

Finanspolitikk og pengepolitikk – fettere eller siamesiske tvillinger?

Boligkonferansen 2022

Olav Slettebø, SSB

Leif Johansen (1962)

Sonderingen mellom pengepolitikken og finanspolitikken er ikke klar og éntydig. En kan trekke skillelinjen etter f. eks. følgende kriterier:

- a) Etter hvilke organer som treffer avgjørelsene. En kunne f. eks. si at de politiske avgjørelser som treffes av sentralbanken er pengepolitiske, mens de som treffes av bestemte statsorganer er finanspolitiske (*andre* statsorganer hvis sentralbanken som i Norge er i statens eie). Et slikt skille kan imidlertid bli nokså vilkårlig. Når disse statsorganer og sentralbanken er nøye koordinert, vil det ofte være rent praktiske ting som avgjør hvem som skal treffe de forskjellige slags beslutninger. I alle fall kan en allikevel si at sentralbanken driver *ikke* finanspolitikk (mens det derimot kan være slik at staten driver pengepolitikk).
- b) En kunne tenke seg å trekke skillet etter hvilke formål som tilstrebes. En kunne da si at det som tar sikte på å påvirke pengeverdien, valutaforholdene osv. er pengepolitikk, mens finanspolitikk er det som tar sikte på å dekke de kollektive behov og det som tar sikte på å påvirke sysselsettingen. Det framgår imidlertid av den generelle diskusjonen om mål og midler foran at det neppe lar seg gjøre å trekke noen fornuftig skillelinje på denne måten.
- c) En kan trekke skillelinjen etter hvilke markeder de forskjellige tiltak *direkte* griper inn på. En kunne da si at pengepolitikk er det som i første omgang virker på fordringsmarkedene, mens finanspolitikken utgjøres av alle andre inn- og utbetalinger fra staten. Dette svarer stort sett til en annen definisjon som av og til anvendes: Finanspolitikken bestemmer utviklingen av det offentliges nettogjeld (inklusive utløpende pengemengde), mens pengepolitikken bestemmer dens sammensetning.

Hvordan pengepolitikken kan påvirke finanspolitikken – noen eksempler

- Statsgjeld og rentekostnader på den («Handlingsrom»)
- Frykt for økte renter kan gi strammere budsjetter
- Høye renter kan medføre krav om kompensasjon gjennom finanspolitikken

Hvordan finanspolitikken kan påvirke pengepolitikken – noen eksempler

- Statsgjeld og rentekostnader på den
- Støtteordninger kan dempe presset på renta
- Finanspolitikk påvirker ulikhet – som kan påvirke pengepolitikkens effektivitet

Balansekunst i 2022

- Den mest krevende avveining siden 80-tallet
- «Når man kjører inn i tåka, bør man dempe farten» vs. «kvel inflasjonen i starten, ellers biter den seg fast»
- Folk nederst på inntektsstigen risikerer størst regning uansett. Den økonomiske politikken kan motvirke dette



