

## Settes renta fornuftig?

Februar 2003

av Kai Leitemo, førsteamanuensis i samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI.

Det er få forhold som påvirker vår privatøkonomi mer enn de rentebeslutningene som fattes i Norges Bank. Ved å bestemme rentesatsen for bankenes lån i sentralbanken, utøver sentralbanken en nærmest direkte kontroll over de rentene som vanlige aktører møter i spare- og lånemarkedet. Sentralbankens rentebeslutning har derfor store effekter på våre låne- og sparebeslutningene, som igjen påvirker den løpende etterspørselen etter norske varer og tjenester. Etterspørselen har igjen en effekt på ressursutnyttelsen og endelig veksten i prisnivået. Renten har derfor store effekter på hvordan økonomien oppfører seg. Hvilke prinsipper som legges til grunn for rentesettingen blir derfor svært viktig. I denne artikkelen stiller **Kai Leitemo, førsteamanuensis i makroøkonomi, Handelshøyskolen BI** spørsmål om prinsippene som legges til grunn for rentesettingene er fornuftig gitt de målsettingene som bør være tilordnet pengepolitikken.

Siden 29. mars 2001 har Norges Banks operative målsetting nettopp vært å holde en prisvekst (inflasjon) over tid på 2,5 prosent. Dersom vi ser bort fra energiprisenes og avgiftenes innvirkning på inflasjonen, har Norges Banks strategi vært rimelig vellykket; inflasjonen har holdt seg nær målsettingen. I løpet av det siste året har imidlertid banken blitt kritisert for ikke å tatt nok hensyn til de andre målsettingene i mandatet: stabil valutakurs og stabil sysselsetting.

### **Kronen økte med ti prosent i verdi**

Inntil helt nylig hadde den norske valutakursen styrket seg med mer enn ti prosent siden målskiftet i pengepolitikken i 2001. Sammen med et relativt høyt rentenivå og høy reallønnsvekst, har dette medvirket til å redusere etterspørselen etter arbeidskraft. Som et resultat av dette har sysselsettingen falt, spesielt i våre industribedrifter. Av denne grunn har det fra flere hold vært reist spørsmål om vi bør revurdere målsettingene i pengepolitikken. Svaret på det, etter min mening, er både ja og nei.

### **Et for strengt inflasjonsmål?**

Inflasjonsmålet bør fortsatt være på 2,5 prosent. Forskning viser at med et gjennomsnittlig inflasjonsmål på dette nivået, vil en oppnå tilstrekkelig "smøring" av økonomi, det vil si at økonomien kan få til de endringene i reallønnene som skal til uten at de nominelle lønnstilleggene behøver å være smertelige lave. På den andre siden er inflasjonsmålet ikke så høyt at det blir vanskelig å vite om prisen på en vare har steget i forhold til andre varer, det vil

si at ressursallokeringen og konkurransesituasjonen i de ulike markedene i stor grad er uforstyrret av pengepolitikken.

### **For enkel regel?**

Det kan imidlertid hevdes at Norges Banks praktisering av det pengepolitiske mandatet er noe snevert rettet inn mot å holde inflasjonen strengt på 2,5 prosent på to års sikt. Ifølge sentralbanksjefen har rentene steget når sentralbankens utsikter for inflasjonen på to års sikt overskyter målet, mens rentene har falt dersom disse prognosene har vært under målsettingen. Dersom vi ser bort i fra valutakursens innvirkning på inflasjonen, regner man med at sentralbanken først kan påvirke inflasjonen nevneverdig på to års sikt. Dette innebærer at alt hensyn kan ha vært rettet inn mot å holde inflasjonen stabil; andre forhold har spilt mindre inn. En slik regel for renten kan derfor være noe for enkel til at man kan ta tilstrekkelig hensyn til andre forhold.

### **Valutakursens rolle**

I en liten åpen økonomi vet vi at valutakursen har effekter på importprisene som igjen har påvirkning på konsumprisene og inflasjonen. Gjennom den sterke styrkinge har importprisene falt og dette har trukket inflasjonen ned. Gjennomslaget fra valutakursen til inflasjonen er relativt raskt, og innenfor en toårs horisont, er effektene nærmest uttømte. Det vil si at valutakursbevegelsen ikke i nevneverdig grad påvirker inflasjonsprognosen på toårs sikt, og har derfor liten innflytelse på rentesettingen. Dette innebærer at valutakursen kanskje har hatt en for liten rolle som indikator for rentesettingen. Standard teori for valutakursdannelse predikerer at dersom renten ikke responderer tilstrekkelig på valutakursbevegelser, kan valutakursbevegelsene bli selvforsterkende, og dermed større og forekomme hyppigere. Valutakursens innvirkning på konsumprisveksten bør nok i fremtiden få en større rolle som indikator for rentesettingen.

