

STEINAR HOLDEN
 Professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo



Raskere renteøkning – nå!*

Norsk økonomi er i en solid høykonjunktur. Ledigheten er lav og fallende, kapasitetsutnyttningen i næringslivet er høy, boligprisene har steget kraftig og kredittveksten er høy. Dette taler for et klart høyere rentenivå enn vi har i dag. Inflasjonen er imidlertid lavere enn målet på 2,5 prosent, som er gitt i forskriften for pengepolitikken. Derfor holder Norges Bank renten betydelig lavere enn vanlige anslag på nøytralt rentenivå. Her vil jeg argumentere for at banken bør legge mer vekt på konjunktursituasjonen, og mindre vekt på inflasjonen, og derfor heve renten. Videre bør banken velge en annen profil på rentebanen enn den har nå, med høyere rente nå, uten å heve renteprognosen to år frem i tid. Begge disse momentene taler for raskere renteøkning nå.

HVORFOR HEVE RENTEN

En renteøkning kan ikke begrunnes med at den økonomiske situasjonen i Norge i dag er et problem. Høyt produksjonsnivå og lavt ledighetsnivå er gunstig for bedrifter og arbeidstakere. Lønns- og prisveksten er på vei opp, men ligger fortsatt klart under det som inflasjonsmålet på 2,5 prosent gir rom for. Selv om kredittveksten har vært høy, har husholdningene i all hovedsak en meget god økonomisk situasjon. Dersom økonomien utvikler seg som i prognosene, enten det er Norges Banks eller Statistisk Sentralbyrås, vil alt gå bra.

Risikobildet er imidlertid skjevt. Erfaringene fra nedgangstidene i de nordiske land for rundt 15 år siden viser at kimen til sterke tilbakefall i økonomien ofte ligger i en

forutgående høykonjunktur. Dersom økonomien skulle bli mye sterkere enn antatt, eller inflasjonen stige mye raskere, ville det bli nødvendig å heve renten betydelig mer enn Norges Bank nå anslår. Dette vil innebære en klar risiko for den innenlandske økonomien.

Bedrifter og husholdninger har nå tilpasset seg et lavt rentenivå. En kraftig økning av renten ville innebære en kraftig direkte økning av låntakeres lånekostnader. Selv om økt inflasjon ville medføre at realrenten ikke behøvde å øke mye, innebærer økt nominell rente en raskere tilbakebetaling av lån, og dermed en innstrammende likviditets-effekt. Trolig ville etterspørselen etter boliger og annen eiendom falle, noe som ville gi utslag i bolig- og eiendomspriser. Dette ville kunne gi betydelige ubalanser i

* Artikkelen bygger i stor grad på drøftingen i Norges Bank Watch 2006, som Øystein Dørum og jeg skrev sammen. Takk til Gisle Natvik og redaktør Egil Matsen for nyttige kommentarer. Synspunktene i denne artikkelen er imidlertid mitt ansvar.

norsk økonomi. Dette vil særlig være tilfelle dersom høy inflasjon vedvarer når økonomien går dårligere, slik at sentralbanken må holde høy rente i en nedgangskonjunktur. Det er vanskelig å se for seg at dette skulle kunne bli en dyp krise som vi hadde på begynnelsen av 1990-tallet. Det er imidlertid også uheldig om pengepolitikken forsterker en mindre nedgang. En markert renteøkning nå vil dempe oppturen, og dermed gjøre nedgangskonjunktoren mindre, når den en gang kommer.

På den andre siden er det vanskelig å se noen klar risiko ved å sette renten markert opp nå. Selv om norsk økonomi skulle utvikle seg svakere enn forventet, ville høyere rente ikke skape betydelige problemer. Det ville imidlertid forsinke økningen i inflasjonen, og en ville ikke lenger nå målet om 2,5 prosent innenfor en tre års horisont. I neste avsnitt vil jeg likevel argumentere for at dette ikke vil innebære noen kostnader av betydningen for økonomien. Deretter vil jeg argumentere for det er rom for høyere rente nå innenfor forskriften for pengepolitikken som Regjeringen ga i mars 2001, som må legges til grunn av Norges Bank.

