

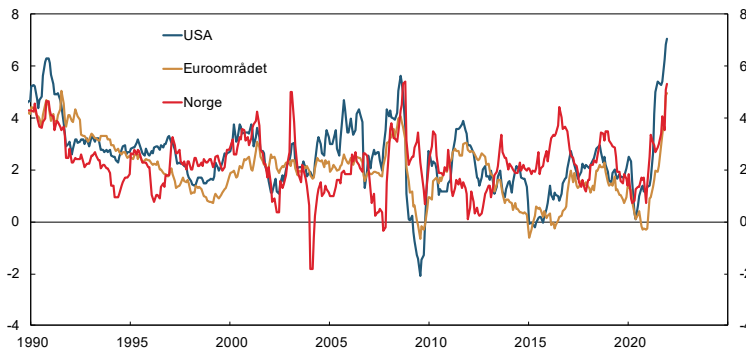
# Prisstabilitet og samspillet mellom pengepolitikk og finanspolitikk

Tale av direktør Ole Christian Bech-Moen på Samfunnsøkonomenes valutaseminar 2. februar 2022.

Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. De siste 25 årene har vi vært vant til at inflasjonen har vært lav og relativt stabil. Men i de siste månedene har inflasjonen økt betydelig, både internasjonalt og her hjemme.

## Økt inflasjon

Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Statistisk sentralbyrå

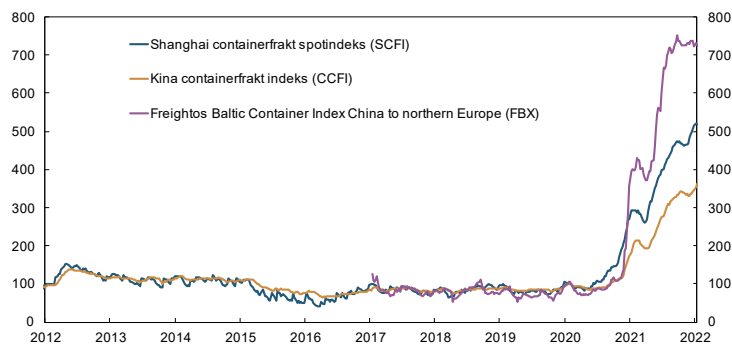
2



Problemer på tilbudssiden i økonomien, blant annet i form av flaskehals i produksjon og frakt av varer, har vært en viktig årsak. Sammen med sterk vekst i etterspørselen etter disse varene, har dette ført til kraftig oppgang i prisene på mange varer som handles internasjonalt. Økningen i energipriser har også løftet prisveksten.

## Flaskehals

Indeks. Februar 2020 = 100



Kilde: Refinitiv Datastream

3

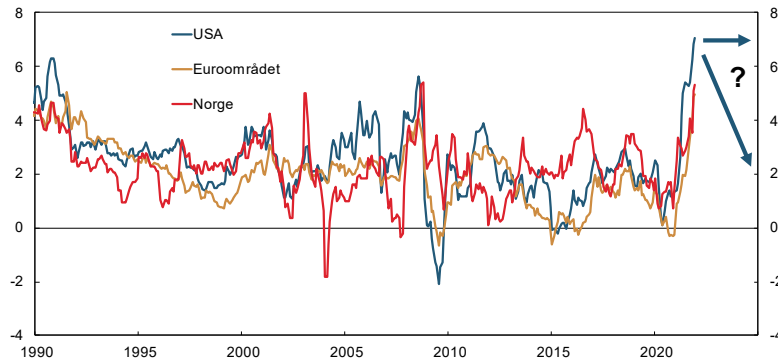


Det store spørsmålet som diskuteres internasjonalt nå, er om den økte inflasjonen er midlertidig eller om den vil vare ved. Flaskehalsene i produksjon og frakt vil sannsynligvis løses opp etter hvert. Men har ekspansiv penge- og finanspolitikk skapt inflasjonspress, som vil bidra til at prisveksten holder seg høy også etter at problemene på tilbudssiden er løst?

Norges Banks prognoser tilsier at inflasjonen skal komme ned. Men det er usikkerhet knyttet til disse prognosene, og noe av usikkerheten knytter seg til virkningene av penge- og finanspolitikken internasjonalt.

