NYHEDSMAGASINET
RÆSON
www.raeson.dk | www.ræson.com | FJERDE KVARTAL 2002: 7/11 2002

Claus Vastrup:

Verdensøkonomiens krise i historisk perspektiv: **Har vi det værste til gode?**

Her 15 år efter "Black Monday"-krisen balancerer verdensøkonomien på randen af en recession, hvis mulighed få vil benægte, men færre tør give et konkret bud på. Eksperterne diskuterer om de sidste par års afmatning - der startede som bristede forventninger i IT-branchen og fik næring med 11.september og krigen mod terror - indvarsler en virkelig nedgangsperiode og derfor kun har været første etape af det såkaldte "double-dip". Risikerer krisen at blive en katastrofe? RÆSON har bedt tidligere overvismand Claus Vastrup sætte krisen i kontekst.

Af Claus Vastrup, professor i Økonomi ved Århus Universitet, tidl. overvismand

De seneste aktiekursfald og nedjusteringer af vækstudsigterne for især USA og Europa bringer i hvert fald tankemæssigt muligheden for finanskrise og recession på den økonomiske dagsorden. Et aktuelt og væsentligt spørgsmål om de internationale konjunkturer er således om den forholdsvis moderate afdæmpning af den økonomiske aktivitet i 2001, vil blive fulgt af en ny og måske kraftigere afdæmpning i 2002-03, et såkaldt "double-dip". Et andet presserende spørgsmål er, om en fortsættelse af de sidste 2½ års kraftige aktiekursfald over stort set hele verden, vil ende som en finanskrise i Latinamerika, Japan eller - hvem ved? - i Europa.

FINANS- OG VALUTAKRISER

Finanskriser opstår, når de finansielle markeder i betydelig omfang mister tilliden til at indlån og kreditter vil blive tilbagebetalt som forventet. Når tilliden reduceres, vil risikopræmierne i kravene til afkastet stige og i tilfælde af store risikopræmier vil långivningen formentlig også blive indstillet. Virksomheder kan også komme til at stå over for højere risikopræmier eller blive kreditbegrænset, som følge af fald i kursen på deres egne aktier og dermed reduktioner af værdien af den sikkerhed, som de kan stille. Forbrugere og husholdninger kan, på samme måde som virksomheder, blive ramt af kreditbegrænsning, men de bliver også ramt alene

ved at værdien af deres aktiver falder og deres opsparing herved reduceres.

I værste fald kan manglende tillid ramme banker og andre finansielle institutioner, der i så fald vil risikere udtræk af indlån og derfor at måtte ophøre med långivning og andre aktiviteter. Det vil resultere i en likviditetskrise for kunderne og samfundet, hvilket som regel fører til et offentligt indgreb med det formål at holde den finansielle sektor kørende. Det var f.eks. tilfældet i Norge, Sverige og Finland under den såkaldte Nordiske Bankkrise for godt 10 år siden, da staten gennem overtagelse af nødlidende banker eller køb af bankernes risikobehæftede udlån, sikrede at det finansielle kredsløb i de nævnte lande fortsat kunne fungere.

Valutakriser opstår på samme måde, når valutamarkedet mister tilliden til at et land og dets centralbank kan eller vil opretholde valutakursen - eller når de finansielle markeder mister tilliden til at et lands banker og andre finansielle institutioner har tilstrækkelig valuta, likviditet og egenkapital til at kunne betale også for en valutaudstrømning. Valuta- og finanskriser optræder derfor ofte samtidig og den ene kan være årsag til den anden.

Antallet af finans- og valutakriser er steget væsentligt siden det internationale Bretton-Woods samarbejde om faste valutakurser brød sammen i begyndelsen af 1970'erne og mange lande, især uden for Europa, overgik til fleksible valutakurser. Den strukturelle årsag til stigningen i antallet af kriser har dog formentlig ikke været de fleksible valutakurser som sådan, men de medfølgende ændringer i den økonomiske politik og en væsentlig forøgelse af de internationale kapitalbevægelser, som også var medvirkende til sammenbruddet af det internationale fastkurssamarbejde. Derfor har samfundsøkonomisk uligevægt i form af betalingsbalanceunderskud, inflation og recession ofte været kilde til finansielle og valutariske kriser. Det samme gælder store underskud på de offentlige finanser, en kraftig vækst i bankernes kreditgivning eller et fald i deres egenkapital til et lavt niveau som følge af store tab og hensættelser. Mange forhold kan således udløse en krise og derfor er disse ofte af meget forskellig karakter.

