

Pengepolitisk strategi – fra mandat til beslutninger

Foredrag av sentralbanksjef Øystein Olsen på seminar i regi av Senter for monetær økonomi (CME)/Handelshøyskolen BI, 20. oktober 2021.

Introduksjon

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å sikre en stabil pengeverdi. Hvordan oppdraget utføres, har variert over tid. Dagens pengepolitiske regime i Norge – inflasjonsstyring – fyller i år 20 år. Regimet har for lengst ristet av seg barnesykdommene og har nå forlatt tenårene. Men det betyr ikke at det har funnet sin endelige form. Fra tid til annen må vi stoppe opp og heve blikket. Det skjedde blant annet i forbindelse med utarbeidelsen av ny sentralbanklov og ny forskrift for pengepolitikken. Det nye mandatet trådte i kraft i mars 2018 og reflekterte blant annet erfaringer med inflasjonsstyringen så langt.

Figur: Fra mandat til beslutning

Ifølge mandatet skal pengepolitikken sikre lav og stabil inflasjon, bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting, samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Men hva innebærer disse målformuleringene? Dessuten: Hvordan skal de ulike målene veies mot hverandre hvis det oppstår en konflikt? Dette er spørsmål uten entydige svar.

I overgangen mellom mandatet og de konkrete beslutningene trengs det et rammeverk for de pengepolitiske diskusjonene og vurderingene; en strategi som gir en rettesnor for hvordan vi bør reagere på ulike utfordringer og forstyrrelser.

Strategien gir oss et godt utgangspunkt når vi står overfor krevende avveieringer. Ved å være åpne om hvordan vi tenker rundt vårt mandat og de valgene vi må ta, ønsker vi å skape forståelse for den politikken som føres og forankre inflasjonsforventningene til målet. Arbeidet med å videreutvikle og konkretisere strategien er en kontinuerlig prosess og en viktig del av arbeidet i Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet.

Det siste halvannet året har de økonomiske konsekvensene av pandemien preget de pengepolitiske diskusjonene. Ikke bare hos oss, men også i alle andre sentralbanker. Utfordringene har kretset rundt problemstillinger som ligger i kjernen av den pengepolitiske strategien. Én utfordring har vært at lave renter over tid begrenser handlingsrommet for å drive ekspansiv pengepolitikk når store sjokk treffer økonomien. En annen er risikoen for at den historisk sterke nedturen under pandemien vil gi varige sår i form av lavere sysselsetting. Og en tredje utfordring er knyttet til den kraftige veksten i boligpriser, som kan øke risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

La disse problemstillingene være bakteppet for dagens foredrag.

Ulike forstyrrelser rammer økonomien

Økonomien er til stadighet utsatt for både små og store forstyrrelser som bringer inflasjonen bort fra målet. Noen av disse forstyrrelsene velger vi å se gjennom. Det gjelder spesielt når vi tror utslaget blir lite og kortvarig. Utsettes derimot økonomien for sjokk som kan gi store og langvarige endringer i inflasjon og sysselsetting, skal vi reagere. Hvordan vi reagerer på slike forstyrrelser, avhenger av effektene de har på økonomien.

I lærebøker i økonomisk teori klassifiseres forstyrrelser som enten tilbuds- eller etterspørselssjokk. Sjokkene har ulike implikasjoner for pengepolitikken. Et negativt etterspørselssjokk gir lavere produksjon og lavere prisvekst, og bør derfor motvirkes ved hjelp av ekspansiv pengepolitikk. Et negativt tilbudssjokk gir også lavere produksjon, men høyere prisvekst. Den pengepolitiske responsen avhenger av hvor viktig det er å holde produksjon og sysselsetting oppe sammenliknet med behovet for å dempe prisstigningen. Med en fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen kan vi tilpasse pengepolitikken til de sjokkene som treffer økonomien og til den aktuelle situasjonen.

