

# Avveininger i pengepolitikken

Ingvild Svendsen og Øistein Røisland, Pengepolitisk avdeling, og Kjetil Olsen, Økonomisk avdeling i Norges Bank

**Fleksibel inflasjonsstyring innebærer at sentralbanken på kort sikt foretar en avveining mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet. Ved noen typer forstyrrelser, for eksempel etterspørselssjokk, vil det være liten eller ingen konflikt mellom de to hensynene. Andre typer forstyrrelser, for eksempel kostnadssjokk, kan skape en konflikt mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet på kort sikt. Sentralbanken må da foreta en avveining. Horisonten for oppnåelse av inflasjonsmålet sier implisitt noe om hvor stor vekt sentralbanken legger på realøkonomisk stabilitet. Mye vekt på stabilitet i realøkonomien tilsier en relativt lang horisont. En toårshorisont for oppnåelse av inflasjonsmålet gir etter Norges Banks syn normalt en hensiktsmessig avveining mellom hensynet til prisstabilitet og hensynet til stabilitet i realøkonomien.**

Det operasjonelle målet for pengepolitikken er en inflasjon over tid på 2½ prosent. Fra tid til annen vil inflasjonen kunne være høyere eller lavere enn dette. Flere ulike strategier for rentesettingen kan benyttes for å bringe inflasjonen tilbake til målet. Et sentralt spørsmål i pengepolitikken er hvor raskt en skal gå fram.

Utgangspunktet er at pengepolitikken ikke i særlig grad kan påvirke konsumprisveksten de neste månedene, blant annet fordi det tar tid å endre lønnsveksten. Mange priser er dessuten 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 for pengepolitikken vil samtidig gi kraftige utslag i etterspørsel og produksjon. Dette kan omtales som streng inflasjonsstyring. En mer fleksibel tilnærming kan være å bruke noe lengre tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet, såkalt fleksibel inflasjonsstyring. En slik politikk vil gi mindre utslag i etterspørsel og produksjon enn en streng inflasjonsstyring.

I mange tilfeller vil en renteendring bidra til å bringe både inflasjonen og samlet etterspørsel i ønsket retning. For eksempel vil et fall i samlet etterspørsel kunne bidra til at både prisstigning, produksjon og sysselsetting blir for lav. Riktig pengepolitikk vil da være å holde en lav rente for å bidra til at både etterspørselen og prisveksten tar seg opp. Andre forstyrrelser kan imidlertid skape en konflikt mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien på kort sikt. Et eksempel er et kostnadssjokk som øker inflasjonen og samtidig reduserer produksjon og sysselsetting. En strammere pengepolitikk vil da bidra til å få inflasjonen ned, men vil samtidig kunne redusere produksjon og sysselsetting ytterligere. Ofte vil ulike typer forstyrrelser inntreffe samtidig, og sentralbanken må foreta en avveining mellom utslagene i produksjon og sysselsetting på den ene siden og utslagene i inflasjonen rundt inflasjonsmålet på den andre siden.

Avveiningen mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives i den teoretiske litteraturen ofte

som det å minimere en tapsfunksjon, hvor både variasjonen i produksjonsutviklingen og variasjonen i inflasjonen inngår, se for eksempel Svensson (2002).<sup>1</sup>

Sentralbanken skal velge det forløpet for renten fremover som minimerer følgende tapsfunksjon:

$$L_t = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \delta^k [(\pi_{t+k} - \pi^*)^2 + \lambda(y - y^*)^2_{t+k}] \quad (1)$$

I likningen angir  $\pi_t$  inflasjonen,  $\pi^*$  inflasjonsmålet,  $y_t$  er produksjonen og  $y^*$  er produksjonspotensialet.<sup>2</sup>  $E_t$  er en forventningsoperator og angir at forventningene dannes i periode  $t$ . I en slik tapsfunksjon inngår forventede avvik i produksjonen fra produksjonspotensialet og avvik i inflasjonen fra inflasjonsmålet i alle framtidige perioder. Avvikene inngår kvadratisk. Ulempen ved store avvik fra målene vurderes dermed som betydelig verre enn små avvik. Ved store avvik i inflasjonen fra inflasjonsmålet, eller store realøkonomiske ubalanser, kan det være riktig med relativt sterk virkemiddelbruk. Avveiningen mellom stabilitet i inflasjonen rundt inflasjonsmålet og stabil vekst i produksjonen kommer til uttrykk i parameteren  $\lambda$ .

Diskonteringsfaktoren  $\delta$  angir hvor stor vekt som legges på framtidige avvik fra målet.

Dette er en teoretisk beskrivelse av inflasjonsstyring. Få sentralbanker, om noen, har et presist forhold til en slik tapsfunksjon. I litteraturen omtales det pengepolitiske styringssystemet som fleksibel inflasjonsstyring dersom  $\lambda$  er større enn null, det vil si at både variasjon i produksjon og inflasjon vektlegges. Et strengt inflasjonsmål innebærer at  $\lambda$  er lik eller nær null.

Den teoretiske beskrivelsen fanger 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 realøko-

<sup>1</sup> Svensson, Lars E. O. (2002): «Monetary Policy and Real Stabilization», mimeo, Princeton University.

<sup>2</sup>  $y^*$  kan alternativt tolkes som hva produksjonen ville vært dersom alle priser hadde vært helt fleksible.

nomien, vil velge en kort horisont. En sentralbank som legger stor vekt på realøkonomien vil velge en lang horisont.<sup>3</sup>

Norges Bank har sagt at normalt vil renten settes med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Det hadde imidlertid generelt vært mulig å nå inflasjonsmålet raskere ved en mer aggressiv virkemiddelbruk. I henhold til den teoretiske litteraturen har Norge derfor et fleksibelt inflasjonsmål, hvor både variasjon i produksjon og inflasjon tillegges vekt.<sup>4</sup> Bak valget av horisonten på to år ligger det en oppfatning av hvordan renten påvirker forløpet for inflasjon og produksjon, samt sentralbankens avveining mellom variasjonen i disse to størrelsene. En slik enkel målsettingsregel er mer spesifikk, mer operasjonell og lettere å etterprøve enn den teoretiske tapsfunksjonen. Den er også en forenkling. I de fleste situasjoner vil en horisont på om lag to år utgjøre en rimelig avveining mellom hensynet til prisstabilitet og stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Inflasjonsprognosen to år fram i tid er imidlertid bare et mellomliggende mål. Det overordnede målet er nominell stabilitet over tid. I rentesettingen vil derfor hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien fremover være med i vurderingene. I situasjoner der sentralbankens prognoser tilsier at det ville medføre vesentlige ubalanser i realøkonomien dersom renten ble satt slik at inflasjonsprognosen to år fram i tid var lik målet, kan det være hensiktsmessig med en noe lengre horisont. Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Tilsvarende vil muligheten øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen.

I tilfeller hvor det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye over lengre tid fra målet, eller tilliten til pengepolitikken står i fare, kan det imidlertid være riktig å endre renten raskt og markert.

<sup>3</sup> Se f.eks. Frank Smets (2000), «What horizon for price stability?», ECB Working Paper No. 24.

<sup>4</sup> Hvordan renten påvirker forløpet for inflasjon og produksjon, er nærmere omtalt i en ramme i Inflasjonsrapport 4/2000: «Virkninger av en renteendring».