

■ ■ ■ KAI LEITEMO:

## Pengepolitikken mer dominerende

**R**etorikken rundt Nasjonalbudsjettet 2003 antyder at det har oppstått et nytt samspill mellom penge- og finanspolitikken. Rentenivået fungerer nå, sammen med ambisjonen om innføring av oljepenger i norsk økonomi, som en indikator på behovet for stramhet i finanspolitikken. Større makt til sentralbanken fordrer et mer presist og etterprøvbart mandat for utøvelsen av pengepolitikken som samtidig representerer folks velferd i større grad. Det er fortsatt et stykke frem til at samspillet i den økonomiske politikken er formalisert som i Stabilitetsalternativet.

### Sentralbanksjefen i førersetet

Dersom en skulle ta regjeringens retorikk i forbindelse med fremleggelsen av deres forslag til Nasjonalbudsjett for 2003 alvorlig, styres norsk makroøkonomi nå i stor grad fra Bankplassen 2 i Oslo. Der sitter sentralbanksjef Svein Gjedrem og feller rentedommen over nasjonalbudsjettet utover senhøsten. Spørsmålet Gjedrem stiller seg er hvorvidt budsjettet vil bidra til lavere inflasjonsforventninger som er kravet for å redusere rentene. Gjedrem har ved fle-



Kai Leitemo er førsteamanuensis i makroøkonomi, Handelshøyskolen BI

re anledninger gitt uttrykk for at et stramt statsbudsjett vil medvirke til å redusere renten; alle forhold som påvirker etterspørselen vil ha innvirkning på renten under et inflasjonsmål. Dette budskapet har trengt godt inn i regjeringkvartalet og regjeringen kommer nå sentralbanksjefen i møte med det den selv mener er et stramt budsjett.

For en relativt fersk makroøkonom er det interessant å merke seg hvor stor vekt politikerne i sin argumentasjon synes å legge på betydningen av rentenivået i utformingen av finanspolitikken. Tidligere var den gjeldende oppfatningen at norsk rentenivå i stor grad ble bestemt fra utlandet (gjennom fastkurspolitikken) og dermed i liten grad var påvirkelig. Med det nye pengepolitiske mandatet har dette blitt endret. Siden majoriteten av velgerne i stor grad er opptatt av et lavt rentenivå, er det naturlig for regjeringen å tilstrebe dette. For aktører som har hevdet at finanspolitikken i mindre grad bør reguleres av konjunkturf forhold, men i stedet av mikroøkonomisk nytte og kostnadsbetraktninger, vil nok dette utgjøre dårlige nyheter. Dersom en antar at preferansene for stabil og lav rente er dominerende hos de finanspolitiske aktører, vil de gjøre alt som er mulig for å innrette finanspolitikken mot stabil, lav rente. Da må finanspolitikkerne selv

oppnå inflasjonsmålet – ellers vil jo renten endres/økes. Det betyr at finanspolitikken selv må være kontraktiv (ekspansiv) dersom inflasjonsforventningene overstiger (underskyter) målet.<sup>1</sup> Derfor vil sterke preferanser for stabil rente medføre muligens mer "finstyring" av økonomien enn en kunne forvente seg under den gamle ordningen. Det er også verdt å merke seg at arbeidsledighetsutviklingen spiller en mindre rolle i argumentasjonen rundt finanspolitikken innretning enn tidligere. Tidligere var jo ledighetsraten en god indikator på hvor ekspansiv finanspolitikken burde være. Siden pengepolitikken må utøve en nærmest komplett fortregning av finanspolitikken virkning på ledigheten (siden ledigheten er en viktig komponent som forklarer fremtidig inflasjon), så vil en slik regel ikke være å anbefale. Derimot er rentenivået blitt den viktige indikatoren for om finanspolitikken bør legge vekt på konjunktursituasjonen. Dersom renten er høy er dette en indikator for om finanspolitikken bør være kontraktiv. Vi kan da si at pengepolitikken i så måte også virker gjennom en finanspolitisk kanal; høyere rente fører til lavere etterspørsel ved at også finanspolitikken blir mer kontraktiv. Da blir renten også mer stabil. Vi har blitt svært avhengig av at sentralbanken gjør en god jobb. Det er mange gode grunner til å inkludere sentralbanksjefen, og kanskje spesielt hans hovedstyre i aftenbønnen.

