

LEMPELIG PENGEPOLITIK – EN MEDVIRKENDE ÅRSAG TIL FINANSKRISEN

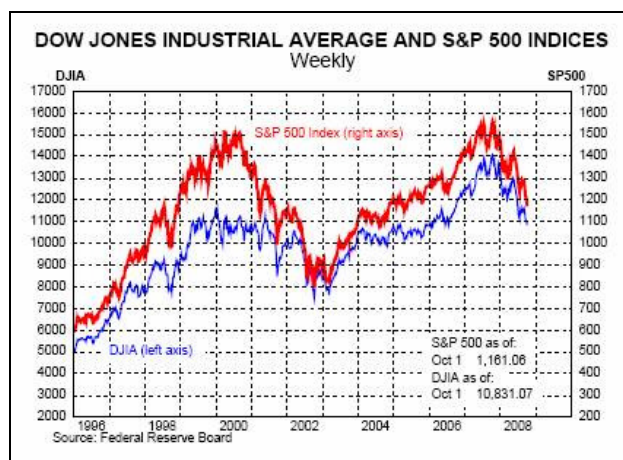
Den nuværende finanskrisen skal i høj grad tilskrives en meget lempelig pengepolitik i USA og til dels eurolandene, hvor renteniveau har ligget lavere end det som aktivitetsniveau og inflationspres ellers ville tilsige. Det lave renteniveau har øget boligpriserne og aktiekurserne og derved medvirket til at skabe den spekulative boble, som luften nu siver ud af. Det er også tilfældet i Danmark, hvor den Europæiske Centralbanks renteniveau i perioden 2004-2007 har været markant lavere end det, som den danske konjunktursituation ellers ville tilsige. På den måde har pengepolitikken spillet en central rolle i forhold til det ophedede danske boligmarked. Men i Danmark bør man også vende blikket mod den indenlandske økonomiske politik, når årsagerne til krisen skal findes. En lempelig finanspolitik siden 2004 har forstærket effekterne af den ekstraordinært lave rente. En strammere finanspolitik kunne have taget toppen af boligpriserne og derved reduceret spekulation i yderligere prisstigninger og mindsket den priskorrektion, som aktuelt præger markedet.

For sen stramning af pengepolitikken i USA

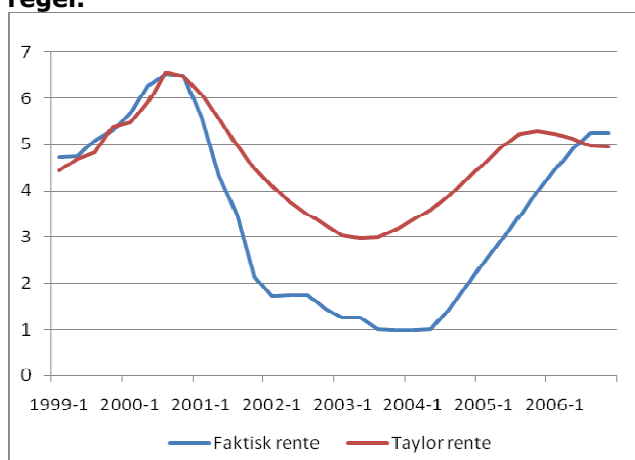
En faldende tendens på de amerikanske aktiemarkeder igennem 2001 til 2002 og terrorangrebet i september 2001 var startskuddet til en markant lempelse af pengepolitikken i USA – den pengepolitiske rente (federal funds rate) blev således sænket fra omkring 6½ pct. i starten af 2001 til 1¾ pct. i slutningen af 2001, jf. figur 1a og 1b. I løbet af 2002 til 2004 blev renten sænket yderligere til et rekordlavt niveau på blot 1 pct.

Ud fra historiske data kan der estimeres en simpel pengepolitisk indikator (den såkaldte Taylor-regel) for USA, der angiver sammenhængen mellem den pengepolitiske fastsatte rente, inflationen og afvigelsen mellem faktisk og potentiel BNP (outputgab), jf. boks 1. De beregnede koefficienter til inflation og outputgab er begge positive. Dvs. at når inflationen ligger over centralbankens inflationsmål, så bør renterne forhøjes med henblik på at mindske aktiviteten i økonomien og således bringe inflationen tilbage mod målsætningen. På samme måde bør et positivt outputgab medføre højere renter (strammere pengepolitik) og derved en stabilisering af økonomien. Ifølge denne estimerede politikregel var lempelsen i pengepolitikken langt kraftigere og mere langvarig, end det, som konjunktursituationen tilsagde, jf. figur 1b. Den amerikanske centralbank burde have strammet pengepolitikken langt tidligere, end det var tilfældet.