## Økt inflasjon – usikkerhet fremover

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Statistisk sentralbyrå

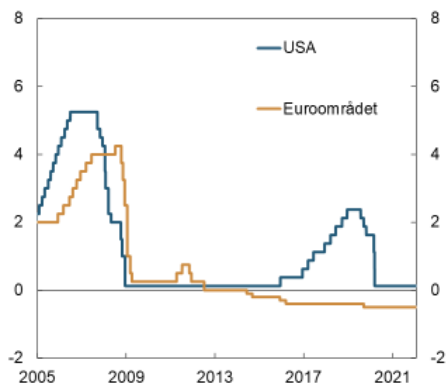
4



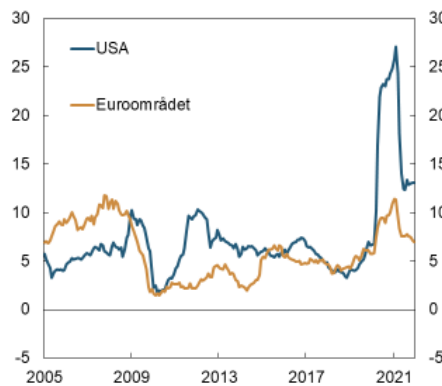
I mange land har pengepolitikken stort sett vært ekspansiv siden finanskrisen, og pandemien har gitt ytterligere behov for pengepolitisk stimulans. Svært lave styringsrenter har blitt supplert med kvantitative lettelser fra mange sentralbanker internasjonalt.

## Ekspansiv pengepolitikk

Styringsrenter. Prosent



M2. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Bloomberg, OECD og Refinitiv Datastream

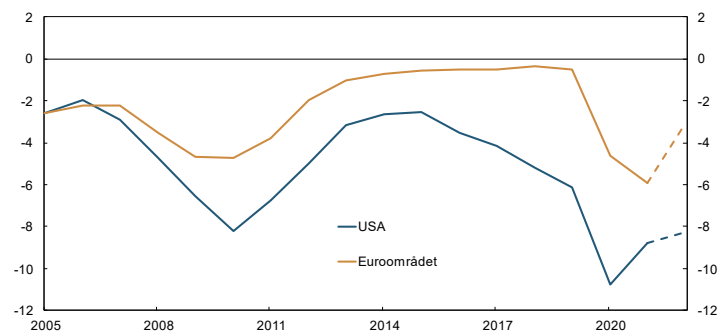
5



De siste årene er finanspolitikken blitt mer ekspansiv, med store budsjettunderskudd som resultat. Et interessant spørsmål er om denne kombinasjonen av ekspansiv finanspolitikk og kvantitative lettelser har bidratt til høyere inflasjon. Én tilnærming kan være å se på hvordan denne kombinasjonen påvirker privat sektors balanser. Det kan ha betydning for deres etterspørsel og dermed for prispresset.

## Ekspansiv finanspolitikk

Budsjettunderskudd som andel av potensielt BNP. Prosent



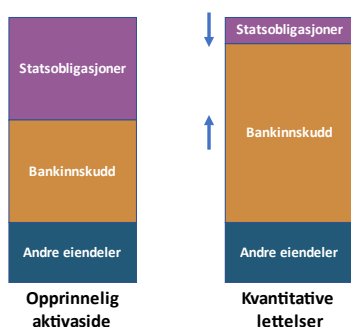
Kilder: IMF og Refinitiv Datastream

6

I utgangspunktet består aktivasiden til privat sektor av statsobligasjoner, bankinnskudd og andre eiendeler. (Her har jeg blåst opp de to øverste, som jeg vil fokusere på).

## Kvantitative lettelser

Hvordan påvirkes aktivasiden i privat sektors balanse?



7

Denne figuren illustrerer hva som skjer med publikums balanser ved kvantitative lettelser. Sentralbanken kjøper statsobligasjoner av private. Når privat sektor selger statsobligasjoner til sentralbanken, får de penger tilbake. I praksis holder de disse som bankinnskudd. På aktivasiden vil altså bankinnskuddene øke og beholdningen av obligasjoner reduseres. Privat sektors egenkapital påvirkes ikke direkte av sentralbankens kjøp av obligasjoner – kun i den grad kursen øker noe når sentralbanken kjøper obligasjoner. For privat sektor er det egentlig bare en porteføljeomplussing fra én type fordring – obligasjoner – til en marginalt mer likvid fordring – bankinnskudd.

