



UNIVERSITY  
OF OSLO

# Uten virkemidler? Makroøkonomisk politikk etter finanskrisen

Steinar Holden  
Økonomisk institutt, UiO  
<http://folk.uio.no/sholden/>

20. januar 2011



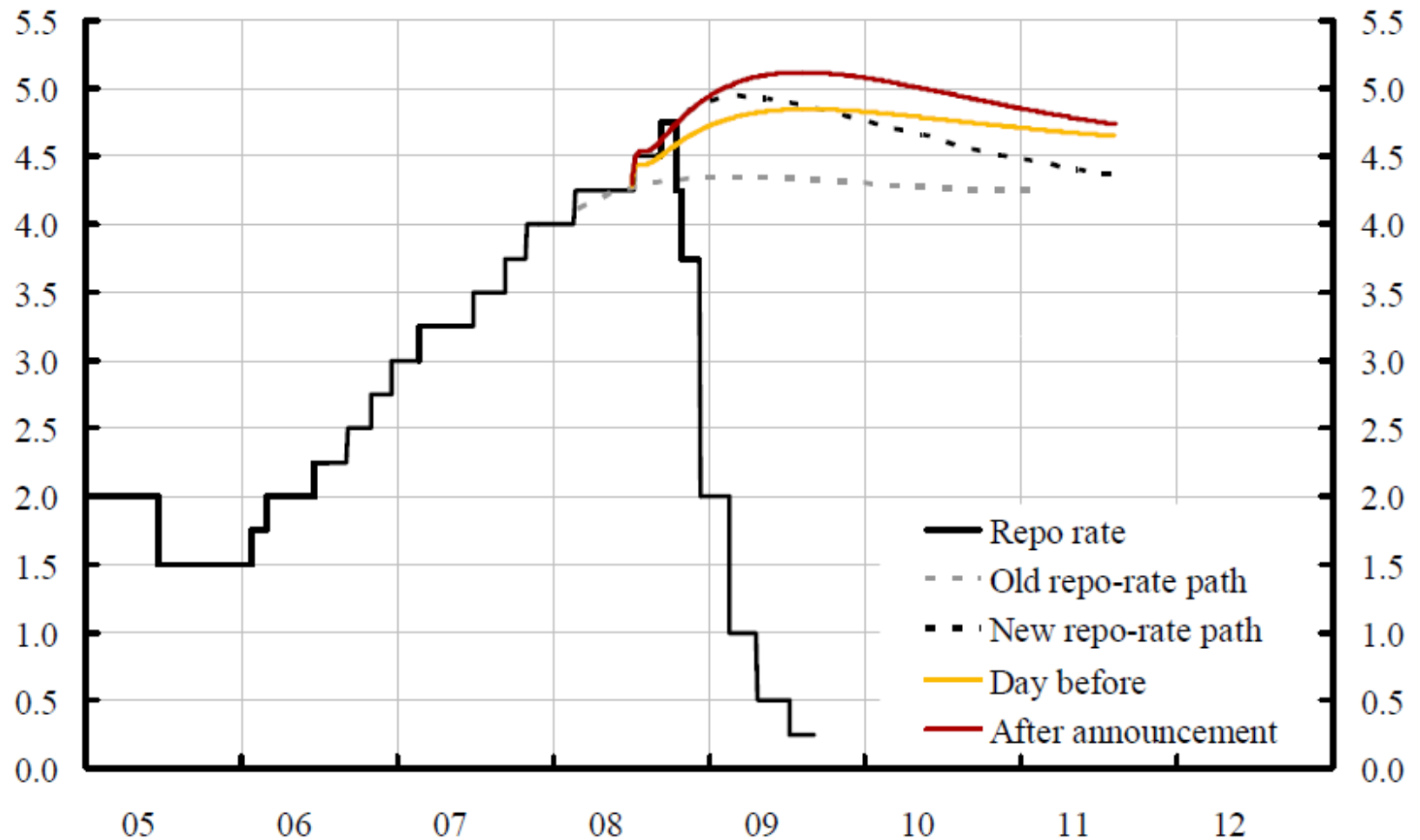
