

Working Paper Series 8/02

Nasjonalbudsjettet 2003

Fra konjunktur til struktur

Kjetil Houg

Alfred Berg/CME

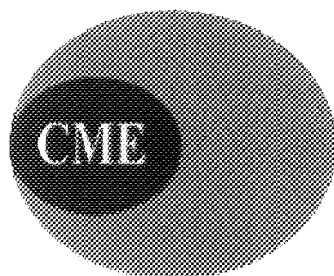
Pengepolitikken mer dominerende

Kai Leitemo

Handelshøyskolen BI/CME

November 2002

Handelshøyskolen BI
Hovedbiblioteket
19 NOV. 2002



Centre for Monetary Economics

SERIE / HANDE

■ ■ ■ KJETIL HOUG:

Fra konjunktur til struktur

Regjeringen og Finansdepartementet klarer ikke helt å ta de praktiske konsekvensene av at den økonomiske politikken i Norge faktisk er lagt radikalt om de siste 3 årene, men de går langt i å erkjenne forandringene. Dette gjør at man i utgangspunktet bør være positivt innstilt til de signalene Regjeringen gir om den økonomiske politikken. Imidlertid viser årets budsjett at det har vært nødvendig å overstyre handlingsregelen. Vi har derfor et stykke igjen før vi når noen grad av «optimal» finanspolitikk under inflasjonsstyring. Selv om handlingsregelen fra mars 2001 er forlokkende i sin enkelhet og fortolkning, har den noen vesentlige svakheter. Et mulig alternativ kan være å formulere en regel for maksimal stimulans fra finanspolitikken.

Handlingsregelen er og blir en gjøkunge i budsjettet. Det er ingen andre motiver bak regelen enn å finne et passende nivå på hvor mye oljepenger som skal fases inn hvert år. Regelen sier absolutt ingenting om hva oljepengene skal brukes til, og utformingen gjør at det blir en direkte kobling mellom finanspolitikken, oljeprisen og finansmarkedene som er uheldig.

Det er lett å forstå den politiske begrunnelsen for at Regjeringen foran Stortingsvalget i 2001 trengte et virke-

middel for å demme opp for FrP's frammarsj. Handlingsregelen var kriseløsningen som skulle forhindre at den daværende AP-regjeringen skulle bli beskyldt for å «spare seg til fant». Ut fra samme logikk ble det umulig for andre partier på Stortinget å gå imot forslaget, og handlingsregelen fikk bred politisk oppslutning. Politikerne kunne nå møte velgernes krav om mer oljepenger med at man faktisk hadde en plan for hvordan pengene skulle brukes *samtidig* som man ivaretok hensynet til framtidige generasjoner. Prinsippet har åpenbart mange fordeler. Ved å tilbakeføre (den beregnede) realavkastningen til statsbudsjettet, holdes fondskapitalens kjøpekraft konstant, dermed vil oljepengene tilhøre også framtidens generasjoner. Dagens generasjon får også i noen grad nytte godt av fondsmidlenes avkastning; nærmere bestemt om lag 35 mrd. Kroner i 2003. Denne forlokkende enkelhet skjuler imidlertid mange svakheter:

Svakheter med handlingsregelen

- En viktig effekt av regelen er at det blir en direkte sammenheng mellom utviklingen i oljeprisen (via avkastningen av fondskapitalen) og behovet for realappresiering. Denne sammenhengen var ikke like åpenbar før 2001. Med den nye

regelen skal det oljekorrigerede overskuddet være direkte koblet til fondets kapital som igjen er relatert til oljeprisen. Dermed har valutahandlerne fått et godt argument for å la sin etterspørsel etter kroner i større grad styres av oljeprisen.

- Et annen spesielt utslag er at utviklingen i finansmarkedene direkte vil påvirke handlingsrommet til finanspolitikken. Den dårlige avkastningen i porteføljen til Petroleumsfondet medførte i realiteten et innstrammingsbehov på 4 mrd kroner i forhold til anslaget gitt i Revidert Nasjonalbudsjett for 2002. Dermed får vi et prosyklisk element inn i finanspolitikken som åpenbart ikke er ønskelig. Dette har Regjeringen tatt konsekvensen av ved å utjevne svingningene mellom estimert realavkastning for 2003 og 2004.