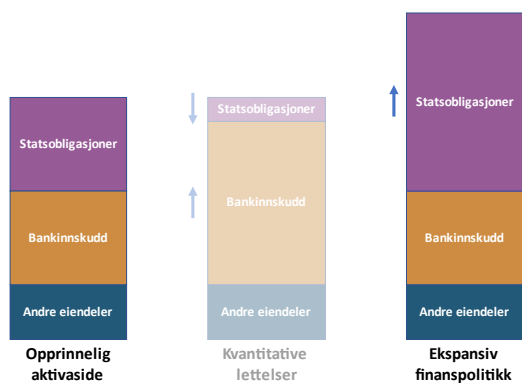
I utgangspunktet er det ikke grunn til å tro at denne porteføljeomplussingen har så stor effekt i seg selv på inflasjonen. Kursen på obligasjoner presses imidlertid noe opp, slik at langsiktige renter faller. Det siste har vært mye av motivasjonen for kvantitative lettelser – å redusere langsiktige renter når rommet for videre kutt i styringsrenten er uttømt. Effektene på aktivapriser mer generelt og finansiell stabilitet kommer jeg ikke inn på i dag.

I eksempelet antok jeg at det var eksisterende statsgjeld som sentralbanken kjøpte av privat sektor – ikke ny gjeld. Dette kan sees på som en forenklet beskrivelse av de kvantitative lettelsene fra en del sentralbanker internasjonalt i kjølvannet av finanskrisen.

La meg nå se på den enkleste formen for finanspolitikk, der myndighetene overfører penger direkte til privat sektor og finansierer det ved å utstede statsobligasjoner som de selger til private aktører. Som vi ser i denne figuren, vil privat sektors eiendeler øke, fordi de får tilgang på nye obligasjoner. Det de betaler for disse obligasjonene, får de igjen i form av overføringene, slik at pengemengden ikke øker. Privat sektors aktiva vil derfor inneholde samme pengemengde som før, men flere statsobligasjoner. Privat sektors egenkapital har økt. Offentlig sektors egenkapital har gått tilsvarende ned.

## Ekspansiv finanspolitikk

Hvordan påvirkes aktivāsiden i privat sektors balanse?



8

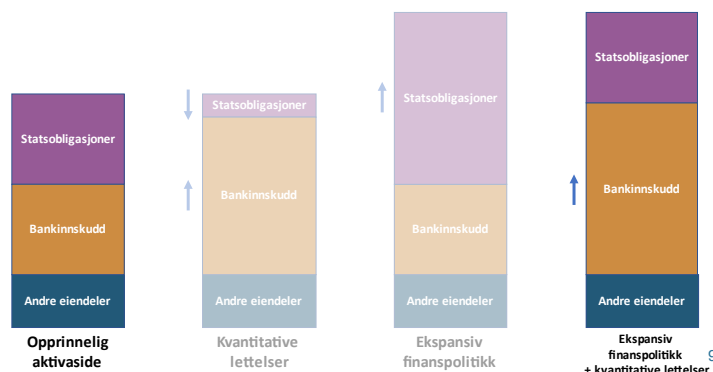
Vil myndighetenes overføringer til privat sektor føre til økt etterspørsel og dermed økt inflasjon? Det er et spørsmål som i lang tid har vært sentralt i faglitteraturen. Svaret avhenger blant annet av i hvilken grad private aktører ser på den økte egenkapitalen, vel å merke i regnskapsmessig forstand, som en reell økning i deres formue og dermed i deres konsummuligheter. Det avhenger igjen av i hvilken grad de forventer at den økte statsgjelden må tilbakebetales med fremtidige økninger i skatter, altså i hvilken grad ricardiansk ekvivalens holder. De fleste økonomer mener at ekspansiv finanspolitikk virker stimulerende og dermed bidrar til økt inflasjon.

Anta nå for enkelhets skyld at sentralbanken kjøper opp de nye obligasjonene. Dette kan sees på som en forenklet beskrivelse av de kvantitative lettelsene fra en del sentralbanker internasjonalt under pandemien.

Virkningen på privat sektors balanser er vist i denne figuren. Når sentralbanken kjøper de nytutstedte obligasjonene, øker privat sektors bankinnskudd. Samtidig blir økningen i deres obligasjonsbeholdning, som kom fra den ekspansive finanspolitikken, reversert. Summen av ekspansiv finanspolitikk og kvantitative lettelsler er altså at pengemengden øker, uten at det blir motsvart av en reduksjon i privat sektors beholdning av obligasjoner.