Figur 1a. Udviklingen i amerikanske aktier siden midten af 1990'erne.



Figur 1b. Faktisk renteudvikling i USA og beregnet renteudvikling ud fra pengepolitisk regel.



Anm: Taylor-renten er beregnet ud fra en estimeret pengepolitisk regel, som fra og med 2001 anvendes til at forudsige centralbankens renteændringer.

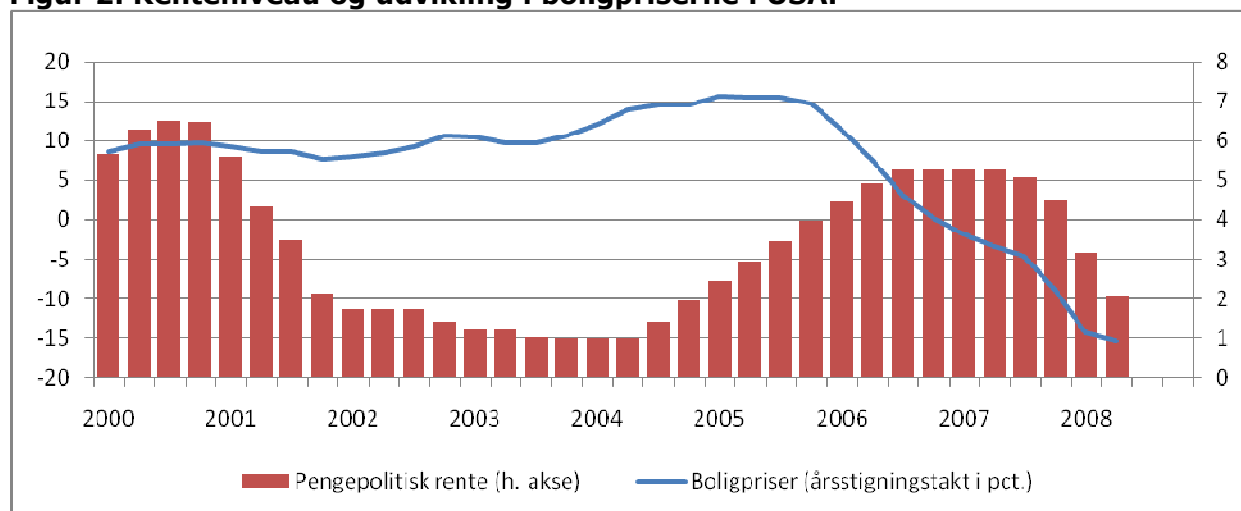
I sagens natur er der naturligvis andre økonomiske faktorer end blot inflationen og outputgabet, som spiller ind på fastsættelsen af pengepolitikken, herunder ikke mindst valutakursudviklingen. Den beregnede Taylor-regel giver trods dette en klar indikation af, at pengepolitikken i perioden 2002-2005 har været mere lempelig, end det som udviklingen i inflationen og outputgabet ellers ville tilsi.

Den lempelige pengepolitik holdt hånden under amerikansk økonomi i den periode og betød givetvis, at nedgangen blev både kortere og mindre hård, og det efterfølgende opsving blev tilsvarende stærkere.

Den alvorlige situation i USA skyldes med andre ord, at den meget lempelige pengepolitik har holdt "prisen på penge" (renten) nede. Det har medført, at det for banker har været meget billigt at låne penge i centralbanken, og det har således holdt renten nede på de lån, der er ydet til borgere og virksomheder. En lav rente gør det ekstra attraktivt at låne til risikable projekter. Mange af disse projekter har vist sig at kæntré med store tab for banker til følge. Det gælder ikke mindst boligmarkedet i USA. Et renteniveau under 2 pct. i perioden 2002 til 2004 har også været medvirkende til at fastholde en høj stigningstakt i boligpriserne frem til slutningen af 2005, hvor den gradvise stramning af pengepolitikken begynder at slå igennem på boligmarkedet, *jf. figur 2*.

En tidligere stramning af pengepolitikken allerede i 2003 (som den beregnede Taylor-regel anviser) havde med stor sikkerhed dæmpet boligprisudviklingen og ejendomsspekulation på det amerikanske boligmarked. Derved ville man have mindsket den korrektion på boligmarkedet, som vi ser i dag, hvor priserne falder med 15 pct. på årsbasis.

Figur 2. Renteniveau og udvikling i boligpriserne i USA.



Kilde: Federal Reserve og S&P.

Udover et lavt renteniveau så har politikerne i samme periode presset på for, at der skulle ydes boliglån til personer med lave indkomster. Så også personer med lav kreditværdighed kunne få en ejerbolig. Det viser sig nu, at dette har været en risikabel strategi, da mange af disse låntagere ikke kan betale deres ydelse.

