

Professor Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI
7. september 2004

ALAN GREENSPAN OM AMERIKANSK PENGEPOLITIKK

I mai-nummeret av det faglig tunge tidsskriftet American Economic Review skisserer Alan Greenspan, sjefen for den amerikanske sentralbanken, utviklingen i amerikansk pengepolitikk de siste femten årene og hva man (eller han) har lært i denne perioden.

Greenspan tiltrådte jobben som sjef for Federal Reserve System, som USAs sentralbank heter, i august 1987. Vel et par måneder senere kom krakket på aksjebørsen. Mandag 19. oktober falt Dow Jones indeksen med 22 %. Det er mer enn det dobbelte av hva denne indeksen falt med på en torsdag i oktober 1929. Børskraket den gang ble opptakten til de mest alvorlige nedgangstider i moderne tid – ”de harde trettiåra”. Hvordan unngå slike konsekvenser denne gangen?

Børsfallet i august 1987 var langt mer traumatisk enn noen av de scenariene vi hadde arbeidet med, skriver Greenspan. De planene som forelå, var av marginal nytte. Nå gjaldt det å holde betalingssystemet i gang og markedene åpne, fortsetter han. Kranene for tilførsel av likviditet ble skrudd opp til fullt trykk og renten satt kraftig ned. En robust amerikansk økonomi og Greenspans vel tilpassede pengepolitikk gjorde at stormen ble ridd av. I en langsiktig kurve for utviklingen av aksjekursene i USA, fremstår fallet denne mandagen som et lite hakk nedover, for en ellers kraftig stigende kurve. I ettertid kan det vel hende at vi kjørte den ekspansive pengepolitikken litt for lenge, sier Greenspan, for inflasjonen på slutten av 1980-tallet ble noe sterkere enn ønskelig var.

Vi kjenner ikke strukturen i økonomien godt nok, minner Greenspan om, og legger til at denne strukturen er i kontinuerlig endring. Her er nok å nevne ny teknologi, globalisering og betydningen av endringer i markedsaktørenes forventninger. Overraskelser av ulike slag gjør at historiske erfaringer har begrenset verdi. Eller for å si det i fagspråket; sammenhengene i økonomien er ikke stabile. For utøvelse av praktisk pengepolitikk er her risikoer på to områder: Hvordan ser de økonomiske sammenhengene ut nå? Og hvordan vil utviklingen i andre forhold enn de pengepolitiske virke inn på økonomien? Med stor usikkerhet på begge disse områdene blir det viktig med reflekterte risikoavveininger.

I 1998 stanset Russland plutselig opp med å betjene sin utenlandsgjeld. Det ble vurdert som mest sannsynlig at Russlands betalingsstopp i all hovedsak ville være et problem for Russland og for landene som hadde lånt penger til Jeltsin & Co., men som nå ikke fikk dem igjen. At Russlands gjeldsproblemer skulle utløse en finansiell krise internasjonalt, kunne man imidlertid ikke helt utelukke. Hva skulle den amerikanske sentralbanken gjøre?

Dersom Russlands betalingsstopp skulle vise seg å ha betydelige negative ringvirkninger for andre land, kunne de globale virkningene bli meget alvorlige. En rentenedgang i USA ville bidra til å dempe en slik uønsket utvikling. Om derimot problemene i Russland ikke fikk store ringvirkninger internasjonalt, ville en rentenedgang i USA bidra til ekstra press i amerikansk økonomi og noe raskere prisstigning. Med den sterke produktivitetsveksten man nå (i 1998) opplevde og med Greenspans tro på at det var rom for ytterligere nedgang i arbeidsledigheten uten at lønnsstigningen på ny ville skyte fart, syntes de mulige uheldige konsekvensene av en rentenedgang å være små. Etter en samlet vurdering av risiko og mulige utfall besluttet Greenspan seg for å sette ned renten. Bedre å sikre seg mot at et svært uheldig utfall inntreffer og å ta noen små kostnader ved dette, enn å satse på en til enhver tid optimal politikk, med fare for å gå skoene av seg, om forutsetningene som denne politikken er basert på, svikter.

