

Synkronisert nedgang – heterogen oppgang:

***Lokomotiver og sinker i
verdensøkonomien***

Oslo, 18.11.2009

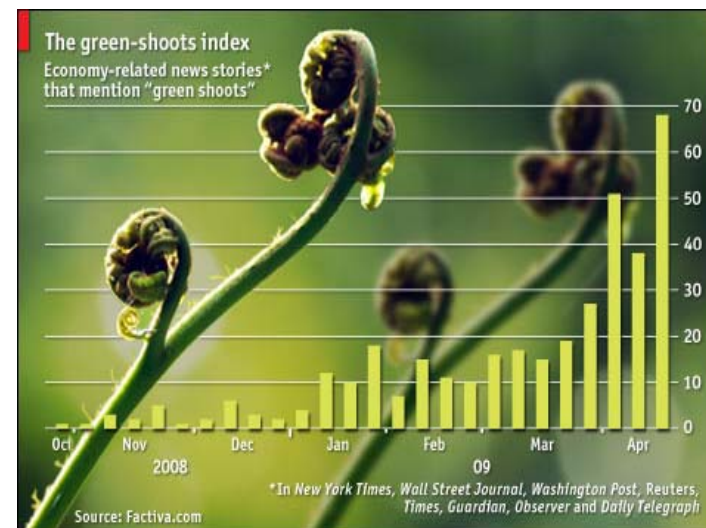
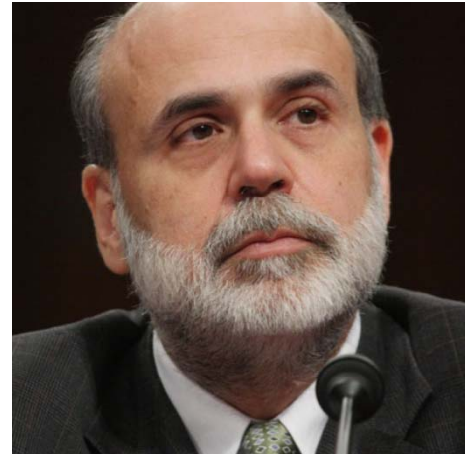
*Øystein Thøgersen,
Professor ved NHH*

Do you think we see "green shoots"?

- Fed Chairman Ben Bernanke, March 15, 2009:

- *"And I think as those **green shoots** begin to appear in different markets -- and as some **confidence begins to come back** -- that will begin the **positive dynamic** that brings our economy back."*

- *".... **I do. I do see green shoots.** And -- not everywhere, but certainly in some of the markets that we've been -- functioning in. And -- we've seen **some improvement in-- in the banks,** as well, certainly in some key cases."*



Farer på kort og lang sikt....