NOGLE EKSEMPLER.

De fleste økonomer er i dag enige om at den verdensomspændende krise og høje arbejdsløshed i 1930'erne blev udløst af stød til - og manglende stabilitet på - finans- og valutamarkederne og at problemerne blev forøget som følge af centralbankernes og politikernes manglende forståelse og samarbejde om disse forhold.

Senere fremkaldte finansieringen af de latinamerikanske landes underskud på betalingsbalancen i midten af 1980'erne en større finanskrise. Lidt senere i oktober 1987 faldt aktiekurserne kraftigt på de amerikanske og europæiske aktiemarkeder. Den sidste krise blev hurtigt af centralbankerne imødegået gennem likviditetstilførsel og rentesænkning og fik i modsætning til de tidligere nævnte kriser ikke beskæftigelsesmæssige konsekvenser. Det var derimod tilfældet for valutakriserne i det europæiske monetære samarbejde (EMS'en) i 1992-93, der som årsag havde forventninger om arbejdsløshed og som konsekvens: valutakursændringer, rentestigninger og begrænsninger i væksten for produktion og beskæftigelse.

Krisen i Asien i 1997 startede med et valutarisk og finansielt sammenbrud i Thailand og sprang hurtigt til andre Østasiatiske lande inklusive Malaysia, Indonesien og Filippinerne. Efter en kort pause blev Sydkorea og Brasilien også smittet og i alle de ramte lande fik sammenbruddet betydelige realøkonomiske og beskæftigelsesmæssige konsekvenser. Det gode budskab fra flere af landene var dog, at krisen samtidig var årsag til at der politisk blev gennemført strukturændringer til gavn for senere økonomisk vækst.

Rusland blev i 1998 ramt af en finansiel krise især som følge af en uholdbar udvikling på statsfinanserne og en overvurderet valuta. I forlængelse af denne krise blev igen Brasilien og andre Latinamerikanske lande ramt og en stor amerikansk såkaldt "hedge-fund" (LTCM) blev kun reddet fra konkurs på målstregen på grund af indgriben fra den amerikanske centralbank. Siden har Tyrkiet og Argentina været i en kombineret finans- og valutakrise og det samme gælder Brasilien, som i disse dage er i en ny krise på grund af faldende tillid til det politiske system.

Men den længstvarende krise i nyere tid er den japanske, hvor priser på aktier og fast ejendom efter en kraftig stigning i slutningen af 1980'erne har været på en ligeså kraftig nedtur siden 1990. Det har påført de japanske banker betydelige problemer med faldende og manglende sikkerhed for deres udlån, som de derfor har reduceret kraftigt. Denne udlånsbegrænsning har forværret den realøkonomiske udvikling og medvirket til recessionen for et par år siden og igen i 2001-02. Problemerne i banksektoren er samtidig langtfra løst og det aktuelle spørgsmål er, om der er politisk vilje til en sådan løsning og om hvilken, der eventuelt kan skabes enighed. Foreløbig har man forlænget en offentlig garanti for en del bankindlån angiveligt for at have et sikkerhedsnet, hvis andre initiativer skal gennemføres. Det kunne f.eks. være statslig overtagelse af de dårligste banker eller statslige opkøb af bankernes nødlidende lån. Der er foranstaltninger, som begge blev anvendt til genetablering eller opretholdelse af de finansielle strukturer under Den Nordiske Bankkrise.

Finans- og valutakriser forekommer således stadig hyppigere på de såkaldte "emerging markets". Valutakriser forekom også i Europa i betydeligt omfang før Euroens indførelse i 1999 og finanskriser kan stadig forekomme. Det er sjældent at sådanne kriser ikke resulterer i produktionstab og højere arbejdsløshed.

De seneste aktiekursfald og nedjusteringer af vækstudsigterne for især USA og Europa bringer i hvert fald tankemæssigt muligheden for finanskrise og recession på den økonomiske dagsorden. Et aktuelt og væsentligt spørgsmål om de internationale konjunkturer er således om den forholdsvis moderate afdæmpning af den økonomiske aktivitet i 2001, vil blive fulgt af en ny og måske kraftigere afdæmpning i 2002-03, et såkaldt "double-dip". Et andet presserende spørgsmål er, om en fortsættelse af de sidste 2½ års kraftige aktiekursfald over stort set hele verden, vil ende som en finanskrise i Latinamerika, Japan eller - hvem ved? - i Europa.