## Kvantitative lettelser og ekspansiv finanspolitikk

Hvordan påvirkes aktivsiden i privat sektors balanse?



Rent intuitivt kan man kanskje tenke at en slik økning i pengemengden automatisk fører til inflasjon. Men som jeg var inne på i sted, er det ikke opplagt at en porteføljeomplussing, som sentralbankens kjøp av obligasjoner fører til, gir økt inflasjon.

Ekspansiv pengepolitikk – gjennom lave styringsrenter og lavere langsiktige renter – virker stimulerende på økonomien og bidrar til at inflasjonen øker. Og ekspansiv finanspolitikk – gjennom økte overføringer og økt offentlig etterspørsel – virker også stimulerende. Men at sistnevnte blir finansiert av «pengetrykking» og ikke av gjeld, fører ikke nødvendigvis i seg selv til økt inflasjon.

I praksis kan det likevel være mekanismer som gjør at finansieringen kan få betydning. Kanskje vil folk forvente, med rette eller ikke, at budsjettunderskudd finansiert av «pengetrykking» vil føre til høyere inflasjon og lavere realrente, slik at de vil bruke pengene tidligere? Kanskje sitter også pengene løsere hos en del i form av bankinnskudd enn i form av obligasjoner? Kanskje kan det også tenkes at politikere vil, igjen med rette eller ikke, se på «pengetrykking» som billig finansiering og dermed føre en mer ekspansiv finanspolitikk?

Jeg har nå diskutert virkningen på inflasjonen av kvantitative lettelser og finanspolitikk på kortere sikt. I et lengre tidsperspektiv vil inflasjonen i stor grad bestemmes av noen grunnleggende egenskaper ved de pengepolitiske og finanspolitiske regimene. Hvis pengepolitikken er innrettet mot å sikre lav og stabil inflasjon, og sentralbankene har virkemidler og uavhengighet til å oppfylle mandatene sine, er det naturlig å tenke at økningen i inflasjonen er midlertidig. Spørsmålet da er ikke *om* inflasjonen skal komme ned igjen, men hvor mye det vil koste i form av økte renter og redusert aktivitetsnivå.

I faglitteraturen om samspillet mellom penge- og finanspolitikken analyseres det imidlertid også situasjoner der pengepolitikken ikke vil være i stand til å sørge for prisstabilitet. Et begrep som ofte brukes for å beskrive en slik situasjon er «fiscal dominance» - finanspolitisk dominans.<sup>1</sup> Under finanspolitisk dominans er ikke budsjettpolitikken bærekraftig. Sentralbanken må da før eller senere oppgi målet om prisstabilitet og i stedet bruke pengepolitikken til å finansiere budsjettunderskuddene med pengetrykking. Det er da i praksis finanspolitikken som bestemmer inflasjonen.

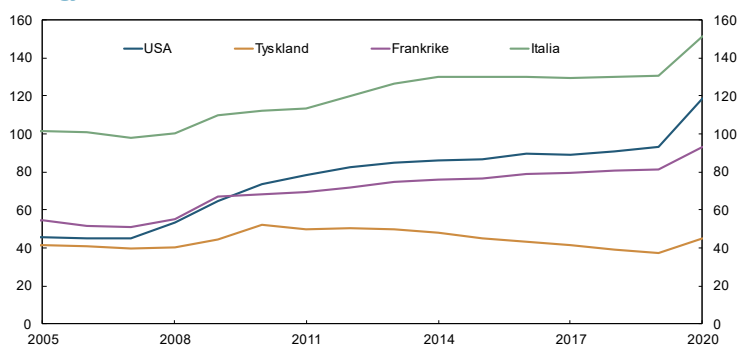
Hva skiller dette fra drøftingen jeg hadde i sted av ekspansiv finanspolitikk, der sentralbanken kjøpte opp obligasjonene? Da argumenterte jeg for at dette ikke nødvendigvis

<sup>1</sup> Distinksjonen mellom finanspolitisk dominans og pengepolitisk dominans går tilbake til den toneangivende artikkelen «Some Unpleasant Monetarist Arithmetics» fra 1981 av Nobelprisvinneren Thomas Sargent og hans medforfatter Neil Wallace.

