



Joachim Thøgersen er førstelektor i samfunnsøkonomi ved Høgskolen i Oslo og Akershus.

## Et fleksibelt inflasjonsmål i endring

Forfatter: [Joachim Thøgersen](#) Publisert: [4/2012](#) s. (78-80) Redaksjonelt vurdert [Skriv ut](#)



### Sammendrag

Styringsrenten er en sentral makroøkonomisk variabel, og flere forhold påvirker utviklingen av denne. To sentrale faktorer er inflasjonen og konjunktursvingningene, målt i BNP. Da Norge innførte inflasjonsmål i 2001, ble inflasjonsutviklingen relativt sett viktigere. Norges Bank har hele perioden argumentert med at de er opptatt av både inflasjon og konjunktursvingninger. Likevel har sentralbanken i sine seneste rapporter endret vektingen mellom disse variablene. Denne kommentaren ser nærmere på hvorfor balansen mellom disse faktorene er viktig ved rentefastsettelsen. Med en likning som sentralbanken selv benytter, diskuteres det også hvorfor det å følge med på finansmarkedene og se etter potensielle bobler i boligpriser og aksjekurser, stadig blir viktigere.

### Innledning

Inflasjonsmålet som ble innført i 2001 representerte et paradigmeskift i norsk pengepolitikk. Som følge av forventninger om høy inflasjon høsten 2001, medførte inflasjonsmålet at sentralbanken økte styringsrenten i flere omganger. Denne økningen styrket kronkursen og rammet deler av eksportsektoren i Norge. Flere bedrifter fikk kostnadmessige problemer, og enkelte måtte legge ned. På dette tidspunktet fikk sentralbanken fra enkelte hold kraftig kritikk for å være for ensidig opptatt av inflasjonen, og dermed for lite opptatt av konjunktorene. Som en respons på denne kritikken hevdet Norges Bank at de var opptatt av både inflasjon og konjunkturer, og at renteøkningene var nødvendige, både for stabiliteten i realøkonomien og i de nominelle størrelsene.

Poenget til Norges Bank om å vektlegge både inflasjon og konjunkturer er viktig. Derfor får også dette temaet stor plass i Norges Banks Pengepolitiske rapporter. Hvor mye vekt som legges på å stabilisere inflasjonen, kontra å stabilisere konjunktursvingningene, kan imidlertid variere. I siste Pengepolitiske rapport (1/12) har vektene endret seg fra forrige rapport (3/11).

Det betyr at Norges Bank, i sine analyser, når de fastsetter styringsrenten, har endret hvor mye de vektlegger svingninger i inflasjonen i forhold til svingninger i konjunktorene. Konsekvensen av en slik endring er at renteutviklingen fremover kan bli mer påvirket av ustabil konjunkturutvikling enn det som var tilfelle tidligere.

Denne kommentaren ser nærmere på hva som menes med at rentefastsettelsen skal ta hensyn til inflasjon og konjunkturer, og diskuterer hvorfor denne vektingen er viktig.

### Fra renten til inflasjon går veien om produksjon

29. mars 2001 ble det innført et inflasjonsmål på 2,5 prosent for pengepolitikken i Norge. Inflasjonen påvirkes av endringer i styringsrenten. Det tar imidlertid 1–3 år før endringen i styringsrenten påvirker inflasjonen. Før renteendringen har effekt på inflasjonen, påvirker den en rekke makroøkonomiske variabler. Dette er for eksempel BNP, arbeidsledighet, valutakurs, boligpriser og kredittvekst. De variablene som påvirkes av styringsrenten, og som igjen påvirker inflasjonen, kan sees på som ulike kanaler som renten virker gjennom.

Det er vanlig å skille mellom tre slike kanaler: Etterspørselskanalen, forventningskanalen og valutakurskanalen. Vi skal ikke her gå inn på detaljene i de ulike kanalene, men vi skal merke oss at både etterspørselskanalen og valutakurskanalen medfører endringer i aktivitetsnivået i økonomien målt gjennom endringer i BNP.

Etterspørselskanalen sier at endringer i renten virker inn på både forbrukeres etterspørsel etter varer, og bedrifters investeringer. Dette vil i sin tur påvirke produksjonen, og dermed norsk BNP.

Valutakurskanalen sier at endringer i styringsrenten påvirker kronekursen, og dermed eksporten. Slik påvirkes produksjonen i eksportsektoren. Totalt ser vi altså at endringer i styringsrenten har en effekt på produksjonen, og denne effekten inntreffer før effekten på inflasjonen.

