

# Hvor går norsk økonomi etter finanskrisen?

Foredrag for Finansdepartementet  
Soria Moria

Hilde C. Bjørnland

Norwegian School of Management (BI)

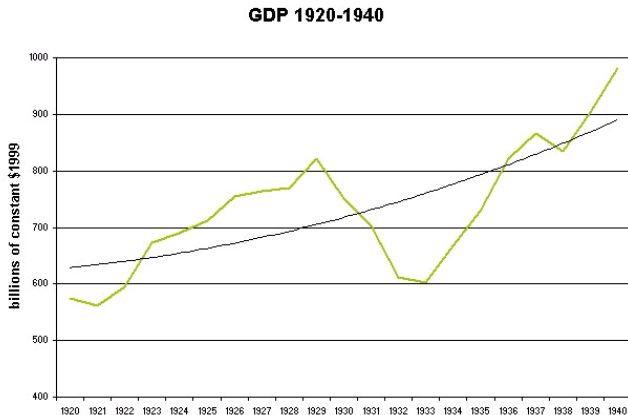
20. november 2008

- *Massivt børstras i USA*
- *20 prosent boligprisfall*
- *USA-bygging laveste nivå noensinne*
- *Resesjon i ett år*
- *Prisene faller i rekordtempo i USA*
- *Oslo Børs i 196*
- *Vannsalget stuper*
- *Økonomiekspert blir nektet visning*
- *DN kutter staben*
- *DnB Nor stuper på råtne lån*
- *Vi er ikke svindlere (Finanstjenester.net)*
- *Uvanlig stor usikkerhet. Men sentralbanksjef Svein Gjedrem tror likevel Norge kommer seg tørrskodd gjennom krisen.*
- *Det tror ikke jeg.*

1. Konjunktursykler, resesjon, the great depression
  - En kort historisk gjennomgang
  - Noen definisjoner
2. Finanskrisen - boligbobler går forut for nesten hver resesjon
3. Kreditt og boligpriser må reguleres sammen
4. Norsk økonomi - Myk eller hard landing?

# 1. It all started with 'the great depression'

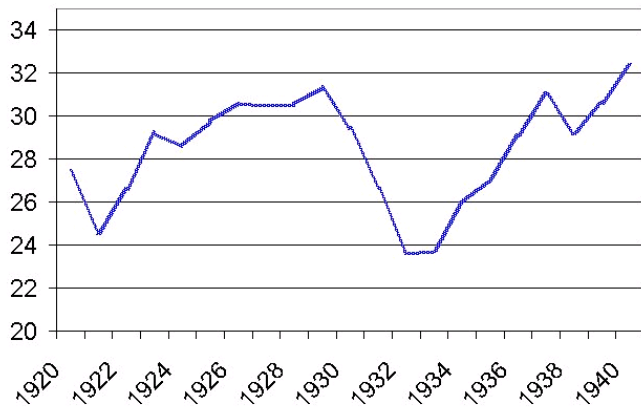
(Log) BNP i USA med trend - faste priser



