

Veien videre

Av Gunnar Bårdsen og Ragnar Nymoen

Hvordan vil finanskrisen påvirke utsiktene for verdensøkonomien og hvordan vil det gå med norsk økonomi?

La oss begynne tilstanden i USA. Inflasjon i USA er omtrent 5 prosent. Det offentlige underskuddet i 2008 er beregnet til litt over tre prosent av BNP, mens offentlig gjeld vil være nær 70 prosent av BNP. Trolig blir alle tallene større. Hvis samme underskuddspolitikken blir ført framover, vil gjelden være 200 prosent av BNP i 2040.

Det var konkursen i Lehman Brothers som men enn noe annet bekreftet at finanskrisen i USA ikke ville gå over av seg selv, og at den ville bli dyp. Aksjeprisene vil forbli lave så lenge forventningene om framtidig utvikling er negativ. Så lenge aksjeprisene er lave, vil kredittprisen høyt og prosjekter som i et normalt kapitalmarked vil bli finansiert blir i stedet utsatt. Disse virkningene er dermed selvforsterkende.

I boligmarkedet, der problemene startet med at mange fikk problemer med å betjene lån da renten ble satt opp, har fallet i huspriser og kredittørken ført til tvangssalg av hus. Disse billigsalgene av hus fører som vi allerede har sett til raskt fallende huspriser. Dette gir i sin tur enda lavere sikkerhet for lån og dermed videre fall i huspriser og tilgang på lån.

Reduksjonen i bolig- og aksjeformue vil også føre til redusert forbruk. Dette fører i sin tur til fallende overskudd og reduserte investeringer i næringslivet. Alt dette gir fallende etterspørsel. Den fallende etterspørselen fører til økt arbeidsledighet, som gir fallende lønnsinntekt og dermed lav etterspørsel.

Hvordan vil dette stoppe opp? Så langt har man brukt pengepolitikken til både å redusere signalrenten og å øke tilgangen på kreditt i håp om at pengemarkeds- og dermed utlånsrenten skal falle. I dag er signalrenten i USA kun en prosent. Det er "lite vann under båten" og ikke mye stimulans igjen å hente av videre rentesenknninger.

Internasjonalt har veksten stoppet opp, både fordi finanskrisen er global og fordi ingen kan fylle vekstgapet etter USA. Lavproducentlandene i Asia har alt merket at fallet i etterspørselen i USA. I Europa gikk interbankmarkedet fullstendig i vranglås etter Lehman Brothers, og det har vært vanskelig å stimulere kredittgivingen selv om den renten som bankene får på innskudd i sentralbankene er blitt satt kraftig ned.

Dette antyder at (også) Europa er veldig nær å havne i den ubehagelige situasjonen der pengepolitikken er virkningsløs rett og slett fordi bedrifter og husholdninger ser så pessimistisk på framtida at de ikke søker lån, eller at bankene vegrer seg for å gi kreditt (uten å få store "risikopremier").

Historien viser at det kan ta veldig lang tid, og koste mye sosial elendighet, å satse ensidig på en pengepolitikk som mister sin effektivitet nettopp når en prøver å bruke den. Så hva er alternativet? Faktisk er det finanspolitikk som er løsningen---- samme medisin som Keynes foreskrev på 1930-tallet. Det vil virke ikke bare fordi økt offentlig etterspørsel vil generere aktivitet, men fordi offentlig garanterte prosjekter gir sikkert grunnlag for lån, økt kredittilgang vil føre til slutt på kredittkrisen, og dermed videre økt aktivitet.

For USA sin del er problemet, som vi så i innledningen, at de har alt har brukt opp noe av den finanspolitiske handlefriheten. Mye avhenger derfor av Kina, India, IMF, og i hvilken grad EU kan og vil drive ekspansiv finanspolitikk. Heldigvis ser det ut til at dette er i ferd med å skje.