UNIVERSITY  
OF OSLO

# Rentekutt til tross for gamle planer

## Riksbanken: renteprognose & markedsrenter

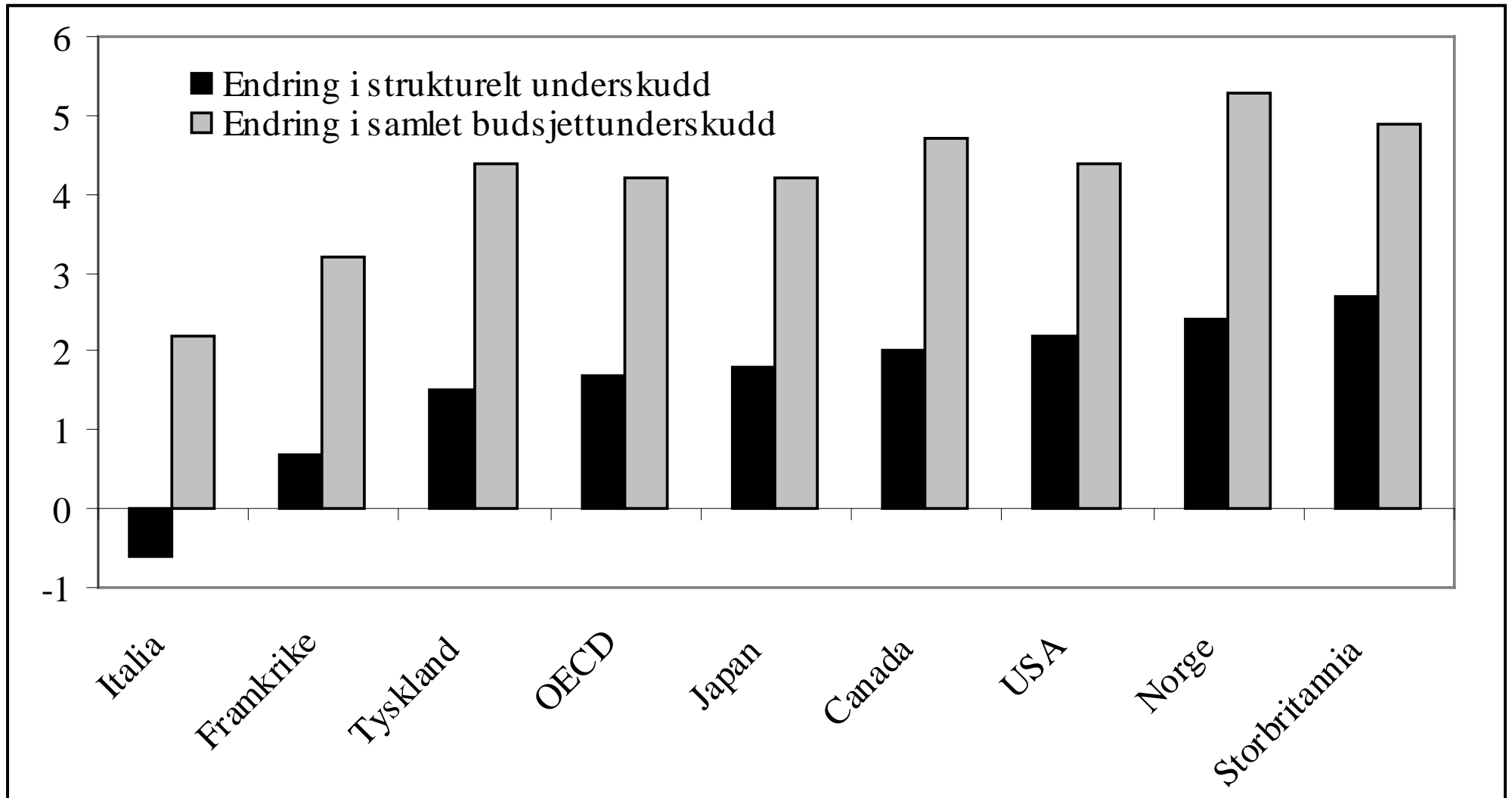


July 2008





# *Samlet og strukturelt budsjettunderskudd i prosent