# Syssettingen ble hardt rammet

## Total Employment 1920-40 (exclude WPA)

Source: U.S. Census, *Historical Statistics* (1976) series D127

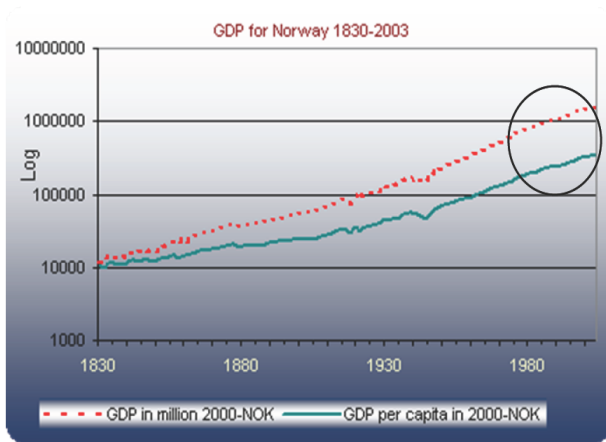


# Mange årsaker til depresjonen i USA

- Strukturelle svakheter: Bankvesenet kollapset (4000 banker i USA), aksjepriser falt kraftig (Black Tuesday; 24, 28 og 29 oktober 1929). Børsene steg så noe, men falt igjen med 90 prosent fra 1931 til 1932
- Boom/bust cycle: En 'farlig' kombinasjon av svært høy gjeld og deflasjon (i formuespriser)
- FED var for passive (Ben Bernanke og Friedman). Lot banker kollapse. Burde ha skaffet nødlån og stilt obligasjoner for å tilføre likviditet.
- FED var for regulert. Styrt av bransjer (New York Fed) som var ledet av foretningmenn (ikke økonomer). Lån garantert av gull.
- For stram finanspolitikk (Keynes).
- Sterk fall i handel fra 1930 (proteksjonisme) forverret depresjonen (særlig i Europa og andre små åpne økonomier)
- Nedgangen forverret av Europas ønske om å returnere til Gullstandarden. Etter 1 WW hadde kronen falt (20-25%). Norge ønsket å få kronen tilbake til pari fra gullstandarden. Måtte deflatere.

## 2. Hva kan konjunkturanalyser lære oss?

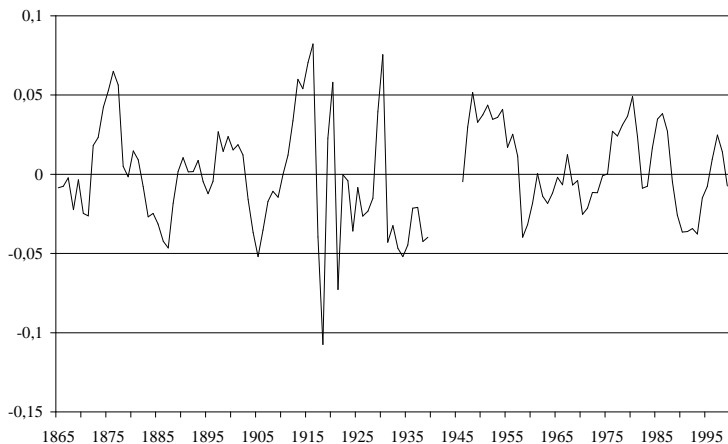
Ikke mye annet å se enn stabil vekst...



Source: <http://www.norges-bank.no/>

# Men det er konjunktursyklusler i Norge

Egne beregninger (prosent)





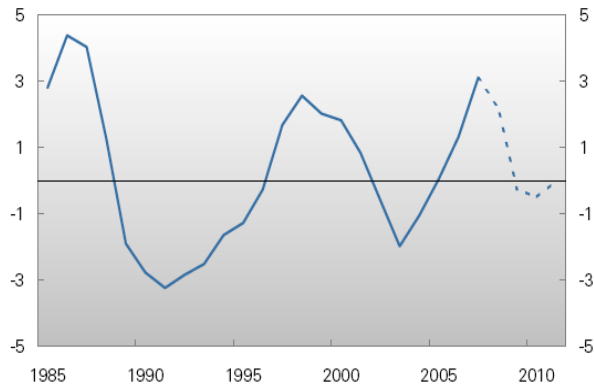
# Konjunkturanalyser - en kort historie

- Interessen for konjunkturanalyser svinger med den perioden man analyserer: Blomstrer opp i perioder med kriser - for så å fase helt ut i perioder med stabil vekst.
- 1870-1935 Konjunktursyklus i fokus. Forskningsentre etablert over hele kloden. Datere fasene i konjunktursyklusene.
- USA - NBER dominerte (Burns and Mitchell). Klarte ikke å predikere 'the great depression'
- Koopmans (1947): "Measurement without theory". Debatt mellom Cowles commission (strukturell makroøkonometri) og NBER (anvendt økonometri).
- Tett bånd mellom strukturell makroøkonometri og Keynesianere. Modeller dominerer for 30 år.
- Flyttet fokus fra konjunktursyklusen til makroøkonomisk politikk som kunne eliminere syklusen.
- Norge ikke noe unntak. Studenter på 1950 og 1960 tallet ble lært opp til at syklusen ikke eksisterte.

- 1970s. Oljeprissjokk, ledighet og inflasjon.
- Store strukturelle makroøkonometriske modeller bryter sammen - klarte ikke å predikere 1970-tallets resesjon.
- Konjunktursyklus tilbake på agendaen. Realkonjunkturteori.
- 1990-tallet, Kydland og Prescott's regler. Inflasjonsmål, handlingsregelen, 'The great moderation'
- Forskere skriver artikler som: "Is the business cycle obsolete? "The business cycle is dead"
- 2007/2008 finanskrisen er et faktum, store deler av verden kan være på vei inn i resesjon.
- Hvilke modeller skal vi forkaste denne gangen?

