

Norsk pengepolitikk. Har fattige land noe å lære?

Det er enorme forskjeller mellom Norges økonomi og Norges institusjoner og de økonomiene og institusjonene vi finner i fattige land. Kan fattige land like fullt ha noe å lære av norsk pengepolitikk? Norges erfaring viser at inflasjonsmålet virker disiplinerende på finanspolitikken. I mange fattige land vil det å få ned inflasjonen og stabilisere valutakursen, forutsette balanserte offentlige budsjetter. Det er imidlertid et åpent spørsmål om et inflasjonsmål vil virke like disiplinerende i fattige land som det gjør i Norge.

Pengepolitikk i Norge

Norge og i mange andre rike land har sentralbanken som oppgave å stabilisere inflasjonen i landet. En hovedbegrunnelse for pengepolitikk rettet mot *inflasjonsstyring* er at den politiske prosessen ikke er egnet til å frembringe tilstrekkelig moderasjon.

Argumentet er en variant av den vi finner hos Nobelprisvinnerne Kydland og Prescott i artikkelen fra 1977 *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*.¹ Argumentet kan formuleres slik: Politikere vil generelt være fristet til å plusse på med noen ekstra milliarder på statsbudsjettet, for eksempel for å få ned ledigheten. Dette vil skape inflasjon og etterfølgende lønns-pris-spiraler og politikerne vil ikke holde igjen sin utgiftsvilje før den disiplinerende effekten av ubehaget ved en høy inflasjon er tilstrekkelig sterk. Over tid vil økonomien havne i en situasjon med høy inflasjon og tilsvarende høye lønnskrav og med politikere som innser at kostnadene ved ytteligere påplussinger blir for høye. Hvilket nivå på inflasjonen som er tilstrekkelig disiplinerende kan variere, men Norges egen historie de siste 40 år tyder på at politikerne ikke nødvendigvis lar seg avskrekke før inflasjonen er 15 %.

Problemet er at politikerne, ved å følge opp sine gode intensjoner på kort sikt, vil kunne bringe seg selv og økonomien opp i et uføre på lang sikt. Alle, også politikerne, kan være enige om at lavere inflasjon ville vært en fordel, men likevel kan det være at politikere ikke klarer å beherske seg. Svaret på denne utfordringen er, i følge Kydland og Prescott, at politikken på enkelte områder bør bli mer regelstyrt. Politikerne må finne måter å binde seg til masten på. Et eksempel på en regel som binder politikerne til masten, er Norges Banks inflasjonsmål. Norges Bank fikk mandat til å styre etter et inflasjonsmål i Regjeringens resolusjon 29. mars 2001. I denne resolusjonen ble det fastslått at rentesettingen skal utføres av sentralbanken og at den skal følge klare regler. .

Når vi har en sentralbank som er satt til å styre etter et inflasjonsmål, har ikke politikerne lenger muligheten til å bruke inflasjonsdrivende politikk til å oppnå kortsiktige samfunnsmessige gevinster. Sentralbanken vil svare på alle tilløp til økt inflasjon ved å sette opp renta. På den måten

¹ Journal of Political Economy, 85(3), ss. 473.492.

vil økt offentlig pengebruk automatisk lede til reduserte privat forbruk og reduserte investeringer. Fristelsen til økt pengebruk, også når inflasjonen er lav, vil derved bli betydelig redusert. I Norge har vi sett at en tilleggsfaktor til denne disiplinerende effekten er at husholdningenes renteutgifter til boliglån er en politisk betydningsfull størrelse.

Norges erfaring med inflasjonsstyring er blandet. Det ser ikke ut til å være noen entydig sterk virkning fra renta til inflasjonen. Selv etter en lang periode med ekstraordinært lav rente er inflasjonen under målet på 2,5%.

I sin lærebok i økonomi "Principles of Macroeconomics" har Ben Bernanke, nåværende sentralbanksjef i USA, et avsnitt med tittelen "Monetary Policymaking: Art or Science?".

Tydeligvis mener Bernanke at pengepolitikk er en særdeles høyverdig virksomhet hevet over ordinær politikk. Norges Bank ser ut til å dele oppfatningen av pengepolitikken som noe vitenskapelig. I pedagogisk materiell på sine hjemmesider og i foredrag utbroderer de om rentas mange tildels intrikate virkninger på økonomien. De unnlater imidlertid å nevne at det pengepolitiske *regimet* i seg selv har endret den politiske prosessen. Det er kanskje i tråd med rollefordelingen mellom sentralbanken og politiske myndigheter at sentralbanken ikke vektlegger sin egen politiske funksjon. Det blir imidlertid et problem når sentralbanken har tatt på seg en folkeopplysningsfunksjon i forbindelse med inflasjonsmålet.