### **Sysselsettingens rolle**

Det å forholde seg kun til inflasjonsprognosen på to års sikt kan også gjøre det vanskeligere å ta tilstrekkelig hensyn til sysselsettingen. Dersom inflasjonen plutselig øker som følge for eksempel av høye nominelle tillegg i lønningen, kan det være grunner til å forlenge horisonten slik at inflasjonen vender mer langsommere tilbake til målsettingen. Da behøver sentralbanken ikke å sette rentene så kraftig opp for å redusere ressursutnyttelsen i samfunnet og dermed sysselsettingen. Ved å ha lenger tid på seg, vil en kunne oppfylle inflasjonsmålsettingen uten at det oppstår unødvendig store svingninger i sysselsettingen.

## **Det er mulig å gjøre det annerledes**

Av disse grunnene blir det for enkelt kun å forholde seg til inflasjonsprognosene på to års sikt. Sentralbanksjefen bør heller legge til grunn at det å holde inflasjonen på 2,5 prosent over tid innebærer at forventet *gjennomsnittelig* fremtidig inflasjon over noen år, skal være på målet. En slik tolkning ligger godt innenfor det gjeldende pengepolitiske mandatet, og gir sentralbanken muligheter for å ta mer hensyn til andre forhold enn inflasjonen ved rentesettingen.

## **Men pengepolitikken har ikke skylden for alt...**

Det er imidlertid lett feilaktig å legge skylden på pengepolitikken for alle ukomfortable svingninger i valutakurs og sysselsetting. Som stort sett alle økonomer nå er enige om, kommer en vesentlig del av appresieringen og fallet i industrisysselsettingen som en følge av at finanspolitikken gjennom handlingsregelen blir stadig mer ekspansiv. For å skape rom for private og offentlige goder, må en del av sysselsettingen i de næringene som ikke direkte produserer goder for innenlandsk bruk avta.

## **Svarte-Per på bankplassen**

Pengepolitikken har liten virkning på disse forholdene og bør derfor ikke forsøke å motvirke disse utviklingstendensene dersom en ikke har klare oppfatning om at utviklingen går for raskt. Det er likevel mulig at sentralbanken kan ende opp som 'Svarte-Per' i det politiske spillet; siden valutakursutviklingen i stor grad forbindes med pengepolitikken og dens innretning, er det vanskelig for sentralbanken å argumentere for at kildene for appresieringen faktisk ligger andre steder. En inflasjonsmålpolitikk kan derfor være politisk sårbar overfor store endringer i finanspolitikken.

## **Finanspolitikkenes rolle**

Gjennom finanspolitikken kan Storting og Regjering utøve innflytelsen på etterspørselen i samfunnet. Siden etterspørselens størrelse i forhold til produksjonskapasiteten er kanskje den viktigste indikator for fremtidig inflasjon, vil finanspolitikken også kunne utøve en innflytelse på innretningen av pengepolitikken. Dersom arbeidsledigheten av en eller annen grunn tiltar, vil pengepolitikken som følge av lavere ressursutnyttelse redusere renten. Dette vil igjen øke etterspørselen slik at inflasjonen holder seg lav og stabil.

## **Kunstig høyt rentenivå**

Dersom i stedet finanspolitikken blir mer ekspansiv som følge av den økende ledigheten, vil dette skape mindre rom for rentenedsettelse. Virkningen blir i hovedsak den samme; ledigheten antar en størrelse som gir lave inflasjonsforventninger. Dersom finanspolitikken benytter ledigheten som indikator for stramheten, vil vi derfor kunne få et kunstig høyt rentenivå med en tilhørende sterk valutakurs.

### **- Høy rente- disiplinerte finanspolitikere!**

Det er derfor viktig at innretningen av finanspolitikken ikke bestemmes av ledighetsnivået, men heller av nivået på renta: en høy rente indikerer at finanspolitikken bør være relativt stramt. Dersom renten er høy, er dette grunn til å føre en stram finanspolitikk slik at rentenivået kan falle og valutakursen bli svakere. En slik argumentasjon kan imidlertid være vanskelig for politikere som er svært opptatt av å hindre en økning i ledigheten. Standard finanspolitisk motkonjunkturpolitikk er derfor vanskelig å forene med et inflasjonsmål i pengepolitikken i en normal situasjon.

## **Lønnsoppgjørene er viktige**

Norge har lange tradisjoner for å ha en relativt sentralisert lønnsdannelse; det er de store organisasjonene i arbeidslivet som har forhandlet om lønnsveksten. Resultatet av lønnsforhandlingene er så gjort gjeldende for store arbeidstagergrupper. Siden lønnsutviklingen er en stor kostnadskomponent for bedriftene, vil lønnsutviklingene ha stor innvirkning på prisveksten. En lønnsøkning slår relativt for ut i prisene for de varene som produseres her i landet for det norske markedet.

## **Vil regulere lønn med rente**

En sentralbank som har ambisjoner om å kontrollere inflasjonen er det derfor viktig å kunne ha en mulighet til å påvirke utfallet av lønnsoppgjøret. Sentralbanken har ingen direkte instrumenter for å gjøre det; men de benytter en rekke indirekte virkemidler. Gjennom renten søker man å regulere presset i arbeidsmarkedet slik at lønnstrykket blir akkurat slik at utfallet av lønnsoppgjøret blir konsistent med et inflasjonsmål på 2,5 prosent. Det kan den selvfølgelig ikke gjøre med høy presisjon, men en operasjonalisering av et inflasjonsmål innebærer at man forsøker så godt man kan.