DE INTERNATIONALE KONJUNKTURER

En af de usædvanlige ting ved det det nuværende konjunkturtilbageslag er, at det hverken skyldes en stramning af den økonomiske politik eller en forhøjelse af priserne på verdensmarkedet for olie. Det er heller ikke husholdningerne som har reageret, men, som nævnt, virksomhederne der med de herskende finansvilkår har fået opbygget for stor kapacitet. Det tager tid at fjerne en sådan overkapacitet gennem nedslidning og derfor at genskabe mulighederne for nye investeringer. Det må derfor forventes, at lavkonjunkturen vil blive forholdsvis langvarig. Det glemte man, da den økonomiske vækst i USA i første kvartal i år uventet steg til 5 pct. på årsbasis. På den baggrund reviderede mange deres prognoser og opfattelser selvom væksten i andet kvartal viste sig igen at falde tilbage til næsten nul.

Særligt bemærkelsesværdigt i den nuværende lavkonjunktur er også sammenfaldet af tilbageslag i USA, Europa og Japan. Det gør det også sværere og til en mere langstrakt affære at skabe fornyet vækst end hvis kun et af kontinenterne var ramt af konjunkturtilbageslag.

Men på den positive side har det nuværende tilbageslag været karakteriseret ved, at der indledningsvis ikke var væsentlig inflation i hverken USA eller Europa - og slet ikke i Japan,

hvor prisniveauet har været faldende på tredje år. Det var derfor muligt for især den amerikanske centralbank hurtigt og væsentlig at nedsætte den korte rente, hvilket alt andet lige vil forkorte og formindske størrelsen af tilbageslaget.

Nogle vil dog mene, at den lave inflation giver en yderligere risiko, idet prisudviklingen kan risikere at vende til deflation. Ved en given nominel rente er det ensbetydende med en højere realrente og da den nominelle rente ikke kan være lavere end nul, begrænser de nuværende lave nominelle rentesatser centralbankernes muligheder for at lempe på pengepolitikken. Denne begrænsning er især aktuel i Japan, hvor den pengepolitisk bestemte rente allerede er nul.

Fra en konjunkturmæssig betragtning er det en fordel, at også finanspolitikken på tidligt tidspunkt er blevet lempet. Det gælder mest udtalt for USA. Da Europa og især Japan ikke havde og heller ikke har de samme budgetmæssige forudsætninger og dermed muligheder for at lempe finanspolitikken, er denne forskel (og i nogen udstrækning også forskellen i de pengepolitiske reaktioner) en medvirkende årsag til, at et konjunkturopsving må forventes at komme tidligere i USA end i Europa. Afgørende er også om de kraftige produktivitetsstigninger fra sidste halvdel af 1990'erne kan opretholdes. I Japan er det på grund af de uløste forhold i den finansielle sektor mere usikkert om eller hvornår et opsving måtte komme.

Det internationale konjunkturtilbageslag er dog grundlæggende præget af virksomhedernes overkapacitet og sammenfaldet i tid af recession på begge sider af Atlanterhavet. Selvom det internationale konjunkturtilbageslag endnu ikke har været dybt må det derfor alligevel forventes, at blive forholdsvis langvarigt. Derfor er risikoen for yderligere negative stød til produktion og efterspørgsel også større end normalt.

Et væsentligt faktor i den forbindelse er olieprisen, som allerede er steget til mere end 25 $ pr. tønde. Selvom denne pris allerede indeholder en risikopræmie for muligheden af en krig mod Irak, vil olieprisen formentlig stige yderligere i tilfælde af en sådan krig. I den nuværende skrøbelige situation vil det i bedste fald udsætte tidspunktet for et kommende opsving, og i værste fald vil olieprisstigninger i lighed med 1973,1979 og 1990 fremkalde et tilbageslag og dermed en ny recession og det nævnte "double-dip". En sådan udvikling kan heller ikke udelukkes, hvis aktiekursfaldet fortsætter eller de allerede realiserede aktiekurstab får bankerne til at begrænse deres udlån f.eks. i Tyskland, hvor den indenlandske efterspørgsel allerede er faldende. Den internationale konjunktursituation er således mere skrøbelig end sædvanlig, og vi skal i bedste fald hen imod midten af 2003 før et opsving slår igennem i hvert fald i Europa. Selvom dansk økonomi hidtil har klaret sig godt er det derfor ikke sikkert at vi kan sige det samme om et år.

Korrekturrettet og nylayoutet 31/3 2008