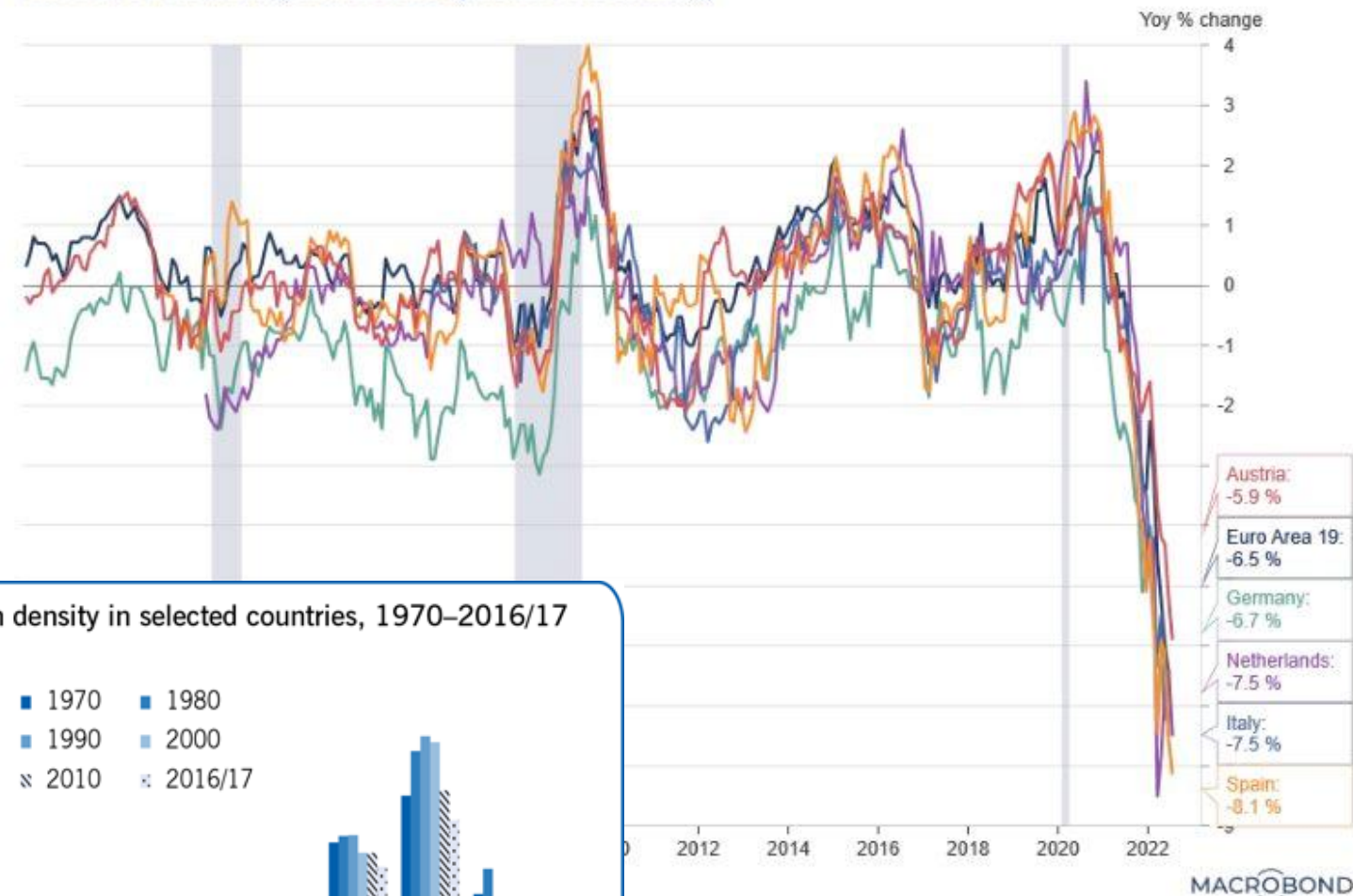
Minsky (1986) om to typer inflasjon

- 1: Uventet inflasjon som skyldes eksterne sjokk, ofte på tilbudssiden
- 2: Selvforsterkende – dvs. lønns- og prisspiral
- Nr 1 kan utvikle seg til nr 2....

