

Økonomisk utsyn

Perspektiver

Etter vel fire år med sterk vekst i norsk økonomi skjedde det et markert omslag ved inngangen til 2008. Veksten i fastlandsøkonomien ble klart dempet, både som følge av svakere utvikling internasjonalt og kapasitetsskranke i norsk økonomi. Frem til og med sensommeren i fjor pekte de fleste prognosene – også våre egne – mot en myk landing for norsk økonomi. Tidlig på høsten forsterket imidlertid problemene i internasjonale finansmarkeder seg dramatisk, spesielt etter at den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs midt i september. Utsiktene for både norsk og internasjonal økonomi er etter dette kraftig forverret.

Verdensøkonomien er nå preget av en dyp finansiell krise, og problemene har spredd seg til realøkonomien. Prisene i aktivamarkeder verden rundt har falt dramatisk. Flere store banker og finansinstitusjoner har gått konkurs, mens andre har blitt overtatt eller reddet av det offentlige. Viktige kredittlinjer har tørket ut som følge av finansinstitusjoners behov for å slanke balanser og mindre vilje hos långivere til å ta risiko. Dette bremser forbruket, og trekker ned investeringer og den økonomiske aktiviteten. Det økonomiske tilbakeslaget spås av mange å bli det verste siden 1930-tallet. Norge går ikke klar, selv om vi blir lettere rammet enn de fleste andre land. På slutten av fjoråret falt produksjonen i Fastlands-Norge, samtidig som arbeidsledigheten økte markert.

De alvorlige problemene i finanssektoren har bygget seg opp over en lengre periode. Det er vanskelig å ha full oversikt over årsakssammenhengene. Noen sentrale mekanismer synes imidlertid klare. Krisen må ses på bakgrunn av en lang periode med sterk økonomisk vekst. I denne perioden har det bygget seg opp store, globale ubalanser, med kraftig gjeldsoppbygging i noen land, som USA, som motsvares av vedvarende store driftsoverskudd i andre regioner, herunder Kina. Dette har bidratt til at rentene i OECD-landene har ligget lavt over en lengre periode. Kinas raske integrasjon i verdenshandelen har også ført til at de tradisjonelle industrilandene har importert varer til lave priser. Dette har gitt et tilbudssidesjokk for OECD-landene. I land hvor pengepolitikken har vært innrettet mot å stabilisere inflasjonen, har styringsrenten blitt satt ned, og bidratt ytterligere til å stimulere etterspørselen. Låneopptak og gjeldsoppbygging har skutt fart.

Perioden med langvarig høy økonomisk vekst, kombinert med lave renter, ga grobunn for sterk ekspansjon i finanssektoren og utvikling av nye, kompliserte låneprodukter. Amerikanske finansinstitusjoner ledet an i utviklingen, blant annet ved å forsere utlån i det såkalte sub prime markedet, der spesialiserte kredittinstitusjoner ga lån til risikogrupper, dvs. låntakere med svak kredithistorie og usikker betalingssevne. Lånene ble i stor grad gitt i forventning om fortsatt verdivekst i boligmarkedet. Slike boliglån ble i neste omgang ”pakket” og videresolgt i flere omganger og i mange varianter, ofte ledsaget av forsikringstransaksjoner. Risikoen ble spredd globalt gjennom

internasjonale kapitalmarkeder. Samlet sett førte utviklingen til en voldsom oppblåsing av balansene i finansinstitusjoner.

De nye finansielle produktene ble markedsført som nærmest risikofrie, eller med svært begrenset risiko. Asymmetriske bonusprogrammer og andre insentivordninger for meglere og beslutningstakere oppmuntret til økt risikotaking. Da omslaget kom i bolig- og eiendomsmarkedene, ble den store risikoen som var tatt opp i sub prime lån og beslektede instrumenter, synliggjort.