- Et tredje problem er at handlingsregelen virker ekspansivt¹ når petroleumsfondet bygges opp, mens den vil virke kontraktivt når vi ikke lenger har store oljeinntekter. Da er sannsynligheten stor for at hele handlingsregelen vil bli revidert. Flere politikere har gått langt i å antyde at handlingsregelen vil bli gjenstand for revisjon i forbindelse med den varslede pensjonsreformen, men dette ligger foreløpig et stykke fram i tid.

Sier A, men ikke B om pengepolitikken...

I Nasjonalbudsjettet går nå Regjeringen langt i å erkjenne at vi har fått et entydig inflasjonsmål. I Meldingens innledning heter det om pengepolitikken at:

«Retningslinjene innebærer at pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil in-

¹ Handlingsregelen vil virke mer ekspansivt (kontraktivt) jo mer av det strukturelle underskuddet som skyldes utgiftsvekst (skattelettelser).



Kjetil Houg er
sjeføkonom i
Alfred Berg Norge

flasjon. På denne måten har pengepolitikken fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen.» (s. 5)

Dette er ikke til å misforstå. I motsetning til dette heter det fortsatt i Paragraf 1 i forskrift om pengepolitikken at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronekursen (s. 78). Ved å legge valutastabilitetsmålet dødt, signaliserer Regjeringen klart at forskriftens formulering om dette ikke har noen praktisk betydning. Det burde derfor bare være en formalitet å få rettet opp inkonsistensen i forskriften slik at usikkerheten om myndighetenes forståelse av Norges Banks mandat kan reduseres. Det mest ideelle ville vært å revidere Loven om Norges Bank til å inkludere et klart definert inflasjonsmål slik at man i større grad fikk forankret målet mot skiftende politiske vinder².

Med pengepolitikken rettet inn mot å stabilisere økonomien, blir presset på finanspolitikken mindre. Dette betyr selvsagt ikke det samme som at finanspolitikken kan bli mer ekspansiv! Det betyr bare at finanspolitikken stabiliserende oppgave er redusert og at man kan legge andre kriterier til grunn ved utformingen av statsbudsjettet. Dette er formulert i budsjettokumentet som at man vil følge handlingsregelen, men med vekt på at bruken av oljeinntekter særlig bør rettes inn mot å redusere skatter og avgifter og mot andre tiltak som kan øke vekstevnen i økonomien. Videre vil man innrette finanspolitikken slik at man unngår press på prisstigning og rente. Disse formuleringene er i tråd med tilsvarende retningslinjer for budsjettarbeidet i EU, formulert i «The Broad Economic Policy Guidelines» (BEPG). Her heter det : 1) Sikre en vekst- og stabilitetsorientert makroøkonomisk politikk, 2) Forbedre offentlige finanser, 3) Bedre arbeidsmarkedets funksjonsmåte, 4) Sikre effektive vare- og tjenestemarkeder, 5) Stimulere integrasjon av finansiell tjenesteyting, 6) Stimulere entreprenørskap, 7) Skape en kunnskapsbasert økonomi, og 8) Forsterke bærekraftig utvikling. Finanspolitikken stabiliseringsoppgaver (under pkt. 1) er i realiteten begrenset til at den ikke bør virke prosyklisk. I dagens situasjon i EU betyr dette at hensynet til langsiktig stabilitet i offentlige finanser sannsynligvis må vike noe slik at de automatiske stabilisatorene kan få virke.

Formuleringene i Nasjonalbudsjettet innebærer en klar forbedring ved at finanspolitikken stabiliseringsoppgaver er tonet ned. Dermed blir det noe mer intern konsistens i budsjettpolitikken. Det neste naturlige skrittet er at Finansdepartementets økonomer nå aktivt fraskriver seg ansvaret for konjunkturstabilisering og overlater det til Norges Bank, rett og slett fordi det er en altfor vanskelig oppgave til at finanspolitikken kan klare det. Argumentene bør være godt kjent for leserne av dette tidsskriftet. De viktigste er timing; Finanspolitikken virker med et betydelig etterslep. Budsjettprosessen er langdryg og med lav frekvens (bare én gang hvert år), og det reelle handlingsrommet i finanspolitikken begrenses sterkt av en økende andel rettighetsstyrte utgifter til pensjoner, trygder og offentlige tjenester. Det vil derfor ta lang tid fra en endring i produksjonsgapet oppstår til politikken er vedtatt, og det blir vanskelig å rette opp feil i doseringen. Hensynet til forutsigbarhet i skatte- og avgiftspolitikken tilsier at man ikke bør bruke endringer i skattesatser til konjunkturstabilisering. Videre er det et argument at den politiske beslutningsprosessen gjør finanspolitikken mer utsatt for kortsiktig opportuniste og rent-seeking i forhold til pengepolitikken. Den eneste fornuftige arbeidsdelingen er derfor at a) pengepolitikken rettes inn mot stabil inflasjon, b) stimulansene fra finanspolitikken skal være mest mulig nøytrale. Utover dette bør finanspolitikken innrettes slik at den bidrar til verdiskaping og sysselsetting på lang sikt. Dette må selvsagt også gjelde skatte- og avgiftssystemet. Kanskje kan EU retningslinjene tjene som forbilde?