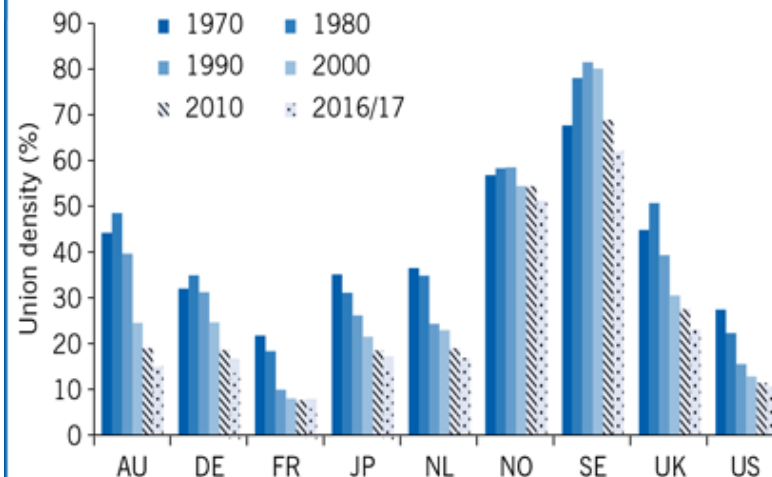
Har vi en lønns- og prisspiral i vestlige land?

- Store reallønnsfall i USA, Europa og Norge
- Nye lønnstall fra SSB 27. oktober, bare å glede seg...
- Mye lavere fagforeningstetthet i USA og Europa enn på 70/80-tallet
- Globalisering kan vanskeliggjøre høye nominelle lønnskrav

Euro area real negotiated wages are declining



Union density in selected countries, 1970–2016/17



Source: Based on Figure 1.