Den betydelige veksten i aktivpriser og kredittgivningen på 2000-tallet minner om utviklingen i forkant av tidligere finanskriser. I gode tider påtar investorer seg risiko ved å investere i aktiva med lånte penger. Investeringsaktiviteten bidrar til å forsterke oppgangen. Banker og kredittinstitusjoner er villige til å gi lån fordi høyere aktivpriser tilsynelatende øker sikkerheten på panteobjektene. Men bobler sprekker. Fall i aktivpriser kan være en utløsende faktor. Avkastningen på investeringer blir for lav i forhold til rentekostnadene. Utlånstap som følge av at mange ikke klarer å gjøre opp for seg, fører til tilstramming av kreditt. Høyt belånte investorer tvinges til å selge eiendeler, samtidig som det blir vanskeligere å reise ny egenkapital i bedriftene. Dermed påvirkes realøkonomien. Den negative spiralen forsterkes gjennom svekkede forventninger til fremtidig utvikling som isolert sett demper investeringslyst og vilje til å ta risiko hos långivere. Overdreven optimisme er snudd til pessimisme.

Velfungerende kapitalmarkeder har vært en viktig forutsetning for den velstandsutviklingen mange land har opplevd de siste tiårene. Frie kapitalbevegelser bidrar til å allokere kapital til lønnsomme prosjekter, på tvers av land og til å jevne ut forbruk over tid. Samtidig viser historiske erfaringer at det i finansielle markeder kan oppstå bobler og andre mekanismer som gir ustabilitet i det økonomiske systemet. Frem til 1940-tallet var de globale kapitalmarkedene svært lite regulert. Den finansielle krisen som ble utløst av børskrakket i 1929 og som ledet til depresjonen på 1930-tallet, bidro til at økonomer som John Maynard Keynes fikk oppslutning om alternative økonomiske teorier, som anbefalte at myndigheter tok en mer aktiv rolle, både i etterspørselsstyringen og i reguleringen av kapitalmarkedene. Politikken ble etter hvert koordinert globalt blant annet gjennom Bretton Woods-samarbeidet, som innebar begrensninger på kapitalstrømmer mellom land med sikte på å oppnå stabilitet i valutamarkedene. Etter sammenbruddet i Bretton Woods og kredittliberaliseringen på 1970- og 1980-tallet innrettet de fleste land i første omgang pengepolitikken med sikte på å faste eller stabile valutakurser kunne opprettholdes. Vektleggingen av stabile valutakurser innebar imidlertid at det ble vanskelig å føre en selvstendig pengepolitikk, og på 1990-tallet ble politikken lagt om med større vekt på frie kapitalmarkeder og flytende valutakurser.

Den finanskrisen verden nå opplever, vil gi nye erfaringer for utforming av økonomisk politikk. En åpenbar lærdom er at det er behov for nye reguleringer og bedre tilsyn i finanssektoren. Den voldsomme ekspansjonen av kredittvolum som har funnet sted under den siste oppgangen, har i vesentlig grad tatt veien utenom det tradisjonelle, regulerte finanssystemet. Videre har vi fått en viktig påminning om at en i utformingen av pengepolitikken står overfor særdeles krevende balanseproblemer. De fleste land i OECD-området har nå enten et eksplisitt eller et implisitt inflasjonsmål for pengepolitikken. Slike regimer bygger på at inflasjonsforventninger som er godt forankret på et lavt nivå bidrar til en balansert økonomisk utvikling. Erfaringer fra de siste årene viser imidlertid at det kan bygge seg opp store ubalanser i økonomien selv med relativt lav inflasjon og stabile

inflasjonsforventninger. Langvarige utslag i det nominelle rentenivået kan påvirke stabiliteten i kapitalmarkedet og i ulike aktivamarkeder. Løsningen på dette problemet er ikke å ta bolig- eller andre aktivapriser inn i prismålet. Siden aktivapriser normalt fluktuerer mer enn andre størrelser i økonomien, ville dette vanskeliggjøre styringen av pengepolitikken. Det er imidlertid grunn til å vurdere en rentesetting som innebærer mindre ambisjoner om å finstyre inflasjonen. Rentesettingen skal i liten grad respondere på endringer i inflasjonen som skyldes tilbudssidesjokk i økonomien. Videre finnes det betydelige selvkorrigerende mekanismer for inflasjonen både i lønnsdannelsen og i produktmarkedene. En pengepolitikk som innebærer mindre utslag i rentene, innebærer således at man lar økonomiens selvkorrigerende mekanismer få en viktigere rolle i å sikre prisstabilitet.