ga økt inflasjon, i hvert fall ikke utover det at ekspansiv finanspolitikk i seg selv virker stimulerende. I den statiske analysen av privat sektors balanser antok jeg imidlertid implisitt at det var «pengepolitisk dominans» og ikke finanspolitisk dominans. Under pengepolitisk dominans tilpasser myndighetene sine utgifter og skatter slik at finanspolitikken er bærekraftig. Pengepolitikken kan da ta ansvar for prisstabilitet. Formålet med kvantitative lettelser i balanseanalysen var å stabilisere inflasjonen og realøkonomien – ikke å finansiere budsjettunderskuddene. Under finanspolitisk dominans, derimot, måtte sentralbanken ha kjøpt opp stadig flere statsobligasjoner og ville ikke kunne bruke styringsrenten til å motvirke inflasjonen.

## Statsgjelden har økt

Statsgjeld. Andel av BNP. Prosent



Kilde: IMF

10

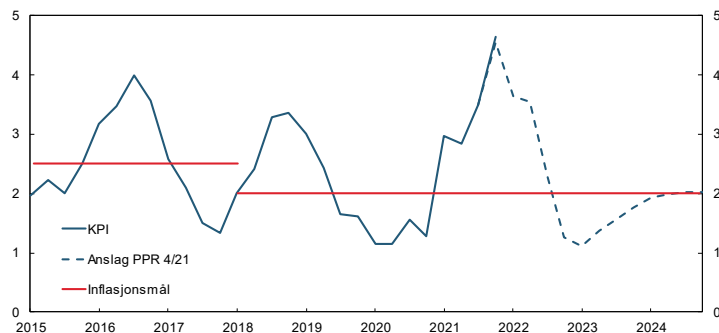


Det er ikke vanskelig å finne eksempler på finanspolitisk dominans i historien, og også i dag i enkelte land. Finanspolitiske støttetiltak under pandemien har ført til en økning i statsgjelden i mange land, fra nivåer som i flere av dem allerede var blitt høye i kjølvannet av finanskrisen. Er det en risiko for at finanspolitisk dominans blir mer utbredt? Dersom sentralbankene i gjeldstyngede land øker renten, vil budsjettunderskuddet isolert sett kunne øke som følge av økte renteutgifter, og myndighetene kan bli tvunget til å stramme inn i finanspolitikken. Hvis ikke sentralbankene er villige til å øke renten tilstrekkelig til å få inflasjonen under kontroll av hensyn til virkningen på myndighetenes budsjetter, kan en havne i en situasjon som i praksis kan karakteriseres som finanspolitisk dominans.

Som jeg nevnte tidligere, tilsier Norges Banks prognoser at inflasjonen i Norge og internasjonalt vil komme ned igjen i løpet av inneværende år.

## Venter nedgang i inflasjonen

Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

11



I våre økonomiske analyser legger vi implisitt til grunn *pengepolitisk* dominans – ikke finanspolitisk dominans – både her hjemme og blant våre handelspartnere. Antagelsen om pengepolitisk dominans i Norge er uansett ikke særlig kontroversiell, fordi Norge, i motsetning til de fleste andre land, har en stor offentlige formue.

Selv om vi legger pengepolitisk dominans til grunn, peker teorien på et viktig poeng: Prisstabilitet er ikke nødvendigvis noe pengepolitikken kan ta ansvar for alene. Finanspolitikken må være innrettet slik at den ikke undergraver pengepolitikken hovedoppgave.

Jeg har til nå snakket om betydningen av samspillet mellom penge- og finanspolitikken for prisstabilitet. La meg nå snakke om betydningen av samspillet for realøkonomisk stabilitet.

Det har de siste 30 årene vært relativt stor faglig enighet om at pengepolitikken er godt egnet som førstelinjeforsvar i stabiliseringspolitikken. Renten kan endres raskt for å dempe virkningene av økonomiske forstyrrelser. Finanspolitiske tiltak, derimot, tar det gjerne lenger tid å beslutte og implementere (selv om støttetiltakene under pandemien viste at det også kan gjøres raskt). I tillegg kan det være vanskelig å reversere en del ekspansive finanspolitiske tiltak. En aktiv finanspolitikk kan derfor komme i konflikt med hensynet til bærekraftige statsfinanser i en del land.