ECB's pengepolitik ikke stram nok til danske forhold

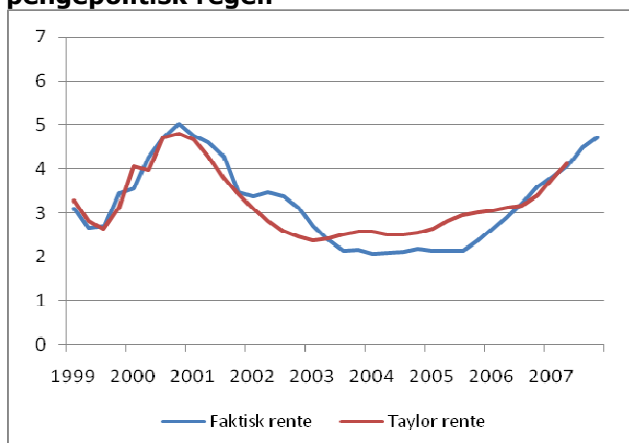
En beregnet pengepolitisk regel for euroområdet viser, at stramningen i pengepolitikken ligesom i USA formentlig kom for sent, *jf. figur 3a*. Renteniveauet ligger dog generelt væsentligt tættere på Taylor-renten, end det var tilfældet for den amerikanske økonomi.

Danmarks fastkurspolitik i forhold til Euro'en betyder, at pengepolitikken reelt føres af den Europæiske Centralbank (ECB). ECB's pengepolitik tilrettelægges i sagens natur med udgangspunkt i euromedlemmerne økonomiske situation, og kun når dansk økonomi udvikler sig på linje med euroområdet, vil ECB's pengepolitik passe til Danmark.

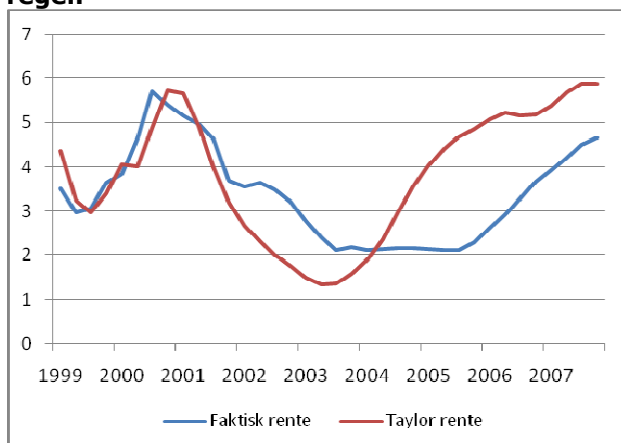
Ved at anvende ECB's pengepolitiske regel på danske data er det muligt at få et billede af, om ECB's renteniveau er i overensstemmelse med den økonomiske situation i Danmark. Beregningerne viser, at Taylor-renten siden midten af 2004 har ligget markant over det faktiske renteniveau. Det afspejler, at den førte pengepolitik i euroområdet generelt har været for lempelig til danske forhold. Det skyldes, at Danmark i den seneste højkonjunktur, som startede i 2004/2005, har været på forkant med euroområdet.

Den ekstraordinært lave rente har gjort det særligt attraktivt at købe ejerbolig og derved løftet boligpriserne. Ligeledes gør en lav rente det fordelagtigt at investere i aktier, og dermed har en den lave rente også givet et bidrag til boomet i aktiekurserne.

Figur 3a. Faktisk renteudvikling i euroområdet og beregnet renteudvikling ud fra pengepolitisk regel.



Figur 3b. Faktisk renteudvikling i Danmark og beregnet renteudvikling ud fra pengepolitisk regel.



Anm: Taylor-renten er beregnet ud fra en estimeret pengepolitisk regel, som fra og med 2001 anvendes til at forudsige centralbankens renteændringer.

Kilde: ECB, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Konjunktursvingninger i Danmark, som ikke følger euroområdet, må i sagens natur klares med finanspolitikken. Danmarks fastkurspolitik overfor euro'en stiller med andre ord strenge krav til, at finanspolitikken er veltilrettelagt.

For lempelig finanspolitik i Danmark

Renteniveauet i perioden 2004-2007 har generelt været ca. 1½ pct. point under det niveau, som Taylor-reglen tilsiger, jf. tabel 1. Modelberegninger viser, at den ekstra lempelige pengepolitik i perioden i gennemsnit har løftet vækstraten med 0,9 pct.enheder årligt. Den konjunkturmedløbende pengepolitik fra 2004 bør i et vist omfang modsvares af en stram finanspolitik, således at den økonomiske politik under ét bidrager til at stabilisere økonomien.

