

Riktig målsetting - gal strategi

av førsteamanuensis Kai Leitemo, Handelshøyskolen BI og redaktør av economics.no

Siden den formelle introduksjonen av inflasjonsmålstyring i pengepolitikken i mars 2001, har den uttalte strategien fra Norges Bank vært at de setter renten slik at inflasjonsprognosen to år frem i tid er 2,5 prosent. I denne perioden har vi samtidig observert at inflasjonen har kommet vesentlig bort fra målet, og mange setter nå spørsmålsteget om inflasjonen vil være tilbake på målet innen utløpet av de to årene. Samtidig har en tidligere stram pengepolitikk fra Norges Bank bidratt til en økning i arbeidsledigheten gjennom fjoråret. Noen aktører har derfor konkludert med at det er vesentlig problemer knyttet til det relativt unge pengepolitiske regimet. Enkelte har til og med hevdet at vi bør gå tilbake til det gamle regimet og la Norges Bank stabilisere valutakursen.

Etter min mening er det først og fremst fire forhold som er problematiske med dagens pengepolitikk. Ingen av disse er knyttet opp til selve målsettingen om å stabilisere inflasjon og sysselsetting, men derimot til den ovennevnte strategien man følger for å nå disse målsettingene.

For det første blir det ikke logisk å forvente at inflasjonen er tilbake på målsettingen etter to år med denne strategien. Grunnen til det er at på hvert rentemøte skyves horisonten fremover og man får en stadig utsettelse av når inflasjonen skal være tilbake på målet. De beslutningene som gjøres i pengepolitikken i 2005 om å bringe inflasjonen tilbake til målet i 2007, vil undergrave de beslutningene som gjøres i 2004 for å bringe inflasjonen på målet i 2006. Denne *tidsinkonsistensen* gjør det logisk å forvente at det tar mye lengre tid å bringe inflasjonen tilbake til målet enn de annonserte to årene. Av denne grunn alene kan vi regne med vesentlige "hengekøye"-effekter; inflasjonen vil vise vedvarende og store avvik fra målsettingen. Dette øker sannsynligheten for at vi kommer inn i perioder med deflasjon, som i verste fall kan vesentlig redusere sentralbankens muligheter for å nå sine målsettinger (ref. Japan).

For det andre vil strategien ikke nødvendigvis bidra til minst mulig variasjon i sysselsettingen, en målsetting som sentralbanken har all grunn til å ta alvorlig. Grunnen til det er at alle sjokk til inflasjonen under den gjeldende strategien behandles likt mht. effekt på prognosen etter to år. Noen sjokk vil kreve at inflasjonen bringes langsommere tilbake til målet for at sysselsettingsvirkningene ikke skal bli for store, andre sjokk tillater en raskere retur. Endringer i risikopremien på norske investeringsobjekter vil typisk være forhold som gjennom valutakursen kun behøver å endre inflasjonen over kort tid uten å få store sysselsettingseffekter. Endringer i inflasjonen som følge av lønns- og kostnadssjokk vil typisk være forhold som får store sysselsettingseffekter dersom en velger å bringe inflasjonen rask tilbake til målet. Optimal politikk forutsetter at en skiller mellom ulike sjokk og behandler dem ulikt.

For det tredje innebærer ikke strategien at banken behøver å annonsere egne forventninger til fremtidig rente- og valutakursutvikling. I dag benyttes først og fremst kombinasjoner av markedets forventninger og tekniske forutsetninger. En bedre strategi hadde vært at sentralbanken annonserte forventet utvikling i inflasjon og produksjon, sammen med forventninger til rente- og valutakurs. Da kunne rentebanen

være denne som i forventning ga en godt utfall i inflasjon og produksjon. En slik strategi vil gi meste mulig inflasjonsstabilitet til minst mulig produksjonsutstabilitet og vil i så være mer i tråd med sentralbankens egen tolkning av det pengepolitisk mandatet.

For det fjerde er det god grunn til å anta at økonomers kunnskap om makroøkonomien fortsatt er svært begrenset og det er grunn til å gå mer varsomt frem og ikke la realrenten avvike svært mye fra et nøytralt, gjennomsnittlig nivå. Dersom en skal benytte rentenivået svært aktivt til å styre en økonomi, slik en har erfart gjennom 2002 og 2003, bør en ha stor kunnskap om de økonomiske mekanismene. Dersom en har manglende kunnskap, er dette et godt argument for å gå mer forsiktig frem. Jeg tror derfor at pengepolitikken må konsentrere seg om å unngå de store feilene, enn å ha høye ambisjoner om styring av inflasjon og produksjon. Det innebærer at vi bør tillate banken større toleranseband for inflasjonen. Bandet dekker i dag en inflasjonsrate på 1,5% – 3,5%. Den bør utvides, men samtidig bør sentralbanken tillates å benytte sterkere virkemidler for å hindre deflasjon. Dette tilsier igjen at toleransebandet bør gjøres asymmetrisk, hvor negative avvik fra inflasjonsmålet antas mer alvorlig enn positive avvik. Et band på 1%-5% kan derfor være passende. Det er viktig å understreke at dette ikke innebærer en økning av inflasjonsmålet på 2,5 prosent, som er trolig er passende av mange grunner.