

INFLASJONSSTYRING – HAR VI FUNNET DEN IDEELLE LØSNINGEN?

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI

Innlegg på Høstkonferansen
10. November 2005

Dagens tema

- 1. Innledning og Sammendrag**
- 2. Noen observasjoner fra den senere tiden**
- 3. Vi kikker lenger bakover**
- 4. Monetarismen – hva lærte vi av den?**
- 5. Hva vil Inflasjonsstyring bli husket for?**

1. Innledning og Sammendrag (I)

- Inflasjonsstyring betyr at pengepolitikken innrettes med sikte på å oppnå en bestemt innenlandsk prisstigning, vanligvis mellom 1 og 3 prosent pr. år.
- Sentralbanken må ha frihet til å føre den politikken som skal til, for å nå målet
- Det påhviler sentralbanken åpent og ærlig å redegjøre for sin virksomhet, herunder hva den vil gjøre når det pålagte inflasjonsmål ikke innfries.
- Partene i arbeidslivet må ta inn over seg inflasjonsmålet.
- De bevilgende myndigheter må ta inn over seg konsekvenser for pengepolitikken av skatte-, avgifts-, og utgifts-politikken.
- Med et veletablert inflasjonsmål, som folk har tillit til, vil svingninger i nominelle rente gi klare virkninger på forventet realrente.

1. Innledning og Sammendrag (II)

Om kjapp innfrielse av inflasjonsmålet forventes å føre til klart økende arbeidsløshet og synkende produksjon, må sentralbanken, når renten skal fastsettes, avveie motstridende mål mot hverandre. Dess lenger tid en sentralbank er villig til å bruke før forventet inflasjon er på ønsket nivå, dess mer vekt legger banken på utviklingen i produksjon og sysselsetting.

- **Å drive pengepolitikk er som å skyte på løpende villsvin.**
- **Å drive pengepolitikk er som å kjøre bil med dugg på vinduene.**

1. Innledning og Sammendrag (III)

Utover på denne Høstkonferansen vil mange spørsmål bli drøftet. Her er noen.

- **Bør prismålet ligge helt fast?**
- **Finnes det god deflasjon?**
- **Hvor godt fungerer et inflasjonsmål ved bobler i bolig- og aksjemarkedet?**
- **Hvordan måle prisstigningen? Hva er passende prisindeks?**
- **Hvor godt egner inflasjonsmål seg ved tilbudssidesjokk?**

Som en måte å tenke på – som en ramme for pengepolitikken – har inflasjonsstyring kommet for å bli. Men at vi om tyve år legger det samme konkrete innholdet i begrepet inflasjonsstyring som vi gjør i dag, er lite trolig.

2. Noen observasjoner fra den senere tiden (I)

For lav inflasjon som har vært tilbudsside-drevet – og ikke styrt av manglende etterspørsel.

- Kina-effekten har gitt Norge en solid terms of trade gevinst.
- Tas ut ved lavere prisvekst eller ved høyere lønnsvekst.
- **En forutsetning for stabil valutakurs er en lønnsstigning på linje med handelsparterne.**
- **Resultatet har blitt en inflasjon på tidvis under én prosent, snarere enn målet på over to.**

2. Noen observasjoner fra den senere tiden (II)

- Hvis vi i større grad hadde tatt denne gevinsten ut i form av høyere nominell lønn, med tilhørende raskere vekst i prisnivået, hvor lett ville det være å få lønnsstigningen ned igjen når engangseffekten av Kinas inntreden på den global arena hadde utspilt sin rolle? Ikke så lett. Lønnsøkninger lar seg ikke regulere som vannet i springen.
- Med ønske om over tid å holde fast på den kultur eller kutyme som nå har utviklet seg – lave lønnsøkninger (også for folkene i Kongens råd) – er det bedre å la pengepolitikken ta belastningen ved ikke å innfri det av myndighetene pålagte inflasjonsmål.

3. Vi kikker lenger bakover (I)

- Hvordan har man sett på pengepolitikken oppgaver i etterkrigstiden? Frem til rundt 1960 hadde vi ingen pengepolitikk i Norge. Rasjonering generelt og lavrentepolitikk spesielt.
- I 1959 kom Phillipskurven.
- William Poole i 1970.
Om etterspørselsfunksjonen etter penger er stabil, har monetarismen mer for seg. Om IS-kurven ligger stabil, er stabilisering av renten å foretrekke.

