

Langsiktige virkninger av pengepolitikken

Etter standard økonomisk teori kan denne artikkelen gjøres veldig kort. I henhold til standard økonomisk teori har pengepolitikken på lang sikt bare virkning på nominelle størrelser som priser, prisvekst og valutakurser. Nyere forskning tyder imidlertid på at denne konklusjonen er for enkel – pengepolitikken kan ha langsiktige virkninger også på reelle størrelser som produksjon, sysselsetting og arbeidsledighet. I denne artikkelen vil jeg presentere et viktig bidrag til denne forskningen, en internasjonal sammenligning utført av Larry Ball (Aggregate demand and long-run unemployment, Brookings panel on economic activity, september 1999), som tyder på sentralbankens atferd er en viktig faktor bak de store forskjellene i ledighetsutviklingen mellom ulike land. Kort fortalt tyder Balls funn på at for ensidig inflasjonsbekjempelse på kort sikt kan lede til høyere arbeidsledighet på mer varig basis. En mer langsiktig målsetting om lav inflasjon behøver derimot ikke lede til høyere ledighet.

Bakgrunnen for Balls internasjonale sammenligning er en studie av amerikansk penge- og finanspolitikk i etterkrigstiden (Christina og David Romer “What ends recessions?”, NBER Working Paper 4765), der en fant at Federal Reserve normalt har møtt nedgangstider i økonomien med raske og betydelige kutt i rentesatsen. Romer og Romer argumenterte for at Feds rentekutt var en viktig årsak til at nedgangsperiodene i USA vanligvis har vært relativt korte, og at de negative virkningene bare har vært midlertidige, ved at økonomien har vokst mer enn trendnivået i påfølgende oppgangsperioder.

Larry Ball har utvidet studien til også å se på sentralbank-atferd i andre land. Seks av G7-landene (ikke Japan) opplevde nedgangskonjunkturer på begynnelsen av 1980-tallet (der nedgangskonjunktur er definert som to påfølgende kvartaler med reduksjon i BNP i faste priser). I USA og Canada satte sentralbankene ned renten, og realrenten falt med gjennomsnittlig 3,4 prosent gjennom de fire nedgangskonjunkturer (to i hvert land). Sentralbankene i Storbritannia, Frankrike, Italia og Vest-Tyskland fulgte imidlertid ikke samme strategi. I gjennomsnitt økte realrenten med 0,2 prosent gjennom de syv nedgangskonjunkturer i disse landene (en nedgangskonjunktur i Vest-Tyskland, to i hver av de andre landene). Forskjellen i realrenteutviklingen skyldes først og fremst forskjellig utvikling i nominelle renter, som jo er det sentralbankene setter. Ball viser også at ulik rentesetting avspeiler forskjellige kortsiktige målsettinger i sentralbankene. Fed begrunnet sine rentekutt i april 1980 og juni 1982 med nedgangskonjunkturer – hensikten var å styrke oppgangen i økonomien. Bank of England, derimot, la i 1980 vekt på at den stramme pengepolitikken måtte videreføres for å redusere inflasjonen ytterligere.

Hadde ulik sentralbank-atferd noen virkning på økonomien? Sammenligning av veksten i de ulike land tyder klart på det. I USA og Canada var den økonomiske veksten gjennom fire kvartaler etter avslutningen av nedgangskonjunkturer i gjennomsnitt henholdsvis 4 og drøye 5 prosent. I de fire europeiske landene var det tilsvarende tallet 2,5 prosent. Og forskjellen vedvarer – også langsiktige vekstrater, over 5 og 10 år, var klart høyere i USA og Canada enn i Storbritannia, Frankrike, Italia og Vest-Tyskland.

Ball går så videre for å se om forskjellen i pengepolitikk har noen langsiktig virkning på arbeidsledigheten. Umiddelbart tyder en tilsvarende sammenligning på dette – nedgangskonjunkturer i de fire europeiske landene førte til vedvarende økning i ledigheten. Dette skjedde ikke i USA og Canada. Men forskjellen behøver ikke skyldes pengepolitikk, den kan også skyldes at det europeiske arbeidsmarked er mer preget av reguleringer og velferdsordninger enn det nord-amerikanske. For å skjelne mellom de ulike

forklaringsmodellene utvider Ball studien til å se på 19 OECD land. Ball definerer en nedgangskonjunktur som ett eller flere år med reell BNP – vekst på mindre enn en prosent, og får dermed tilsammen 19 nedgangskonjunkturer i disse landene i første del av 1980-tallet. Ball finner at det er først og fremst to forhold som påvirker om en nedgangskonjunktur slår ut i vedvarende økt ledighet, målt ved OECDs indikator for likevektsledigheten fem år etter konjunkturtoppen. Nedgangskonjunkturer gir størst økning i ledigheten i land der sentralbanken ikke setter ned renten, og der arbeidsledighetstrygden kan gis over flere år. USA og Canada kommer fortsatt meget godt ut, på grunn av både kraftig reduksjon i realrenten og kortvarig maksimal lengde på ledighetstrygden. Sverige, Australia, Danmark og Sveits kom også godt ut - lengre varighet på ledighetstrygden ble motvirket av kraftige reduksjoner i realrenten. Samtidig finner Ball ingen tegn til varig høyere inflasjon i de land der pengepolitikken ble brukt til motvirke nedgangskonjunkturer.

Erfaringene fra begynnelsen av 1980-tallet tyder dermed på at pengepolitikken har betydning for om en nedgangskonjunktur leder til varig økning i arbeidsledigheten. Men kan pengepolitikken også brukes motsatt vei, til å oppnå en varig reduksjon i ledigheten? For å undersøke dette ser Ball på perioden 1985 til 1997, der flere land oppnådde en varig reduksjon i arbeidsledigheten. Ball trekker frem fire av "suksess-landene", Storbritannia, Portugal, Nederland og Irland, og argumenterer for at reduksjonen i ledigheten i stor grad henger sammen med kraftig økning i samlet etterspørsel. Riktignok var økningen i samlet etterspørsel i liten grad knyttet til en aktiv og ekspansiv pengepolitikk. Men et fellestrekk ved suksess-landene var at pengepolitikken bare var stram så lenge økonomien var overopphetet og inflasjonen økende. Da inflasjonen stabiliserte seg, eller startet å falle, ble politikken gjort mindre stram. Dette var i motsetning til andre land, som ikke lyktes i å få ned ledigheten, der den stramme politikken gjerne ble videreført også når inflasjonen var stabil og fallende. Motstykket til den mindre stramme pengepolitikken, og den reduserte ledigheten, var at suksess-landene fikk en midlertidig økning i inflasjonen. Men etter noen år gikk inflasjonen ned også her, slik at den reduserte ledigheten ikke har gitt varig virkning på inflasjonen.

Balls studie gir en forklaring på europeisk ledighet som i betydelig grad avviker fra den "rådende" oppfatning, med mer vekt på etterspørselsforhold og økonomisk politikk (særlig pengepolitikk), og mindre vekt på forholdene på arbeidsmarkedet. Det er derfor all grunn til å tro at studien vil bli omstridt. Likevel gir den utvilsomt et meget interessant bidrag til vår forståelse av europeisk ledighet. Derfor bør studien i høyest grad tas alvorlig av økonomer og andre deltakere i diskusjon av økonomisk politikk.