## **Strammer til med renten med høy lønnsvekst**

Når lønnsoppgjøret skjer såpass sentralt som i Norge, legges det opp til at sentralbanken kan benytte seg av dette i å nå inflasjonsmålet. Sentralbanken har antydnet at en nominell lønnsvekst som skiller seg vesentlig fra 4,5 prosent over tid, ikke vil være konsistent med at inflasjonen er på 2,5 prosent. Implisitt innebærer dette at sentralbanken vil stramme til/fortsette å holde en stram pengepolitikk med høy rente dersom lønnsveksten er i overkant av 4,5 prosent, og omvendt holde en slakk pengepolitikk dersom lønnsveksten skulle falle under dette nivået. Siden økte renter med tilhørende lavere etterspørsel etter arbeidskraft innebærer en reduksjon i velferden for et gjennomsnitt av arbeidstakerne, skulle en tro at arbeidstakerorganisasjonene ville kvie seg for å kreve høyere lønnsvekst enn dette normtallet. En slik virkningsmekanisme skulle medføre lavere lønnsvekst og høyere sysselsetting under et inflasjonsmål.

## **Sentralbanksjefen har advart**

Nå viser det seg imidlertid at for eksempel fjorårets lønnsvekst ligger betydelig over dette normtallet; faktisk er lønnsveksten målt i kjøpekraftsvekst den høyeste på mange år. Hva kan dette skyldes? En grunn kan være at de som forhandler om lønn i stor grad ikke er klar over virkningsmekanismene for renten; de er ikke klar over at en høyere lønnsvekst kan medvirke til at renten stiger. En slik forklaring står imidlertid svakt av den grunn at sentralbanksjefen ved flere anledninger har gjentatt at lønnsveksten er den sterkeste indikator for fastsettelsen av renten. Vi bør derfor lete etter andre forklaringsmekanismer.

## **Lav lønn for lav rente- eller høyere lønn for høy rente?**

En annen forklaring er at de som forestår lønnsforhandlingene i stor grad vurderes etter deres evne til å fremforhandle høyere lønnsvekst i det angjeldende år; medlemmene er ikke klar over at en for høy lønnsvekst medfører høyere renter og større ledighet i fremtiden, ev. kan de legge svært liten vekt på utviklingen i framtiden. En slik forklaring kan forsterkes med at medlemmene i arbeidstakerorganisasjonene i stor grad oppfatter renteutviklingen som eksogen - ”noe som bestemmes på bankplassen”. I stedet for å ta innover seg at økt lønnsvekst kan medføre fremtidig renteoppgang, søker man heller kompensasjon for rentenivået gjennom ytterligere krav om økt lønnsvekst. En slik virkningsmekanisme kan ha store negative effekter innenfor det gjeldende pengepolitiske regimet. Sentralbankens viktigste oppgave blir derfor den pedagogiske: å spre kunnskap om hvordan renten settes og hva som kan gjøres for at renten ikke stiger.

## **Var alt bedre før?**

Det er nettopp i ønsket om å oppnå en mer stabil sysselsetting og motvirke finansielle kriser hovedargumentene bak overgangen fra et fastkursregime til et inflasjonsmålsregime ligger. Gjennom slutten av 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet, var realrentenivået i Norge svært høyt i forholdet til den høye ledigheten. Som følge av fastkursmålsettingen måtte norske renter følge tyske renter. Tyskland gjennomgikk da en høykonjunktur, blant annet som følge av gjenforeningen av Tyskland.

## **Norge i utakt med handelspartnerne**

En nyere historisk tid har norsk økonomi vært asynkron med europeisk økonomi; når ressursutnyttelsen har vært høy i Europa har Norge opplevd liten ressursutnyttelse. Det betyr i stor grad at pengepolitikken har vært destabiliserende og bidratt til situasjoner med høy ledighet og høy realrente. Når ledigheten er høy, er også lånetakerne minst rustet til å betale høye renter; en slik situasjon bidro til at vi fikk bankkrisen i Norge tidlig på 1990-tallet.

## **Men det var ikke bedre før**

Siden de realøkonomiske kostnadene knyttet til et fastkursregime var såpass høye, var det liten tro blant markedsaktørene at de pengepolitiske myndighetene ville ønske å holde valutakursen over tid. Resultatet var jevnlig spekulasjoner mot den norske kronen med tilhørende justeringer av kursen. En tilbakegang til et slikt system er derfor ikke å anbefale.

Det betyr imidlertid ikke at det gjeldende systemet er perfekt. Forskning og debatt kan bidra til å forbedre politikken. Et inflasjonsmålsregime kan justeres over tid etter hvert som en lærer. Og lærer, det gjør vi hele tiden.