Glemmer man at pengepolitikken faktisk er *politikk* har man glemt det vesentligste. Mens den faktiske effekten på økonomien er uklar er nemlig effekten på den politiske prosessen udiskutabel. Debatten i forkant av årets budsjett er en illustrasjon på at rentesettingen har en disiplinerende effekt som gjør at det er vanskelig selv for SV å foreslå utgiftsøkninger.

Et annet eksempel var Høyre som under valgkampen i fjor hadde en helsides annonse i Aftenposten der Erna Solberg i første linje lovet: «Jeg vil arbeide for en lavest mulig rente, for å sikre trygghet for hus, hjem og jobb.» Til tross for at rentesettingen altså er plassert utenfor politikernes domene, konkurrerer politikerne i å love lav rente. Den eneste måten de kan love det på er indirekte og består i å love moderasjon i budsjettutformingen. Høyre var imidlertid bare én dag freidige nok til å love «*lavest mulig rente*» snarere en «*lav rente*». Et løfte om lavest mulig rente er, om man tar det bokstavelig, et løfte om en å føre en politikk som gir så lav vekst og så lav inflasjon at Norges Bank tvinges til å sette renta ned til null – et løfte om en økonomisk hengemyr à la Japan. Japan har i mange år slitt med en lav innenlandsk etterspørsel og sentralbanken har satt renta til null uten å få blåst liv i økonomien. Når renta er null kan ikke sentralbanken gjøre mer. Det eneste en sentralbank da kan gjøre er å håpe på inflasjon slik at realrenta blir negativ.

Forskjellen på situasjonen der en sentralbank er satt til å bruke renta til holde valutakursen fast og situasjonen der den er satt til å bruke renta til å holde inflasjonen under kontroll, er overfladisk sett

ikke så stor. I begge tilfeller vil inflasjon føre til renteøkning. Under inflasjonsstyring vil imidlertid renteøkningen komme så snart sentralbanken aner kommende presstendenser - for eksempel rett etter et ekspansivt statsbudsjett. Under fastkurs vil renteøkningen først komme når inflasjonen har nådd et nivå som gjør at valutamarkedsaktørene begynner å tvile på levedyktigheten til selve fastkursen. Denne forskjellen innebærer at koblingen mellom finanspolitikk og pengepolitikk blir mye tydeligere under et inflasjonsmål og dette forsterker den disiplinerende effekten.

Andre rike land som har forlatt fastkurs til fordel for inflasjonsmål er (sortert etter innføringstidspunktet) New Zealand, Canada, Storbritannia, Sverige, Australia, og Island. Et fellestrekk for alle disse landene er at de har åpne økonomier med betydelig handel. For slike land er det svært viktig å holde inflasjonen under kontroll. Stabil og jevn inflasjon, på nivå med handelspartnerne, er en forutsetning for at valutakursen kan holdes noenlunde stabil. Ved å holde en stabil valutakurs oppnår landene forutsiglighet for eksportører og importører. Ved å ikke holde valutakursen helt fast forhindrer landene spekulative angrep, som tar sikte på å provosere frem en devaluering.

Pengepolitikk og valuta i fattige land

Den eksakte utformingen av pengepolitikken er et viktig aspekt ved den totale økonomiske politikken og Norges erfaring understreker at den politiske dimensjonen er avgjørende. Det samme gjelder kanskje i enda større grad i fattige land som har enda større problemer med balanse i finanspolitikken og som er enda mer sårbare for, og dermed utsatte for, spekulasjon mot valutakursen.

De siste årene har flere mellominntektsland fulgt trenden og innført inflasjonsmål. En liste er gitt i Tabell 1. Denne tabellen inneholder samtlige ikke-industrialiserte land som pr 2005 hadde inflasjonsmål. Alle disse landene er hva IMF kaller "Emerging market countries". Man ser raskt at listen ikke inneholder de fattigste landene, for eksempel i Afrika. Land i Latin Amerika og Øst Europa er imidlertid sterkt representert. De to fattigste landene på listen er Filippinene og Sør Afrika som ligger på hhv 82 og 120 plass på FNs Human Development Index.