Gjennom pandemien fikk vi både et stort fall i etterspørsel og begrensninger på tilbudssiden. Arbeidstakere ble syke eller var hjemme i karantene, virksomheter ble pålagt å stenge, og internasjonale forsyningslinjer ble brutt. Normalt skulle det gitt økt press på priser og lønninger. Men prisveksten på norskproduserte varer og tjenester falt. Det skyldtes i hovedsak at konsumentene reduserte etterspørselen etter varer og tjenester som involverte smittefare, enten fordi de selv valgte det eller som følge av pålagte smitteverntiltak fra myndighetene.^[1] Lønnsveksten har også vært lav.

I hovedsak var effektene som ved et kraftig negativt etterspørselssjokk. Følgelig var det behov for mer ekspansiv pengepolitikk, som bidro til å holde etterspørselen og sysselsettingen oppe i bransjer som ikke var stengt ned. En lav rente gjorde også bedrifter og husholdninger som var rammet av inntektsbortfall bedre i stand til å betjene gjelden sin.

Pengepolitikken er et førstelinjeforsvar i konjunkturstyringen. Rentebeslutninger kan iverksettes raskt, og renten påvirker store deler av økonomien. Men både pandemien, og før den finanskrisen, har illustrert at når økonomien treffes av store sjokk må finanspolitikken ta en sentral rolle for å begrense fall i inntekt og etterspørsel. Finanspolitikken har kunnet rette tiltakene inn mot sektorer og grupper som ble hardest rammet. Økte dagpenger og mer gunstige vilkår for permitterte har begrenset inntektsbortfallet for de mest utsatte husholdningene. Garantier og lån til bedrifter har bidratt til å holde konkursnivået lavt og gjøre det lettere å starte opp igjen når de helsepolitiske begrensningene ble fjernet. Slike målrettede tiltak har begrenset fallet i realøkonomien (Bjertnæs m. fl., 2021).

Lav nøytral realrente begrenser handlingsrommet

Ved inngangen til pandemien var pengepolitikken allerede strukket langt i mange land. I etterkant av finanskrisen og eurokrisen var styringsrentene kommet ned til historisk lave nivåer, og ukonvensjonell pengepolitikk var tatt i bruk flere steder. Det lave rentenivået skyldes ikke utelukkende den ekspansive pengepolitikken. Deler av forklaringen finner vi også i strukturelle endringer. Aldring, fallende produktivitetsvekst og økt etterspørsel etter trygge rentepapirer har senket nivået på likevektsrealrenten – også kalt den nøytrale realrenten. Det er det rentenivået som gir balanse mellom den samlede etterspørselen og produksjonspotensialet i økonomien.

Figur: Den nøytrale renten har falt

Den nøytrale renten er en størrelse som ikke kan observeres; den må anslås. Figuren her viser anslag på den nøytrale realrenten i pengemarkedet basert på to ulike metoder. Begge tilnærmingene viser en nedgang over tid. Andre studier finner tilsvarende resultater.

Disse analysene indikerer at den nøytrale realrenten nå er rundt null. Det har implikasjoner for pengepolitikken. Lavere likevektsrealrente har gjort handlingsrommet i rentesettingen mindre. Det skyldes at styringsrenten ikke kan settes vesentlig under null før den mister gjennomslaget til bankenes innskudds- og utlånsrenter. Dermed kan vi oftere enn tidligere komme i situasjoner der rentesettingen ikke kan bli så ekspansiv som konjunkturforløpet tilsier. Pengepolitikken vil ha mindre muskler å bruke i en nedgangskonjunktur enn den har når pilene peker oppover. Det innebærer en fare for at aktivitetsnivået og inflasjonen i gjennomsnitt blir lavere enn ønskelig.

Fallet i den nøytrale realrenten og faren for lengre perioder med vedvarende lav inflasjon har vært et viktig bakteppe i den politikken som har vært ført internasjonalt de siste årene. Situasjonen har også preget strategidiskusjonene i flere sentralbanker.