KOSTNADENE VED FOR LAV INFLASJON

Pengepolitikken viktigste bidrag er å sikre et nominelt anker for økonomien. Dette er åpenbart tilfredsstillende i en situasjon med inflasjon nær 1 prosent. Imidlertid har inflasjonen i flere år vært betydelig lavere enn målet på 2,5 prosent, og i følge Norges Banks prognoser vil dette også være tilfelle i 2007 og 2008. Er dette et stort problem?

Faglitteraturen gir en rekke grunner for at lav inflasjon kan være kostbart. Et hovedproblem med lav eller negativ inflasjon er at det kan forsterke problemer knyttet til etter-spørsselssvikt, gjeld og høy arbeidsledighet. Lav inflasjon kan også gi for lite rom for endringer i relative lønninger, dersom lønningene ikke kan reduseres. Disse problemstillingene er viktige, men de er ikke relevante for Norge i dagens situasjon, der økonomien er sterk, og lønnsveksten ikke er lav.

I moderne pengepolitisk teori er den sentrale kostnaden ved at inflasjonen avviker fra inflasjonsmålet at det kan føre til forventningsfeil i prissettingen. Dette vil innebære at

bedriftene setter sine priser feilaktige i forhold til andre priser i økonomien, noe som vil påføre bedriftene betydelige kostnader. Det er imidlertid sterk grunn til å tvile på at dette er viktig i praksis. Det teoretiske resultatet bygger på forutsetninger om at det i lengre perioder vil være umulig eller kostbart for bedriftene å endre prisene. Dette er en lite realistisk forutsetning. I all hovedsak står bedriftene fritt til å endre sine priser med små kostnader, og i så fall blir det teoretiske resultatet av liten praktisk betydning.¹

Et annet moment er at bedriftene først og fremst er opptatt av prisene på konkurrentenes produkter, samt prisene på de varer og tjenester som bedriftene trenger i sin produksjon. Det er dersom disse prisene avviker fra hva bedriftene tror når de setter sine egne priser, at det kan bli kostbart for bedriftene. Det er på ingen måte opplagt at avvik mellom inflasjonsmålet og konsumprisindeksen justert for energi og avgifter, som Norges Bank styrer etter, også innebærer at bedriftene gjør betydelige feil i sine prisforventninger. Dette taler også for at sentralbanken skal legge mindre vekt på fluktuasjoner i konsumprisindeksen som skyldes positive tilbudssjokk for noen produktgrupper.

FORSKRIFTEN FOR PENGEPOLITIKKEN

Forskriften for pengepolitikken sier at «gjennomføringen av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.» Forskriften gir derfor ingen spesifikk tidshorisont for når inflasjonsmålet skal nås, men bruker det lite presise uttrykket «over tid». For å tolke hva en skal legge i dette, må en se hele forskriften i sammenheng.

De grunnleggende målene for pengepolitikken i forskriften er «stabilitet i kronens nasjonale og internasjonale verdi», samt «bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting». Når inflasjonen er positiv, men lavere enn 2,5 prosent, er dette ikke i strid med målet om stabilitet i kronens verdi. Målet om 2,5 prosent inflasjon ble ikke satt fordi en mente at dette inflasjonsnivået i seg selv var ønskelig, men fordi en regnet med at økonomien ville fungere bedre med en viss positiv inflasjon. Når økonomien nå fungerer godt med inflasjon som er lavere enn 2,5 prosent, er dette ikke i strid med de grunnleggende

¹ Man vil nok kunne finne eksempler på bedrifter som er låst inne i kontrakter med priser som er satt ut fra forventninger som senere har vist seg å være feilaktige. Dette kan være kostbart for disse bedriftene. Men i disse tilfellene er forventningsfeilen neppe knyttet til at årlig inflasjon er 1 prosent mindre enn inflasjonsmålet, trolig er det snakk om forventningsfeil av en helt annen kaliber. Dersom mindre avvik i inflasjonen er viktig, kan partene unngå usikkerhet ved å velge indekserte kontrakter.

målene for pengepolitikken. Tvert om kan en argumentere for at å senke renten nå, for å få inflasjonen opp raskere, ville kunne innebære økt ustabilitet i produksjon og sysselsetting, og dermed være i strid med de grunnleggende målene.