En litt forvirrende formulering i budsjettet er at Regjeringen fastholder målsettingen om – over tid – å holde den underliggende (reelle) utgiftsveksten lavere enn (real)veksten i Fastlands-Norge. Denne målsettingen var utelatt i den forrige Regjeringens budsjettokumenter. Kanskje ikke så rart i og med at utgiftsveksten da faktisk var større enn verdiskapingen i Fastlands-Norge. En brist i dette resonnementet er at målet åpenbart kan komme i konflikt med handlingsregelen i perioder hvor det er lav vekst i økonomien samtidig som oljefondet bygges opp. I slike perioder virker som nevnt handlingsregelen klart

ekspansiv, mens den vil virke kontraktivt etter hvert som oljeinntektene avtar. Den eneste måten å oppfylle begge kravene på er da gjennom relativt store skattelettelser. Det aner meg at KrFs økonomer har sovet i timen når disse målsettingene er satt opp parallelt.

Alternative handlingsregler for finanspolitikken

For å få finanspolitikken bedre i tråd med overnevnte «best practice» bør handlingsregelen skrives om. En mulighet er selvsagt å knytte Petroleumsfondet opp mot pensjonsforpliktelsene, slik Pensjonskommisjonen og andre har vært inne på. Dette vil imidlertid bare være et formelt byggverk, for i praksis behøver det ikke være noe samsvar mellom økende pensjonsforpliktelser og overføringer fra fondet. Man kan lett tenke seg at en bedre vekstevne i fastlandsøkonomien gjør oss i stand til å betale en større del av forpliktelsene gjennom den ordinære skatteinngangen. Da må det ikke være slik at oljepengene *uansett* skal fases inn på et bestemt tidspunkt. En enkel måte å løse dette på er å gjennomføre forslaget med både en fondering og en individualisering av tilleggspensjoner i folketrygden. Dette har igjen den åpenbare svakheten at generasjonsaspektet forvitrer. Videre kommer komplikasjoner i forhold til privatisering av forvalteransvaret. I tillegg er det lite realistisk med en slik pensjonsreform på kort sikt. Pensjonskommisjonen skal ikke avlevere sin rapport før nest år, og deretter kommer garantert en tautrekking mellom ulike interessegrupper, parter og andre interessenter. Sannsynligvis vil reformen bli vannet ut underveis, slik at de reformistiske skritt nok blir betydelig kortere enn det utrederne kunne håpe på.

Det viktigste argumentet for å beholde dagens regel er at den allerede er implementert og at den har rimelig bred politisk oppslutning. Risikoen i forhold til rent-seeking ved å forlate regelen er stor.

Et mulig alternativ kan likevel være å formulere en regel for maksimal stimulans fra finanspolitikken, dvs. i

² Se Norges Bank Watch 2002, (Svensson, Steigum, Solheim og Houg).

form av prosentvis endring i det olje- og aktivitetskorrigerede underskuddet i forhold til BNP for fastlandsnorge. En slik handlingsregel vil gi større forutsigbarhet i den økonomiske politikken. Koblingen mot finans- og oljemarkedene blir mindre synlig, og fokuset kan rettes mot strukturreformer i offentlig og privat sektor. En slik regel vil ikke virke prosyklisk, og vil være mer robust over tid i forhold til handlingsregelen. For å tilfredsstille pressgruppene, kan det gis et visst slark, for eksempel ved at maksimalgrensene settes relativt bredt.

Valutaforvirring

Finansdepartementet har tydeligvis irritert seg over den siste tidens appresiering av kronekursen. Det vektlegges at «Norge har et inflasjonsmål for pengepolitikken som medfører at forventet, gjennomsnittlig prisstigning vil være noe høyere enn hos våre handelspartnere, noe som over tid bidrar til å dempe presset på kronekursen.»

