

*Gjestekommentar i Dagens Næringsliv, 29. juni 2007*

*Av Hilde C. Bjørnland  
Institutt for samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI*

## **En aktiv pengepolitikk**

*Forskning viser at lønninger og priser i økende grad blir bestemt av globale og ikke innenlandske forhold. Hvor relevant blir det da å basere pengepolitikken på innenlandsk press?*

Norge er inne i en markert høykonjunktur, med en arbeidsledighet som nærmer seg det laveste nivået på vel 20 år. Til tross for dette har inflasjonen holdt seg lav og rentene har derfor bare gradvis beveget seg oppover. Om utviklingen videre skriver Norges Bank på lederplass i siste utgivelse av Pengepolitisk Rapport:

*”Etter en periode med uvanlig lav inflasjon og uvanlig lave renter er inflasjonen og rentene på vei opp. Samtidig venter vi at den norske høykonjunkturen etter hvert dempes. Vi er kanskje på vei mot mer **normale tider**.”* (Mine uthevninger).

Det er ingen tvil om at, i et historisk perspektiv, har inflasjonen og rentene vært unormalt lave gjennom denne høykonjunkturen. De fleste økonomer har derfor argumentert for en fortsatt økning av rentene, slik som Norges Bank har signalisert. Hvor fort, og med hvor mye, kan imidlertid diskuteres. Forut for det, bør man ta stilling til følgende: Når denne høykonjunkturen omsider tar slutt, hva slags situasjon vender vi da tilbake til? Vil det, som Norges Bank skriver, kanskje gå mot mer normale tider, eller vil renten måtte tilpasses et nytt landskap?

I denne gjesteartikkelen vil jeg se på hva samfunnsøkonomisk forskning sier om noen nye mekanismer i økonomien, og relatere dette til dagens pengepolitikk. Det er særlig tre empiriske funn som forskningen enes om som har stor betydning i så henseende:

### 1) Realøkonomien svinger mindre nå enn før

Konjunkturerne er blitt mer moderate enn på 1970- og 80-tallet. Oppgangskonjunkturerne varer lengre (opp mot fire år i snitt siden 1980-tallet, i følge NBER i USA), mens nedgangskonjunkturerne har blitt marginalt kortere. Hva skyldes den økte stabiliteten i økonomien? Forskningen har to typer forklaringer: ”flaks” (det er færre store sjokk nå enn før) eller ”aktiv pengepolitikk” (sentralbankene har reagert hurtigere på økt inflasjon enn før, og dermed bidratt til å forankre inflasjonsforventningene og gi grunnlag for mer stabil vekst). Den siste forklaringen har fått mest støtte nylig (se for eksempel et arbeid av to italienske forskere: Luca Benati og Paolo Surico).

### 2) Inflasjonen er mindre persistent (vedvarende) over tid

At inflasjonen har blitt mindre persistent betyr at et sjokk som bidrar til å øke inflasjonen vil ha en kortere varighet enn før. Med andre ord, inflasjonen vil falle raskere tilbake til likevekt, har den først økt. Skyldes dette tilfeldigheter? Nei, sier to anerkjente professorer James Stock og Mark Watson på henholdsvis Harvard og Princeton. De viser at det er den underliggende trenden i inflasjonen som har falt markant siden 1980-tallet. Dette har gjort perioder med høy

inflasjonen mindre vedvarende. Inflasjonen kan imidlertid fortsatt svinge mye fra måned til måned (høy volatilitet), men dette skyldes at inflasjonen også påvirkes av midlertidige sjokk. Så lenge trenden i inflasjonen forblir lav (ved hjelp av en troverdig pengepolitikk), vil ikke disse sjokkene ha noen varig virkning på inflasjonen.

### 3) Inflasjonen er mindre knyttet opp mot innenlandsk utnyttelsesgrad enn tidligere

Mye forskning har vist at inflasjonen reagerer mindre på innenlandsk press enn tidligere. Ledigheten forklarer for eksempel mindre og mindre av inflasjonen (målt ved Phillips kurven). Isteden tyder mye på at inflasjonen er mer knyttet opp mot global utnyttelsesgrad. Tanken er at det finnes et globalt marked som bestemmer prisene. Og her snakker vi ikke bare om import av billige varer fra Kina. Det er også et voksende marked for globale tjenester som vil være med på å påvirke inflasjonen fremover (vi går til tannlege og øyelege i Polen, forsikring og lån kan tas opp i utlandet etc.).

Men, hvis lønninger og priser i større grad blir bestemt av globale og ikke innenlandske forhold, hvor relevant er det å basere pengepolitikken på innenlandske pressindikatorer som produksjonsgapet (differansen mellom faktisk og beregnet potensial produksjon)? Kanskje burde man også beregne et produksjonsgap for strategisk viktige varer og tjenester som kan produseres internasjonalt og relatere dette til det norske gapet? Dette kan umulig være trivielt. Allikevel kan det synes nødvendig å få et grep om dette.

Den globale verden kan selvfølgelig også bidra til økt inflasjon. Høye råvarepriser kan lettere bli en kilde til økt inflasjonspress i mange land. Economist skrev i juni at økt etterspørsel etter biobrensel har drevet prisene på korn i været, da kornproduksjon som brukes til biobrensel har fortrent mange tradisjonelle jordbruksarealer. Så langt har imidlertid økte råvarepriser slått ut i økte renter enn økt inflasjon, noe også Norges Bank synes å vektlegge i sin siste rapport. Uansett, om det går mot nye tider eller ikke. Det blir nok ikke noe enklere å være økonom, langt mindre sentralbank i fremtiden.