Dette betyr selvfølgelig ikke at Norges Bank fullstendig kan neglisjere den operative målsettingen om 2,5 prosent inflasjon. Norges Bank må føre en politikk som på lengre sikt vil få inflasjonen opp mot 2,5 prosent. Etter mitt skjønn vil dette kravet også være oppfylt med en noe høyere rente. Så lenge økonomien er i en høykonjunktur, og arbeidsmarkedet er stramt, samt at renten er lavere enn nøytrale nivåer, vil dette etter hvert dytte inflasjonen opp til 2,5. Dermed er politikken i samsvar med forskriften.

Det er imidlertid klart at inflasjonen varierer betydelig mer på kort sikt enn det en regnet med da forskriften trådte i kraft. En antok da at inflasjonen i hovedsak ville ligge innenfor et intervall på +/- 1 prosent. I ettertid har vi sett at positive tilbudssjokk, som billig import og økt produktivtetsvekst, har gjort inflasjonen lavere og mer volatil. Dersom en skulle opprettholdt målsettingen om å ligge nær inflasjonsmålet, ville dette ført til en pengepolitikk som var i strid med det grunnleggende målet om å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Norges Bank har ikke gjort dette – istedenfor har banken svart med å forlenge horisonten for inflasjonsmålet. Dette er etter mitt skjønn fornuftig, men banken kan gå enda lenger.

Forskriften sier også at Norges Bank skal stå for gjennomføringen av pengepolitikken. I og med at forskriften er så rundt formulert, er det klart at Norges Bank har betydelig rom for egne vurderinger når det gjelder hva som er i samsvar med forskriften, så lenge politikken er i samsvar med de grunnleggende målene. Drøftingen av pengepolitikken i de årlige Kredittmeldingene viser også at Regjeringen mener at inflasjonsmålet skal tolkes fleksibelt, og at en skal legge vekt på de grunnleggende målene for pengepolitikken.

Et ytterligere moment er at dersom man ser på veksten i konsumprisene, uten å justere for energi og avgifter, er avviket fra målet 2,5 prosent betydelig mindre enn dersom en ser på den justerte indeksen. Norges Bank har valgt å styre etter indeksen justert for energi og avgifter, fordi variasjonen i energiprisene vanligvis er midlertidig. Men en stor del av veksten i energiprisene de siste årene, vil trolig være av mer varig karakter. Når en skal vurdere om

pengepolitikken over tid er i samsvar med Regjeringens forskrift, er det derfor rimelig å ta hensyn til den varige komponenten i veksten i energiprisene. Da blir avviket fra målet betydelig mindre: I fjor var veksten i KPI 1,6 prosent, og for 2006 anslår SSB at veksten blir 2,4 prosent.

BØR FORSKRIFTEN ENDRES?

Det er fra flere hold blitt hevdet at forskriften for pengepolitikken står i motsetning til fornuftig pengepolitikk i dagens situasjon, og at den derfor bør endres. Som det fremkommer over, er jeg uenig i dette. Dagens politikk er klart innenfor forskriften. Det ville også være rom for raskere renteheving, så lenge det er sterkt press i økonomien som etter hvert vil dra inflasjonen opp til målet. Likevel er det klart at dersom først og fremst Norges Bank, men også politikere og observatører, skulle tolke den eksisterende forskriften mye snevrere, kan det likevel være grunnlag for å endre forskriften. Endring av forskriften kan gi troverdighetsproblemer for fremtidig pengepolitikk, men dersom forskriften er uegnet, bør det likevel gjøres.

Dersom forskriften blir endret, ville det være lite meningsfylt å velge et nytt, tallfestet inflasjonsmål. 2,5 prosent inflasjon ble valgt for fem år siden, basert på erfaringene på 1990-tallet. I de fem årene som har gått, er det også blitt fremmet forslag om å heve inflasjonsmålet til 3 prosent. Dersom vi skulle velge et nytt, lavere, tall nå, ville det være en betydelig risiko for at det også ville vise seg å være uegnet. Det er rett og slett vanskelig å forutsi hvordan verden vil utvikle seg 5-10 år fremover. Troverdigheten til et nytt tallfestet inflasjonsmål ville være lav, gitt forhistorien om at det forrige målet ble endret. Dersom det skulle komme en ny langvarig bom på inflasjonsmålet, ville markedet kunne forvente en ny endring av målet, noe som ville vanskeliggjøre pengepolitikken.