I USA har Federal Reserve åpnet for at det kan være nødvendig å sikte mot en inflasjon noe over 2 prosent etter en periode med inflasjon under målet (Federal Reserve, 2020). Den europeiske sentralbanken har nylig innført et symmetrisk inflasjonsmål rundt to prosent på mellomlang sikt. De har signalisert at om nødvendig kan inflasjonen ligge noe over målet i en begrenset periode (ECB, 2021). For begge sentralbankene har betydningen av å forankre inflasjonsforventningene til inflasjonsmålet stått sentralt i utformingen av den nye strategien. Ved å kommunisere at de godtar, eller til og med ønsker, en inflasjon som skyter over målet, signaliserer de i tillegg at renten vil kunne forbli lav lenge. Det kan i seg selv gjøre pengepolitikken mer ekspansiv.

Også her hjemme innebærer det lave nivået på den nøytrale realrenten at vi oftere kan havne i en situasjon der den nedre grensen for styringsrenten begrenser hvor ekspansiv pengepolitikken kan bli. Men erfaringer kan tyde på at disse utfordringene er noe mindre i Norge enn i mange andre land. Kronen har en tendens til å svekke seg og bidra til høyere inflasjon i situasjoner med internasjonalt tilbakeslag og økt usikkerhet. Det kan bidra til å holde utsiktene

for inflasjonen oppe og dermed motvirke at den faktiske realrenten øker for en gitt nominell rente.

Lav og stabil inflasjon er det primære målet

Figur: Inflasjonen svinger rundt målet

Lav og stabil inflasjon er det primære målet for pengepolitikken. Prisstabilitet er det beste bidraget pengepolitikken kan gi for å fremme høy velferd, høy sysselsetting og økonomisk vekst over tid. Et eksplisitt mål for inflasjonen gir aktørene i det økonomiske livet et anker for inflasjonsforventningene. Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil være lav og stabil, vil svingninger i prisveksten rundt målet trolig ikke ha vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader. Da kan vi også ta andre hensyn enn til inflasjonen i de pengepolitiske avveiningene. Men hvis inflasjonen vedvarende blir liggende vesentlig over eller under målet, er det fare for at tilliten til det nominelle ankeret brister.

I rentesettingen sikter vi mot å stabilisere inflasjonen rundt målet på 2 prosent. Vår ambisjon er å unngå store og vedvarende avvik fra inflasjonsmålet, både på over- og undersiden. Men vi har ikke som ambisjon å finstyre inflasjonen. Det er heller ikke mulig. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og det er usikkerhet med hensyn til hvordan renten virker på deler av økonomien.

I vurderingen av hvordan vi skal reagere på avvik fra inflasjonsmålet, vil vi legge vekt på årsakene til avvikene og risikoen for at de skal bli større. Ofte vil vi velge å se gjennom kortsiktige svingninger i prisveksten. Prisbevegelsene nå i høst er et godt eksempel. I september var årsveksten i konsumprisindeksen drøyt 4 prosent, mens indikatorer for den underliggende inflasjonen lå langt lavere. Forskjellen skyldes i hovedsak den sterke økningen i energiprisene de siste månedene. Dette er priser som tidligere har vist til dels store svingninger.

Hvor raskt vi søker å nå inflasjonsmålet, vil avhenge av om det er konflikter mellom politikken som kreves for å nå inflasjonsmålet og de øvrige hensynene i pengepolitikken. Når inflasjonen er lavere enn målet, kan aktiviteten i realøkonomien få betydning for hvor raskt vi ønsker å få inflasjonen opp igjen. Når vi setter renten vil vi normalt prioritere å få inflasjonen raskere opp dersom det er lav aktivitet i økonomien enn vi vil dersom aktiviteten er høy. I en situasjon med inflasjon over målet, vil vi tilsvarende sikte mot å få inflasjonen ned raskere når det er høy aktivitet i realøkonomien enn når aktiviteten er lav.