### Finanspolitikken stramhet

Hvor stramt er egentlig budsjettet? Dersom en med stramhet mener i hvilken grad en reduserer ressursutnyttelsen og dermed inflasjonsforventningene

ne, er det vanskelig å gi et entydig svar. Ulike forhold trekker i hver sin retning. Forventet vekst i offentlige utgifter er nå mindre enn forventet vekst i BNP og offentlig sektors andel av totaløkonomien vil reduseres. Dersom vi legger til grunn at konsumentene er fremoverskuende, vil en slik reduksjon isolert virke dempende på ressursutnyttelsen. Grunnen til det er at private aktører forventer et mindre finansieringsbehov i offentlig sektor i fremtiden, som igjen medfører at aktørene justerer sine forventninger om den permanent-disponible inntekten opp. Denne inntektsøkningen vil imidlertid benyttes over tid, som bare i en viss grad medfører økt etterspørsel i dag. I en slik situasjon gjelder Ricardiansk ekvivalens, og regjeringens indikator for ekspansivitet, det oljekorrigerede, strukturelle budsjettunderskuddet, vil i beste fall ha en svært liten betydning for ressursutnyttelsen.

Dersom en antar at private aktører i mindre grad er fremoverskuende, og har mer Keynesianske egenskaper, vil budsjettunderskuddet i større grad gi et uttrykk for virkningen på ressursutnyttelsen. Gjennom den noe modifiserte handlingsregelen for innfasing av oljeinntekter er statsbudsjettet mer ekspansivt i år enn i fjor. Faktisk er handlingsregelen modifisert for å tillate en noe jevnere innfasing av oljeinntektene. I år medfører denne modifikasjonen at mer oljepenger benyttes enn det som tidligere var lagt til grunn av blant annet Norges Bank. Det skulle tilsi at statsbudsjettet ikke vil medvirke til lavere rente, tvert imot. Det er imidlertid så mange problemer knyttet til bruken av budsjettunderskuddet som en indikator på finanspolitikken ekspansivitet, blant annet ved at den ikke tar hensyn til at de ulike utgiftspostene har ulik virkning på innenlandsk etterspørsel, at det er vanskelig å komme med klare konklusjoner basert på denne indikatoren alene.

Dersom de to gjeldende indikatorene for finanspolitikken ekspansivitet gir ulikt og usikre resultat, kan en likevel gi et noenlunde presist svar på om statsbudsjettet medvirker til lavere rente? Svaret på det er ja dersom vi legger regjeringens vurdering til grunn. *Inflasjonsprognosene* i Nasjonalbudsjettet tilsier at inflasjonen i 2004-2006

### Forslag til ny pengepolitisk forskrift

- §1. Pengepolitikkenes overordnede målsetting er stabil vekst i konsumprisene, tilsvarende 2,5 % per år.
- §2. Inflasjonsmålsettingen er fleksibel, og i utøvelsen av pengepolitikken skal produksjonsstabilitet være en likeverdig målsetting i den grad inflasjonsprognosene fra og med 3 år frem i tid ikke avviker mer enn  $\pm 0,5$  prosentpoeng fra målsettingen.
- §3. Regjeringen legger til grunn at utøvelsen av pengepolitikken i henhold til §1 og §2 vil innebære at inflasjonen målt som den årlige veksten i konsumprisveksten utenom avgifter og energivarer vil holde seg i intervallet 1-4 %. Dersom faktisk eller forventet inflasjon avviker fra dette intervallet i mer enn ett kvartal, skal virkemidlene i pengepolitikken innrettes med hensyn til å bringe inflasjonen rask tilbake i intervallet. Regjeringen skal snarest mulig informeres om tiltakene.
- §4. Sentralbanken skal regelmessig rapportere om utøvelsen av og vurderingene i pengepolitikken, herunder sentralbankens forventningsrette prognoser for inflasjon, produksjon samt sentralbankrenter og valutakurs.

vil underskyte inflasjonsmålet med rentemarkedets forventninger til renteutviklingen slik de var tidlig i september 2002, før statsbudsjettet ble fremlagt. Dette tilsier at regjeringen legger til grunn at Norges Bank må holde en lavere rente i 2003 enn det aktørene i pengemarkedet forventet for at inflasjonsmålet ikke skal underskytes. Dette taler isolert for at rentene skal nedover, i hvert fall etter regjeringens egen vurdering. Pengemarkedet reagerer imidlertid med høyere renter ved fremleggelsen av statsbudsjettet, noe som innebærer at disse aktørene ikke nødvendigvis deler regjeringens syn.

Hva bestemmer renteutviklingen på sikt? Grovt sett kan vi si at jo fortere vi får overført produksjonsfaktorene fra konkurranseutsatt til skjermet sektor (uten at de stopper i uføretrygd), desto lavere kan renten settes, eventuelt jo fortere kan oljeinntektene innfases (for gitt rente). I så måte vil arbeidsmarkedstiltak som fremskynder overføringen av ressurser medvirke til en lavere rente. Regjeringens arbeid med å effektivisere Aetat er i så måte svært viktig og for hensynet til renteutviklingen.