Å velge et lavere inflasjonsmål enn 2,5 prosent innebærer etter mitt skjønn også en betydelig risiko. Med sterke fagforeninger og relativt strengt oppsigelsesvern, må vi regne med at det er betydelig lønnsstivhet nedover i det norske arbeidsmarkedet. Det er derfor viktig at det er godt rom for nominell lønnsvekst. I dagens situasjon med høy produktivtetsvekst og gunstige endringer i bytteforholdet overfor utlandet, har vi lav inflasjon tross en viss lønnsvekst. Ved lavere produktivtetsvekst, og mindre gunstig utvikling i bytteforholdet, vil dette forholdet bli endret. Da kan lavere inflasjon enn 2,5 prosent kreve betydelig lavere

nominell lønnsvekst, noe som kan være vanskelig å oppnå uten en markert økning i ledigheten.

En annen risiko ved å velge for lavt inflasjonsmål, er at det trolig er vanskeligere for sentralbanken å tolerere et langvarig positivt avvik fra inflasjonsmålet, enn et langvarig negativt. Selv om inflasjonsmålet ofte blir fremstilt som symmetrisk, er dette neppe riktig når det gjelder problemene knyttet til avvik. Troverdighetsproblemene i pengepolitisk faglitteratur er knyttet til at sentralbanken kan la inflasjonen bli for høy, for dermed å kunne oppnå en kort-siktig gevinst i form av høyere sysselsetting, eller for å unngå politisk belastning ved renteøkning. Dette er velkjent blant lønns- og prissettere. Derfor vil en sentralbank lettere kunne miste troverdighet dersom inflasjonen over lengre tid er høyere enn målet. Tapt troverdighet kan slå ut i høyere inflasjonsforventninger, og det vil kreves økt ledighet for å få inflasjonen ned igjen.

Dersom inflasjonen blir for lav, innebærer ikke dette de samme problemer. Dersom inflasjonsforventningene skulle falle, innebærer det at det er behov for mer ekspansiv pengepolitikk for å få inflasjonen opp igjen. I perioden der inflasjonsforventningene øker opp mot inflasjonsmålet, vil arbeidsledigheten kunne være lavere enn likevektsledigheten. Dette må åpenbart regnes som en gunstig virkning, noe som vil øke troverdigheten for at sentralbanken vil kunne føre en slik politikk, og dermed etter hvert få inflasjonen opp.

En bedre løsning enn å velge et nytt tallfestet inflasjonsmål, ville være å endre forskriften ved å presisere at målet om 2,5 prosent inflasjon skal tolkes mer fleksibelt. En måtte si mer om hvordan pengepolitikken skulle fungere i forhold til ulike typer sjokk, og hvordan en skulle vektlegge inflasjon versus realøkonomi i ulike situasjoner. Det er imidlertid ikke klart om dette er ønskelig. Det kan være vanskelig å forutse mer detaljert hvilken pengepolitikk som vil være gunstig fremover. En mer detaljert forskrift kan raskt bli en tvangstrøye. Etter mitt skjønn er vi derfor fortsatt best tjent med mer fleksibel pengepolitikk med den eksisterende forskriften.

RENTEØKNING NÅ

Norges Bank tar sikte på en gradvis økning av renten, med «små, og ikke hyppige skritt», til den har nådd om lag 5 prosent i 2009. Etter mitt skjønn ville det være bedre å

heve renten markert nå, uten å heve rentebanen lenger frem i tid. Samlet renteøkning over tid vil dermed ikke være så stor, forskjellen ligger først og fremst i at det blir høyere rente nå.

Det er flere grunner til å foretrekke en rentebane med høyere rente nå. Dersom aktørene i økonomien var fullt fremoverskuende, ville forskjellen være liten. Det er imidlertid grunn til å tro at mange husholdninger i liten grad tar inn over seg at renten trolig kommer til å stige. Det er trolig disse husholdningene som løper størst risiko for å låne for mye. Høyere rente nå ville dempe deres forbruk og låneetterspørsel. Høyere rente nå ville også ha en raskere virkning på arbeidsmarkedet, og dempe økningen i lønnsveksten som nå skjer.