Siden inflasjonsstyringen i pengepolitikken ble innført for to tiår siden, har den gradvis blitt mer fleksibel. I begynnelsen skulle prisveksten stabiliseres på målet innen to år. Horisonten ble etter hvert utvidet til «ett til tre år», og senere til «mellomlang sikt». Denne utviklingen har vært mulig fordi utsiktene for inflasjonen har vært godt forankret nær målet (St.meld. nr. 8, 2017-18). Hvor raskt vi søker å nå inflasjonsmålet kan da balanseres mot de øvrige hensynene i pengepolitikken. Det gjør oss i stand til å legge mer vekt på produksjon og sysselsetting når økonomien blir utsatt for store og langvarige forstyrrelser.

Pengepolitikken kan bidra til høy sysselsetting

Pengepolitikken kan ikke ta hovedansvaret for nivået på produksjon og sysselsetting, men den vil i normale tider være et førstelinjeforsvar i konjunkturstyringen.

Som jeg har vært inne på, var det i mars i fjor gode grunner til å sette styringsrenten til et historisk lavt nivå. Nedgangen vi er på vei ut av, har vært historisk dyp. Da pandemien slo inn over landet og økonomien stengte ned i første halvdel av 2020, ble nær ti prosent av arbeidsstyrken registrert som helt arbeidsledige. Siden den gang har forholdene bedret seg, og ledigheten har kommet ned på et nivå som nærmer seg nivået før krisen.

Figur: Mange har stått lenge uten arbeid

Men fortsatt er det mange som har stått lenge uten arbeid. Samtidig har etterspørselen etter arbeidskraft de siste månedene økt kraftig. Etter våre beregninger er antall ledige stillinger som andel av arbeidsstyrken nå på det høyeste nivået siden før finanskrisen (Norges Bank, 2021). Trolig gjenspeiler dette midlertidige tilpasningsproblemer i kjølvannet av pandemien. Men det kan også være et tegn på manglende samsvar mellom kompetansen til de ledige og kvalifikasjonene som arbeidsgivere etterspør. I så fall kan ledigheten feste seg på et høyere nivå enn før pandemien.

I vår operasjonelle tolkning av mandatet er høy og stabil produksjon i praksis nært sammenfallende med høy og stabil sysselsetting.^[2] I utgangspunktet er det gunstig om sysselsettingen er nær et nivå som representerer full sysselsetting, der alle som ønsker å arbeide har en jobb å gå til. Hvor dette nivået ligger, er imidlertid usikkert og vil variere over tid. Nivået vil blant annet avhenge av hvor mange av dem som er arbeidsledige eller utenfor arbeidsstyrken som vil eller kan komme i jobb.

Figur: Hva er full sysselsetting?

Den mørkeblå linjen i figuren viser utviklingen i arbeidsstyrken, som omfatter personer som er i jobb eller som aktivt søker arbeid. Tallene er basert på Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse. Dersom vi også inkluderer personer som oppgir at de ønsker å komme i jobb, selv om de ikke aktivt søker på jobber, ligger nivået enda høyere. Det er vist i den gule linjen. Den lyseblå linjen er konstruert ved å dele inn befolkningen i en rekke grupper på bakgrunn av alder og kjønn. Kurven viser det totale sysselsettingsnivået dersom hver av disse gruppene oppnår det høyeste nivået de har hatt historisk. Nivået har endret seg i takt med endringer i demografien og gruppenes sysselsettingsrater.

Det er urealistisk at den faktiske sysselsettingen kommer opp på et nivå som kan representere full sysselsetting. Selv i et velfungerende arbeidsmarked med lav ledighet, vil det alltid være personer på leting etter ny jobb og arbeidsgivere som søker etter nye arbeidstakere. I praksis vil dessuten lønninger og priser tendere til å skyte fart før det nivået som representerer full sysselsetting er nådd.

Figur: Sysselsetting forenlig med prisstabilitet (I)

I utøvelsen av pengepolitikken sikter vi mot det høyeste nivået på sysselsettingen som er forenlig med prisstabilitet over tid. Nivået er først og fremst bestemt av strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken. Pengepolitikken oppgave er å *bidra til* at sysselsettingen stabiliseres rundt dette nivået.[\[3\]](#)

De samfunnsøkonomiske kostnadene ved konjunktursvingninger er asymmetriske. I utøvelsen av pengepolitikken er høy sysselsetting bare uønsket i den grad det fører til for høy lønns- og prisvekst. Lav sysselsetting, derimot, kan gi for lav inflasjon, men har i tillegg direkte kostnader i form av tapt verdiskaping og økonomiske og helsemessige konsekvenser for dem som ikke finner arbeid.