### Mer om pengepolitikken

Med større makt til sentralbanksjefen, er det viktig at mandatet gir en presis og etterprøvbar utforming av sentralbankmålsettingene. Mange hadde vel kanskje forventet en endring, eventuelt

en klargjøring av mandatet, fra regjeringens side. Den nylig avlagte rapporten om utøvelsen av pengepolitikk i Norge (Svensson m.fl., 2002)<sup>2</sup> har også etterlyst endringer i mandatet. Det nåværende mandatet blir kritisert for å være uklart og inkonsistent. Blant annet er stabil valutakurs og inflasjonsmål klart inkonsistente målsettinger i tider med realappresiering, samtidig som at målsettingen om stabil sysselsetting kommer i bakgrunnen i forhold til hvilken rolle den spiller for folks velferd. Uklarheter og inkonsistens medfører at flere tolkninger må gjøres og skjønn utøves på Bankplassen. Det reduserer graden av etterprøvbarhet og øker trolig sentralbankens makt kanskje i en for stor grad. Jeg har derfor tatt meg friheten til å foreslå en ny pengepolitisk forskrift (se tekstboks) som er mer i tråd med teoretisk forskning rundt utformingen av et inflasjonsmål. Det ville rekke for langt å gå i detalj omkring dette forslaget, men kort kan en si at denne forskriften bedrer etterprøvbarheten og muligheten for kontroll av sentralbanken. I henhold til §2 oppgraderes målsettingen om stabil sysselsetting til å være tilnærmet likeverdig med inflasjonsmålet, men likevel på en slik måte at inflasjonsmålet forventes å nås med en relativt høy presisjon. Litt slingsringsmonn gir sentralbanken friheten til å avvike fra målet i noen grad dersom økonomien for eksempel skulle gå inn i en kraftig resesjon. I henhold til §3 er etter-

prøvdheten knyttet til om hvorvidt underliggende inflasjon holdes innenfor et gitt intervall. Sentralbankens kontroll over inflasjonen er som kjent langt fra perfekt, slik at det er viktig å tillate et slikt bånd om målsettingen. For å minimere sannsynligheten til å gå utenfor båndet, vil det likevel være naturlig for sentralbanken å sikte inflasjonsmålet, i samsvar med §1. Ifølge §4 gis sentralbanken oppgaven om å gi informasjon om forventingsrette prognoser på inflasjonen, og ikke basert på konstant rente slik som i dag. Ulempene ved konstant-rente prognosene bør nå være godt kjent. Prognoser basert på en konstant rente overvurderer blant annet hvor fort inflasjonen går tilbake til målsettingen. Dersom konstant-rente prognosene for eksempel viser at inflasjonen er tilbake til målsettingen om 2 år, kan den forventningsrette prognosen innebære et tidsrom på mellom 3-4 år, uten at utviklingen i sysselsettingen blir mer stabil av denne grunn. Det innebærer at informasjonen i konstant-rente prognosene

kan være direkte villedende.

### Understøtter Nasjonalbudsjettet Stabilitetsalternativet?

Jeg har ved flere anledninger<sup>3</sup> gitt uttrykk for ønskeligheten av en ansvarsfordeling mellom den makroøkonomiske politikken, pengepolitikken og inntektspolitikken. Ifølge Stabilitetsalternativet gis de tre politikkområdene målsettinger og ansvar som de har muligheter for å innfri. Mens finanspolitikken skal sørge for skatteglatting (færrest mulige endringer i skattenivået som forventes å måtte reverseres) og klare oppfatninger av hvilke oppgaver som skal løses i offentlig regi, skal pengepolitikken tilordnes et inflasjonsmål og inntektspolitikken tilstreber at arbeidsmarkedet institusjoner inntar målsettingen om lav arbeidsledighet. Mye tyder på at Stabilitetsalternativets ansvarsinndelingen er i ferd med å materialisere seg. Pengepolitikken har fått et inflasjonsmål, finanspolitikken har i

noen grad fått en mer langsiktig innretning men understøtter dessuten inflasjonsmålet ved å ha renten som en indikator for innstrammingsbehovet, og forventninger om høyere ledighet har medvirket i noen grad til at spørsmålet om større lønnsmoderasjon igjen er i ferd med å komme i fokus. Men en formalisering av alle ansvarsforholdene er fortsatt et stykke unna.

### Note:

- <sup>1</sup> Med inflasjonsmålet forventningsvis oppnådd kan Gjedrem selv utøve sitt *skjønn* på en slik måte at også andre målsettinger kan oppnås.
- <sup>2</sup> Svensson, Lars E.O., Kjetil Haug, Haakon O.Aa. Solheim og Erling Steigum (2002), An independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway." Norges Bank Watch 2002.
- <sup>3</sup> Blant annet i Leitemo, K. (2001). «Stabilitetsalternativet: nytt samspill i den makroøkonomiske politikken,» *Økonomisk Forum*, April, 2001.