Vedum i DN 12. september 2022

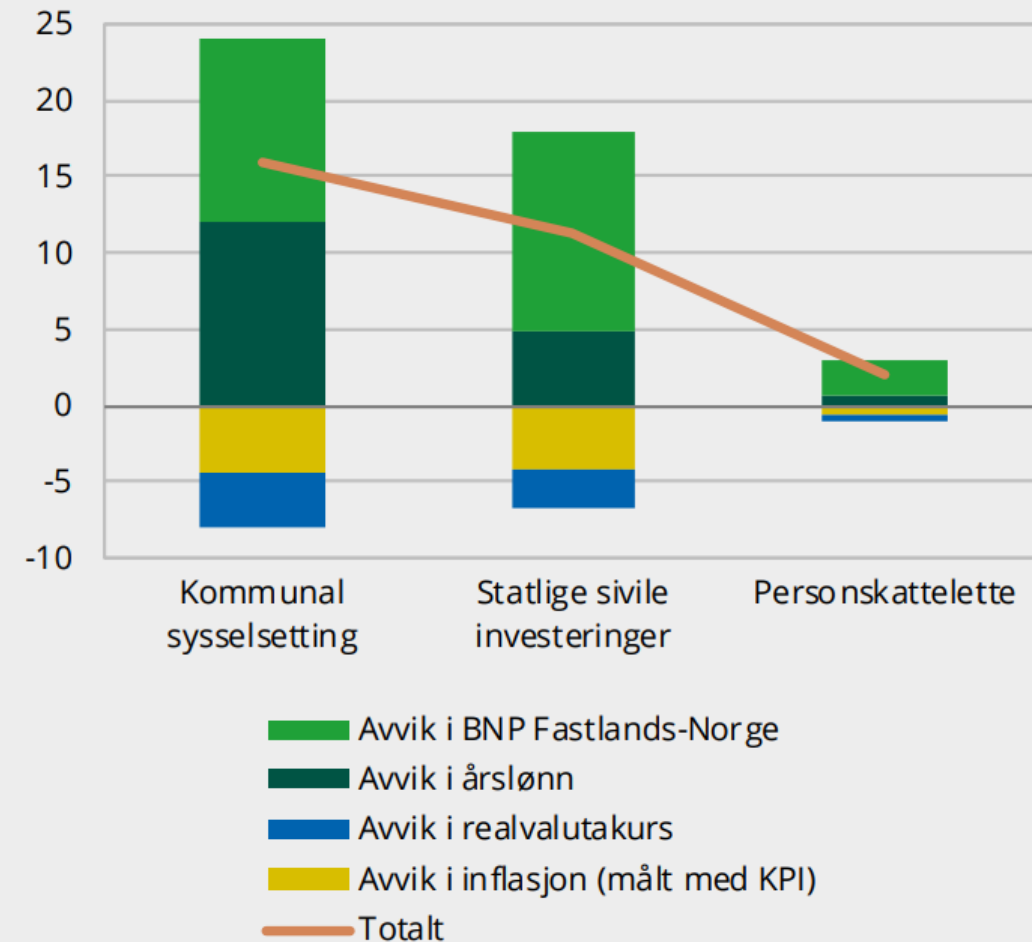
Ingen tid for eksperimenter nå

Offentlig pengebruk øker presset i økonomien. For hver krone ekstra vi bruker i statsbudsjettet, øker sjansen for at Norges Bank innfører ytterligere renteøkninger for å få kontroll på prisveksten.

SSB i
Konjunkturtendensene,
9. september 2022

- «Våre beregninger viser at det ikke nødvendigvis vil ha stor betydning for rentenivået dersom oljepengebruken øker noe»

Bidrag til endring i pengemarkedsrenta i 2023. Basispunkter



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Hvem har rett?

- Institusjonelle årsaker til at FIN mener at «hver krone teller likt»
- Men mer detaljer i budsjetteffektberegningene

Er budsjettforslaget stramt, nøytralt eller ekspansivt?

Først litt om nasjonalregnskap...

- $\text{BNP} + \text{import} = \text{Konsum} + \text{investeringer} + \text{off. konsum og inv.} + \text{eksport}$
- Importandel
- Konsumtilbøyelighet

Fra NB23

«Budsjetteeffektberegningene (...) sier noe om virkningen av endringer i offentlige inntekter og utgifter på fastlands-BNP.

(...) se på utviklingen i inntektene og utgiftene relativt til om de hadde fulgt trendveksten i økonomien»

Tabell 3.11 Budsjettvirkninger på fastlands-BNP ifølge KVARTS. Prosent

	Budsjetimpuls ¹	Virkninger på fastlands-BNP			
		2020	2021	2022	2023
2020	3,2	0,0	0,5	0,9	1,4
2021	-2,2		0,1	-0,2	-0,6
2022	-0,2			0,3	0,2
2023	-0,9				0,1
Samlet ²	-0,2	0,0	0,6	1,0	1,1