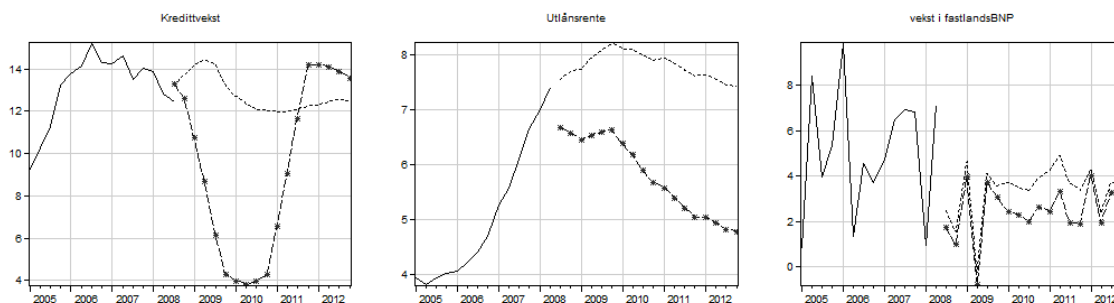
Usikkerheten om hvordan finanskrisen vil påvirke Norge vil derfor dreie seg mye om hvordan verdensøkonomien vil utvikle seg.

Dette kan vi bruke prognoser fra modellen Norwegian Aggregate Model (NAM) til å analysere. Dette er en modell der all teori som er brukt er i samsvar med de observerte data. Den har derfor gode føyningsegenskaper, og har gitt gode prognoser, Prognosene er fritt tilgjengelige på hjemmesiden: <http://folk.uio.no/mymoer/NAM/prognoser>

Et særtrekk ved denne modellen er at deler av den ble opprinnelig utviklet for å fange opp samspillet mellom kreditt og realøkonomi (der teorigrunnlaget er arbeidet av Ben Bernanke) som en konsekvens av bankkrisen 1988-92. Under de rådende forhold kunne den derfor kunne være et nyttig verktøy.

Ved hjelp av NAM har man derfor lenge kunnet se at kredittveksten ville avta, arbeidsledigheten ville øke, og at etterspørselsveksten ville avta i Norge som følge av de stadige renteøkningene. Dette er en naturlig følge av mandatet for pengepolitikken som er pålagt Norges Bank. Modellen fanger dermed opp at en av de viktige transmisjonsmekanismene for pengepolitikken er at renteøkningen demper etterspørselen etter lån (se figuren for vekst i realkreditt) og derigjennom demper veksten i realetterspørsel.

Det interessante spørsmålet nå er hvor mye vi vil påvirkes av finanskrisen og dermed av lavkonjunkturen i utlandet og av en skvis i kredittveksten. Vi har derfor laget et scenario, basert på data og modell fra NAM prognosen fra 20. September 2008, der vi nå har lagt inn et kraftig fall i oljeprisen, oljeinvesteringene, utenlandske renter, utenlandsk etterspørsel og et fall i kredittveksten tilsvarende bankkrisen i 1991-92.



Figur : Faktisk utvikling og prognoser: uten finanskrise(- - -), med finanskrise(* - * - *).

I dette scenarioet fører det negative sjokket i kredittveksten til et fall i veksten i BNP. Samtidig faller utlånsrentene som følge av reduksjon i utenlandsrentene. Hvis vi sammenligner med prognosene uten finanskrise, er forskjellene at vi har et kraftig fall i kredittveksten, et kraftig fall i i utlånsrenten, og at vekstraten i BNP er halvert. Utover dette er prognosene for mange av variablene kvalitativt og størrelsesmessig de samme. Vi får omtrent den samme utviklingen i inflasjon, arbeidsledighet og lønnsvekst som uten finanskrise. En av årsakene til dette relativt optimistiske utfallet er at realrenten er mye lavere i krisescenarioet. Dette gjør at veksttaket i etterspørselen ikke blir ytterligere redusert på grunn av kredittørken, samtidig som virkningen på arbeidsledigheten blir nøytralisert.

I prognosene er finanspolitikken den samme. Det vil si at hvis vårt krisescenario fanger opp de relevante aspektene av finanskrisen, så kompenserer pengepolitikken bra for finanskrisen i den forstand at utviklingen blir som forventet tidligere. Hvis man vil ha en annen utvikling, må man bruke mer ekspansiv finanspolitikk.

Hvorvidt NAM er for optimistisk når det gjelder ledigheten vil avhenge mye av forutsetningene og særlig at utlånsrentene faller. For et år siden var reaksjonene at NAM var for pessimistisk når den spådde en økning i ledigheten i starten av 2009.