Erfaringene fra finanskrisen og pandemien har i noen grad endret synet på finanspolitikken i fagmiljøet. Tidligere var det fokus på å sikre bærekraftige statsfinanser gjennom regelstyrt budsjettpolitikk. Erfaringene de siste årene har imidlertid vært at ved store, særskilte forstyrrelser, vil det være behov for både pengepolitiske og finanspolitiske tiltak.

Hva som er en hensiktsmessig politikksammensetning avhenger generelt av hva slags type forstyrrelse økonomien utsettes for. La meg ta pandemien som et eksempel. Vi tolket forstyrrelsen som både et negativt tilbuds- og etterspørselssjokk, men at nettoeffekten var for lav etterspørsel i forhold til produksjonspotensialet på kort sikt. (Dette er også omtalt som et «keynesiansk tilbudssjokk»<sup>2</sup>). Hvis problemet er for lav etterspørsel i forhold til produksjonspotensialet, vil normalt en ekspansiv pengepolitikk bidra til å stabilisere både realøkonomien og inflasjonen.

En annen egenskap ved «pandemisjokket» er at det rammet ulike næringer og grupper av befolkningen svært forskjellig; det var et asymmetrisk sjokk. Det var næringer som er basert på nærkontakt med eller mellom kunder, slik som kultur, reiseliv og restaurantnæringen, som ble klart hardest rammet av smitteverntiltakene.

La meg ved hjelp av en liten stilisert modell illustrere noen poenger ved samspillet mellom penge- og finanspolitikken i en situasjon som kan tolkes som en forenklet beskrivelse av sjokkene under pandemien.

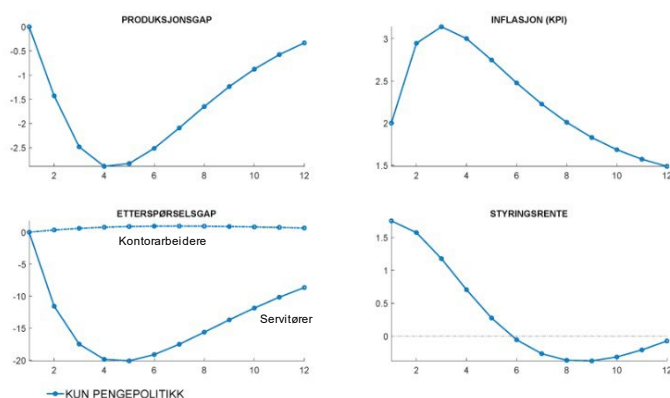
I modellen har vi to grupper av befolkningen – de som jobber i næringer som ble stengt ned og de som jobber i næringer som ikke ble direkte rammet. For enkelhets skyld kaller jeg dem henholdsvis «servitører» og «kontorarbeidere». Forstyrrelsen som treffer økonomien er et negativt etterspørselssjokk til «servitør»-næringen.

---

<sup>2</sup> Se Guerrieri, V. m. fl. (2022) «Macroeconomic implications of Covid-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?». *American Economic Review* (kommende).

La meg først se på tilfellet der det kun er pengepolitikken som responderer. Det kan sees på som en illustrasjon av det tradisjonelle synet der pengepolitikken er førstelinjeforsvaret i stabiliseringspolitikken.

## Kun pengepolitisk respons



12



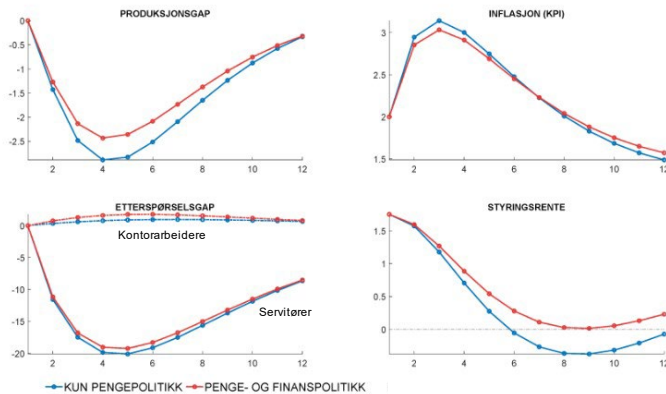
Denne figuren viser virkningene av sjokket på rente, inflasjon, produksjon og etterspørselen til henholdsvis «servitørene» og «kontorarbeiderne». Sentralbanken fører her en normal pengepolitikk der renten responderer på inflasjonen og den samlede aktiviteten (målt ved produksjonsgapet). Selv om sjokket bare rammer den ene sektoren, har det aggregerte effekter. Sentralbanken setter ned renten, og det reduserer fallet i produksjonsgapet. Selv om produksjonsgapet faller, øker inflasjonen. Grunnen til det er at valutakursen depresierer som følge av lavere rente, og det bidrar til høyere prisvekst på importvarer.