For Norges Bank betyr dette at deres kamp for å nå inflasjonsmålet, vil påvirke produksjonen og konjunktorene i økonomien. Pengepolitikken har altså en realøkonomisk virkning. Dette tar Norges Bank hensyn til. Til tross for at sentralbanken har et eksplisitt inflasjonsmål, må de altså avveie målet om et gitt inflasjonsnivå opp mot konjunktursituasjonen. Dette kalles et fleksibelt inflasjonsmål.

## Sentralbankens tapsfunksjon

Et fleksibelt inflasjonsmål er altså et mål som setter inflasjonen i høysetet, men som også vektlegger realøkonomiske forhold, som BNP og sysselsetting. I følge Pengepolitisk rapport 1/12 skal en god rentebane oppfylle tre kriterier:

- (1) Inflasjonsmålet nås. Det innebærer at renten fastsettes slik at inflasjonen stabiliseres på målet, eller bringes tilbake til målet etter at det har oppstått avvik.
- (2) Inflasjonsstyringen er fleksibel, slik at sentralbanken må gjøre en rimelig avveining mellom inflasjon og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttelse, dvs. konjunktursituasjonen.
- (3) Pengepolitikken er robust, dvs. demper risiko for finansielle ubalanser.

De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene, må veies opp mot hverandre. For å klargjøre disse avveiningene, presenterer Norges Bank en matematisk tapsfunksjon. Vi skal nå se litt på en forenklet utgave av denne, som fokuserer på avveiningen mellom inflasjon og konjunktursvingningene.<sup>1</sup>

Tapsfunksjonen har til hensikt å fortelle noe om tapet sentralbanken opplever dersom den ikke når målene sine. Dette tapet noterer vi med bokstaven  $L$  (som på engelsk står for Loss). Tapet består av to ledd. Det første leddet viser tapet som oppstår dersom inflasjonen avviker fra inflasjonsmålet.

Dersom vi kaller inflasjonen for  $I$ , og inflasjonsmålet for  $IM$  (som er 2,5 prosent i Norge), vil avviket mellom disse uttrykkes ( $I - IM$ ). Dersom vi nå kvadrerer dette avviket, slik at det blir  $(I - IM)^2$ , vil tapet for sentralbanken være større – jo lenger vekk fra inflasjonsmålet den faktiske inflasjonen er. Dessuten ser vi at avviket ikke kan bli negativt.

Det andre leddet i tapsfunksjonen viser tapet som oppstår dersom den samlede produksjonen i økonomien (BNP) avviker fra trenden i den samlede produksjonen. Trenden kan vi tenke på som en situasjon der kapasitetsutnyttelsen i økonomien er optimal med full sysselsetting.

Dersom vi kaller BNP for  $Y$  og trenden i  $Y$  for  $Y^*$ , blir avviket ( $Y - Y^*$ ). Kvadrert blir dette  $(Y - Y^*)^2$ , som sier at jo lenger vekk fra trend-BNP den faktiske BNP er – jo større tap for sentralbanken. Det å kvadrere betyr altså at store avvik gjør mer vondt enn små for Norges Bank. Vi kan nå skrive tapsfunksjonen på følgende måte:

$$L = (I - IM)^2 + \lambda(Y - Y^*)^2.$$

Den greske bokstaven  $\lambda$  («lambda») er en positiv konstant som viser hvor mye sentralbanken vektlegger konjunktorene i forhold til inflasjonen. Vi skal komme tilbake til betydningen av  $\lambda$  under.

## Tolkning av tapsfunksjonen

Kort fortalt skal tapsfunksjonen vise hvor «vondt» Norges Bank har det. Den har det vondt når inflasjonen er forskjellig fra målet, og den har det vondt når den økonomiske aktiviteten er lavere eller høyere enn det som er forenlig med trend-BNP.

Vi ser av formelen at dersom inflasjonen er lik inflasjonsmålet ( $I = IM$ ), og BNP er på trenden ( $Y = Y^*$ ), er tapet lik null, og sentralbanken er fornøyd. I praksis er imidlertid en slik situasjon svært sjelden. Men sentralbanken kan likevel ha et mål om et tap lik null.

Et viktig poeng med denne formelen er at sentralbanken får lavest mulig tap ved å oppnå en balanse mellom det å nå inflasjonsmålet, og det å sørge for lave konjunktursvingninger. Sentralbanken ønsker altså ikke å bare oppnå inflasjonsmålet eller bare sørge for en BNP på trenden, hvis det å oppnå ett av målene går på bekostning av det andre målet.