av BNP. Endring fra 2008 til 2009*





UNIVERSITY  
OF OSLO

# Langvarig økning i arbeidsledigheten

In per cent of labour force

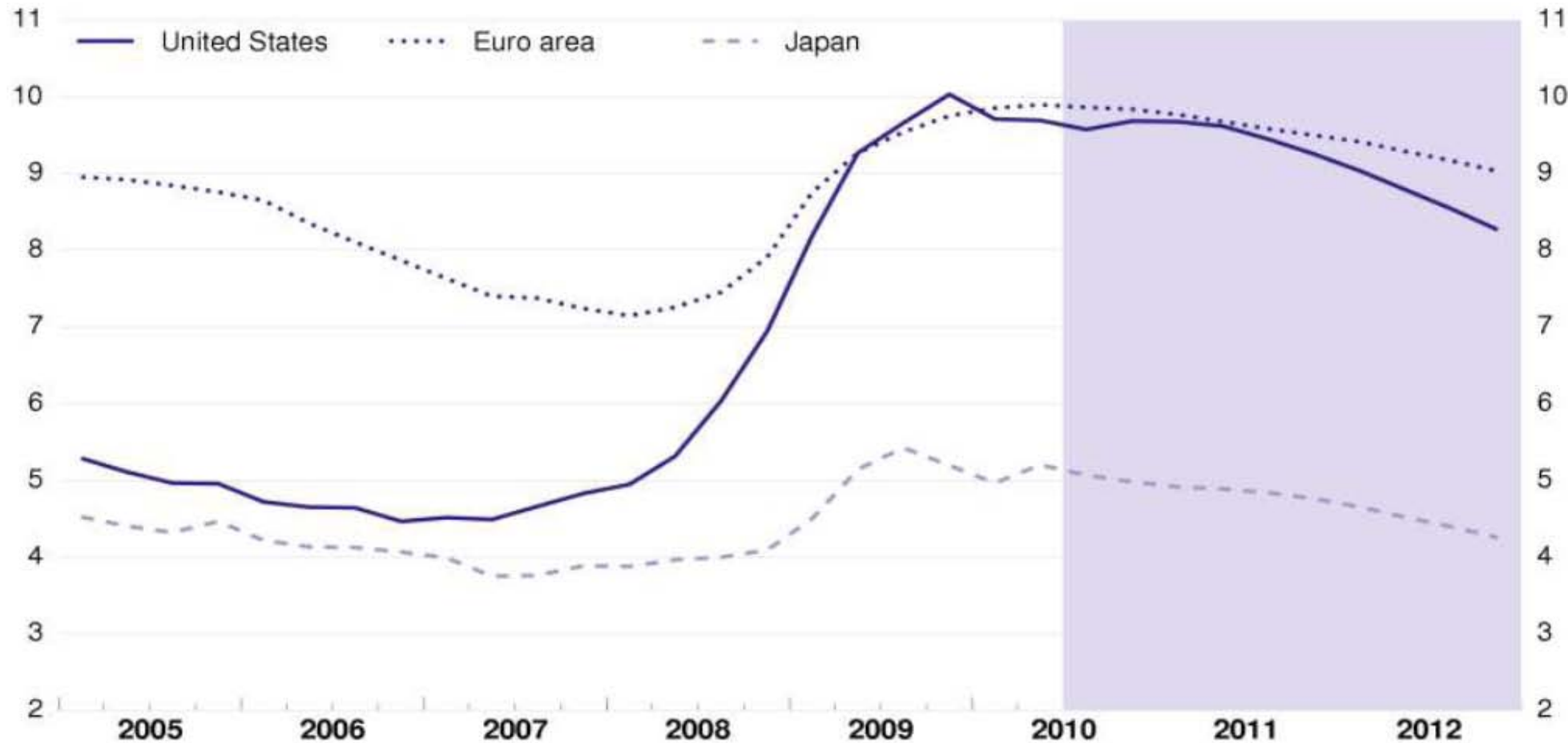
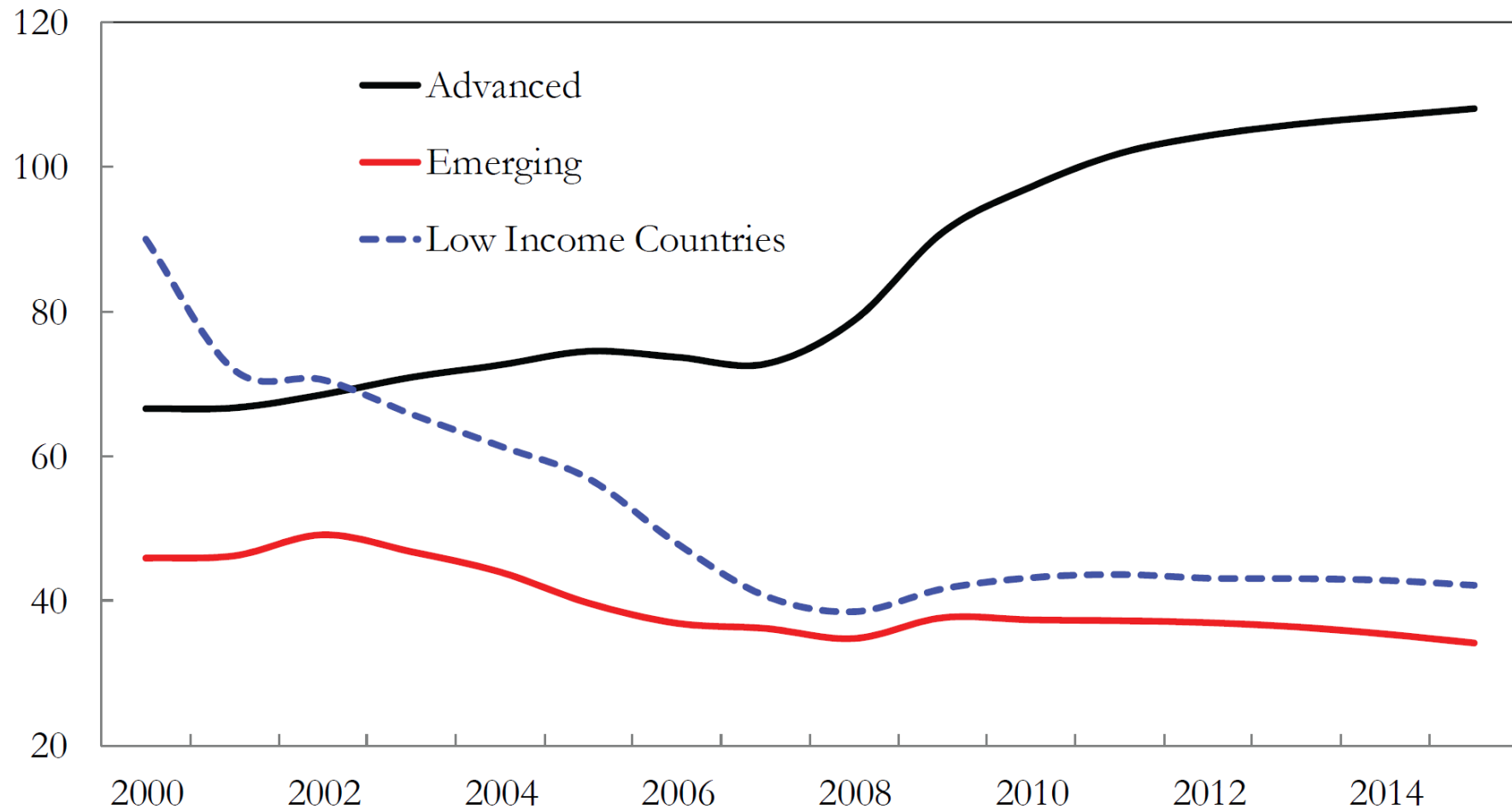




