

Finansavisens Gjesteskribent 15. november 2008.

Midlertidig ute av drift?

Ragnar Nymoen

Siden midten av 1990 tallet har mange land med egen valuta valgt å la valutakursen flyte fritt, samtidig som pengepolitikken er blitt sentral i aktivitetsreguleringen. Dette er en utvikling der økonomer fra akademia og sentralbankene har funnet hverandre i en felles tro på muligheten for styring av konjunkturforløpet ved bruk av renta som virkemiddel – man snakker sågar om ”the science of inflation targeting”.

På avstand betraktet har denne styringsoptimismen vært overraskende, fordi en prinsipiell gjennomgang av pengepolitikkenes rolle i ett fritt kredittmarked trekker i retning av at denne rollen bør være forholdsvis passiv. Dette var også poenget til den norske nobelprisvinneren Trygve Haavelmo. Han mente at en aktiv pengepolitikk vil ha usikre effekter, og at det vil kunne oppstå alvorlige utilsiktede virkninger. Store ubalanser i kapitalmarkedene, tap i banksektoren, og kredittrasjonering og lav vekst etter en ”sprekk” er klare faremomenter. Det at mange land følger samme pengepolitiske doktriner, øker fallhøyden i ”worst case” scenarioet desto mer. Dagens globale finanskriser, og vår egen bankkrise på slutten av 1980 tallet, viser relevansen av Haavelmos analyse.

En finanskriser er en sjelden begivenhet, som det i praksis er umulig å forutsi eksakt når vil inntreffe. Likevel er det innsikt å hente ved å undersøke empirisk hvordan renta som virkemiddel påvirker målet for pengepolitikken. Når det gjelder Norge har vi lenge visst følgende om denne *transmisjonsmekanismen*: Renteendringer har relativt små direkte effekter på inflasjonen, og mesteparten av virkningen går via valutakurs, aktivitetsnivå og arbeidsledighet. Utslagene i disse variablene er relativt kraftige.

I lys av disse kunnskapene er det grunn til å spørre: Hvilke typer inflasjonssjokk er en aktiv rentejustering i stand til å nøytralisere? Nettopp fordi renta virker direkte og raskt på samlet etterspørsel og på ledigheten, uten tilsvarende raskt utslag på inflasjonen, så kan en høy rente i noen grad nøytralisere for eksempel en boligmarkedsdrevet etterspørselsboom. Et stort tilbudssidesjokk, for eksempel et lønnsoppgjør langt utover produktivitetsveksten, vil det være vanskeligere å dempe inflasjonseffektene av med moderate renteøkninger alene. Vi har inntil nylig erfart effektene av et langt mer ”behagelig” tilbudssidesjokk: Prisveksten ble presset ned på grunn av billige importvarer fra blant annet Kina. I tråd med den empiriske lærdommen så det en stund ut til at prisstigningen ikke reagerte i det hele tatt på at renta ble holdt lav for å bringe inflasjonen opp til 2,5 %.

Helt i tråd med lærdommen bidro derimot rentepolitikken til den kraftige kredittveksten og gjeldsoppbygning som vi har sett i disse årene. Dette er jo ikke negativt i seg selv: Forhåpentligvis vil det meste av gjeldøkningen vise seg å være opprettholdbar over tid, og kredittveksten har bidratt til realinvesteringer og en fantastisk sysselsettingsvekst. Men i et slikt forløp er det også en fare for at vi overskrider en grense der ubalansene har vokst seg *for* store, og at vi i stedet for en gradvis nedjustering av kredittgivingen får en kollaps i markedene.

Legg merke til at det jeg har sagt om virkemiddelets virkning på målet forutsetter at markedsrentene reagerer direkte på endringer i styringsrenta. Det er derfor interessant at regimets sårbarhet viste seg ved at det aller første leddet i prosessen gikk i vranglås: Siden 2007 har boligrentas oppadgående bevegelse blitt mer og mer frikoblet fra foliorenta, og interbankmarkedet sluttet å fungere da sjokkbølgene fra Lehman Brothers konkursen traff Europa med full kraft. Slik det nå ser ut, så vil transmisjonsmekanismen være ute av drift inntil Norges Bank har greid å revitalisere pengemarkedet, blant annet ved å sørge for mye mer langsiktig finansiering av bankene enn det som har vært intensjonen med regimet.

Det blir derfor interessant å se hva som blir den nye normalsituasjonen når krisen er overstått. Skal vi tilbake til inflasjonsstyring, eller skal vi benytte anledningen til å revurdere hva som kreves av rentesettingen for at et fritt kredittmarked skal kunne virke etter sin hensikt som en servicesektor for den økonomiske virksomheten i samfunnet? Innenfor min begrepsramme ser det ut til at vi har større mulighet til å lykkes med en politikk der myndighetene gjennom finans- og inntektspolitikken (igjen) tar et større ansvar for aktivitetsreguleringen, og at Norges Bank får en mer passiv rolle. Dette ville bety at Norges Banks mandat ble å legge til rette for finansiell stabilitet, som ville innebære et mer praktisk motivert pengepolitisk opplegg enn dagens doktrinebaserte regime. I den grad dette serviceorienterte regimet krever en kvantitativ målsetting, vil det innebære at dagens KPI baserte målvariabel blir supplert med, eller erstattet av, et system med flere indikatorer for tilstanden i kapitalmarkedene og i makroøkonomien for øvrig.