

Renessanse for pengemengdestyring?

av Kai Leitemo, førsteamanuensis i makroøkonomi, Handelshøyskolen i Oslo BI.

Dagens pengepolitikk har målsettinger knyttet til inflasjons- og konjunkturutviklingen. Utfordringen for sentralbanken er å sette riktig rente for at disse målsettingene skal nås. Vi behøver imidlertid ikke å gå lenger enn noen få tiår tilbake til en tid da styringen av pengemengden var den viktigste målsettingen til de store sentralbankene. Som følge av høy inflasjon i 70- og 80-årene kom ble fokus satt på kontroll av pengemengden, blant annet som følge av Milton Friedman's monetaristiske anbefalinger.

I dag er det kun den europeiske sentralbanken som har et særskilt fokus på mengdemengden i utøvelsen av pengepolitikken. Det hevdes at hovedproblemet med pengemengdestyring er at etterspørselen etter penger som transaksjonsmiddel er ustabil noe som gjør det vanskelig å vite hvilket pengemengdetilbud som er forenlig med lav og stabil inflasjon. Det har vært hovedinnvendingen mot pengemengdestyringen. Pengepolitikk gjennom inflasjonsstyring innebærer at en også benytter andre indikatorer for å finne ut hvilken rente som er forenlig med lav inflasjon.

Nyere forskning tyder imidlertid på at det å ha et skarpt fokus på pengemengden kan ha visse fordeler. Sammen med Juha Kilponen (Bank of Finland og Den europeiske sentralbanken) har undertegnede fått antatt en artikkel i det anerkjente forskningstidsskriftet *Journal of Money, Credit, and Banking*. I denne artikkelen argumenterer vi for at pengemengdestyring kan ha store fordeler når sentralbanken er usikker på hvordan pengepolitikken virker på økonomien. Det er en lang vei mellom at renten settes til at den påvirker inflasjonen. Transmisjonsmekanismen er i så måte lang og består av flere økonomiske sammenhenger som det er knyttet stor usikkerhet til. Av den grunn er det også knyttet usikkerhet til den informasjonen om norsk økonomi som finnes i de økonomiske indikatorene. Siden inflasjonsmålstyringen benytter mange av disse usikre indikatorene, er det optimalt for sentralbanken å sikre seg ved å føre en pengepolitikk som ikke gir et veldig galt utfall dersom en skulle ha gal oppfatning om transmisjonsmekanismen. En slik forsikringsordning kan imidlertid være svært dyr dersom en knytter stor usikkerhet til transmisjonsmekanismen. Er det tilstrekkelig stor usikkerhet, vil det være ønskelig å sikre seg såpass mye at den gjennomsnittlige utformingen av pengepolitikken blir vesentlig forringet. Forsikringspremien for inflasjonsmålstyring blir i

så måte vesentlig. Vi argumenterer i artikkelen at i et slikt tilfelle vil det være mer ønskelig at regjeringen ga sentralbanken et mandat som sentralbanken kunne oppfylle med større sikkerhet. Da kan (basis)pengemengdestyring være et godt alternativ, spesielt fordi sentralbanken i prinsippet kan kontrollere denne målsettingen nærmest perfekt og ikke ville trenge store forsikringsordninger. Velferden kan i så måte øke med et pengemengdemål i stedet for et inflasjonsmål for pengepolitikken.

I et annet forskningsarbeid, som for øvrig har blitt støttet av det norske Finansmarkedsfondet, har vi analysert et annet problem for inflasjonsmålstyringen. Vi tatt utgangspunkt i det faktum at sentralbanken kan påvirke produksjonen raskere enn inflasjonen. Under inflasjonsmålstyring vil en typisk være vel så opptatt med å stabilisere konjunktorene som det å stabilisere inflasjonen. Siden sentralbanken ikke kan binde seg til å føre en gitt pengepolitikk i fremtiden, er det fristende for sentralbanken å fokusere på det å stabilisere konjunktorene fremfor det å stabilisere inflasjonen. Mens produksjonsstabilitet kan oppnås relativt snart, er inflasjonsstabilitet noe som kun kan oppnås over relativt lang sikt. Da kan det være fristende å prioritere produksjonsstabilitet fremfor stabilitet i inflasjonen. Et tegn på det er at inflasjonsprognosene stadig blir oppdatert og tilbakekomsten av inflasjonen til sin målsetting stadig blir utsatt. Dette problemet kan være vesentlig og problemet vil unngås med et pengemengdemål for pengepolitikken.

Bundesbank President, Professor Axel A. Weber, har i en tale uttalt at våre argumenter støtter opp om ECBs fokus på pengemengden i utøvelsen av pengepolitikken. Videre har den britiske sentralbanken fått et større fokus på pengemengden i de senere årene. Det kan derfor synes som om pengene igjen kommer tilbake til *pengepolitikken*. Tiden vil vise hvor viktig pengene igjen vil bli.