Figure 1.6. General Government Gross Debt Ratios  
(Percent of GDP; 2009 PPP-GDP weighted average)



Source: IMF staff estimates based on October 2010 WEO projections.



- . Styringsrenten nær null – kan ikke senkes mer
- . Store budsjettunderskudd og økende offentlig gjeld
  - . I mange land må finanspolitikken strammes inn
- . Uten virkemidler til å styrke økonomien?
- . Japans "lost decade" skremmer
  - . Høy vekst og stigende eiendomspriser til 1990/91
  - . Lav rente og store budsjettunderskudd har ikke forhindret svak økonomisk utvikling i snart 20 år



UNIVERSITY  
OF OSLO

## Vi har virkemidler, men de er ikke sterke nok

- Vi har to virkemidler som virker
  - .Lav rente stimulerer konsum og investering
  - .Finanspolitisk stabilisering begrenser nedgangen
- Men vi bruker dem allerede til fulle, og virkningen er begrenset
- Økonomien var i alvorlig ubalanse i mange land, og derfor ble nedgangen kraftig
  - .Boligboble, lav privat sparing og globale ubalanser
  - .For ekspansiv finanspolitikk i mange land
  - .Sammenbrudd i finansmarkedene
- Vi kan ha lav rente lenge, mens finanspolitisk stimulans er midlertidig