Tabell 1: Mellominntektsland med inflasjonsmål

	År	Inflasjon før inflasjonsmålet ble innført.	Inflasjonsmål
Israel	1997	9%	2±1%
Tsjekia	1998	13%	3±1%
Polen	1998	10%	2,5±1%

Brasil	1998	3%	4,5±2%
Chile	1999	3%	3±1%
Colombia	1999	9%	5±0,5%
Sør-Afrika	2000	2%	4,5±1,5%
Thailand	2000	2%	1,75±1,75%
Korea	2001	3%	3±0,5%
Mexico	2001	8%	3±1%
Ungarn	2001	11%	3,5±1%
Peru	2002	-1%	2,5±1%
Filippinene	2002	4%	5,5±0,5%
Slovakia	2005	3%	3,5±1%
Indonesia	2005	8%	5,5±1%
Romania	2005	9%	7,5±1%

Hentet fra «Inflation Targetting and the IMF» www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf

Listen i Tabell 1 vil høyst sannsynlig forlenges i nærmeste fremtid. Land som Costa Rica, Egypt, Tyrkia og Ukraina har alle planer om å innføre inflasjonsmål de nærmeste to årene. Landene i tabellen viser flere fellestrekk. Alle inflasjonsmålene ligger rundt 6% eller lavere.

Variasjonsbredden rundt inflasjonsmålet er i de fleste tilfeller på ±1%. Det er også et vesentlig fellestrekk at inflasjonen i de fleste tilfeller var noenlunde under kontroll før innføring av inflasjonsmål. Det ser altså ikke ut til at noe land har brukt inflasjonsmål som brekkstang i noen betydelig reduksjon i inflasjonen. Det ser snarer ut til at inflasjonsmålet er innført i en konsolidering av en makroøkonomisk stabilisering.

Dette faktum kan reflektere at inflasjonsmål bare forsøkes i land der den kan underbygges med sterke institusjoner.

Flytende kurs versus fastkurs

I et land med fri bevegelse av finanskapital er det umulig å bestemme rente og valutakurs uavhengig av hverandre. Dersom renta går opp, vil den lokale valutaen bli mer attraktiv og det vil være et press i retning av styrket valutakurs. Dersom renta går ned, blir det et press i retning av en svekkelse av valutakursen. Det å innføre et inflasjonsmål vil derfor innebære at man må la valutakursen flyte.²

² Denne gjensidige utelukkelsen gjelder rent inflasjonsmål versus helt fast valutakurs. Det vil rent faktisk være mulig med ulike mellomsituasjoner der pengepolitikken er et resultat av avveining av inflasjon og valutakursstabilitet.

For mange land er valget mellom flytende kurs og fastkurs det avgjørende, mens valget av inflasjonsmål blir et annenordens spørsmål for de land som tar sjansen på å la valutaen flyte.

Calvo og Mishkin har i sin artikkel "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries"³ en gjennomgang av særegne trekk ved fattige lands økonomier som tilsier at erfaringer fra rike land ikke uten videre er overførbare. De fremhever følgende sammenvevde institusjonelle forhold:

I et land som sliter med stadige underskudd på statsbudsjettet vil det være et press mot sentralbanken for å finansiere statens underskudd ved å trykke penger. Uten autonomi og autoritet vil sentralbanken i mange tilfeller lett la seg presse til å trykke penger snarere enn å insistere på prisstabilitet. Alternativet ville vært å øke renta, men det kan i mange tilfeller ha katastrofale konsekvenser for en allerede gjeldstynget offentlig sektor. For privat sektor vil erfaring med langvarig høy og variabel inflasjon gjøre det fristende å bruke utenlandsk valuta innenlands. Videre vil private som ønsker å sikre sine verdier velge å spare i utenlandsk valuta og det vil åpne seg et marked også for lån i utenlandsk valuta. På toppen av dette kommer det at den internasjonale tilliten til et lands økonomi ofte er svært variabel og i mange tilfeller påvirket av hendelser utenfor landets kontroll. For eksempel førte krisen i Russland i 1998 til en smitteeffekt der mange land ble rammet av en tørke i finanstilgangen.

