisvekst som er høyere eller lavere enn 2½ prosent, er det en indikasjon på at vi ser for oss en rentebane som er høyere eller lavere enn den banen som ligger til grunn for inflasjonsanslaget.

Enhver prognose er beheftet med usikkerhet. Usikkerhet i seg selv, og sentralbankens vurdering av de ulike risikofaktorene, er viktig tilleggsinformasjon. I våre inflasjonsrapporter diskuteres usikkerheten i anslagene eksplisitt. Det gjøres rede for hvilke størrelser vi vurderer som spesielt usikre, i hvilken retning usikkerheten trekker og på hvilken måte en annen utvikling vil kunne påvirke prisanslaget. I tillegg utarbeides en vifte som illustrerer usikkerheten i anslagene (se figur 4).

**Figur 4.** Usikkerhet i inflasjonsanslaget i Inflasjonsrapport 1/01. Ulike sannsynligheter for utviklingen i underliggende konsumprisvekst basert på historiske avvik i anslagene



Kilde: Norges Bank

<sup>8</sup> Se for eksempel Alesina, A., O. Blanchard, J. Garli, F. Giavazzi og H. Uhlig:

«Defining a macroeconomic Framework for the Euro Area. Monitoring the European Central Bank 3». CEPR London 2001 og Lars E. O. Svensson.: «Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance». February 2001.

**Tabell 2.** Summarisk oversikt over detaljeringsgrad i anslag og renteforutsetning fra ulike sentralbanker. (Se nærmere omtale i teksten)\*

	Prisanslag	Anslag BNP-vekst	Anslag arbeidsmarked	Renteforutsetning
New Zealand	√	Produksjonsgap		Optimal rentebane
Storbritannia	√	√	–	Uendret rente, skift med terminrente
Sverige	√	√	√	Uendret rente, skift med terminrente
Eurolandene/ ESB	Stabens fremskrivning	–	–	Uendret rente
USA	√	√	√	Ikke kommunisert
Australia	√			Ikke kommunisert
Canada	√	√		Ikke kommunisert
Norge	√	√	√	Uendret rente, skift med terminrente

\* √ indikerer at det gis anslag i en eller annen form: punkttestimat, intervall eller en indikasjon på utvikling i størrelsen.

Jevnlig presenteres beregninger basert på alternative forutsetninger. Disse illustrerer den isolerte effekten på prisveksten av endringer i forutsetningene. Det gir innsyn i virkningen på prisveksten av forstyrrelser som økonomien kan bli utsatt for.

I analysene og vurderingene av prisutsiktene og risikobildet støtter vi oss på modeller. Siden 1994 har den makroøkonomiske modellen RIMINI, som utvikles i Norges Banks forskningsavdeling, vært et viktig verktøy for analysene. Modellen søker å ivareta mange viktige sammenhenger i norsk økonomi. Modellen forener og ivaretar empirisk og teoretisk kunnskap om disse sammenhengene slik de har fungert historisk, og bidrar til en mer konsistent analyse av samspeillet mellom dem. Det tar tid før strukturelle endringer fanges opp i modellen. Det kan derfor være nyttig å analysere virkninger av mulige brudd i tidligere sammenhenger. For eksempel kan det være verd å stille spørsmål om virkninger på konsumprisene av endringer i valutakursen har endret seg nå når valutakursen svinger mer enn tidligere.

Vi har ikke erfart av vi kan lage anslag som «treffer» den faktiske utviklingen på alle punkter. Avdekking av feil vil gi grunnlag for forbedringer i analysen. Derfor etterprøves anslagene jevnlig. Analyser av prognosefeil har blitt presentert fire ganger i tidsskriftet Penger og Kreditt. I tillegg blir et utdrag av artiklene om etterprøving presentert i inflasjonsrapporten en gang i året.

## Avsluttende merknader

I alle de land det er naturlig for Norge å sammenlikne seg med, er rentefastsettelsen, som er det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken, delegert til sentralbanken. Det er flere forhold som kan bidra til å forklare at utøvelse av denne myndigheten er delegert.

For det første: Pengepolitikken egner seg for delegering fordi det over tid neppe er konflikt mellom målet om prisstabilitet på den ene siden og målene om økonomisk vekst og god fordeling på den andre siden. Målformuleringen og etterfølgende vurderinger av praksis kan ivareta de mer kortsiktige avveiningene.

For det andre: Det er mulig å formulere temmelig presise mål for pengepolitikken og etablere rapporteringsrutiner som sikrer at de som delegerer myndighet, i ettertid kan vurdere gjennomføringen. Norges Bank rapporterer i bankens årsberetning, og departementets, Regjeringens og Stortingets vurdering skjer i og på bakgrunn av årlig stortingsmelding.

For det tredje taler de kravene som må og bør bli stilt til åpenhet og kommunikasjon, for delegering. Som nevnt bør hver beslutning i pengepolitikken stå i et rimelig forhold til tidligere og fremtidige beslutninger, og rettes inn mot et klart definert mål.