

Finansavisens Gjesteskribent 28. mars 2009.

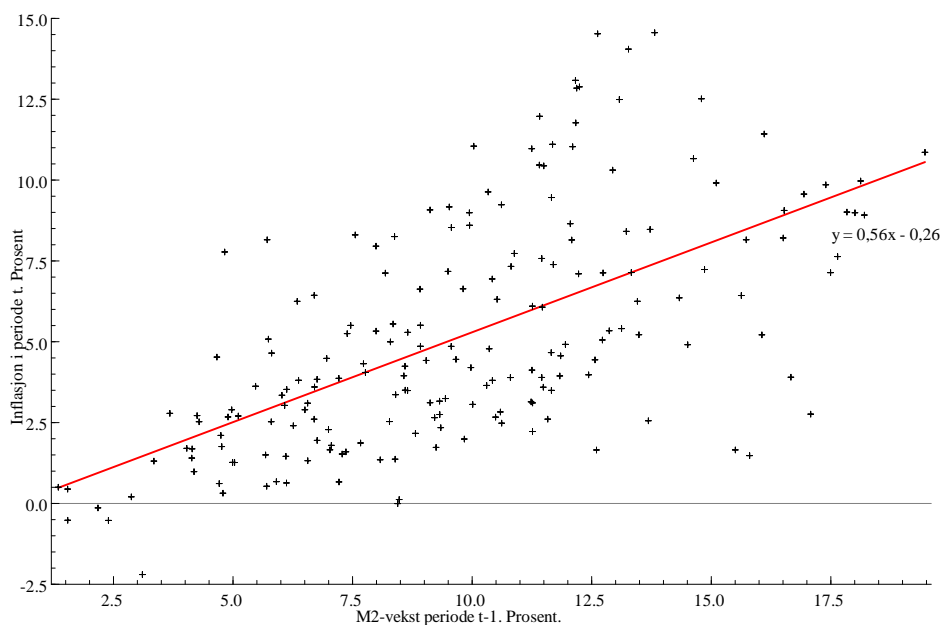
Inflasjonsbombe?

Ragnar Nymoen

I USA har sentralbanksjef Bernanke tatt i bruk et nytt, lenge annonsert våpen i bekjempelsen av det som nå er en realøkonomisk krise i USA. Sentralbanken foretar massive kjøp av statsobligasjoner. Hensikten er å oppnå en reduksjon i den lange renta gjennom en formidabel økning av pengetilbudet. De som sverger til Milton Friedmans tese om at vekst i pengemengden fører til inflasjon, uten samtidig å øke aktiviteten i realøkonomien, vil være særlig skeptisk til denne politikken

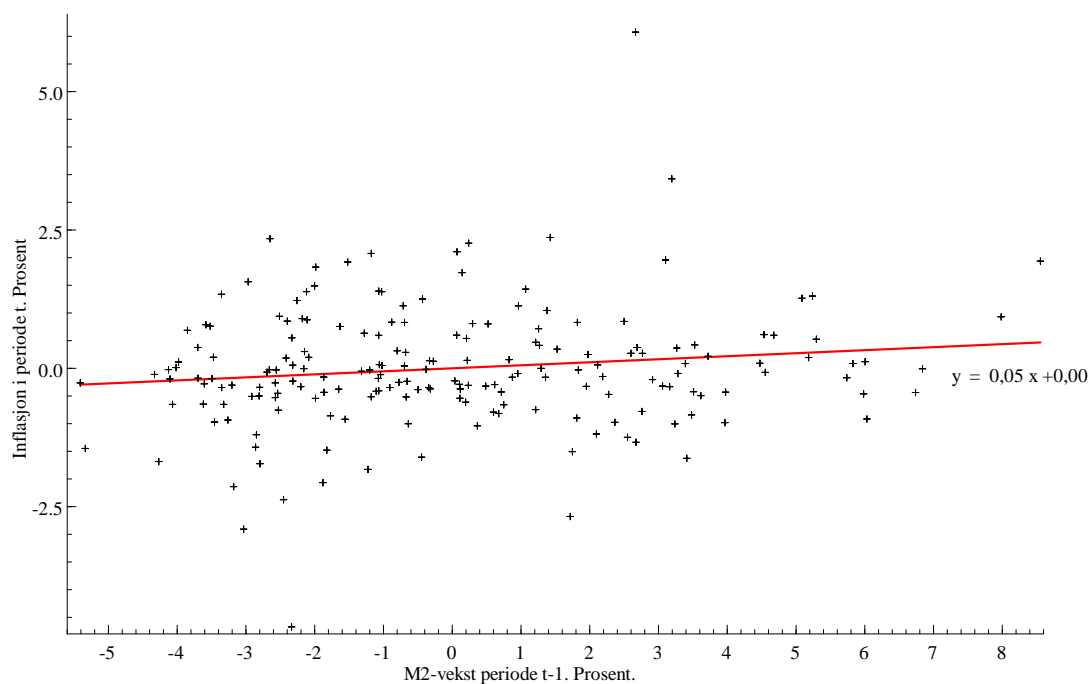
Spørsmålet om inflasjonseffektene av krisetiltakene er blitt reist også i Norge. I en kommentar i Dagens Næringsliv 23. februar 2009 viser Halvor Hoddevik det han kaller en tett og god sammenheng mellom M2-pengemengdevekst og KPI-inflasjon i Norge. Ved å bruke denne empiriske sammenhengen kommer Hoddevik fram til at økningen på 30 % i M2 som følge av tiltakspakkene gjør at inflasjonen kommer opp i 20 prosent "når finanskrisen har roet seg". Hoddevik mener at disse oppsiktsvekkende inflasjonsutsiktene burde få flere til å investere sparepengene sine i norske realobligasjoner. Om dette til syvende og sist kan vise seg å bli et godt investeringstips skal ikke jeg ha sagt noe om----det meste er mulig i løpet av noen år. Men holdbarheten av premisset, som Hoddevik baserer sitt råd på, er interessant i seg selv: Kan en prediksjon om 20 % inflasjon i etterkant av finanskrisen begrunnes med at det er en tett sammenheng mellom pengemengdevekst og inflasjon i norske data?