Aktørene i valutamarkedet legger mer vekt på fremtidige renter enn det mange husholdninger gjør. Dermed vil en heving av rentenivået nå, uten å løfte rentebanen på to års sikt, ha begrenset virkning på kronkursen. I følge teorien om udekket renteparitet vil en renteøkning på en prosent som varer i 2 år, gi en momentan økning i kronen på 2 prosent, dvs. en minimal endring i forhold til de fluktuasjoner vi uansett ser i kronkursen. Selv om det alltid vil være stor usikkerhet om hva utslaget i kronkursen vil bli, bør en riktig kommunikasjon om at rentebanen fremover ikke blir hevet, kunne bidra til å dempe risikoen for en kraftig kronestyrkelse. Tvert om kan en argumentere for at høyere rente nå vil redusere forventet fremtidig rente, ved at økonomisk vekst og inflasjonen dempes, slik at virkningen på kronen bør bli mindre enn udekket renteparitet innebærer. Og en viss kronestyrkelse nå ville ikke være et stort problem, i lys av den kronesvekkelse som har skjedd i den senere tid, og den gode situasjonen som mye av konkurranseutsatt sektor nå er i.

Høyere rente nå er også gunstig for å redusere risikoen ved fremtidig kronkurs. I følge Norges Banks prognose vil økonomien utvikle seg balansert, og rentenivået vil bli gradvis hevet. Dersom økonomien skulle bli mye sterkere enn dette, eller inflasjonen stiger mye raskere, ville det bli nødvendig å heve renten kraftigere. Erfaringene fra 2002/2003 viste at det kan være risikabelt for en liten åpen økonomi som Norge å ha betydelig høyere rentenivå enn nabolandene, fordi dette kan gi sterkt utslag i kronkursen. Vi kan også risikere at rentenivået i våre naboland da er lavere enn det er nå, slik at det blir mindre rom for oss til å heve rentenivået.

AVSLUTNING

En markert renteøkning nå ville avvike fra den renteprog-nose som Norges Bank har lagt frem. Dette er selvfølgelig ikke ønskelig. Moderne pengepolitisk faglitteratur peker på at det er viktig at pengepolitikken er troverdig og for-utsigbar. Dette er også et moment som Norges Bank legger stor vekt på. Det er imidlertid viktig å få fram hva som er årsakene til at sentralbanken til en viss grad skal føle seg bundet av sin renteprog-nose, og derfor ikke uten videre avvike fra denne. Et viktig moment her er at sentralbanken ikke skal endre sin politikk opportunistisk, f.eks. ved å love lav rente lenge for å få opp inflasjonen, og deretter bryte løftet ved å sette opp renten når inflasjonen øker.

En markert renteøkning nå ville ikke innebære en slik opportunistisk endring. Økonomien har utviklet seg kraf-tigere enn ventet, og det er sjelden en ser en økonomi der bildet er så entydig sterkt. Risikoen for at lav inflasjon skal kunne forsterke problemer i en svak økonomi de nær-meste årene synes mindre enn på lenge. Faglitteraturen gir ikke grunnlag for å hevde at sentralbanken bør holde seg til sin strategi dersom den skulle endre oppfatning om hva som er den beste politikken. Derfor bør renten markert opp ved første anledning.

Valutaseminaret 24-26 januar 2007

Valutaseminaret viderefører sin lange og ubrutte tradisjon med å samles i fjellheimen i regi av Samfunnsøkonomenes Forening. Sanderstølen Høy-fjellshotell viste seg i fjor å være et godt valg for å kombinere seminar, sosialt samvær og sportslig innsats i skiløypene. Temaet valuta favner et bredt spekter av nærliggende og beslektede faglige spørsmål som det vil være gode muligheter for å belyse under dette seminaret. Det gjelder generelt

temaer innenfor de finansielle markeder - og som berører ikke bare finansiell sektor - men bedrifter og institusjoner innenfor store deler av norsk næringsliv og samfunnsøkonomi.

Programmet er under utarbeidelse.

Elektronisk skjema for påmelding vil bli lagt ut seinere i høst på vår hjemmeside:

www.samfunnsokonomene.no.