## Andre virkemidler i pengepolitikken

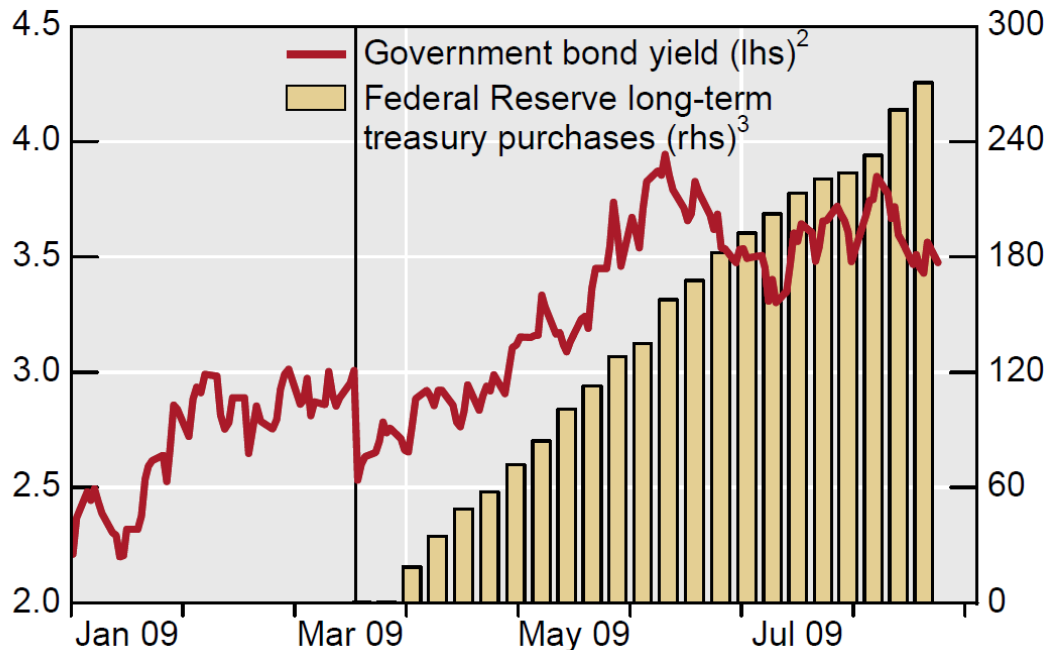
- Annonsere at styringsrenten vil bli holdt lav i lengre tid, slik at lange renter faller
- Kvantitative lettelser, dvs. kjøp av statsobligasjoner og private verdipapirer
  - Fører til høyere kurs og lavere rente på verdipapirene
- Kjøp av statsobligasjoner kan redusere langsiktig rente
- Kjøp av private verdipapirer bedrer likviditet og letter kredittilgangen for låntakere, men det innebærer kredittrisiko for sentralbanken



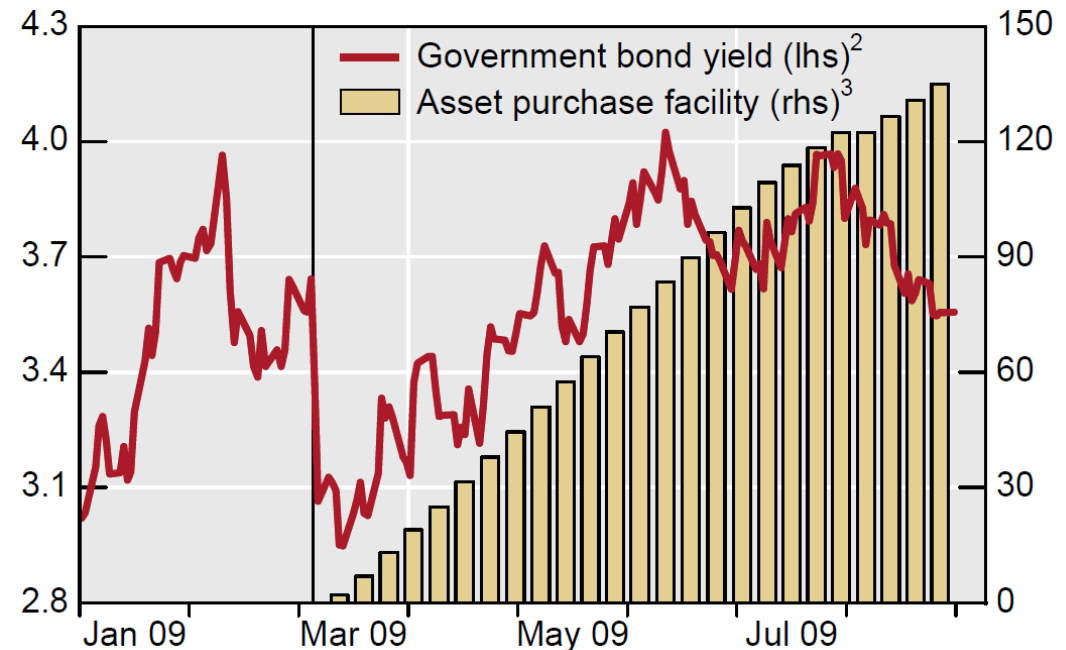
# Kjøp av statsobligasjoner har trolig dempet lange renter

Figure 5: Central bank bond purchases

## United States<sup>1</sup>



## United Kingdom<sup>1</sup>



<sup>1</sup> The policy announcement day 0 (vertical line) is: for the United Kingdom, 5 March 2009; for the United States, 18 March 2009. <sup>2</sup> Ten-year bond yields, in per cent. <sup>3</sup> In billions of national currency.

Sources: Bloomberg; national data.





