

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mars 2005

INFLASJONSSTYRING – HVA ER DET?

Inflasjonsstyring betyr at pengepolitikken innrettes med sikte på å oppnå en bestemt innenlandsk prisstigning, vanligvis mellom 1 og 3 prosent pr. år. 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. Det påhviler sentralbanken et stort ansvar å forklare hva den gjør og hvorfor. Partene i arbeidslivet må ta inn over seg inflasjonsmålet. Med et veletablert inflasjonsmål, som folk har tillit til, vil svingninger i nominelle rente gi klare virkninger på forventet realrente.

Pengepolitikk basert på inflasjonsstyring er tidens løsen. Sentralbanken skal ta sikte på å innfri et på forhånd fastsatt mål for prisstigningen. Banken 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.

Inflasjonsstyring som en ramme – ingen fast regel

Ben Bernanke, som er medlem av hovedstyret i Federal Reserve (den amerikanske sentralbanken), ser inflasjonsstyring som en *ramme* for pengepolitikken – ikke en fastspikret regel der renten utelukkende settes med sikte på å nå målet for den årlige prisstigningen.¹ 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.

Et lands økonomi er stadig utsatt for uforutsette begivenheter – eller sjokk. Vi skal her se på tre slike, og drøfte hvordan en ”inflasjonsstyrende” sentralbank kan tenkes å agere.

- En overraskende økning i offentlige utgifter blir gjerne betegnet som et *positivt sjokk på etterspørselssiden* (ikke fordi denne utgiftsøkningen nødvendigvis er positiv – derom vil meningene være delte – men fordi den samlede etterspørselen i samfunnet øker). Når offentlig sektor kjøper mer, drives prisene opp. Med inflasjonsmål for pengepolitikken skal renten settes opp. Høyere rente vil også være passende fordi presset i økonomien ellers vil bli for stort.

¹ For en usedvanlig god diskusjon av hva inflasjonsstyring er, se Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2004. Her er linken: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/past/2004/>

- For de fleste land i verden betyr økte oljepriser et *negativt sjokk på tilbudssiden*. Høyere oljepris er en stimulan til inflasjon. Sentralbanken første innskytelse blir å *sette renten opp*. Men høyere oljepris kan sees som en skatt for oljeimporterende land. Høyere skatt, vet vi, demper etterspørselen i samfunnet. Det blir behov for *lavere rente* for å holde produksjon og sysselsetting oppe. Dess større vekt man legger på en rask innfrielse av inflasjonsmålet, dess mindre sannsynlig er det at renten settes ned.
- En annen type *negativt sjokk på tilbudssiden* har vi når partene i arbeidslivet blir enige om større lønnsøkninger enn hva som er forenlig med inflasjonsmålet. Hva skal da en stakkars sentralbanksjef gjøre? *Hever han renten* for å dempe inflasjonen, legges det sten til byrden for bedriftene; ikke bare lønnskostnadene stiger, kapitalkostnadene går også opp. *Senker han renten* for dermed å gi en lettelse på utgiftssiden, vil prisstigningen trolig overskride inflasjonsmålet med klar margin og over lang tid.

Mens en oljeprisøkning er en begivenhet utenfor landets grenser, er høyere lønnsutgifter en egenprodusert hendelse. Dessuten er lønnsoppgjør ingen engangsbegivenhet. Sentralbanken kan derfor finne det hensiktsmessig i forkant "å gjøre sitt reaksjonsmønster kjent", dvs. gjøre det klart at lønnsøkninger utover hva som er forenlig med inflasjonsmålet, vil bli møtt med høyere rente. Når banken har sagt A, må den også si B. Om lønnsøkningene går over støvleskaftene, må banken sette renten opp. Produksjonen stagnerer og arbeidsløsheten øker. Ved neste korsvei vil partene i arbeidslivet trolig enes om lønnsfastsettelsen som er mer i tråd med hva inflasjonsmålet tilsier.

Det påhviler sentralbanken et stort ansvar å forklare hva den gjør og hvorfor den gjør det den gjør. Etter hvert som de ulike aktørene i økonomien lærer å tolke sentralbankens ord og handlinger, og etter hvert som sentralbanken selv vinner økt innsikt og erfaring, bedres forutsigbarheten. Det gir mer rasjonelle beslutninger og bedre økonomisk tilpasning.