Imidlertid har finanspolitikken i samme periode også bidraget positivt til den økonomiske vækst. Ifølge finansministeriets finanseffekt (flerårige) har finanspolitikken i gennemsnit øget væksten med 0,4 pct.enheder årligt. Det skyldes især en høj vækst i det offentlige forbrug – væksten lå i gennemsnit på 1,6 pct. årligt i 2004-2007. Derudover gennemførte man den

såkaldte forårs-pakke i 2004, hvor finanspolitikken gennem skattelettelser og fremrykning af offentlige investeringer blev lempet mærkbart for at sætte gang i økonomien.

Tabel 1. Betydning af penge- og finanspolitik i den seneste højkonjunktur

	2004	2005	2006	2007	Gens.
Faktisk renteniveau	2,1	2,2	3,1	4,3	-
Beregnet Taylor-rente	2,6	4,4	5,2	5,7	-
- forskel	0,5	2,3	2,0	1,4	1,6
Vækstbidrag fra ekstra lempelig pengepolitik	0,2	1,2	1,9	0,5	0,9
Vækstbidrag fra ekstra lempelig finanspolitik (flerårig finanseffekt)	0,7	0,4	0,4	0,1	0,4
Realiseret realvækst i BNP	2,3	2,5	3,9	1,7	2,6
Realiseret outputgab	-0,5	0,6	2,3	3,4	-

Kilde: Finansministeriet og egne beregninger på ADAM-modellen.

Det er klart, at det negative outputgab i 2004 gav plads til en vis lempelse af finanspolitikken. I lyset af det meget lave renteniveau på det tidspunkt samt, at der allerede i første halvdel af 2004 var tegn på vending i økonomien, må det dog vurderes, at man med forårspakken overdoserede lempelsen af finanspolitikken. I modsat retning trækker dog, at pengepolitikken i perioden op til 2004 var strammere end det, som den beregnede Taylor-regel tilsagde, *jf. figur 3b*.

Endvidere burde man have strammet finanspolitikken (dvs. negativ finanseffekt) i perioden 2005-2007 for at modsvare den betydelige stimulans, som pengepolitikken har bidraget med.

En stram finanspolitik kunne i sagens natur ikke undgå de problemer, som skyldes forhold på de internationale finansmarkeder. Men den lempelige finanspolitik har med stor sandsynlighed forlænget festen på boligmarkedet og dermed forstærket den pristilpasning, som nu præger boligmarkedet.

Boks 1. Taylor-regler

Økonomen John Taylor formulerede i 1993 nedenstående forslag til, hvordan centralbanker bør fastsætte renten:

$$i = r^* + \pi + h(\pi - \pi^*) + b(y - y^*)$$

Her er i den nominelle rente, som centralbanken fastsætter. r^* er den realrente, som opstår i økonomiens ligevægt, π er inflationsraten, og π^* er centralbankens inflationsmålsætning. Endelig angiver $y - y^*$ outputgab, dvs. forskellen mellem det aktuelle og det potentielle bruttonationalprodukt, BNP.

Taylor-reglen siger dermed, at den nominelle rente som udgangspunkt vil være lig med ligevægtsrealrenten plus inflationen. Dertil kommer så, at centralbanken løbende skal korrigere renten på baggrund af udsving i inflation og output. Hvis inflationen fx er højere end bankens inflationsmålsætning, hæves renten, da en strammere pengepolitik vil dæmpe inflationen. Tilsvarende, hvis BNP ligger under det potentielle produktionsniveau (dvs. outputgab er negativt), skal renten i stedet sættes ned for på den måde at sætte gang i investeringslysten og aktivitetsniveauet i økonomien.

Hvor kraftige renteændringer centralbanken bør gennemføre, afgøres af størrelsen på parametrene h og b . Jo større h og b er, desto kraftigere renteændringer vil centralbanken foretage, når den korrigerer for inflation og outputgab. Dermed afspejler h og b centralbankens målsætninger i forhold til den økonomiske udvikling. Hvis en stabil, lav inflation har højeste prioritet vil h således antage en høj værdi.

I praksis vurderes det, at de fleste vigtige centralbanker verden over anvender en version af Taylor-reglen, når de træffer beslutninger om renteændringer. Empiriske studier finder i den sammenhæng, at Taylor-regler er en ganske god beskrivelse af centralbankernes justering af den pengepolitiske rente.

Politikindikatoren skal ses som et forsimplet forsøg på at beskrive centralbankernes adfærd, der af gode grunde afhænger af en lang række yderligere forhold og er baseret på betydeligt større information.