# Kvantitative lettelser – høyriskospport?

- Kvantitative lettelser innebærer kraftig økning i pengemengden
  - . Vil det føre til økt inflasjon?
- Lite trolig så lenge økonomien er svak
  - . Høy arbeidsledighet demper lønnsveksten
  - . Ledig kapasitet og svak etterspørsel demper prismarginene
  - . Sterk empiriske sammenheng skyldes motsatt kausalitet (økte priser => økt pengemengde)
- Økt prisvekst gir isolert sett lavere realrente
  - . Men økte prisforventninger kan også drive opp lange renter



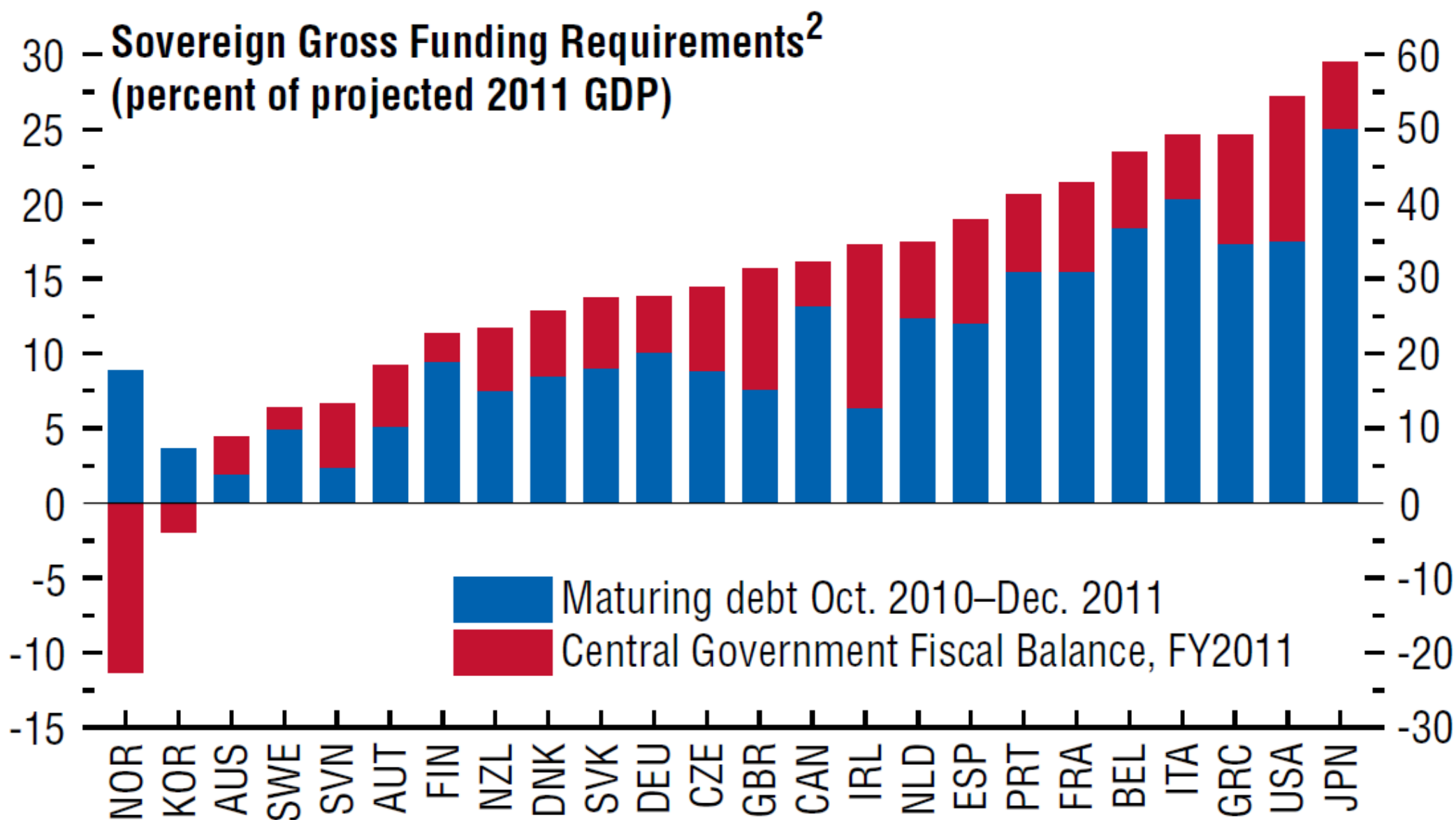
## Kvantitative lettelser – høyrisikosport ? (forts)

- Friggjører store mengder kapital, som kan gi økte utlån
- Noe av dette går til kjøp av verdipapirer i andre land, som Brasil
  - Bobler og ubalanser i andre land?
- Kan svekke dollarkursen
  - Vil bedre amerikansk konkurranseevne og derved økonomien
  - Underminerer dollaren som reservevaluta?
  - Dollarens posisjon svekkes av økt offentlig gjeld, mens virkningen av kvantitative lettelser er usikker
- Kan ha uheldig virkning på finanspolitikken



- Finanspolitiske innstramninger virker negativt på økonomien
- Negativ virkning på økonomien kan dempes ved at renten reduseres
  - Det går ikke når renten allerede er nær null
- Men alternativet med fortsatte store underskudd kan gi økt usikkerhet og risiko for gjeldskrise, som svekker økonomien

during the most turbulent times in June, only a few governments experienced a major widening of spreads. In the euro area, widening spreads correlate negatively with strong current account or fiscal balances.