Mange fattige land befinner seg altså i en situasjon der de finanspolitiske og pengepolitiske institusjonene sammen ikke er i stand til å garantere prisstabilitet og derved ikke kan støtte opp om en fast valutakurs. I tillegg vil det være press på valutaen på grunn av variabel tillit i valutamarkedene. Disse forholdene gjør at det er vanskelig å unngå at valutakursen endrer seg betydelig over tid - enten ved devalueringer eller ved glidninger. Samtidig er *behovet* for stabil kurs stort. Når mange private aktører har lån i utenlandsk valuta vil sterk svekkelse av valutaen føre til konkurser som forplanter seg til bankvesen og til resten av økonomien. Krisen i Argentina viser at slike mekanismer kan knekke et tilsynelatende sunt bankvesen.

Det store spørsmålet er altså hvilket valutakursregime man skal velge i et land som har stor sårbarhet overfor valutakurssvingninger men som ikke har institusjonelle forutsetninger til å holde en fast kurs. Svaret vil avhenge av tunge avveininger mellom offentlige prioriteringer og skattlegging. Svaret vil også avhenge av landets mulighet til å tiltrekke seg kapital uten samtidig å utsette seg for kapitalflukt.

Selv om de finanspolitiske og pengepolitiske betingelsene skulle være til stede for at et fattig land

Norges Bank kan sies å foreta en slik avveining når de i det siste har annonsert en strategi der renta aldri skal endres mye av gangen. Chile, Ungarn, Israel og Polen er eksempler på land som hadde eksplisitte valutakursmål i den tidlige fasen av inflasjonsmålets innføring.

3 Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 4, 2003, ss. 99-118.

skulle velge flytende valutakurs med inflasjonsmål, vil samspillet mellom finanspolitikk, pengepolitikk og økonomien forøvrig, være forskjellig fra hvordan den er i Norge.

En viktig forskjell er hvordan renta virker i økonomien. I Norge vil en rentesenkning svekke krona og stimulere eksporten og samtidig føre til økte investeringer. Begge deler vil stimulere den økonomiske aktiviteten. I et fattig land, der bedrifter har lån i utenlandsk valuta til utenlandsk rente, vil en innenlandsk rentesenkning svekke den lokale valutaen og øke gjeldsbelastningen til bedriftene. Dette kan fort redusere investeringene og føre til konkurser som *reduserer* den økonomiske aktiviteten.

Et beslektet spørsmål er hvordan inflasjonen i sin tur blir påvirket. I Norge tenker man seg at lønnspresset reduseres når aktivitetsnivået synker. Videre har vi den oppfatning at ledigheten stiger etter en renteøkning og at dette demper inflasjonspresset. I fattige land kan denne effekten godt være svakere. I et land der ledigheten ligger på et høyt nivå (15-20%) vil moderat variasjon i ledigheten kun ha en minimal effekt på inflasjonen.

En annen viktig forskjell er hvordan den disiplinerende effekten vil være. I Norge ser det ut til at finansministeren modererer seg når hun står overfor velgere som er bekymret for en renteøkning og eksportindustri som er bekymret for styrking av valutakursen. I et fattig land kan denne disiplinerende effekten forsterkes når staten selv har en betydelig gjeldsbelastning. Et press i retning av mindre disiplin kan imidlertid oppstå dersom betydningsfulle grupper foretrekke høy innenlandsk rente og styrket valutakurs fordi det reduserer belastningen ved deres lån i utenlandsk valuta.

Sist men ikke minst vil mer eller mindre forklarlige sjokk i tilliten til landets økonomi kunne gi store utslag i valutakursen. Slike svingninger skal man med inflasjonsmål i utgangspunktet ikke svare på. Konsekvensene av plutselig kapitalflukt kan derved bli store dersom valutaen får svekke seg betydelig og øke belastningen ved gjeld som er tatt opp utenlandsk valuta.

Min konklusjon er at fattige land på detaljplanet ikke har mye å lære av Norges inflasjonsstyringsregime. Norges institusjoner er for annerledes og økonomiens virkemåte for forskjelligartede. Det prinsipielle i Norges erfaring kan imidlertid fattige land ha mye å lære av. Norges erfaring forteller at pengepolitikken virker gjennom økonomien mens det pengepolitiske *regimet* også virker gjennom finanspolitikken. I mange fattige land vil det å få ned inflasjonen og stabilisere valutakursen, forutsette balanserte offentlige budsjetter. Hvordan det skal oppnås er i bunn og grunn det avgjørende, og ofte uløselige, spørsmålet.