New Zealand var først ute

I 1990 var New Zealand forsynt. Med hva? Med all den uroen som egen pengepolitikk klarte å skape for øyrikets økonomiske utvikling. Man gikk i tenkeboksen. Hvilke alternativer har vi når det gjelder innretningen av vårt pengesystem? Tre muligheter fortjener nøyere gransking:

- Fast valutakurs
- Fast og kjent vekst i pengemengden
- Mål for prisstigningen

De to første alternativene har begge den fordel at de er lette å forstå og å etterprøve. Sentralbankens behov for å kommunisere med markedet blir lite. Med inflasjonsstyring er det rom for avvik fra målet underveis. Hvor godt en sentralbank innfrir det pålagte mål, vet man ikke før etter et par år – dvs. den tiden det tar før endring i renten i dag har fullt utslag på prisene. Sentralbanker som går over til inflasjonsmål, får således et mye større forklarings- eller kommunikasjonsbehov enn hva de tidligere hadde.

Med fast kurs må satelittlandene legge seg på om lag samme inflasjonstakt som ankervalutalandet har. For Tyskland, med sin store antipati mot inflasjon, var det ikke

akseptabelt at Amerika på slutten av 1960-tallet godtok stadig tiltakende prisstigning. I 1973 gikk etterkrigstidens fastkurssystemet (Bretton Woods) i oppløsning.

Milton Friedman, som fikk Nobelprisen i økonomi i 1976, la vekt på at det tar tid før pengepolitikk virker på produksjon og priser. En aktiv pengepolitikk som er ment å stabilisere utviklingen, kan lett komme til å virke motsatt. Snarere enn å prøve å finstyre økonomien, bør sentralbanker se til at den nominelle pengemengden hvert år vokser forutsigbart og jevnt, f. eks. med fire prosent. Om folks behov for å ha penger – dvs. bankinnskudd og kontanter – svinger over tid, vil en fast tilførsel av ny likviditet gi opphav til skiftninger i renten. Slike skiftninger opplevde man på 1980-tallet. Og Friedmans monetarisme kom i miskreditt.

Men hva da med inflasjonsstyring, tenkte man i New Zealand, er ikke det en god basis for pengepolitikken? Med et eget pengevesen bestemmer sentralbanken seddel- eller pengemengden. Om man tilfører for mye penger, vil verdien av dem synke, dvs. det generelle prisnivået vil stige. Med for lite sedler i omløp vil prisene synke. Da må det jo være en perfekt oppgave for den institusjon som har ansvar for pengeutstedelsen, også å ha ansvaret for utviklingen av det generelle prisnivået, dvs. for inflasjonen! I stedet for å holde *den eksterne verdien* av landets valuta fast mot et annet lands valuta, la oss holde *den innenlandske verdien* av våre penger rimelig stabil. Og snarere enn holde konstant vekst på pengemengden, la oss tilføre hva som synes passende ut fra målet om over tid å stabilisere takten i prisstigningen.

... men andre land kom raskt etter

Sverige, Canada og Australia fulgte raskt etter med å etablere inflasjonsmål for sin pengepolitikk. Sverige, etter å ha satt rekord med dagsrente på lån i Riksbanken på 500 %.² Senere gikk bl.a. England, Island og Norge over til inflasjonsmål. I dag regner man med at 21 land praktiserer "Inflation Targeting". I tillegg kommer USA som har en mildere og mer upresis form for inflasjonsstyring: Noe tallfestet inflasjonsmål er ikke etablert samtidig som høy sysselsetting er sideordnet mål på linje med inflasjon for Federal Reserve. Den europeiske sentralbanken har også et mandat som ligger nært opp til inflasjonsstyring.

Men går det an å ha to mål med bare ett virkemiddel? Selv om pengepolitikk på lang sikt bare virker på prisnivå, er det klart at på kort sikt vil endring i renten påvirke realøkonomien. Mens Friedman mente at avveiningen på kort sikt om noe raskere inflasjon mot noe større produksjon ikke lot seg utnytte, er de ledende monetære økonomer av i dag av en annen oppfatning. Med et veletablert inflasjonsmål, som folk har tillit til vil gjelde og vil bli innfridd også i fremtiden, vil svingninger i nominelle rente gi klare virkninger på forventet realrente.

