

En lavest mulig rente

Etter fremleggelsen av statsbudsjettet har et spørsmål vært om det er ekspansivt og om det vil føre til høyere rente. Den rådende oppfatning ser ut til å være at siden budsjettet er moderat ekspansivt vil det kanskje føre til en noe raskere økning i renten. Hvorfor denne oppmerksomheten om renten?

Da handlingsregelen ble annonsert og inflasjonsstyringsregimet ble innført 29. mars 2001 het det i pressemeldingen "De nye retningslinjene for pengepolitikken og for budsjettpolitikken vil legge et godt grunnlag for fortsatt stabilitet i valutakursen, lav inflasjon og en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, sier finansminister Karl Eirik Schjøtt-Pedersen." Man kan diskutere hvor vellykket den pengepolitiske omleggingen var i å realisere målet om 2,5% inflasjon og stabilitet i valutakursen. Det ser imidlertid ut til at omleggingen har vært svært vellykket i å disiplinere finanspolitikken.

Til tross for at inflasjonsstyringsregimet har plassert rentesettingen utenfor politikernes domene, konkurrerte politikerne ved siste valg likevel i løfter om lav rente. Denne oppmerksomheten om renten reflekterer nok at betydelige velgergrupper (typisk barnefamilier) er bekymret for lånebelastningen og stiller politikerne til ansvar når renta går opp mens netto fordringshavere ikke i samme grad bebreider politikerne når renta går ned. Den eneste måten politikerne kan love lav rente på er indirekte og består i å love moderasjon i budsjettutformingen. Regimet med inflasjonsstyring har etablert en kobling fra offentlig pengebruk, via renta, til velgernes personlige budsjetter. Prisen for en finansminister ved å legge 10 mrd kroner ekstra til statsbudsjettet vil kunne være høy, enten det er Kristin Halvorsen i år eller det er Siv Jensen i 2010. Norges Banks rentesetting har altså et betydelig politisk aspekt med implikasjoner for prioriteringene i storting og regjering.

Under valgkampen i fjor høst hadde Høyre 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.» Det mest slående er nok at Høyre lovte *lavest mulig* rente snarere enn *lav* rente. Legger man Norges Banks regler for rentesetting til grunn vil politikerne kunne provosere fram en skikkelig lav rente kun ved å generere en skikkelig nedgangskonjunktur - noe som neppe er i overensstemmelse med trygghet for hus, hjem og jobb. Ser vi bort fra dette bisarre aspektet viser situasjonen at rentenivået var en viktig valgkampsak.

Spørsmålet er hvilke implikasjoner koblingen mellom ekspansivitet og renteøkning har for velgernes vurdering av politiske alternativer. Hva er konsekvensene dersom inflasjonsstyringsregimet får velgere med renteredsel til å forlange moderat finanspolitikk? Det er flere muligheter.

i) En ubehagelig situasjon er den der velgerne alltid straffer politikere hardt dersom renta går opp. Gjennom en periode med ekstraordinært lav inflasjon kan velgerne for eksempel ha vendt seg til en rente på 2%. I det tilfellet vil politikerne måtte innrette finanspolitikken mot kontraksjon og dermed fortsatt pengepolitisk stimulans med rente rundt 2%. Dersom en rente på 2% i seg selv er sterkt stimulerende må det kontraktive bidraget gjennom finanspolitikken være sterkt. Det vil faktisk kunne etablere seg en likevekt med høy ledighet, svak krone og stor eksport kombinert med et betydelig underforbruk av oljepenger.

ii) En enda mer ubehagelig situasjon er den der politikerne blir straffet dersom de ikke får renta stadig nedover. I det tilfellet må finanspolitikken gjøres mer og mer kontraktiv og ledigheten må øke for å gi rom for en stadig mer ekspansiv pengepolitikk. (Det var dette scenariet Solberg prøvde å vinne valget med.)

iii) En tredje situasjon er den der velgerne straffer politikerne for en renteøkning, men bare dersom renteøkningen er et resultat av ekspansiv finanspolitikk. I det tilfellet vil inflasjonsstyringsregimet kunne understøtte handlingsregelen *samtidig* som rentesettingen fra dag til dag kan realisere ambisjonen om inflasjon på 2,5%. Dette er i motsetning til de to første situasjonene der inflasjonen ble for lav og kanskje ville havne på en synkende bane og ledigheten ble for høy og kanskje ville havne på en stigende bane.

