

# Moderne pengepolitikk - til fordel for hvem?



## Månedsbrev 01/2021

**Arne Jon Isachsen**  
**Centre for Monetary  
Economics (CME)**

Sentralbanker har blitt kjøpere av verdipapirer de neppe noen år tidligere hadde hatt fantasi til å innbille seg at de skulle eie.

Penger nå for tiden er tall. Før var det gull. Hvilket betydde at pengene i seg selv hadde en verdi. Gull kan brukes til litt av hvert. Med en fast pris på gull, 38 dollar per unse i USA, og med nok gull i den amerikanske sentralbanken (Fed) til at dette løftet skulle fremstå som troverdig, satte man en demper på hvor mye penger som kunne skapes.

## I

Etter hvert som innskudd i bank overtok som penger fremfor sedler og gull, med bibehold av prisen 38 dollar per unse gull, måtte også omfanget av bankinnskudd begrenses. Da gullinnløsningsplikten ble opphevet – av president Nixon høsten 1971 – ble det mer fart i sakene. Sentralbankers styring med veksten i pengemengden, som var på mote frem til rundt slutten av 1980-tallet, ble mindre viktig.

Penger nå for tiden er tall. Før var det gull.

Det underliggende ønsket om at styring av pengemengdeveksten også skulle sikre lav inflasjon, slo ikke til. Om inflasjon var den sentrale variabel man gjerne ville ha kontroll på, fremstod en politikk der man direkte satte mål for hva den – inflasjonen, altså – skulle være som fornuftig, uten å gå veien om eget mål for vekst i pengemengden. New Zealand var første land ute

allerede i 1989. Andre fulgte etter, Norge blant "latecomers", tolv år senere.

## II

Førstelinjeforsvar ble et populært ord for pengepolitikken. Den skulle stille opp når tidene gikk landet imot. Hvilket innebar at sentralbanken skulle sette sine styringsrenter ned når vekst i arbeidsløshet, synkende produksjon, svekket samlet etterspørsel og slike tilstander inntraff. For senere å sette dem opp igjen når tidene ble bedre. Og således stå klar til en ny runde med lavere rente når situasjonen skulle tilsi behovet for dette.

Finanspolitikk, som tradisjonelt hadde vært hva man i første omgang grep til for å møte nedgangstider med, skulle holdes i beredskap for mer strukturpregede endringer i økonomien. Økte offentlige utgifter og lavere skatter er de tradisjonelle finanspolitiske virkemidlene.

Hvorvidt pengepolitikk eller finanspolitikk er best egnet til å møte konjunktuelle svingninger, er avhengig av hva slags økonomisk modell du tror på, og hva slags type sjokk som skaper nedgangstiden. Fordelen med pengepolitikk er at endringer her er enkel å iverksette. Ulempen er at vi ikke så lett kan vite hvordan lavere rente slår ut i samlet etterspørsel. Fordelen med finanspolitikk er at vi har god kunnskap

om virkningene i første omgang. Ulempen er at det tar tid å iverksette finanspolitiske tiltak.

### III

Etter hvert som sentralbanker interesserte seg mindre for veksten i pengemengden, og også etter hvert mistet kontrollen på den, ble tenkningen rundt hva som er god pengepolitikk også endret. Anført av Ben Bernanke i Fed under finanskrisen i 2008, begynte sentralbanker mer aktivt å bruke sin balanse. Man kjøpte ulike verdipapirer i markedet – alt fra statsobligasjoner til private gjeldspapirer og aksjer – og betalte ved å kreditere selgeren, private banker, med konto i sentralbanken, for handelen.

Hva er grensen for hvor mye sentralbanker skal laste inn på sine balanser?

Balansen til sentralbanker svulmet opp. De fremstod som betydelige kjøpere av verdipapirer de neppe noen år tidligere hadde hatt fantasi til å innbille seg at de skulle eie.

Hensikten var todelt. Få opp prisene på verdipapirer og dermed rentene ned. Ved å kjøpe lange obligasjoner kunne man mer direkte også påvirke lange renter. Ikke bare de korte som styringsrentene har fokus på. For det andre hjalp sentralbanker til med finansiering av banker som trengte å selge unna verdipapirer på sine balanser.

Mens pengepolitikk tidligere kun fokuserte på en pris – nemlig korte renter (og i noen grad på valutakursen) – fikk pengepolitikk nå også en mengde eller kvantitet å spille på. Ved å ta i bruk sin egen balanse kunne sentralbanken endre sammensetningen av verdipapirer i privat eie, og på den måten påvirke rentestrukturen. Hvordan banker som solgte verdipapirene – som sentralbanken endte opp med – anvendte midlene de fikk inn, betydde også noe for hvordan denne politikken virket.

### IV

Hvor skummel, eller farlig, er denne politikken? Hva er grensen for hvor mye sentralbanker skal laste inn på sine balanser? Sett at en del av de fordringene som en sentralbank har på sin balanse, ikke blir betjent. Tap må erkjennes og avskrives. Det betyr at tidligere eiere av disse papirene har lyktes med å lempe tapene over på sentralbanken. Mer generelt, når sentralbanker aktivt går inn i markeder for verdipapirer, og man forventer at de skal gjøre det, vil risikoviljen i privat sektor bli større. Hvor bra er det?

Før Bernanke i stor stil tok sentralbankens balanse i bruk, hadde Alan Greenspan gått opp løypa. Begrepet “Greenspan put”, som kom en gang utpå 1980-tallet, innebar at Fed stod klar til å kjøpe tilbake verdipapirer fra bankene om tidene tilsa det. Bankene opplevde dette som en form for en opsjon på salg av et verdipapir til en på forhånd kjent pris – en “put option”. Som

de ikke betalte noe for. Perfekt instrument. Sett med de private bankenes øyne. Som opplagt bevirket større vilje til å ta risiko.

innbyggere i Amerika når tidene var harde, og som motpost på sin balanse hadde evigvarende statsobligasjoner med null prosent i rente?

## V

Det generelle poenget er vel at finansmarkedene har fått store fordeler av måten pengepolitikk nå drives på. Hva om Fed tidvis heller gav et par tusen dollar til alle

15. januar 2021

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025>