Har land med inflasjonsstyring gjort det merkbart bedre rent økonomisk enn andre land? Det er for tidlig å si. En ting kan vi imidlertid konstatere. For land med inflasjonsmål er det langt mindre tendens til at en engangsøkning i prisnivået fører til en lønns- og prisspiral. Partene i arbeidsmarkedet tilpasser seg det inflasjonsmålet sentralbanken styrer etter.

En bekymring gjør seg også gjeldende; vil man stå i fare for å vektlegge for sterkt innfrielsen av inflasjonsmålet, slik at hensynet til den realøkonomiske utviklingen på kort sikt blir mindre godt ivaretatt? Eller har vi allerede sett en utviklingen i en litt annen retning; nemlig at

² Banker som låner til denne renten, vil fort gå med underskudd. Ettersom Riksbanken også har et visst ansvar for soliditeten til det finansielle systemet, er det ikke troverdig at en slik dagsrente skal vedvare over tid.

sentralbanker som er flinke til å holde stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, men som bommer ensidig og lenge på inflasjonsmålet, over tid vektlegger inflasjonsmålet for lite?

Nærmere om sentralbankers kommunikasjon

God kommunikasjon krever ærlighet. Det å innrømme at man har tatt feil eller at man nå ser tingene på en litt annen måte enn før, er vel ikke akkurat hva politikere eller sentralbankfolk er kjent for. Og kanskje skal de heller ikke være det. På den annen side, når meninger og vurderinger byttes ut, er det fint om de gamle kan stilles opp ved siden av de nye. Da vil folket klart se forskjellene. Kommunikasjonen blir klar og god.

En dyktig inflasjonsstyrende sentralbank bedriver kommunikasjon på mange nivåer, med mange ulike adressater. Oversiktlige avisartikler beregnet på den nysgjerrige menigmann og taler av sentralbankdirektører i ulike fora, som samtidig legges ut på internett, er viktige kanaler for kommunikasjon.

Pressemeldinger etter rentemøter, gjerne etterfulgt av pressekonferanser, er ikke uvanlig. Hva gjelder offentliggjøring av referat etter rentemøter i sentralbankens besluttende organ, er praksis her svært forskjellig. Noen banker legger ut referat kort tid etter. I Bank of England blir også stemmegivningen til den enkelte gjort kjent. Andre sentralbanker holde kortene tettere inn til brystet. Referatene blir først offentlig tilgjengelige etter et tiår eller mer.

Kvartalsvise inflasjonsrapporter der eksperter i bank- og finansvesen er en viktig lesergruppe, og der det i detalj redegjøres for den økonomiske utviklingen så langt og for utsiktene fremover, er en annen kanal mange sentralbanker legger mye arbeid i. Sentralbanken i New Zealand legger i sin anslag inn den rentebanen banken selv finner mest sannsynlige. Andre land, som er engstelige for at en slik rentebane skal virke begrensende på egen handlefrihet, kan finne det hensiktsmessig i stedet å kommentere den renteutviklingen som er priset inn i markedet – de såkalte terminrentene.

..... og om uenighet innen sentralbanker

Som nevnt har ikke USAs sentralbank et rent inflasjonsmål. Imidlertid diskuteres innføring av det. Uansett vil det ikke skje før Alan Greenspan går av ut på nyåret 2006, en måneds tid før han fyller 80 år. "A specific numerical inflation target would represent an unhelpful and false precision", er hans mening.

Andre, som tidligere nevnte Ben Bernanke, er av en annen oppfatning. Et inflasjonsmål for Fed vil gi et klarere ankerfeste for pengepolitikken, mener han. Donald L. Kohn, også han er medlem av styret i Fed, holder med Greenspan. Den marginale gevinsten ved å endre et system som fungerer godt, er per definisjon liten, sier Kohn. De som vil ha en endring, har "a high burden of proof".

Hva som kanskje er vel så interessant, og egentlig overraskende, er at ulike meninger som medlemmer av styret i Fed kan ha, flagges i det offentlige rom. Medlemmene i komiteen som fastsetter den korte renten i Amerika, sier Donald Kohn, "have diverse views and the Committee has been operating in an environment in which members are free to express those views – in sharp contrast to some earlier eras."