Det tredje tilfellet kan kanskje være treffende for dagens situasjon. En renteøkning ligger i kortene og statsbudsjettet for 2007 ser ikke ut til å føre til at denne renteøkningen kommer vesentlig raskere. Budsjettet er bare moderat ekspansivt. Handlingsregelen holdes praktisk talt mens det strukturelle underskuddet øker noe. Pengebruken er litt i overkant av hva Norges Bank la til grunn i Inflasjonsrapporten 2/2006. Regjeringen har ikke fått noen høylytt kritikk for å bidra til rentehevingen.

Dersom situasjon iii) er treffende vil den faktiske konsekvensen for finanspolitikken være helt avhengig av hvor grensen går *for velgerne* for hva som oppfattes som ekspansivt. Vil det kritiske være om det strukturelle underskuddet økes? Vil det være om handlingsregelen holdes? Eller vil det kritiske være om forutsetningene i Norges Banks Inflasjonsrapport oppfylles?

Dersom handlingsregelen er referansepunktet kan politikerne antageligvis trygt bruke mer og mer penger i årene som kommer, etterhvert som oljefondet vokser, uten å få skylda for renteøkninger. Dersom det er økninger i det strukturelle underskuddet som regnes som ekspansivt vil imidlertid regjeringen lett fremstå som svært ekspansiv i 2008 og 2009.

Dersom inflasjonsrapportens forutsetninger er referansen vil situasjonen være et sted i mellom disse ytterpunktene. Norges Bank sier nemlig: "Med en høykonjunktur i norsk økonomi vil det være i tråd med retningslinjene for finanspolitikken om bruken av petroleumsinntekter blir noe lavere. I anslagene har vi lagt til grunn at finanspolitikken vil gi en viss stimulans til samlet

etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009, men noe mindre enn den forventede avkastningen av fondet." (IR 2/2006 s. 32).

Det kan faktisk godt tenkes at Norges Banks prognoser for finanspolitikken får status som referansen når velgerne vurderer rentekonsekvensene. Konsistent med sine prognoser for finanspolitikken lager nemlig Norges Bank også prognoser for den fremtidige renteutviklingen. Finanspolitisk ekspansivitet over prognosen vil derfor gå sammen med renteutvikling over prognosen. En ubehagelig overraskelse, med rente over prognosen, kan derfor lett føre til at finansministeren bebreides. Hvis det er slik vil Norges Bank, ved å lage prognoser for en moderat finanspolitikk, kunne bidra til faktisk moderasjon i finanspolitikken.

I dagens situasjon ser det ikke ut til at Norges Banks disiplinerende effekt er et problem. Det kan godt tenkes at Stoltenberg bare er glad for et press utenfra som kan sikre at handlingsregelen faktisk holdes. Spørsmålet er hva Norges Bank vil gjøre i en tenkt lavkonjunktur i fremtiden. Vil de skrive "Med en lavkonjunktur i norsk økonomi legger vi til grunn at regjeringen tar ansvar og at bruken av petroleumsinntekter i statsbudsjettet overstiger handlingsregelen" eller vil de skrive "Vi legger til grunn at handlingsregelen følges. Med en lavkonjunktur i norsk økonomi vil renta holdes lav i de neste to årene." Ingen av disse alternativene kan utelukkes og forskjellen på dem kan være titals milliarder kroner på statsbudsjettet.

I sin lærebok "Principles of Macroeconomics" har Ben Bernanke et avsnitt der han stiller spørsmålet "Monetary Policymaking: Art or Science?". Egentlig er svaret svært enkelt: Pengepolitikk er verken kunst eller vitenskap, det er rett og slett politikk.