Vi søker å ta hensyn til de asymmetriske kostnadene i vårt pengepolitiske reaksjonsmønster. I en situasjon der arbeidsledigheten er lavere enn normalt vil vi ikke nødvendigvis føre en stram pengepolitikk, så lenge det er utsikter til at inflasjonen vil holde seg i et område nær 2 prosent og det ikke er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp. Vi vil imidlertid være mer opptatt av å føre en ekspansiv pengepolitikk når ledigheten er høyere enn normalt.

Figur: Sysselsetting forenlig med prisstabilitet (II)

Såkalte hystereseeffekter kan også bidra til å gjøre kostnadene ved konjunktursvingninger asymmetriske. Dype og langvarige lavkonjunkturer kan gjøre at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå og at mange arbeidssøkere etter hvert trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Da kan lønninger og priser skyte fart på et lavere sysselsettingsnivå enn før tilbakeslaget. Nivået på sysselsettingen som er forenlig med stabil inflasjon vil synke.

Arbeidsledige som har vært lenge uten jobb, har større problemer enn de korttidsledige med å komme tilbake når etterspørselen etter arbeidskraft øker (Fevang, Markussen og Røed, 2020). Det er flere grunner til det. Folk som har vært langvarig utenfor arbeidslivet, kan etter hvert miste nødvendige ferdigheter eller motivasjon til å søke på nye stillinger. Kompetansen kan også være en annen enn den som potensielle arbeidsgivere etterspør. En studie av oljekrisen i 2014 viste at de som bodde i spesielt utsatte områder, hadde mindre sjanse for å være i jobb selv fem år senere (Ellingsen og Galaasen, 2021). Mange forlot arbeidsstyrken etter lang tids ledighet.

Normalt vil pris- og lønnspresset i økonomien bli lavere når ledigheten er høy. I en slik situasjon blir det lettere for de ledige å finne nye jobber. En rekke empiriske og teoretiske forskningsarbeider har imidlertid pekt på at langtidsledige og personer med en løsere tilknytning til arbeidsmarkedet har en begrenset innflytelse på lønnsdannelsen. Våre egne analyser viser at det først og fremst er de *korttidsledige* som bidrar til å holde prispresset i økonomien nede. For et gitt nivå på den totale arbeidsledigheten, vil altså en større andel langtidsledige gi *høyere* vekst i priser og lønninger enn om de ledige i all

hovedsak er korttidsledige. Priser og lønninger vil presses oppover etter hvert som korttidsledigheten kommer tilbake på et lavt nivå.

For å unngå langvarige eller permanente fall i sysselsettingen, kan det være nødvendig å handle tidlig og kraftig i starten av en nedgangskonjunktur. Det kan også være riktig å akseptere at inflasjonen midlertidig skyter over målet mens forholdene på arbeidsmarkedet normaliseres. Ved å motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige, og at korttidsledighet avløses av langtidsledighet og utenforskap, kan pengepolitikken bidra til at det gjennomsnittlige nivået på sysselsettingen over tid blir høyest mulig.

Lave renter skaper risiko for finansielle ubalanser

Lave renter over tid gir en risiko for at finansielle ubalanser kan bygge seg opp. Den ekspansive pengepolitikken gjennom pandemien har bidratt til en kraftig vekst i boligprisene. Vi har sett det samme i andre land. Veksten gjenspeiler særtrekkene ved den økonomiske nedgangen. Den har rammet ulikt. Selv om mange har mistet jobben eller blitt permittert, har de fleste husholdningers inntekt holdt seg oppe. Samtidig har forbruksmulighetene vært begrenset, og mange har tilbragt store deler av både fritiden og arbeidstiden hjemme. Et historisk lavt rentenivå har gjort det lettere å betjene boliglån.