# Norges Bank beregner produksjonsgap

Avvik fra trend, (prosent)

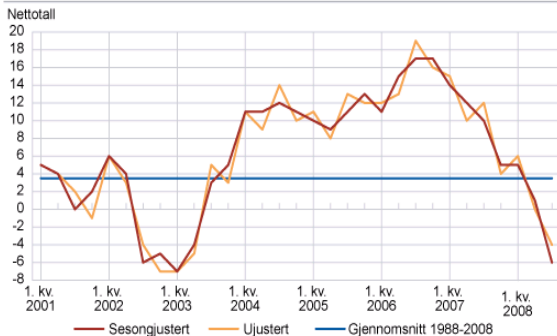


Kilde: Norges Bank

# Trenger info fra kortidsstatistikk

Kilde: SSB

Samansett konjunkturindikator for industrien<sup>1</sup>. 1. kvartal 2001-3. kvartal 2008

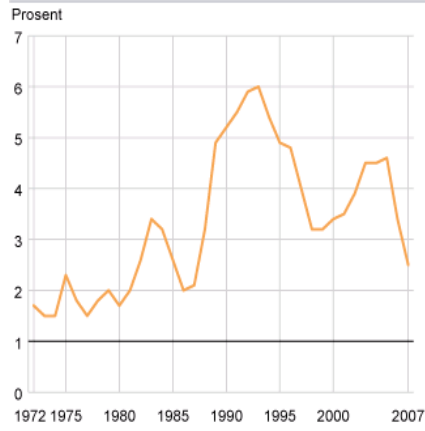


<sup>1</sup> Samansett konjunkturindikator for industrien er det aritmetiske gjennomsnitt av svarea (netttotal) for forventede produksjon, ordrebeholdning og lagerbeholdning av egne produkt (det siste med motsatt forteikn).

# Ledigheten lagrer - ingen tegn til nedtur..

Kilde: SSB

Arbeidsledige (AKU) i prosent av arbeidsstyrken

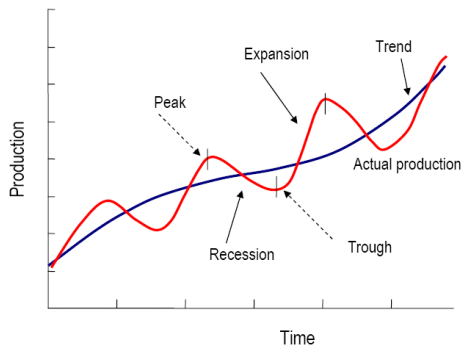


# USA pleier å ligge ett år før Norge i konjunktursykelen

- Den amerikanske økonomien vil trolig måtte belage seg på en resesjonsperiode på 14 måneder.
- Anslaget baserer seg på en spørreundersøkelse der 51 ledende økonomer i USA har deltatt.
- Økonomene mener at den amerikanske økonomien gikk inn i resesjon i april i år og at nedgangsperioden vil vare i 14 måneder.
- Men, når kan vi vite det?

- 'NBER's Business Cycle Dating Committee' er ansvarlig for å finne vendepunktene i syklen i USA. Betyr at det er de som definerer om USA er i resesjon (har ikke noe tilsvarende system i Norge). Definerer toppunkt (peak) og bunnpunkt (troughs).
- *A recession is a significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales.*
- *A recession begins just after the economy reaches a peak of activity and ends as the economy reaches its trough.*
- *Between trough and peak, the economy is in an expansion. Expansion is the normal state of the economy; most recessions are brief and they have been rare in recent decades.*

## Actual production, trend and the business cycle





# NBER chronology

<b><u>BUSINESS CYCLE REFERENCE DATES</u></b>		<b><u>DURATION IN MONTHS</u></b>			
<b>Peak</b>	<b>Trough</b>	<b>Contraction</b>	<b>Expansion</b>	<b>Cycle</b>	
		<i>Peak to Trough</i>	<i>Previous trough to this peak</i>	<i>Trough from Previous Trough</i>	<i>Peak from Previous Peak</i>
April 1960	February 1961	10	24	34	32
December 1969	November 1970	11	106	117	116
November 1973	March 1975	16	36	52	47
January 1980	July 1980	6	58	64	74
July 1981	November 1982	16	12	28	18
July 1990	<a href="#">March 1991</a>	8	92	100	108
<a href="#">March 2001</a>	<a href="#">November 2001</a>	8	120	128	128
Average, all cycles:					
1854-2001 (32 cycles)		17	38	55	56
1854-1919 (16 cycles)		22	27	48	49
1919-1945 (6 cycles)		18	35	53	53
1945-2001 (10 cycles)		10	57	67	67