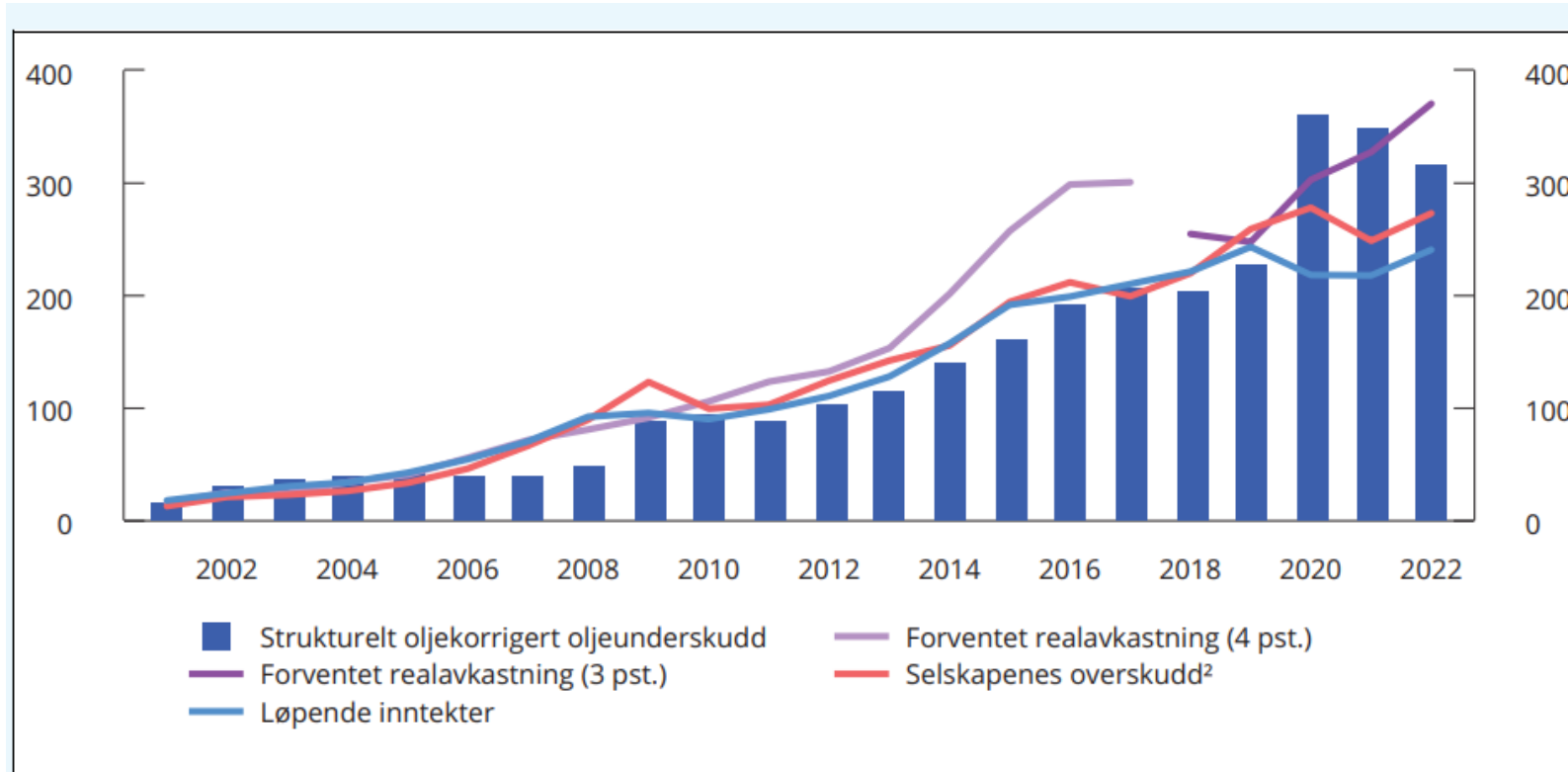
Alternativ innfallsvinkel

	2021	2022	2023
Oljekorrigert budsjettunderskudd	368 968	304 445	257 048
BNP Fastlands-Norge	3 267 400	3 599 300	3 801 600
Andel	11,29 %	8,46 %	6,76 %
Vekst i underskudd		-17,5 %	-15,6 %
Vekst i BNP-FN		10,2 %	5,6 %

Oljepengebruk og pengepolitikk

- Norges Bank justerte opp antatt oljepengebruk i siste PPR
- «Det har ikke hatt stor betydning for anslagene våre»
- Finanspolitikk som demper virkningene av inflasjon, kan i teorien «fyre opp». Case in point: Strømstøtte
- Fortegnet kanskje riktig, men effekten liten sett i forhold til 1. ordensreduksjonen i KPI – som hjelper Norges Bank
- Holm og Hagedorn, UiO: KPI-JAE viktigst for NB – kan tale for strømstøtte til bedriftene

Lave renter, verdivurderinger og h-regel



Figur 3.24 Strukturelt oljekorrigert budsjetunderskudd og ulike måter å operasjonalisere den langsiktige rettesnoren for bruk av fondsmidler¹

¹ I 2001 var anslaget på forventet realavkastning 4 prosent. Fra og med Nasjonalbudsjettet 2018, lagt frem i oktober 2017, ble anslaget nedjustert til 3 prosent.

