

7.3 Avveininger i pengepolitikken

Målet for den samlede økonomiske politikken i Norge er høyest mulig velferd for landets innbyggere. For å oppnå dette må en rekke delmål, som stabil økonomisk vekst, effektiv ressursutnyttelse, inntektsfordeling og prisstabilitet oppfylles. Bortsett fra prisstabilitet, kan ikke pengepolitikken på lang sikt påvirke disse delmålene direkte. Indirekte vil imidlertid pengepolitikken gjennom prisstabilitet legge grunnen for at de andre delmålene kan oppfylles. Prisstabilitet er således det beste bidraget pengepolitikken kan gi til målet om høyest mulig velferd for landets innbyggere.

På kortere sikt kan imidlertid pengepolitikken bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og etterspørsel mer direkte. For gitte inflasjonsforventninger vil endringer i den nominelle renten slå ut i endret realrente. Det påvirker aktivitetsnivået direkte, men også indirekte via eventuelle endringer i valutakursen. (Kanalene for pengepolitikken er nærmere forklart i avsnitt 7.5.)

Det følger av mandatet for pengepolitikken at det i tillegg til å stabilisere inflasjonen er et formål å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Produksjonen

³ Se for eksempel Dornbusch, Fischer og Startz (2004).

beveger seg i bølger, men vokser over tid. Avviket mellom trenden og faktisk produksjon kalles produksjonsgapet. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden, dvs. å søke å holde produksjonsgapet nær null.

I mange tilfeller vil en renteendring bidra til å bringe både inflasjon og samlet etterspørsel i ønsket retning. Et uventet fall i samlet etterspørsel etter varer og tjenester vil for eksempel føre til at både prisstigningen, produksjonen og sysselsettingen avtar. Lavere rente vil da lede til at både etterspørsel og prisvekst tar seg opp igjen. Andre forstyrrelser kan imidlertid skape en konflikt mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien på kort sikt. For eksempel kan en stor lønnsøkning samtidig øke inflasjonen og svekke sysselsettingen. En strammere pengepolitikk vil da bidra til å få inflasjonen ned, men vil samtidig kunne redusere

Tekstboks 7.2: Fleksibel inflasjonsstyring

Avveiningen mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives ofte i den teoretiske litteraturen som det å minimere en tapsfunksjon, hvor både variasjonen i produksjonsutviklingen og variasjonen i inflasjonen inngår. En enkel tapsfunksjon (for en periode) er følgende:

$$L = (\pi - \pi^*)^2 + \lambda y^2$$

I likningen angir π inflasjonen, π^* inflasjonsmålet og y produksjonsgapet. Avvikene inngår kvadratisk. Ulempen ved store avvik fra målene vurderes dermed som betydelig verre enn små avvik. Avveiningen mellom stabilitet i inflasjonen rundt inflasjonsmålet og stabil vekst i produksjonen kommer til uttrykk i parameteren λ .

I litteraturen omtales det pengepolitiske styringssystemet som fleksibel inflasjonsstyring dersom λ er større enn null, det vil si at både variasjon i produksjon og inflasjon vektlegges. Et strengt inflasjonsmål innebærer at λ er lik eller nær null.

Dette er en teoretisk beskrivelse av inflasjonsstyring. Få sentralbanker, om noen, har et presist forhold til en slik tapsfunksjon. Den teoretiske beskrivelsen fanger imidlertid i grove trekk opp tankegangen bak den mer praktiske gjennomføringen hos sentralbanker som har inflasjon som styringsmål.

Valg av horisont for pengepolitikken sier implisitt noe om sentralbankens tapsfunksjon. 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.⁴

⁴ Se for eksempel Svensson (1997) og Smets (2000).

produksjon og sysselsetting ytterligere. Ofte vil ulike typer uventede begivenheter inntreffe samtidig. Sentralbanken må da avveie utslagene i produksjon og sysselsetting på den ene siden og utslagene i inflasjonen rundt inflasjonsmålet på den andre siden. Hvis utviklingen i lønnsveksten tyder på at det ikke er tillit til pengepolitikken eller at lønnsdannelsen ikke er forankret i inflasjonsmålet, vil hensynet til lav og stabil inflasjon veie tungt.