### 3. Boom/bust sykel

- Mange resesjoner har det til felles at forut for krisene har det vært en voldsom vekst i kredittetterspørselen
- Ekspansiv pengepolitikk og deregulering av kredittmarkedene.
- Aksje og boligpriser stiger - aktører tar større risiko, øker belåning.
- En boligprisboble inntreffer når høye forventninger om fremtidige prisøkninger presser prisene opp til nivåer som ikke lar seg opprettholdes over tid.
- Med slike optimistiske prisforventninger kaster folk seg inn på boligmarkedet for å investere i boliger for utleie eller for salg mot forventet kortsiktig gevinst.
- Irrasjonalitet blir forsterket av overoptimistiske prognoser fra meglere og analytikere som bredt formidles gjennom media.
- Men dersom markedet drives av forventninger om en rask fremtidig prisstigning, vil dette føre til ustabile priser.
- Til slutt sprekker boblen og prisene synker.

- Boligpriser er konjunktursyklusen (Leamer, 2007).
- 'Collateral' - Lånebasert forbruksfest basert på forventning om stadig økende boligpriser.
- Husholdninger strekker seg for å få lån de i utgangspunktet ikke burde ha hatt, noe som igjen vil presse opp boligprisene til nivåer som ikke kan opprettholdes.
- Så lenge boligprisene stiger kan man fortsette å ta opp lån. Disse lånene kan så brukes til å finansiere økt konsum og motiverer økt boliginvestering, som igjen forsterker utslagene.

# Så kommer nedturen

- Problemene oppstår når boligprisene og konjunktorene vender og denne prosessen går i revers.
- Fallende boligpriser reduseres bankenes balanse - Belåning reduseres.
- Da blir det mangel på kreditt slik at selv de som i utgangspunktent var låneverdige ikke lenger har tilgang på lån.
- Dette senker boligprisene ytterligere og gir en kredittskvis.
- Bedrifters profitt avtar, produksjon, handel og sysselsetting faller, pessimisme øker, penger flyter ikke lenger (hoarding of money).
- Problemene er smittet over på realøkonomien.

# Kreditt og boligpriser må reguleres sammen

- Bør sentralbanker se mer til formuespriser når de setter renten?
- Forskere fra BIS (Bank of International Settlements) mener at økte renter ville ha tatt hull på boblene i aksje-og boligprisene.
- Målet bør imidlertid ikke være å bruke pengepolitikken til å stabilisere boligprisene, men å bruke boligprisene som ledende indikatorer når økonomien er i vekst (og ikke kun når økonomien er i fritt fall)
- Man må også i større grad se pengepolitikken i sammenheng med 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.
- Boligprisene steg lenge etter at rentene ble satt opp, de steg mens låneiveren varte.

## 4. Norsk økonomi - Myk eller hard landing?

- Krisen i finansmarkedene har svekket utsiktene for investeringer og forbruk i store deler av verden.
- Bankene har strammet til sine utlånsvilkår i USA og mange europeiske land. Forbruk og investering stuper.
- Flere land har opplevd kvartal med negativ vekst i produksjon (USA, Storbritannia, EU land, Japan).
- Finanskrisen legger en demper på verdenshandelen og veksten avtar også i Norge.
- Dette går rett på eksportmarkedsveksten for norske eksportører, for ingen slipper unna i en globalisert verden.
- Husholdningenes konsum har stagnert, og boligprisene faller.
- Igangsettingen av boligbygg har falt kraftig
- Veksten i sysselsettingen har stoppet opp.

# Kan olje 'redde oss'? Tja

- Oljeinvesteringene er på et høyt nivå. Virker prosyklisk.
- God aktivitet i den næringen som leverer varer og tjenester til petroleumssektoren.
- MEN, Norges Banks regionale nettverk melder om avtakende vekst og til dels fall i de fleste regionene og næringene. Tegn til avmating også i oljesektoren.
- Høye finansieringskostnader, dårligere tilgang på kreditt.
- Oljepriskartellet OPEC kuttet nylig sine forventninger til etterspørselen etter olje for kommende år.
- De nedslående økonomiske forventningene har mørklagt utsiktene for etterspørselen etter olje.