Pengepolitikk er også ord – dvs. de historier eller resonneringer som sentralbanksjefer gir til beste – og ikke bare beslutninger om endring i rente eller om intervensjoner i valutamarkedet. Ved inngangen til 2001 la Greenspan om sin politikk i klart ekspansiv retning. Terroraksjonen 11. september samme år bidrog til ytterligere rentekutt. Imidlertid har sentralbanker bare styring på de korte rentene. Lange renter, som pantelån på hus og lån for langsiktige investeringer i næringslivet, hadde man også ønske om å få ned. Ved gjentatte ganger å si at de korte rentene kom til å bli liggende lavt lenge, bidrog Greenspan til også å trekke de lange rentene ned. Et langt lån kan jo sees som en serie med korte lån. Denne retorikken er noe vi kjenner igjen i dagens Norge.

God pengepolitikk krever god intuisjon. De som fatter beslutningene, må gå utover formelle modeller og vurdere mer omfattende hypoteser om hvordan verden ser ut, mener Greenspan. Selv er han den beste eksponenten på dette – med sin kjærlighet til tall og sin evne til å trekke informasjon ut av mer tilfeldige observasjoner og data.

Alan Greenspan kan også vise ydmykhet. Mot slutten av sin artikkel konstaterer han – uten å spesifisere nærmere – at den amerikanske sentralbanken tidvis har fattet beslutninger man senere angret på. Annerledes kan det ikke være ved beslutninger under usikkerhet.

I sin kommentar til Greenspans artikkel minner professor Martin Feldstein ved Harvard University om at den amerikanske sentralbankens evne til å se – og til å ta konsekvensene av – den overraskende raske veksten i produktivitet i amerikansk økonomi siden midten av 1990-tallet, er kanskje den viktigste makroøkonomiske beslutningen i USA de siste femten årene. For perioden 1970-1995 var det en produktivitetsvekst i amerikansk økonomi på i gjennomsnitt 1,5 % pr. år. De siste åtte-ni årene har produktivitetsveksten vært det dobbelte. Når evnen til å produsere stiger raskt, bl.a. fordi ny teknologi i økende grad tas i bruk, vil det tidvis være behov for økt omløp av penger og lavere rente. Uten en slik tilpasning i pengepolitikken blir samlet etterspørsel for liten og arbeidsløsheten øker. Det motsatte skjedde. Den økonomiske politikken under president Clinton var utrolig vellykket. Arbeidsløsheten, som lå på 5,6 % i 1995, kom ned på 4 % i 2000 uten at inflasjonen utgjorde noe problem. Og statsfinansene viste solide overskudd.

Sjefen for Bank of England, Mervyn King, trekker i sine kommentarer til kollega Greenspans artikkel frem behovet for at en sentralbank arbeider med ulike modeller av økonomiens virkemåte. Ved å teste dataene mot ulike modeller får man et bedre grep på hvor høy (og lav) inflasjon og arbeidsløshet vil kunne bli ved ulik rentesetting. I fagspråket; man får økt kunnskap om utfallsrommet. Konkurrerende faglige miljøer innen en sentralbank virker berikende på forståelsen av økonomiens virkemåte.

Til forskjell fra USAs sentralbank har den engelske et tallfestet inflasjonsmål. Det kan gi legitimitet for heving av renten, dvs. gjøre det lettere å treffe upopulære beslutninger, mener Mervyn King. Videre vil et tallfestet inflasjonsmål virke disiplinerende på lønnsdannelsen. Begge disse effektene har vi kunnet observere i Norge etter at vi i mars 2001 gikk over til et inflasjonsmål på 2,5 %..

Professor Feldstein – som er blant de hete navn til å overta jobben etter Greenspan i februar 2006, når Greenspan går av, en måneds tid før han fyller 80 år – trekker i denne sammenheng frem et annet poeng. Med et tallfestet mål for inflasjonen kan en sentralbank fristes til rente-endringer som egentlig er uønsket, ut fra behovet for å styrke folks tillit til at målet for inflasjonen tas på alvor. (Har vi opplevd dette i Norge?)

I oktober 2001 sa Greenspan selv følgende om dette spørsmålet? ”Et spesifikt og tallfestet mål for inflasjonen gir et falskt inntrykk av presisjon og er til liten nytte”.