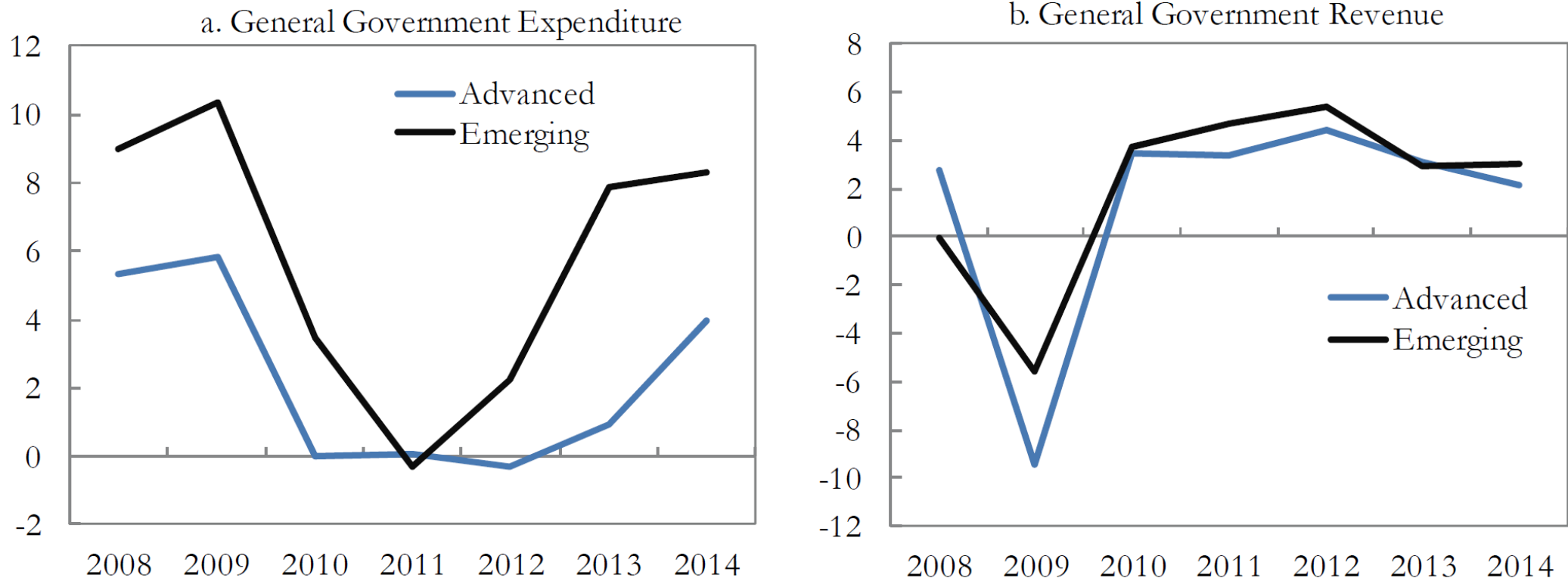




- . Er det mulig å sørge for tilstrekkelig finanspolitisk troverdighet til at innstramningen kan delvis utsettes?
  - .Samarbeid innen Euro-området
  - .Pensjonsreformer og forpliktende fremtidige innstramninger
- . Gjøre løfter troverdige
  - .Finanspolitiske regler og finanspolitiske råd
  - .Produktive offentlige investeringer



Figure 3.6. Planned General Government Real Expenditure and Revenue Growth  
(Percentage change)



Sources: 2008–10 are based on October 2010 WEO; 2011–14 are based on country authorities' plans.  
Note: Simple average. Outer years include fewer countries.



- I mange land er offentlige utgifter høyere enn det som er opprettholdbart
  - Var allerede underfinansiert
  - Økte fremtidige utgifter til pensjoner og omsorg
- Bør redusere offentlige utgifter til "oppretholdbart nivå"
- Men ikke lurt med ytterligere kutt i offentlig sysselsetting
  - Minimal gevinst av å "frigjøre" arbeidskraft når ledigheten er høy
  - Offentlige kutt reduserer samlet etterspørsel
- Merverdiavgift, eiendomsskatt, miljøskatter