Rentenedsettelsen motvirker noe av fallet i etterspørselen blant «servitørene». Men samtidig stimulerer lavere rente etterspørselen til «kontorarbeiderne», som ikke er rammet av sjokket. De ender dermed med å ha marginalt høyere etterspørsel enn de hadde før sjokket inntraff. Pengepolitikken kan altså motvirke de aggregerte effektene av sjokket, men den kan ikke målrettes. Derfor kan den heller ikke påvirke fordelingen mellom «servitører» og «kontorarbeidere».

I dette tilfellet er det antatt at sentralbanken kan sette ned renten mye. Men i praksis kan rommet for rentenedsettelse være begrenset, enten fordi det er en grense for hvor lav styringsrenten kan bli før den mister gjennomslag til markedsrentene, eller fordi det kan være andre grunner til at sentralbanken nødvendig vil sette styringsrenten under et visst nivå. For eksempel er flere sentralbanker, inkludert Norges Bank, svært tilbakeholdne med å sette en negativ styringsrente, fordi det kan føre til uønskede og utilsiktede virkninger i finansmarkedene. Den nedre grensen for renten er antydning ved den stiplede linjen i figuren. Hvis denne grensen er bindende, vil pengepolitikken være mindre i stand til å motvirke det økonomiske tilbakeslaget.



## Pengepolitikk og tradisjonell finanspolitikk

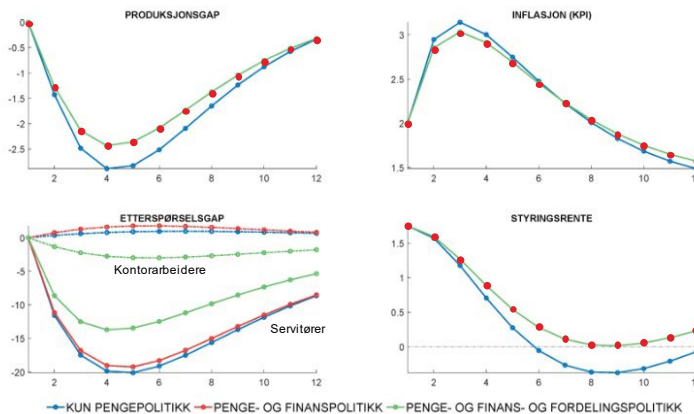


13



Anta nå at finanspolitikken supplerer pengepolitikken i form av en tradisjonell aggregert motkonjunkturpolitikk, som responderer på *samlet* etterspørsel. Dette tilfellet er vist i denne figuren. Vi ser at med en ekspansiv finanspolitikk, blir behovet for rentenedgang mindre, og den nedre grensen for renten er ikke lenger bindende, slik vi har spesifisert finanspolitikken. Men selv om en slik politikk er gunstig med hensyn til den nedre grensen, vil heller ikke en tradisjonell ekspansiv finanspolitikk bidra til jevnere etterspørsel mellom «servitører» og «kontorarbeidere».

## Pengepolitikk og målrettet finanspolitikk



14



I motsetning til pengepolitikken, kan finanspolitiske tiltak målrettes. I denne figuren antar jeg at myndigheten er opptatt av fordeling, og iverksetter målrettet støtte til «servitørene». Vi ser at etterspørselen til «servitørene» faller mindre. I disse modelløvelsene har jeg antatt at det er en viss omfordeling fra «kontorarbeiderne» til «servitørene», slik at etterspørselen blant «kontorarbeiderne» faller noe.

Støtten til «servitørene» har også en effekt på samlet etterspørsel, og behovet for svært lav rente blir mindre også her. (Den grønne linjen ligger oppå den rød). I denne modelløvelsen er det derfor potensielt store gevinster ved å ha en målrettet finanspolitikk i tillegg til pengepolitikken.