La oss se på dette med et eksempel basert på Mork (2004). Anta at  $\lambda = 1$ , og at inflasjonsmålet er 2,5 prosent. Sett nå at sentralbanken har valget mellom to alternativer:

- (i) Å nå inflasjonsmålet, men med et positivt avvik mellom reell BNP og trend-BNP på 2 % ( $Y - Y^* = 2$ ).
- (ii) Å finne seg i 3,5 prosent inflasjon mot at det positive avviket mellom reell BNP og trend-BNP reduseres til 1 prosent, ( $Y - Y^* = 1$ ).

Alternativene gir følgende verdier på tapsfunksjonen: alternativ (i):  $L(i) = (2,5 - 2,5)^2 + (2)^2 = 4$ , alternativ (ii):  $L(ii) = (3,5 - 2,5)^2 + (1)^2 = 2$ . Vi ser at alternativ (ii) gir et lavere tap, til tross for at banken i det alternativet ikke traff inflasjonsmålet. Norges Bank vil med andre ord veie de to hensynene opp mot hverandre, og veldig små konjunktursvingninger eller en inflasjon helt lik inflasjonsmålet prioriteres ned, til fordel for en rimelig balanse mellom begge hensynene.

## Avveining og fleksibilitet

Vi skal nå se litt på betydningen av konstanten  $\lambda$ . Dersom  $\lambda = 0$  ser vi at sentralbanken overhodet ikke bryr seg om konjunktorene. Dersom  $\lambda = 1$  ser vi at sentralbanken legger lik vekt på de to hensynene. Vi ser dermed at jo høyere  $\lambda$  – jo mer vekt legger sentralbanken

på konjunkturstabilisering i forhold til det å nå inflasjonsmålet. Konstanten er altså viktig for å forstå hvordan sentralbanken avveier svingninger i inflasjon mot svingninger i realøkonomien.

Da inflasjonsmålet i sin tid ble innført, unnlot Norges Bank å kommunisere hvor stor  $\lambda$  var. Dette ble kritisert fra en del hold, ettersom man da ikke visste hvordan Norges Bank ville reagere på konjunktursvingninger eller avvik fra inflasjonsmålet. I dag annonseres  $\lambda$  i Norges Banks Pengepolitiske rapport. <sup>2</sup>

Det er interessant å merke seg at de to siste Pengepolitiske rapportene har sentralbanken justert  $\lambda$ , fra 0,5 i rapport 3/11, til 0,75 i rapport 1/12. Det betyr at sentralbanken har økt vekten på å holde produksjonen stabil rundt trend-BNP og full sysselsetting. Den relative viktigheten av å nå inflasjonsmålet er dermed blitt noe redusert. Vi kan således forvente en mindre aggressiv respons på inflasjonssvingninger enn det vi har sett så langt. Sentralbanken vil nå gjøre mer for å stabilisere konjunktorene enn tidligere. Et viktig argument for denne økte vektleggingen på produksjon og sysselsetting, er erfaringer fra den finansielle krisen som nå rammer flere land, der finansielle ubalanser ofte bygger seg opp i høykonjunkturer. Økt  $\lambda$  vil derfor bidra til å redusere risikoen for at ubalanser i finansmarkedene bygger seg opp.

## Konklusjon

En av de mest sentrale makroøkonomiske størrelsene flere ønsker å spå om, er styringsrenten. Det er mange forhold som påvirker utviklingen i denne. Men ettersom Norge har et inflasjonsmål, vil det å kunne si noe om inflasjonsutviklingen gi en sentral pekepinn. Nå er det imidlertid også helt klart at utviklingen i BNP ift. trend-BNP vil være en avgjørende størrelse å følge med på, når man skal spå om fremtidig rentesetting. Den senere tid har konjunkturstabilisering blitt viktigere, og det vil påvirke beslutningene som styret i Norges Bank tar. Merk også at det å følge med på finansmarkedene og potensielle bobler i boligpriser og aksjekurser stadig blir viktigere, idet den økte  $\lambda$ en vil innebære kraftigere renterespons på finansielle ubalanser.

- 
- 1: Fremstillingen er basert på Mork (2004).
  - 2: Vi må imidlertid minne oss på at denne tapsfunksjonen kun illustrerer en del av hva Norges Bank baserer sine rentebeslutninger på. Flere andre modeller og styrets skjønn påvirker også rentefastsettelsen. Dessuten er tapsfunksjonen vi har sett på over enklere enn den som Norges Bank viser til (se for eksempel Pengepolitisk rapport 1/12).

## Litteratur

- Mork, K.A. (2004). *Makroøkonomi*. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.
- Pengepolitisk Rapport 1/12. (2012). Norges Banks rapportserie nr. 1–2012. Norges Bank.
- Pengepolitisk Rapport 3/11. (2011). Norges Banks rapportserie nr. 3–2011. Norges Bank.

