



■ ■ ■ Kreditt- og boligbobler går forut for nesten hvert tilbakeslag i økonomien, hver resesjon. Hvorfor prøver vi ikke å dempe dem i forkant?

Bobler før tilbakeslag



**GJESTE-
KOMMENTAR**
**HILDE C.
BJØRNLAND**

På Sandvika storsenter sto det for en tid siden selgere fra en liten bank som prøvde å overbevise meg om at jeg trengte et nytt kredittkort. Jeg takket høflig nei.

På senteret sto også folk fra et stort finansieringsselskap. De hadde som mål å overbevise godt voksne forbipasserende om at de burde plassere formuen sin i garanterte spareprodukter som skulle investeres i eiendom i Baltikum. Plasseringen var trygg og avkastningen stor, sa de. Pengene til investeringen kunne også ordnes ved lån på for eksempel egen bolig til garantert lav flytende rente. Mange sa ja.

Konsekvensen av denne og tilsvarende velvillig gjeld- og kredittoppløsting ser vi i dag over hele den vestlige verden. Nye og innovative spare- og investeringsprodukter har kommet til syne ikke bare i USA, men langt inn i kommune-Norge. Og i takt med at produktene har gått med tap, har problemene eskalert seg til en verdensspennende kreditt- og finanskrise.

I kjølvannet av finanskrisen lurer imidlertid en langt mer omfattende og langvarig krise i realøkonomien. I USA diskuteres det nå om landet er i resesjon. En resesjon består ifølge NBER (National Bureau of Economic Research) av raskt avtagende vekst i de fleste sektorene i økonomien, noe som kommer til syne ved at ledigheten stiger raskt.

Det er NBER som daterer vendepunktene i konjunktursykkelen i USA og således avgjør om landet er i resesjon. For å stadfeste dette må de imidlertid ha observert nedgangen i flere måneder.

De fleste økonomiske nøkkeltall snudde nedover i USA i februar/mars i 2008, og ledigheten har siden steget raskt. Jeg tror det nå derfor kun er et tids spørsmål før vi får en pressemelding fra NBER der de bekrefter at USA har vært i resesjon det siste halvåret.



Men mens finanskrisen vil gå inn i verdenshistorien som ekstraordinær, er ikke realøkonomiske tilbakeslag noe nytt. Bare i USA har det vært 12 resesjoner siden den store depresjonen på 1930-tallet, ifølge NBER. Det blir én til to resesjoner i tiåret.

Mange av resesjonene har imidlertid det til felles at forut for krisene har det vært en voldsom vekst i kredittetter-spørselen samtidig som aksje- og boligpriser har blåst seg opp. I dag er det lett å være etterpåklok og si at sentralbanker verden over burde ha satt opp renten for å dempe utlånsveksten. Og enkelte forskere mener nettopp dette. Forskere fra BIS (Bank of International Settlements) mener sågar at dette ville ha tatt hull på boblene i aksje- og boligprisene.

Jeg tror imidlertid at skal man bruke pengepolitikken til også å stabilisere boligpriser, må man i større grad se pengepolitikken i sammenheng med kredittreguleringer. Jeg er imidlertid ikke i tvil om at boligpriser er viktig i konjunktursykkelen. Derfor skrev jeg i denne spalten for ett år siden at fallet i boligprisene som

startet i 2007 ville signalisere vendepunkt i norsk økonomi.

Boligpriser er nemlig både et symptom på og ett virkemiddel som kan forsterke de økonomiske nedturene:

■ Boligprisene blir et symptom på en krise fordi husholdninger som strekker seg for å få lån de i utgangspunktet ikke burde ha hatt, vil presse opp boligprisene til nivåer langt høyere enn de burde ha vært.

■ Boligprisene blir et virkemiddel fordi at så lenge boligprisene stiger, kan man fortsette å ta opp lån som man i utgangspunktet ikke skulle ha hatt. Disse lånene kan så brukes til å finansiere økt konsum og investering, som igjen forsterker utslagene.

Problemen oppstår når boligprisene og konjunktorene vender og denne prosessen går i revers. Da blir det mangel på kreditt – slik at selv de som i utgangspunktet var låneverdige, ikke lenger har tilgang på lån. Dette senker boligprisene ytterligere og gir en kredittkvis

slik vi ser i mange land i dag.

Jeg tror heller ikke det er umulig å skille det som er langsiktige trender i boligprisene (drevet av realinntekt, byggekostnader etc.) fra det som er bobler (drevet av forventning og spekulasjon). Det er jo bare det siste som skaper ustabilitet. Det er ihvertfall ikke noe vanskeligere enn å beregne de andre uobserverbare størrelsene vi økonomer har definert.

I pengepolitikken styrer for eksempel Norges Bank etter underliggende inflasjon og beregner i den sammenheng et produksjonsgap. Og i finanspolitikken bestemmes offentlige konsum av et strukturelt budsjettunderskudd, som igjen avhenger av en estimert trend beregnet i Finansdepartementet.

Økonomifaget er med andre ord fullt opp av beregnede størrelser vi baserer viktig politikkbeslutninger på. Da burde vi også klare å si noe om hva som er bobler i boligprisene.

Men fremfor å konkludere

■ **INDIKATOR.** I sommer begynte det å flomme over av usolgte leiligheter – her fra bydelen Nedre Elvehavn i Trondheim. En boligbølge ledsages ofte av langvarig økonomisk nedgang.

Foto: Thor Nielsen

med at nå må pengepolitikken stå for en større del av stabiliseringen fremover, synes jeg en mulig lærdom av krisen burde være at man i større grad ser helheten i pengepolitikk og kredittreguleringer. Målet er å unngå en ny kredittvekst basert på finurlige låneprodukter. Pengepolitikken kan ikke gjøre jobben med å bremse kreditt og boligpriser alene. Da må vi i så tilfelle også tillegge renten en mye større rolle for først å ha drevet boligprisene i været.

Hilde C. Bjørnland er førsteamanuensis ved Institutt for samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI.

GJESTEKOMMENTAR-MAKROØKONOMI



**HARALD M.
ANDREASSEN**



**JAN L.
ANDREASSEN**



**HILDE C.
BJØRNLAND**



**ØYSTEIN
DØRUM**



**STEINAR
JUEL**



**FRANK
JULLUM**



**ESPEN
HENRIKSEN**