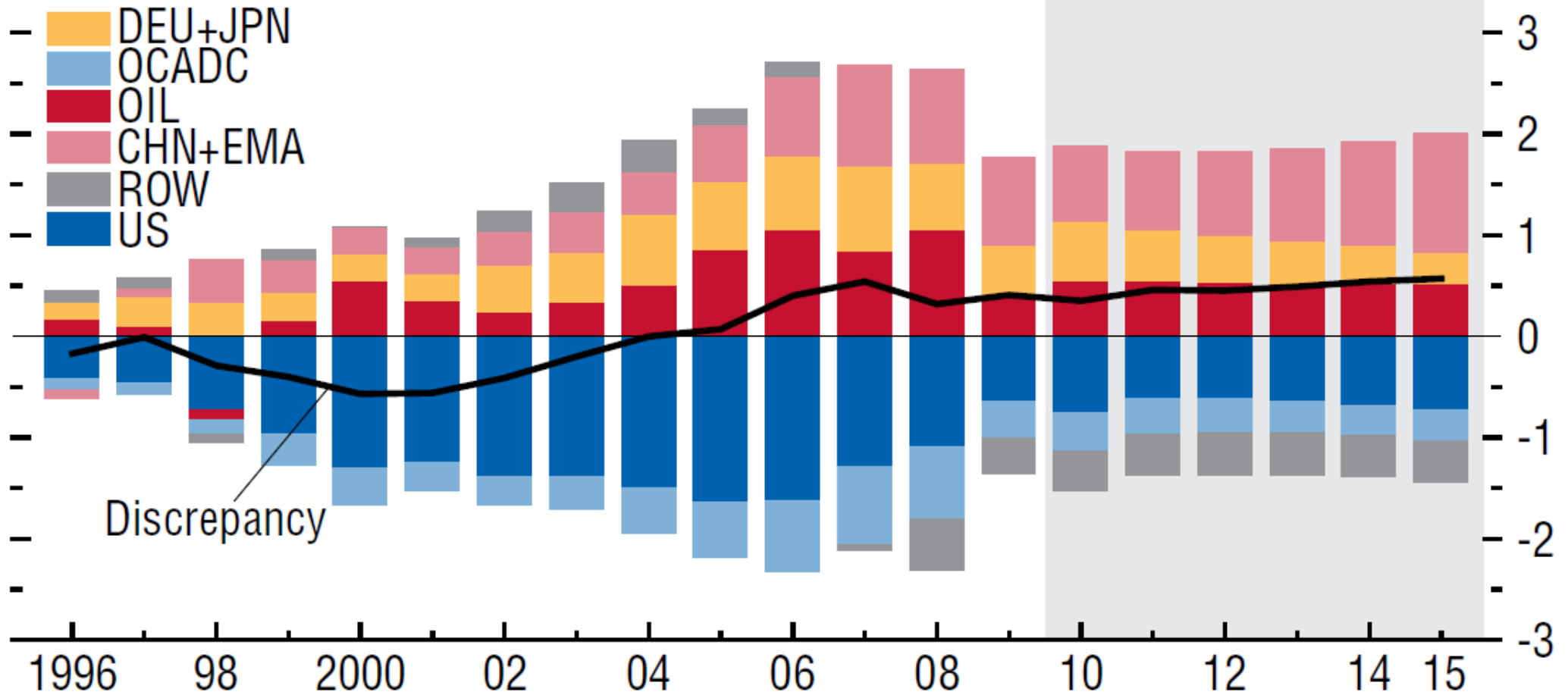
**UNIVERSITY  
OF OSLO**

Vil politikken føre til bedring av økonomien og lavere ledighet?



# Globale ubalanser fortsatt et problem

**\_ Global Imbalances<sup>4</sup>**  
**- (percent of world GDP)**





UNIVERSITY  
OF OSLO

# Vil politikken føre til bedring av økonomien og lavere ledighet?

- Flere vestlige land er rammet av "hollandsk syke" (USA, Hellas, Spania, Portugal, ..)
  - Lånefinansiert høyt forbruk og feilaktige investeringer har ført til for stor gjeld
  - Har svak konkurransevne og for liten konkurranseutsatt sektor
- Lav rente for å stimulere privat forbruk løser ikke dette problemet
- Behov for lønnsomme investeringer, men dette avhenger av vekst i økonomien
- Eksporten må styrkes for å bedre handelsbalansen og bidra til økon. vekst



- . Penge- og finanspolitikk er effektive virkemidler for å stabilisere økonomien
  - .Men virkningen er begrenset, og ikke tilstrekkelig når ubalansene er for store
  - .Lav inflasjon og "rimelig balanse" i statsbudsjettet er ikke nok
  - .Bedre reguleringer av finansmarkedene
- . Flere vestlige land er rammet av "hollandsk syke", der høyt lånefinansiert forbruk har ført til økt gjeld og for liten konkurranseutsatt sektor
  - .Behov for økt eksport og økte produktive/lønnsomme investeringer