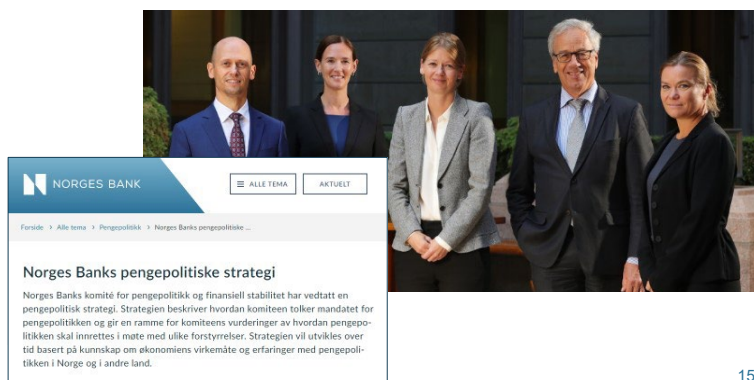
Å kunne målrette virkemidlene er generelt en gunstig egenskap når asymmetriske sjokk inntreffer. I modelløvelsen her har jeg antatt at det er lett å identifisere hvilken gruppe som er

rammet av sjokket. Det er kanskje en naturlig antagelse for å illustrere støttetiltakene under pandemien. Ofte er det imidlertid svært krevende å identifisere hvordan ulike grupper påvirkes. I tillegg er det i praksis ikke alltid opplagt om det er et midlertidig sjokk, som antatt her, eller et varig sjokk. Hvis det viser seg å være et varig sjokk, kan målrettede tiltak kunne hindre en nødvendig omstilling.

Det er flere dimensjoner av politikk sammensetningen som ikke er ivarettatt i de enkle modelløvelsene jeg har vist, men som vi ønsker å se nærmere på i fremtiden. For eksempel kan politikk sammensetningen være av betydning for å unngå at stabilisering av realøkonomien kan føre til oppbygging av finansielle ubalanser.

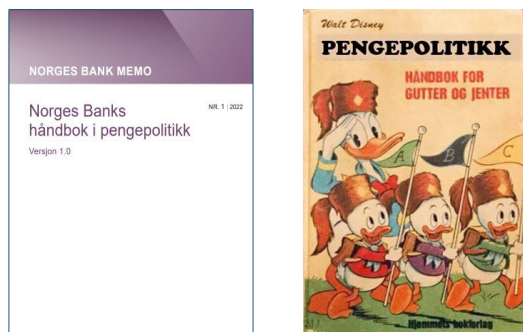
Jeg har nå illustrert at det kan være gevinster ved et godt samspill mellom penge- og finanspolitikken. Det er viktig at sentralbanken er uavhengig. Det er likevel en fordel om de to politikkområdene har god kjennskap til hverandres reaksjonsmønstre for å treffe riktige beslutninger. Informasjonsutvekslingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank bidrar til dette.<sup>3</sup>

## Norges Banks pengepolitiske strategi



I desember publiserte Norges Bank den pengepolitiske strategien til Komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet. Strategien bygger en bro fra mandatet for pengepolitikken til den praktiske utøvelsen.

## Håndbok i pengepolitikk



<sup>3</sup> Dette ble også påpekt i Nasjonalbudsjettet for 2022, der regjeringen skriver at «(d)et er særlig viktig at utformingen av finanspolitikken og pengepolitikken bygger på en felles forståelse av den økonomiske situasjonen og hvordan politikken virker, både hver for seg og i samspill».

Det faglige grunnlaget for pengepolitikken generelt, og strategien spesielt, har vi nå samlet i form av «Norges Banks håndbok i pengepolitikk», som vi publiserer i dag. Ambisjonen er at håndboken skal kunne sees på som en slags «hakkespettbok» i pengepolitikk. Hvis det er noe dere lurer på om pengepolitikken i Norge, kan dere slå opp i håndboken.

Vi håper at publiseringen av både strategien og håndboken vil gi myndigheter og andre interesserte bedre innsikt i de pengepolitiske vurderingene, reaksjonsmønsteret og beslutningsgrunnlaget vårt. Dessuten ønsker vi å diskutere faglige problemstillinger av relevans for pengepolitikken med dere og andre eksterne fagmiljøer. Strategien og håndboken vil forhåpentligvis være nyttig i så måte.