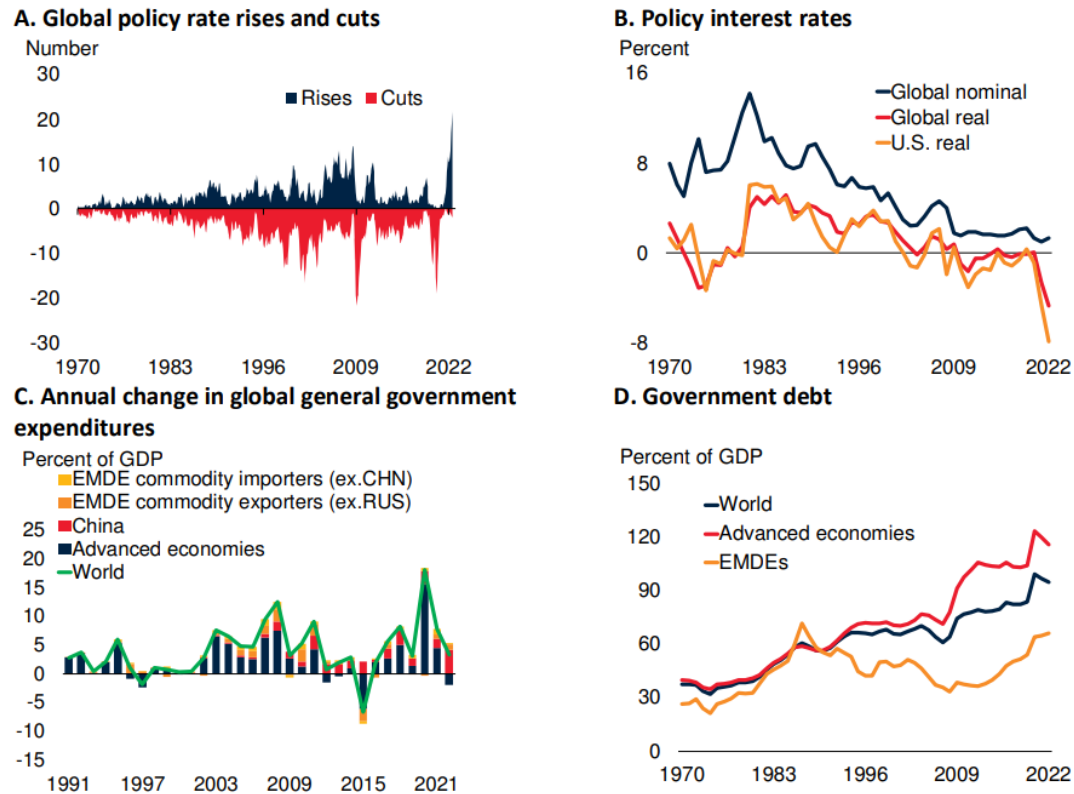
² Beregningen av rettesnoren basert på glattet overskudd benytter den bokførte verdien av egenkapitalen ved inngangen til året multiplisert med et glidende gjennomsnitt av egenkapitalavkastningen på fem år fratrukket årlig gjennomsnittlig aksjeutvanning i perioden. Den bokførte egenkapitalen er beregnet ved å dividere markedsverdien med den relative prisingen av egenkapitalen (P/B). Både P/B og egenkapitalavkastningen er hentet fra MSCI. For obligasjoner er «uttaket» bestemt av renteinntektene fratrukket gjennomsnittlig inflasjon i fondets levetid, beregnet til 1,8 pst. årlig.

En mulig konklusjon

- Ikke helt klart hva som er p-pol og hva som er f-pol...
- Samspillet betydelig – har muligens vært undervurdert
- Neppe ønskelig å la pengepolitikken være «the only game in town» når konjunkturer skal stabiliseres
- Men det blir for enkelt å bare se på «oljepengebruken»
- Finanspolitikken har mange andre mål som bør veie tungt