Videre gjøres det et stort nummer av at realappresieringen gjennom 2001 og 2002 langt overstiger departementets beregnede behov for realappresiering som følge av handlingsregelen. De kvantifiserer realappresieringsbehovet til 4-10 % avhengig av om oljeinntektene brukes til skatter eller til utgiftsvekst. På side 79 heter det: «Den nominelle styrkingen av kronekursen den siste tiden bidrar imidlertid til en svekkelse av den kostnadmessige konkurranseevnen som er vesentlig større enn det som ifølge de utførte beregningene følger av økt bruk av petroleumsinntekter i tråd med handlingsregelen for budsjettpolitikken.»

Her har departementet dessverre sporet av. Det er selvsagt mulig at valutamarkedet har overreagert, og at kronen er ute av kurs. Undertegnede er personlig av den oppfatning at kronen sannsynligvis skal depresiere fra dagens nivå. Dette betyr imidlertid ikke det samme som at kronen har appresiert for mye³.

Det er selvsagt ikke slik at valutamarkedet har laget seg noen estimater over hvor mye realappresiering Norge vil få som følge av handlingsregelen isolert. Valutamarkedet styres i langt større grad av forventningsdannelse og kapitalstrømmer. Når regjeringen har sagt at

det skal fases inn oljepenger, sier de også at det blir behov for en høyere nøytral realrente i Norge. Den nøytrale realrenten er definert som den realrenten som gir stabilitet i inflasjon og produksjonsgap for økonomien. Når den forventede realrenten øker, øker også den nominelle rentedifferansen til utlandet under gitte inflasjonsforventninger. Dette forsterkes i noen grad også av at inflasjonsmålet er høyere enn for ECB, Bank of England og Svenske Riksbanken. Norske kroner øker følgelig i popularitet. Så langt er vi enige, men kronen vil jo ifølge teorien sannsynligvis appresiere langt MER enn det langsiktige realappresieringsbehovet skulle tilsi. Årsaken er at for at renteparitet skal holde, må det skapes rom for depresiering gjennom en initiell overshooting i markedet⁴. Hvis markedet forventer at realrenten i Norge skal ligge varig høyere enn i utlandet (noe som ikke er helt urimelig) blir behovet for slik overshooting større. Et enkelt regneeksempel er at hvis renten i Norge ligger ett prosentpoeng over utlandet, vil avkastningen på å sitte med kroner være om lag 15 prosent høyere om 10 år gitt uendret valutakurs. Dette tilsvarer (tilfeldigvis) om lag den nominelle svekkelse av den kostnadmessige konkurranseevnen den siste tiden.

Selv om Finansdepartementet argumenterer med at appresieringsbehovet bare er mellom 4 og 10 prosent, forutsetter dette at handlingsregelen følges for all framtid. Dette må sies å være en streng forutsetning, gitt de fristelser som oljepengene gir både for dagens og framtidens politikere. En mer rimelig forutsetning er at alle oljepengene over tid skal brukes, noe som vil innebære et varig skift i realvalutakursen på lang sikt, og et enda sterkere skift på kort sikt.

Et annet aspekt ved departementets beregninger er at de lett kan brukes som argumentasjon mot sentralbankens utøvelse av pengepolitikken. Hvis departementet mener at kroner har appresiert for mye, er dette et sterkt signal til banken og til omverden om at man mener valutakursen bør bringes tilbake til et «riktig» nivå. Hvis vi antar at den relative reallønna er konstant, og tar utgangspunkt i forskjellen mellom den faktiske kursutviklingen og departementets anslag, havner vi på en NOK-EUR kurs i

intervallet 7.87 – 8.32. Er dette å betrakte som en svingningsmargin for kronekursen? I så fall, mener departementet og Regjeringen at Norges Bank burde senke renten eller intervensere for å bringe kronekursen ned?⁵ Problemet med dette – hvis det reflekterer departementets syn – er at man da gir støtte til de som har uttalt at de ønsker at realappresieringen i større grad bør skje via høyere innenlandsk prisvekst framfor gjennom en nominell oppgang i valutakursen. Dette er svært kontroversielt og har alvorlige konsekvenser. Valget av mekanisme (inflasjon eller valutakurs) vil ikke påvirke det reelle behovet for appresiering. Det betyr at den nøytrale realrenten også må være uendret. Norges Bank kan derfor i beste fall utsette appresieringen en kort stund ved å holde valutakursen stabil, men etter 1 til 2 år vil dette i stedet medføre høyere inflasjon og kostnadspress. Akselererende inflasjon vil kunne gi skadevirkninger på økonomien som det vil ta lang tid å rette opp.

