

Finansavisens Gjesteskribent 23 august 2008.

”Et overbestemt system”

Ragnar Nymoen, Universitet i Oslo

I flere tiår var kredittrasjonering, og en forholdsvis passiv rolle for pengepolitikken, en del av opplegget for makroøkonomisk politikk. Midt i denne perioden arbeidet professor Trygve Haavelmo med en teori for samspillet mellom kapitalmarkedene og realøkonomien i tilfellet med et fullstendig liberalisert kredittmarked. Haavelmo tok utgangspunkt i Wicksells teori om naturlig rente. Særlig matnyttig for datidens beslutningstakere var kanskje ikke denne forskningen, men en kan jo trygt si at Haavelmo hadde solid bakgrunn for egne meninger da de makroøkonomiske styringsopplegget skulle reformeres, som en del av liberaliseringene på 1980 tallet. Disse utfordringene interesserte Haavelmo, som nå var blitt pensjonist med en lidenskap for sportsfiske, så mye at han ga seminarer om saken. Jeg husker ett slikt, i Norges Bank i 1987. Haavelmo snakket etter eget ønsket om emnet ”Pengepolitikken i et ”fritt” kredittmarked”.

Haavelmo mente at en pengepolitikk som ikke tar tilstrekkelig hensyn til likevektsrenta, som dannes av det han kalte indifferensens lov på kapitalmarkedet, kan gi store og uoversiktlige utslag i realøkonomien. En grunn til at en rente styrt av sentralbanken kan føre til problemer, er at det ikke lenger følger logisk at realrenta på kapital bringer balanse mellom sparing og investering. Mer konkret antyder dette at politikkinduserte ubalanser kan oppstå i foretaksinvesteringene, og i en videre fortolkning i bygge- og anleggsektoren og i boligmarkedet, og indirekte også i det private konsumet. Det er dessuten nærliggende å tenke på ringvirkninger i form av tap i banksektoren.

Argumentet kan skisseres som følger. Tenk at det gjør det seg gjeldende et bånd mellom realkapitalrenta og pengemarkedsrenta. I en situasjon der investeringsstrømmen er jevn og stabil er det rimelig å forutsette at realrenta på realkapital er lik kapitalens grenseproduktivitet. La oss også anta at myndighetene når sine målsettinger om aktivitetsnivå og inflasjon. Pengemarkedsrenta blir bestemt av etterspørselen etter kreditt. Den essensielle likevektsskapende mekanismen er at pengemarkedsrenta ”hele tiden” innstiller seg slik at allokeringen mellom finanskapital og realkapital i privat sektor er i likevekt.

La oss nå innføre aktiv pengepolitikk. Dersom sentralbanken fastsetter pengemarkedsrenta kan dette forrykke muligheten for balanse i kapitalmarkedet. Situasjonen er nemlig nå slik at dersom eiersektorene skal velge å holde den ”riktige” mengden realkapital, så må avkastningen av slik realkapital være av en bestemt størrelse, som blant annet er avhengig av den pengemarkedsrenta som sentralbanken fastlegger. Men nå er det ingen grunn til at realrenta på realkapital skal være lik grenseproduktiviteten. I stedet må vi skjelne mellom tre tilfeller:

Første situasjon tilsvarende det tilfellet vi nettopp har sett på, og kan assosieres med et ”rolig” investeringsforløp og en tilsvarende utvikling i realaktivitetsnivået og i priser og lønninger. Men dette kan ikke forventes å være en stabil situasjon dersom sentralbanken bruker renta som virkemiddel for å styre f.eks. inflasjonen. Derfor må man være klar over muligheten for at økonomien kan gå inn i to baner som begge er preget av ubalanse.

Neste tilfelle kan vi kalle press-scenariet. Nå er utleierenta på realkapital mindre enn grenseproduktiviteten av kapital. I denne press-situasjonen vil "alle" ønske å skaffe seg nytt, kapitalutstyr. Dette vil medføre økt etterspørsel, og tiltakende prispress dersom produksjonen av ny realkapital stanger i taket. Økningen i etterspørsel presser kanskje grenseproduktiviteten nedover igjen i "retning av" likevekten, men det er et spørsmål om hvor sterkt denne stabiliserende mekanismen virker i en slik ulikevektssituasjon.

Siste situasjon kan vi kalle slakk-scenariet. Dette er tilfellet der Norges Banks valg av pengemarkedsrente fører til at realrenta på realkapital er så høy at ingen ønsker å sitte med sine eksisterende beholdninger av realkapital. Men siden kapitalen er fysisk tilstede, blir beholdningen bare redusert gradvis. Investeringsaktiviteten faller nærmest helt bort, noe som en må regne med får ringvirkninger.

Hva er så moralen i denne skissemessige og overfladiske gjennomgangen av Haavelmos modell? Den er at dersom siktemålet med pengepolitikken er stabilisering av økonomien og å legge forholdene til rette for vekst gjennom "normal" investeringsaktivitet, så bør sentralbanken i bunn og grunn sørge for at indifferensens lov er ivaretatt gjennom at pengemarkedsrenta holdes i nærheten av likevektsrenta i kapitalmarkedet.

Haavelmo vant ikke mye gehør for sin analyse under seminaret i 1987. Heller ikke i den senere debatten om inflasjonsstyring, ble effektene av et mulig overbestemt system problematisert. I tråd med dette har Norges Bank laget pengepolitiske modeller der "alt" er i likevekt til den rentebanen som gir en inflasjonsprognose som er konsistent med målet. Dersom investeringsatferd og boligetterpørsel i perioder er preget av slike scenarier som Haavelmo skisserte, er det ikke sikkert at disse modellene har høy relevans for pengepolitikken.