Bonus: Internasjonalt

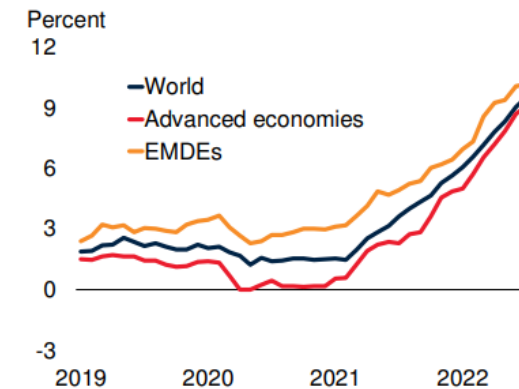
Figure 5. Interest rates, government expenditures, and debt



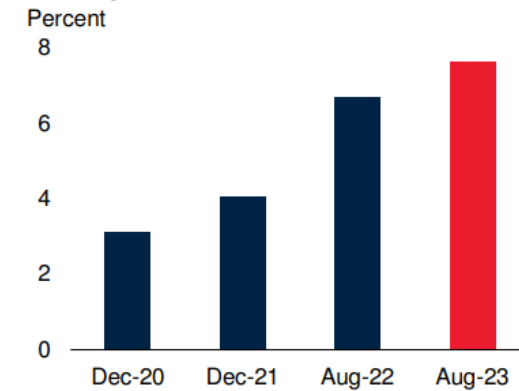
Sources: Bank for International Settlements; Federal Reserve Economic Data; Havers Analytics; International Monetary Fund; Kose et al. (2022); Oxford Economics; World Bank.

Figure 6. Inflation, interest rates, and fiscal balances

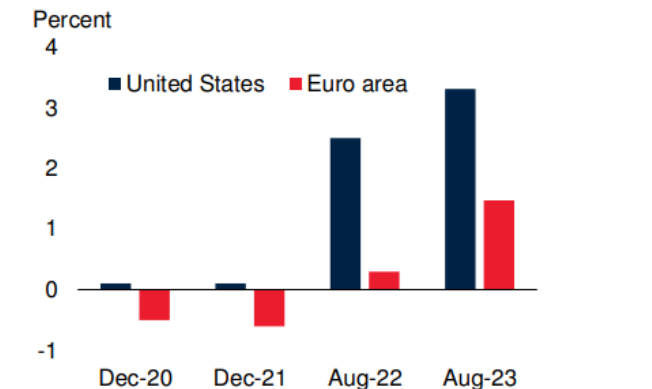
A. Monthly CPI inflation



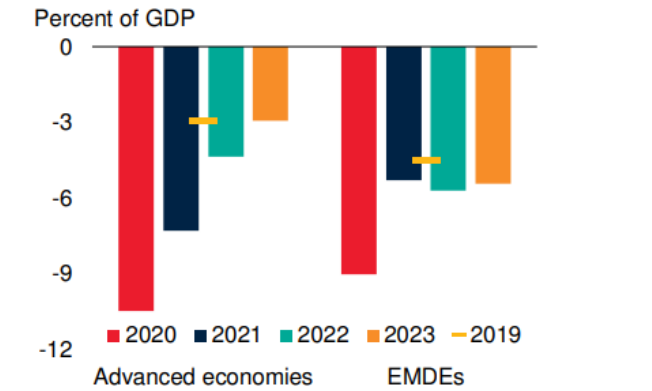
C. Policy interest rates in EMDEs



B. Policy interest rates in the United States and euro area



D. Fiscal balances



Effekter av stram pengepolitikk i USA

- Sterkere dollar
- Vanskeligere for land med dollarlån å betjene gjeld
- Når alle strammer samtidig, kan det bli spesielle aggregerte effekter
- Globale faktorer er blitt viktigere for å forklare inflasjon over tid (Ha, Kose, Ohnsorge 2019).
- Når mange sentralbanker strammer inn samtidig, kan det bety at sentralbanken må gjøre mindre enn det man har vært vant til (Obstfeld, 2022)

Til slutt

A. Web searches about recessions

Index, peak popularity = 100