Min klare anbefaling til Regjeringen og partiene på Stortinget er derfor: Innfør et lovfestet inflasjonsmål for Norges Bank i tråd med dagens forskrift, men uten noe referanse til valutakursen. Sørg deretter for at finanspolitikken er om lag nøytral på økonomien og revider handlingsregelen i tråd med dette. Innenfor denne rammen bør generelle lettelsener i lønnsbeskatningen prioriteres over passive overføringer slik at vekstevnen i økonomien og sysselsettingen stimuleres.

³ Finansdepartementet formulerer seg ikke eksplisitt om at de synes kronen er for sterk, men lar likevel dette skinne ganske klart igjennom.

⁴ Dornbusch (1976).

⁵ Sentralbanksjef Svein Gjedrem intervenserte 16 oktober ved å advare mot den lave likviditeten i kronemarkedet. Dette medførte en kronesvekkelse på i underkant av 2 prosent. Kursen har fremdeles styrket seg med om lag 9 prosent hittil i år og om lag 14 prosent over de siste 2 år. Utspillet fra sentralbanken kan tolkes som at banken nå mener kronen har styrket seg for mye og/eller for raskt. Bankens har imidlertid ikke gitt tilkjenne noe syn på hvor den mener kronekursen bør være. En mulig fortolkning av utspillet kan være at det er en prøveballong fra sentralbanken for å se hvordan markedet responderer, og et varsel om at man er villig til å vurdere en mer aktiv strategi for å styre kursutviklingen på kroner. Erfaring fra tilsvarende operasjoner i andre land tilsier imidlertid at dette kun vil ha en kortsiktig effekt på valutakursen.

■ ■ ■ KAI LEITEMO:

Pengepolitikken mer dominerende

Retorikken rundt Nasjonalbudsjettet 2003 antyder at det har oppstått et nytt samspill mellom penge- og finanspolitikken. Rentenivået fungerer nå, sammen med ambisjonen om innfasing 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 flere anledninger gitt uttrykk for at et stramt statsbudsjett vil medvirke til å redusere renten; alle forhold som påvirker etter-

spørselen vil ha innvirkning på renten under et inflasjonsmål. Dette budskapet har trengt godt inn i regjeringens kvartalet 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 konjunkturførelse, 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.¹ Derfor vil sterke preferanser for stabil

rente medfører 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 fortrenning 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, 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

¹ Med inflasjonsmålet forventningsvis oppnådd kan Gjedrem selv utøve sitt *skjønn* på en slik måte at også andre målsettinger kan oppnås.



Kai Leitemo er førsteamanuensis i makroøkonomi, Handelshøyskolen BI

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 oljekorrigerte, 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 utgiftspostenes 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 persist 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 vil undskylte inflasjonsmålet med rentemarkedets forventninger til renteutviklingen slik de var tidlig i september 2002, før statsbudsjettet ble

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.

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 undskyltes. 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 etterprøvbart 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)² 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 etterprøvbart 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 etterprøvbart 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 relativ høy presisjon. Litt slingringsmonn gir sentralbanken friheten til å avvike fra målet i noen grad dersom økonomien for eksempel skulle gå inn i en kraf-

² 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.

Nasjonalbudsjettet

tig resesjon. I henhold til §3 er etterprøvbareheten 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 forventnings-

rette 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 anledninger³ gitt uttrykk for ønskeligheten av en ansvarsfordeling mellom den makroøkonomiske politikken tre hovedelementer: finanspolitikken, 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.

³ Blant annet i Leitemo, K. (2001). «Stabilitetsalternativet: nytt samspill i den makroøkonomiske politikken,» *Økonomisk forum*, april 2001.

Er du medlem av
Samfunnsøkonomenes Forening
og har
BYTTET ARBEIDSGIVER?

Vennligst
gi beskjed til oss!



Telefon: **22 31 79 90** – Fax: **22 31 79 91**

E-post: **sekretariatet@samfunnsokonomene.no**