Den finanskrisen vi nå opplever, skiller seg fra tidligere kriser ved at myndighetene nå bruker den økonomiske politikken aktivt for å begrense virkningene på realøkonomien og i arbeidsmarkedet. I en rekke land ekspanderes offentlige budsjetter for å stimulere etterspørselen og holde aktivitetsnivået oppe. Etter kollapsen i aktivamarkedene på 1930-tallet ble pengepolitikken til dels strammet inn. Sentralbankene økte rentene og begrenset likviditetstilførselen. Banker gikk over ende og publikum tapte sparepengene sine. Dette forsterket depresjonen. Denne gangen håndteres krisen annerledes. Verdens sentralbanker har redusert sine styringsrenter til svært lave nivåer, og kredittmarkedene er tilført betydelig likviditet. Videre har myndighetene garantert for bankinnskudd, noe som har hindret at publikum har trukket ut sparekapital fra bankene i stort omfang.

Den økonomiske krisen på 1930-tallet ble forlenget og forsterket ved at det ble iverksatt en rekke proteksjonistiske tiltak, blant annet i form av økte tollsatser. I den nåværende situasjonen er myndighetene så langt tilsynelatende svært bevisste på å unngå tilsvarende feilgrep. Når arbeidsledigheten nå i mange land skyter fart, er det likevel sannsynlig at en rekke tiltak i praksis vil bli innrettet for å beskytte innenlandsk næringsliv, og på bekostning av utenlandske virksomheter. Det er allerede tendenser i denne retning. Finanspolitiske stimulansepakker gis med betingelser om bruk av innenlandske leverandører, eller innrettes for å unngå importlekkasje. Og i finanssektoren er det klare signaler om at banker og andre finansinstitusjoner, som lenge har operert i et globalt marked, nå konsentrerer seg om utlån til innenlandske kunder. Skulle slike tendenser forsterkes, vil det være et alvorlig faresignal.

Utsiktene for internasjonal økonomi er dystre. Aktiviteten faller kraftig i flere av de store landene, og arbeidsledigheten skyter fart i et tempo som vi ikke har sett siden andre verdenskrig. Det er grunn til å tro at lavkonjunkturen internasjonalt vil bli både dyp og langvarig. I dette bildet er norsk økonomi godt rustet til å komme seg gjennom en vanskelig periode. Handlefriheten i offentlige finanser benyttes nå til å motvirke fallet i innenlandsk etterspørsel. I tillegg vil et fortsatt høyt nivå på aktiviteten i petroleumssektoren gi stimulanse til andre deler av næringslivet. Samlet sett vil trolig økningen i ledigheten her hjemme bli moderat sammenlignet med andre land, og store grupper av lønnstakere og husholdninger vil oppleve fortsatt inntektsvekst i 2009. Men norsk økonomi er ikke skjermet fra problemene i internasjonale finansmarkeder og en forventet sterk nedgang i våre eksportmarkeder. Deler av norsk industri og øvrig eksportrettet næringsliv vil bli rammet. Virksomheter vil bli lagt ned, og arbeidsplasser vil gå tapt. De nærmeste par årene kan vi derfor oppleve en form for todeling av økonomien. Dette kan skape spenninger blant annet i lønnsdannelsen. En viktig utfordring vil bli å kanalisere ledige ressurser inn i ny lønnsom virksomhet. Vår evne til omstilling i økonomien vil igjen bli satt på prøve.