Inflasjonsprosessen er et sammensatt sosioøkonomisk fenomen, og teorier som legger vekt på kun én forklaringsvariabel har derfor et relevansproblem. Likevel er slike modeller populære både i forelesningssalene, der de i alle fall tjener et pedagogisk formål, og i analysemiljøene, der det kan være fare for at de tas litt *for* bokstavelig. Den "gammelmonetariske" modellen som Hoddevik tar utgangspunkt i, og den moderne versjonen som seiler under betegnelsen ny-keynesiansk Phillipskurve, hører med i denne kategorien. Mine erfaringer er at disse en-variabelmodellene klarer seg dårlig hvis de stilles opp mot forklaringsmodeller som bygger på en bredere referanseramme, og som derfor trekker inn forklaringsfaktorer fra arbeids- og produktmarkedene hjemme og ute, fra valutamarkedet og selvfølgelig også fra pengemarkedet. Så la oss undersøke om Hoddeviks modell kan representere ett unntak fra denne regelen!



I første graf har jeg reprodusert Hoddeviks inflasjonsmodell med data fra samme periode som han bruker: Fra 1960 til 2008. Jeg benytter kvartalstall. En empirisk ”tett sammenheng” mellom pengemengdevekst og inflasjon bør selvfølgelig være like tydelig med kvartalstall som med årstall. Grafen viser årsveksten i KPI langs ”y-aksen”, og årsveksten i M2 i forrige periode langs ”x-aksen”. Begge variable er målt i prosent. Den inntegnede regresjonslinjen er stigende, slik at økt M2-vekst i ett kvartal i gjennomsnitt blir fulgt av høyere inflasjon i kvartalet etter. Dette er helt i overensstemmelse med Hoddeviks tette sammenheng mellom inflasjon og M2-vekst. Stigningstallet i min graf er 0,56 mens Hoddeviks regresjonslinje har stigningstall på 0,60.

Spørsmålet er nå hva som skjer med sammenhengen dersom vi kontrollerer for andre forklaringsvariable. En variabel som alltid må tas i betraktning er tidligere verdi av inflasjonen selv, og i denne kommentaren skal vi la ”lagget inflasjon” være en proxy-variabel som representerer de andre bakenforliggende forklaringsvariablene (som den vil være korrelert med). Den andre grafen viser hva som skjer med sammenhengen mellom M2-vekst og inflasjon når vi kontrollerer for felles bakenforliggende variable. Sammenhengen er nå mye mindre tett: Stigningstallet er nå 0,05, og dette estimatet er dessuten ikke signifikant forskjellig fra null, og det er ikke særlig robust for endringer i utvalgsperioden (fortegnet blir negativt for visse utvalg).



Dersom vi ser bort fra den manglende signifikansen, og likevel bruker den estimerte sammenhengen til å anslå effektene av en økning i M2 med 500 milliarder (som en følge av tiltakspakkene), blir anslaget en økning i inflasjonsraten på 6 prosentpoeng (etter 8 kvartaler), før effekten avtar og går mot null. Effekten er altså langt mindre enn den 20 prosents inflasjonsraten som Hoddevik anslår.

Resultatet blir for alle praktiske formål det samme dersom analysen gjennomføres innenfor rammen av en mer gjennomarbeidet modell for inflasjonen i Norge. Over perioden 1960 til 2008 er det rett og slett ikke noe særlig kraft i pengemengdeveksten som forklaringsfaktor for inflasjonen. Noen har vanskelig å akseptere dette fordi inflasjon og pengemengdevekst er nominelle vekstrater som "må" henge sammen på en eller annen måte. Dette er jo ikke galt, helt generelt sett, og hvis pengemengden vokser samtidig som produksjonsapparatet går i stå, og tiltroen til pengesystemet forsvinner, så blir det høy inflasjon, ja kanskje også hyperinflasjon. Men dette er ikke akkurat noen treffende beskrivelse av Norge fra 1960 til 2008. I denne perioden (og lengre tilbake enn det) har vi hatt et gjeldsbasert pengesystem, og da må pengemengden øke fra et år til det neste, i en takt som motsvarer veksten i den allerede eksisterende gjelden (pga renter). Dermed øker pengemengden eksponentielt, uten at dette i seg selv har noen konsekvenser for inflasjonen. Pengemengdeveksten er bare en side ved dynamikken i pengevesenet, slik det nå en gang fungerer.

Denne analysen, for hva den er verdt, utelukker selvsagt ikke at et stort hopp i pengemengden kan gi inflasjonseffekter. Det viser bare at den monetaristiske teorien ikke fører særlig langt i å forklare inflasjonshistorien, og da blir det spekulativt å satse på at den plutselig skal gi det riktige perspektivet på utviklingen framover.

