

■ ■ ■ Når nullgrensen for renten binder pengepolitikken, blir økonomiske sammenhenger endret. Lav lønnsvekst kan føre til høyere arbeidsledighet, og skatt på kapitalinntekter og formue kan gi økte investeringer.

Når renten blir nær null



**ØKONOMI
STEINAR
HOLDEN**

Frem til finanskrisen 2008–09 fremsto fleksibelt inflasjonsmål som et effektivt rammeverk for å stabilisere konjunktturene. Mens sviktende samlet etterspørsel tidligere ofte var en viktig årsak til lavere vekst og økt arbeidsledighet, så dette ut til å kunne forhindres med et fleksibelt inflasjonsmål. Hvis konsum eller investeringer faller, kan sentralbanken svare med å senke renten så mye at det motvirker fallet i etterspørselen, slik at økonomien stabiliseres.

Etter finanskrisen har vi sett at grensene for sentralbankens virkemiddelbruk er viktigere enn vi trodde tidligere. Sentralbankene i USA og Japan har hatt styringsrenter nær null i noen år nå, men det har ikke forhindret dyp og langvarig lavkonjunktur. Siden styringsrentene ikke kan settes lavere enn null, greier ikke sentral-

77 Når styringsrenten allerede er null, kan ikke lavere lønnsvekst føre til ytterligere rentesenkning

bankene å stimulere økonomien nok til å forhindre lavkonjunktturen. Også i euroområdet er nullgrensen for renten en viktig skranke for Den europeiske sentralbankens mulighet til å øke veksten i økonomien.

Når nullgrensen begrenser pengepolitikken, slik at sviktende samlet etterspørsel fører til lavkonjunktur, blir sentrale økonomiske sammenhenger snudd på hodet. Siden sentralbanken ikke kan stabili-



■ **VIKTIGE GRENSE.** Etter finanskrisen har vi sett at grensene for sentralbankens virkemiddelbruk er viktigere enn vi trodde tidligere, skriver artikkelforfatteren. Her Den europeiske sentralbanken i Frankfurt. Foto: Kai Pfaffenbach, Reuters/NTB Scanpix

sere økonomien gjennom å senke renten, må vi ta hensyn til hvordan ulike faktorer påvirker samlet etterspørsel. Et viktig eksempel er størrelsen på lønnsveksten. I normale tider er det gunstig med relativt lav lønnsvekst, slik at inflasjonen blir lav og sentralbanken kan sette en lav rente. Lavere rente stimulerer økonomien slik at sysselsetting og produksjon øker. Lavere lønnsvekst vil også dempe husholdningenes forbruk, siden kapitaleiere sparer mer enn lønnsstagere, men denne negative virkningen blir oppveiet av rentereduksjonen. Samlet sett gir dermed lavere lønnsvekst høyere økonomisk vekst. Når styringsrenten allerede er null, kan ikke lavere lønnsvekst føre til ytterligere rentesenkning. Dermed blir den negative virkningen av lavere forbruk på samlet etterspørsel dominerende. Lavere lønnsvekst vil også føre til lavere inflasjon, slik at realrenten stiger, noe som også vil dempe investeringene og dermed svekke økonomien enda mer.

Et annet viktig eksempel er skatt på kapitalinntekter og

formue. Disse skattene innebærer mindre avkastning på å spare, og i vanlige tider vil lavere sparing føre til høyere renter og mindre kapital til investeringer, noe som vil hemme veksten i økonomien. Det betyr ikke nødvendigvis at disse skattene bør fjernes, siden andre skatter også har negative effekter, men de er likevel relevante når man skal bestemme skattesatsene.

Når økonomien er i en lavkonjunktur, er mindre sparing ikke lenger en ulempe. Tvert om vil lavere sparing innebære økt konsum som stimulerer økonomien, slik at produksjon og sysselsetting øker. Høyere produksjon kan føre til økte investeringsbehov, og dermed økte investeringer, noe som også vil styrke den økonomiske veksten.

Risikoen for at nullgrensen skal binde pengepolitikken, har også betydning for hva som er riktig pengepolitikk. Siden det kan ta et til tre år før rentendringer får full virkning på økonomien, må rentebeslutninger baseres på hva sentralbanken beregner om hvordan

økonomien vil utvikle seg fremover. Vanligvis kan usikkerheten slå begge veier, og sentralbanken må sikte omtrent midt på. Når økonomien så går litt bedre eller dårligere enn ventet, kan sentralbanken justere renten tilsvarende. Men når nullgrensen kan begrense pengepolitikken, blir beslutningen ikke lenger symmetrisk. Hvis økonomien vokser mer enn beregnet, kan sentralbanken alltid motvirke dette i ettertid ved å heve renten. Hvis økonomien derimot svekkes mer enn beregnet, kan nullgrensen forhindre at renten reduseres tilstrekkelig til å motvirke dette. Det taler for at sentralbanken er forsiktig med å heve renten for raskt, før en er sikker på at økonomien er kommet ut av lavkonjunktturen.

Våren 2011 var det mange, inklusiv undertegnede, som argumenterte mot rentehevingene til Den europeiske sentralbanken (ECB), fordi vi mente økonomien var for svak, og risikoen for høy inflasjon liten. I ettertid er det klart at nullgrensen for renten innebar et ytterligere argument mot renteheving. Nå har økonomien utviklet seg svakere enn ECB forventet, og nullgrensen gjør det umulig for banken å senke renten tilstrekkelig. Nye tiltak for å stimulere økonomien kan ikke oppveie den negative virkningen av at renten har vært for høy tidligere. Hvis ECB derimot

**FLERE INNLEGG
Side 36–38**



Innlegg

Vestlig maktarroganse
Tormod Heier

La ikke det beste bli det godes fiende

Hva med matmomsen?
Ivar Vigdønes

Fag og politikk
Michael Riis Jacobsen

Gode rektorer gir god skole
Mathilde Fasting

hadde holdt en lavere rente, og inflasjonen hadde økt mer enn forventet, ville ingenting nå forhindret ECB i å heve renten for å dempe inflasjonen.

■ Steinar Holden, professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

GJESTEKOMMENTAR – ØKONOMI



STEINAR HOLDEN



ROGER BJØRNSTAD



HILDE C. BJØRNLAND



ØYSTEIN DØRUM



STEINAR JUELL



PER RICHARD JOHANSEN



Epost: debatt@dn.no Telefaks: 22 00 11 10
Hovedinnlegg/kronikk: Maks 4500 tegn inklusive mellomrom **Underinnlegg/replik:** Maks 1500 tegn (ca. 250 ord)
Legg ved portrettfoto

■ Alt stoff som leveres til Dagens Næringsliv, må produseres i henhold til Vær varsom-plakaten.
■ Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt

stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere.
■ Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter.

Debattinnlegg honoreres ikke.
Debattansvarlig: Sverre Strandhagen
tlf. 22 00 13 93
debatt@dn.no