Figur: Boligpriser og gjeld har økt lenge

Veksten i boligprisene i Norge gjennom pandemien kommer på toppen av en sterk utvikling over lang tid. I takt med dette har husholdningenes gjeldsbelastning økt kraftig. Mens eksisterende boligeiere har nytt godt av at de høyere prisene øker egenkapitalen deres, har mange lånt penger for å komme inn på boligmarkedet.

En sterk økning i boligpriser og høy gjeldsoppbygging kan gjøre husholdningene mer sårbare for inntektsbortfall. Det øker risikoen for fremtidige kraftige tilbakeslag. Store og brå fall i boligpriser eller inntekt i forbindelse med en økonomisk nedgang kan føre til at tungt belånte husholdninger må stramme inn på konsumet. Dette forsterker igjen nedturen.

I pengepolitikken er hensynet til å motvirke finansielle ubalanser avledet av hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Et vedvarende lavt rentenivå kan gi grobunn for økt risikotaking, kraftig vekst i eiendomspriser og rask gjeldsoppbygging. Dersom det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, kan behovet for å sikre høy og stabil produksjon og sysselsetting frem i tid tilsa at renten holdes litt høyere enn ellers. Det kan bidra til å redusere risikoen for kraftige tilbakeslag i økonomien.

Motstykket er at en høyere rente kan ha kostnader i form av lavere etterspørsel og prisvekst på kort sikt (Gourio, Kashyap og Sim, 2017). I den praktiske utøvelsen av pengepolitikken søker vi å veie disse kostnadene opp mot gevinstene.

Det trenger ikke være en konflikt mellom stabilitet på kort og på lengre sikt. Ofte vokser boligpriser og kreditt raskt nettopp i perioder da aktivitetsnivået i økonomien er høyt og inflasjonen øker. Da vil en strammere pengepolitikk bidra til både økt stabilitet på kort sikt og redusert risiko for kraftige tilbakeslag lenger frem.

Pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser. Over tid er veksten i boligpriser og gjeld i stor grad bestemt av inntektsveksten, skattesystemet, den nøytrale realrenten og reguleringen av bolig- og kredittmarkedet. Dette er forhold pengepolitikken i liten grad kan påvirke. Regulering og overvåking av finansinstitusjoner er de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet.

Pengepolitikken kan ikke påvirke langsiktige utviklingstrekk

Skal rentesettingen fungere som et effektivt virkemiddel i den økonomiske politikken, må den ikke overbelastes. Pengepolitikken kan ikke ta ansvar for strukturelle utviklingstrekk, herunder endringer som skyldes teknologisk utvikling, demografi, globalisering eller hvordan vi organiserer velferdssystemet vårt.

La meg ta et konkret eksempel. Endringer i økonomisk ulikhet over tid skyldes i stor grad forhold som pengepolitikken i liten grad kan påvirke. Internasjonalt er økende handel med lavkostland, ny teknologi og endringer i skatte- og trykkesystemet blant faktorene som har blitt trukket frem for å forklare økt ulikhet innad i mange land de siste tiårene.

Men vedvarende lave renter påvirker inntekts- og formuesulikheten. Prisene på eiendom og andre formuesobjekter øker mens kostnadene ved å betjene lån faller. Pengepolitikken er likevel et lite egnet instrument i fordelingspolitikken. Det skyldes dels at styringsrenten ikke er særlig treffsikker med hensyn til å påvirke økonomisk ulikhet. I tillegg er det begrenset hvor mange målsetninger man kan forsøke å nå uten at det går på bekostning av de viktigste oppgavene for pengepolitikken – å sikre prisstabilitet og å bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

Et annet utviklingstrekk, som potensielt kan få store konsekvenser for den økonomiske utviklingen, er knyttet til klimaendringene. Tiltak for å redusere klimautslippene vil påvirke strukturen i økonomien generelt og næringer knyttet til olje- og gassproduksjon spesielt. Dette kan endre hvordan forstyrrelser påvirker økonomien og hvordan renten virker (NGFS, 2020).