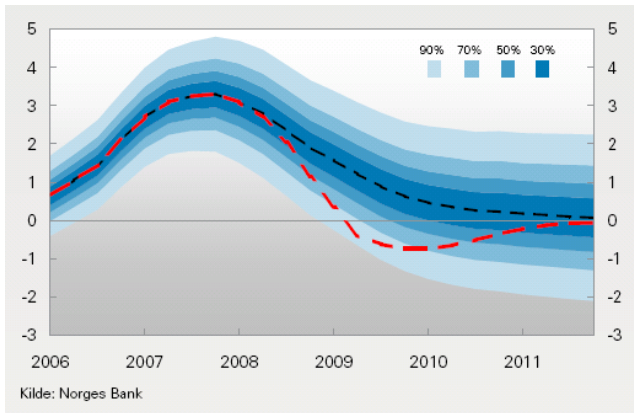
# Pengepolitikken virker ikke lenger slik den skal

- Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom flere kanaler.
- Norges Bank omtaler dette som transmisjonsmekanismen for pengepolitikken.
- Sammenhengen mellom Norges Banks styringsrente og virkningene ut i aktivitet og inflasjon har blitt betydelig forstyrret av forholdene i pengemarkedet.
- Transmisjonsmekanismen virker ikke som før.
- Pengemarkedene er blitt sterkt segmenterte. Det er liten omsetning.
- Sentralbanken faktisk blitt en markeds plass, og den eneste markeds plassen for aktørene.
- Hvordan kan pengepolitikken hjelpe oss ut av krisen da?



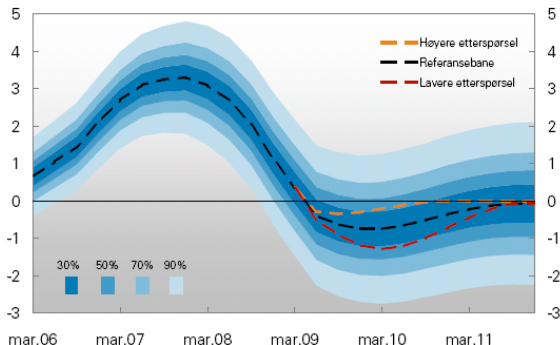
# Norges Bank's anslag på produksjonsgapet .

Juni (PPR 2/08, rød linje) og oktober (PPR 3/08) med usikkerhetsvifte. Prosent.



# Norges Bank's anslag på produksjonsgapet. Ulike scenarier

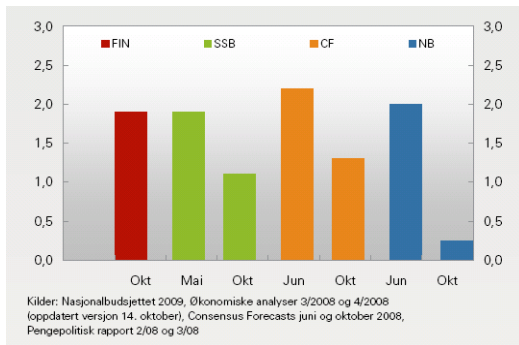
Antar at transmisjonsmekanismen er som før. Men det er den jo ikke?



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# Anslag på veksten i BNP - fastlands Norge

FIN, SSB, NB og CF (prosent)



# Fall i boligprisene - kraftig fall i boliginvesteringene og dempet konsum. Hard landing i 2009?

- Vekst i BNP i 2009 (fra foregående år)

	SSB	Alt 1	Alt 2	Alt 3
Privat konsum	1,8	1,8	1,5	1,8
Offentlig konsum	3,4	3,4	3,4	3,4
Real investeringer	-2,7	-6,2	-6,2	-10,6
Netto eksport	3,2	3,2	3,2	3,2
BNP	1,4	0,7	0,5	-0,3

- Alt 1: Boliginvesteringene som andel av BNP er 3,5 (5 års gj. snitt 1999-2003), mot 4,3 (SSB's anslag).
- Alt 2. Som Alt 1 plus privat konsum vokser med 1,5 prosent istedenfor 1,8 (SSB's anslag)
- Alt 3. Som Alt 1, plus oljeinvesteringene som andel av BNP er 4,3 (10 års gj. snitt.)

- Pengepolitikken virker ikke som før.
- Trenger å se helhetlig på de virkemidlene vi har for å dempe effekten av krisen
- Men før det trenger vi nye prognoser - aktiv deltagelse fra Finansdepartementet, Norges Bank og SSB
- Og så må vi berede grunnen for å hindre at dette skjer igjen.
- Hvordan kan man utvikle et regelverk der man i større grad kan se pengepolitikken i sammenheng med kredittreguleringene?
- Målet er å unngå en ny kredittvekst basert på finurlige låneprodukter.