

Nytt blikk på stabiliseringspolitikken

av professor Kai Leitemo, Handelshøyskolen i Oslo BI.

Finanskrisen aktualiserer en endring i utøvelsen av stabiliseringspolitikken. Den nåværende ordningen om at stabiliseringspolitikken ensidig blir tilordnet pengepolitikken vil i noen situasjoner undergrave den finansielle stabiliteten. Det dreier seg i hovedsak om situasjoner hvor sentralbanken må holde lav rente til tross for høy økonomisk vekst og aktivitet for å bringe inflasjonen opp. I disse tider hvor betalingsevnen høy og prisen på kreditt lav maksimeres sannsynligheten for at husholdninger og bedrifter ikke klarer å betjene gjelden når rentene igjen stiger med et tilhørende fall i økonomisk aktivitet og betalingsevne. Det å utøve standard inflasjonsmålstyring i slike tider er trolig oppskrift på den finansielle krisen vi nå er vitne til.

Verden så sterk produktivitetsvekst og kraftige fall i importprisene som følge av vekst i eksporten fra blant annet Kina gjennom de siste 5 årene. Dette gjorde at inflasjonen i mange land falt fra et allerede lavt nivå. Sentralbankene var redde for at inflasjonen skulle feste seg på et lavt nivå og førte en ekspansiv pengepolitikk gjennom lave renter. Denne utøvelsen av politikken har trolig fulgt prinsipper som til dels er gale og har medført at pengepolitikken har blitt for ekspansiv – noe vi nå ser tegn til ved at inflasjonen i mange land er over målet. Dette medfører i fravær av kredittkriser at rentene må mye opp og sannsynligheten for at nettopp kredittkriser skal oppstå tiltar. Hva handler disse gale prinsippene om? På grunn av forenkende antakelse har mange forskningsstudier rundt optimal fastsettelse av renten kommet til at (i) ekspansiviteten i pengepolitikken en omvendt proporsjonalt med realrenten målt fra et (ii) konstant normalnivå. Dette er rett og slett galt. Ekspansiviteten i pengepolitikken stiger omvendt *eksponensielt* med reduksjon i renten. Ekspansiviteten går mot uendelig når renten går mot null: når kreditt er gratis. På samme måte kan ett nivå på renten ha svært forskjellig effekt avhengig av den økonomiske veksten. I en oppgangskonjunktur vil det typiske prosjektet ha en høyere forventet avkastning enn i en nedgangskonjunktur, noe som fordrer enn høyere finansieringskostnad (rente) for samme pengepolitisk ekspansivitet. Begge disse trekker i retning av at pengepolitikken blir *for* ekspansiv i tider med høy økonomisk aktivitet som igjen kan rokke ved den finansielle stabiliteten.

Det ustabile boligmarkedet

Når lave renter benyttes til å generere økonomisk vekst vil den økte etterspørselen i stor grad rettes mot boliger fordi forventet prisvekst og avkastning der er stor. Tilbudet av boliger er relativt konstant på kort sikt, kan stilles som pant for lån, og i liten grad er utsatt for beskatning. Spesielt gjelder dette for husholdninger som feilaktig baserer seg på at det lave rentenivået er kommet for å bli. Når rentene etter hvert stiger og boligprisene stabiliseres, stiger brukerprisen på boligen markant noe som medfører til et fall i boligetterspørselen. Dette genererer igjen en reduksjon i boligprisene og en ytterligere økning i brukerprisen med ytterligere tilhørende fall i etterspørselen. Boligmarkedet er derfor i sin natur ustabil – spesielt hvis renten benyttes alene som det stabiliseringspolitiske verktøyet – og ustabiliteten kan fort spille over i finansiell ustabilitet.

Sentralbanken trenger avlastning

Jeg hevder derfor at dagens utforming av inflasjonsmålstyring faktisk kan *generere* finansiell ustabilitet i visse tilfeller. Samtidig kan en riktig hensyntagen til finansiell stabilitet medvirke til at vi får større realøkonomisk ustabilitet – pengepolitikken blir overbelastet og trenger avlastning. I forbindelse med innføringen av inflasjonsmålstyring i Norge i 2001 skrev jeg i et innlegg i fagøkonomenes eget tidsskrift Økonomisk forum om betydning om av at finanspolitikken ikke mister fokuset på stabiliseringspolitikken, men at utøvelse av den finanspolitiske stabiliseringspolitikken bør følge andre prinsipper enn tidligere. Gammel teori tilsier at finanspolitikken skal være kontraktiv i oppgangstider (når ledigheten faller). *Dette fører galt av sted.* I henhold til denne teorien har den sittende regjering unnlatt å føre en ekspansiv finanspolitikk de siste årene og underforbrukt i forhold til handlingsregelen. Dette til tross for at Norges Bank har ønsket høyere økonomisk aktivitet for å drive opp inflasjonen. Sentralbanken har måttet sette renten enda lavere for å motvirke den til dels kontraktive finanspolitikken. Resultatet har blitt at oppgangskonjunkturen ble enda mer rentefinansiert og det finansielle systemet enda mer utsatt. En *optimal innretning* av finanspolitikken innebærer at finanspolitikken trekker i samme retning som pengepolitikken – dvs. at finanspolitikken blir mer ekspansiv når rentene faller og omvendt. Som et resultat av dette vil rentene bli mer stabile, vi får en bedre finansiell stabilitet og den økonomiske stabiliseringen bli brede og bedre fundert. Vi trenger derfor nytenkning - og ikke kun omkring pengepolitikken.