Styringsrenten er ikke et egnet virkemiddel for å påvirke klimaet, men i arbeidet med pengepolitikken jobber Norges Bank for å øke kunnskapen om hvordan klimatiltak og klimaendringer påvirker den økonomiske utviklingen.

Avslutning

La meg avslutte.

Etter to tiår med inflasjonsstyring fremstår rammeverket som robust. Det har bestått prøven gjennom flere runder med store forstyrrelser, senest under pandemien. En viktig grunn er utviklingen mot en mer fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen. Det er et godt utgangspunkt å bygge videre på. Det er samtidig noen lærdommer vi bør holde fast ved. Jeg vil sammenfatte dem i tre punkter:

For det første: Så lenge utsiktene for inflasjonen er godt forankret, har moderate avvik fra inflasjonsmålet ikke store samfunnsmessige kostnader.

For det andre: I gjennomføringen av pengepolitikken må vi avveie ulike hensyn. Når inflasjonsstyringen er fremoverskuende og fleksibel, kan den også bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

For det tredje: Pengepolitikken kan fungere som et førstelinjeforsvar i konjunkturstyringen, men den kan ikke stå alene når økonomien utsettes for store sjokk. Finanspolitikken må da spille en sentral rolle, slik den har gjort under pandemien.

Til slutt – som jeg sa innledningsvis: Strategien for pengepolitikken må hele tiden videreutvikles i lys av erfaringene vi høster. For Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet er *det* en viktig del av oppdraget.

Referanser

- Bank for International Settlements (2021) *Annual Report 2020/21*.
- Bjertnæs, Geir H.M. m. fl. (2021) «COVID-19, tapt verdiskaping og finanspolitikkenes rolle. Utredning for Koronakommisjonen». Statistisk sentralbyrå Rapport 2021/13.
- Ellingsen, Nicolai og Sigurd Mølster Galaasen (2021) «Langvarige konsekvenser i arbeidsmarkedet». Norges Bank Working Paper 1/2021.
- European Central Bank (2021). *The ECB's monetary policy strategy statement*.
- Federal Reserve System, Board of Governors (2020). *Statement on longer-run goals and monetary policy strategy*.
- Fevang, Elisabeth, Simen Markussen og Knut Røed (2020) «Gråsoner i arbeidsmarkedet og størrelsen på arbeidskraftreserven». Frischsenteret Rapport 1/2020.
- Gourio, Francois, Anil K. Kashyap og Jae Sim (2017) «The tradeoffs in leaning against the wind». NBER Working Paper No. 23658.

- Guerrieri, Veronica m. fl. (2021) «Macroeconomic implications of Covid-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?». *American Economic Review* (kommende).
- Network for Greening the Financial System (2020) «Climate change and monetary policy, Initial takeaways». *NGFS Technical document*.
- Norges Bank (2021) «Pengepolitisk rapport 3/21».
- St.meld. nr. 8 (2017-18). Ny forskrift for pengepolitikken.

Fotnoter

[1] Guerrieri m.fl. (2020) har karakterisert situasjonen som et «Keynesiansk tilbudssjokk». Det beskriver en situasjon der et negativt tilbudssjokk skaper et fall i etterspørselen som fører til at produksjonen faller mer enn det opprinnelige fallet i tilbudet. Nedstengningen av økonomien gjorde at etterspørselen falt også i sektorer som ikke var direkte berørt.

[2] Når vi vurderer utviklingen i realøkonomien, tar vi utgangspunkt i et produksjonsgap. Selv om produksjonsgapet er definert relativt til BNP for Fastlands-Norge, legger vi særlig til grunn utviklingen i arbeidsmarkedet når vi beregner størrelsen på gapet. Det betyr at vi normalt ser gjennom kortsiktige svingninger i arbeidsproduktiviteten.

[3] I de pengepolitiske vurderingene vil vi løpende oppdatere vårt anslag på hvor høy sysselsettingen kan være før den kommer i konflikt med det overordnede målet om prisstabilitet.