Pengepolitikken kan uansett ikke påvirke konsumprisveksten de nærmeste månedene i særlig grad. Mange priser er avtalt for en periode fram i tid. Skulle pengepolitikken ha som mål å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet, for eksempel i løpet av et halvt år, må renten trolig settes slik at valutakursen endres betydelig. En slik strategi vil samtidig kunne gi kraftige utslag i etterspørsel og produksjon av varer og tjenester og i sysselsettingen. Dette omtales i den teoretiske litteraturen som streng inflasjonsstyring.⁵ En mer fleksibel tilnærming kan være å bruke noe lengre tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet, såkalt fleksibel inflasjonsstyring (se tekstboks 7.2). Det vil gi mindre utslag i etterspørsel og produksjon enn streng inflasjonsstyring.

7.4 Gjennomføringen av pengepolitikken

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel slik at både variasjon i produksjon og inflasjon tillegges vekt.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. 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 forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Lav og stabil inflasjon er en nødvendig forutsetning for stabilitet i valuta- og finansmarkedene og i eiendomsmarkedene. Det finnes imidlertid også eksempler internasjonalt på at det har bygget seg opp bobler i form av sterk verdistigning i disse markedene mens inflasjonen har vært lav. Kraftig vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe tid på å nå inflasjonsmålet. Dette forutsetter at det er tillit hos aktørene i finansmarkedene til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil.

Norges Bank går normalt gradvis fram med renteendringer. Det skyldes at det er usikkerhet om situasjonen i økonomien, om hvilke andre forstyrrelser økonomien kan bli utsatt for, og om hvor raskt en renteendring påvirker prisstigningen. I visse tilfeller vil en imidlertid kunne gå raskere fram. Rentene kan bli endret raskt og markert hvis det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye fra målet over lengre tid slik at prisstigningsforventningene endres, eller når sterk uro i finansmarkedene eller en forhandlingsdrevet økning i kostnadene tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare.

⁵ Se for eksempel Svensson (2002). Dette er også drøftet i Olsen, Svendsen og Røisland (2003).

Norges Bank har ikke et bestemt mål for nivået på kronkursen. Vi har fritt vare- og tjenestebytte og frie kapitalbevegelser. Kronen flyter. Vi må vente at kronkursen vil svinge i verdi på linje med valutaen til andre små land med flytende valutakurs. Utviklingen i kronkursen har selvsagt likevel betydning når Norges Bank fastsetter renten:

- Endringer i kronkursen påvirker prisene målt i norske kroner på importerte konsumvarer og tjenester. Prisene på importvarer påvirker dessuten kostnadene i norsk produksjon.
- Kronens utvikling har betydning for inntjeningen, lønnsevnene, aktiviteten og sysselsettingen i de bedriftene som konkurrerer med utenlandske bedrifter, og for deres underleverandører i Norge. Det kan også påvirke bedriftenes beslutninger om investeringer og lokalisering.
- Det norske penge- og kapitalmarkedet er integrert i det internasjonale finansmarkedet. Kursendringer gir blant annet formuesgevinster og formuestap for norske husholdninger og bedrifter.

Norges Banks reaksjon på en endring i valutakursen vil avhenge av hvordan endringen ventes å påvirke inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Det krever en vurdering av årsaken til endringen og hvor varig den vil være. Kortsiktige svingninger i kronkursen vil trolig i liten grad påvirke den økonomiske utviklingen, mens varige endringer kan få betydning. Det er imidlertid vanskelig å fastslå om kursbevegelser er permanente eller midlertidige.⁶

⁶ Se for eksempel Eitheim og Gulbrandsen (2003) for mer om dette.