3. Vi kikker lenger bakover (II)

- Historien om Phillipskurven er historien om hvordan "first principles" ikke ble tatt på alvor. At raskere vekst i den nominelle pengemengden skal ha varige realøkonomiske konsekvenser, i form av varig lavere arbeidsløshet, er å be om for mye.
- USAs sentralbanksjef på den tiden (fra 1951 til 1970), William McChesney Martin jr., lot seg ikke overbevise; jobben hans, sa han, var å ta vekk punch-bollen når party'et tok til å svinge. Etterfølgeren hans, Arthur Burns, var ikke så nøye på det.
- Tidlig på 1970-tallet innførte president Richard Nixon lønns- og prisstopp.

3. Vi kikker lenger bakover (III)

- Milton Friedman argumenterte for at den beste pengepolitikken som tenkes kunne, var en fast og kjent vekst i den nominelle pengemengden.
- Tok inn forventninger.
- Da forsvant Phillipskurven i det bare uventet økning i inflasjonen gav realøkonomiske virkninger.
- Varig lavere arbeidsløshet kunne man bare oppnå ved stadig å overraske med inflasjon utover hva som var forventet.

3. Vi kikker lenger bakover (IV)

- Paul Volcker – sjef i Fed fra 1979 til 1987 – brukte Friedmans teorier for alt hva de var verdt.
- Meget fastgrodde inflasjonsforventninger:

”... det faktum at lange renter i USA steg til om lag 14 prosent sommeren 1984, virer helt utrolig i lys av at trenden siden den gang har holdt seg rundt 4 prosent eller mindre. Åpenbart har ikke obligasjonsrenten alltid gitt gode anslag for endringer i inflasjonstrenden.” (Marvin Goodfriend, Fed i Richmond, 1998)

4. Monetarismen – hva lærte vi av den? (I)

- I etterkant har Friedman antydnet at han kanskje tok for hardt i. Det er prisen for å bli sett og hørt i den akademiske verden. Overdrive for å vekke, som Alexander Kielland uttrykte det, i den litterære.
- Monetarismen baserte seg på følgende fire forutsetninger:
 - **Myndighetene kan styre den nominelle pengemengden**
 - **Penger lar seg greit definere**
 - **Etterspørselen etter penger er en stabil funksjon av noen få variable**
 - **Realøkonomien tilpasser seg raskt. Markeder beveger seg raskt til nye likevekter**
- I ettertid viste det seg at alle disse fire forutsetningene, i større eller mindre grad, ikke holdt vann. Det trenger ikke være så farlig for teorien, om dens prediksjonsevne er god. Etter hvert mistet monetarismen evnen til å forutsi fremtidig inflasjon.

4. Monetarismen – hva lærte vi av den? (II)

Men et par varige bidrag tror jeg vi kan si monetaristene etterlot seg.

- **Balanse i beholdninger må eksplisitt inn i analysene. "At all points in time the existing stocks of assets must be willingly held". Da må prisene hele tiden gjøre jobben så markedene klareres.**
- **Forventninger har betydning for tilpasningen. At forventningene er rasjonelle i John Muths betydning (1961), dvs. konsistente med modellen man anvender, er å legge en for stram begrensning på den menneskelige fantasi og atferd. Behovet for trygghet kan føre til flokkatferd som ikke er konsistent med økonomens modell. De modeller er nødvendigvis ikke best, i betydningen av å kaste lys over virkeligheten, som har de mest sofistikerte aktørene.**

5. Hva vil Inflasjonsstyring bli husket for? (I)

- Inflasjonsstyring er en god ide. I sin moderne versjon går sporene tilbake til Knut Wicksell. I og med at inflasjon er et monetært fenomen, er det ikke urimelig at sentralbanken, som ha monopol på å produsere penger, også får ansvar for utviklingen i det generelle prisnivået.
- Charles Goodhart sa dette om inflasjonsstyring så tidlig som i 1992:
”... older economists will have seen so many changes in the basic models and analyses of macroeconomics, to be doubtful about the proposition that the current state of the art has at last discovered the eternal verities.”

5. Hva vil Inflasjonsstyring bli husket for? (II)

- Og BIS i sin 75. årsrapport av juni 2005 uttaler følgende:
”While learning from past mistakes provides considerable comfort, it does not rule out the possibility of making different ones” (side 75)
- Og så mitt favorittutsagn på side 76:
”These examples indicate that today, as in the past, central banks need to be aware of the limitations of their knowledge and to be wary about mistaking consensus for true understanding.”

Som en måte å tenke på – som en ramme for pengepolitikken – har inflasjonsstyring kommet for å bli. Men at vi om tyve år legger det samme konkrete innholdet i begrepet inflasjonsstyring som vi gjør i dag, er lite trolig.