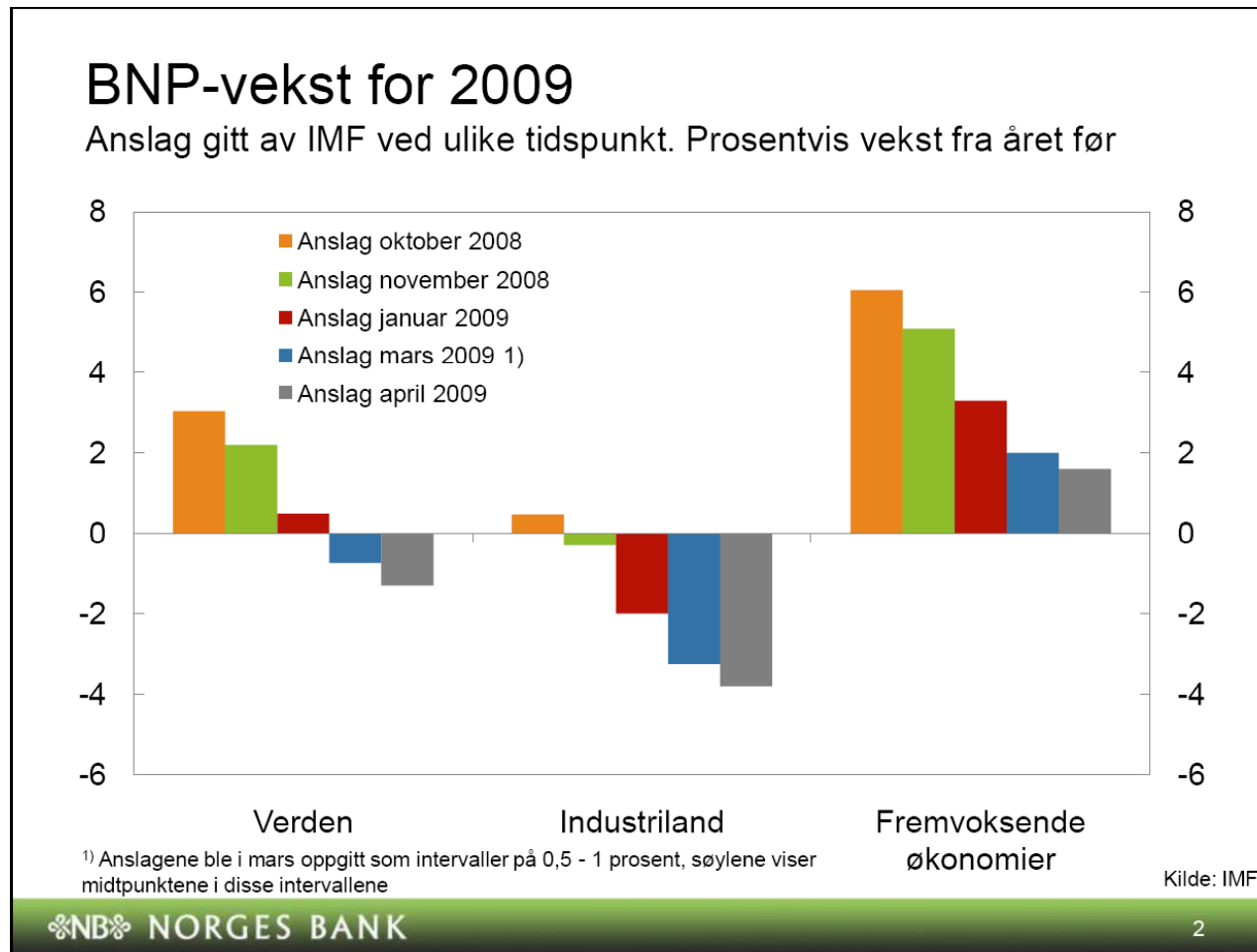


There is a real – and justified – fear that this easy policy will stoke the next crisis. The call for tighter policy has already begun. Fear of inflation is always and everywhere a constant. Even, it appears, during periods of deflation. But it would be madness to deepen this crisis, which is here now, to fend off a hypothetical future disaster that still exists only in the imagination.

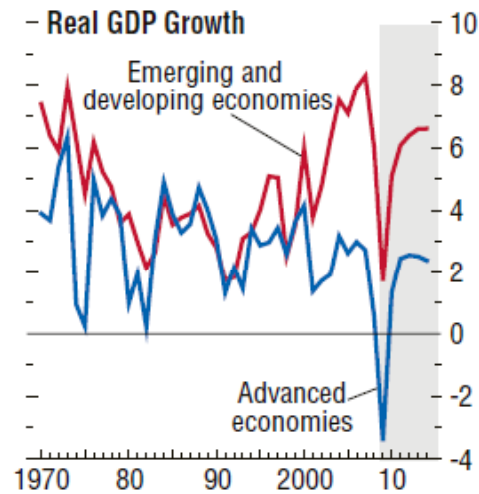
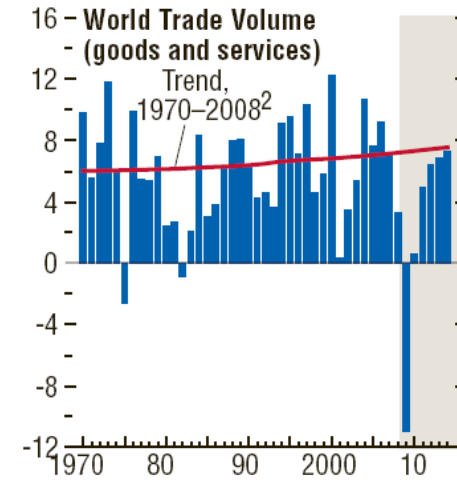
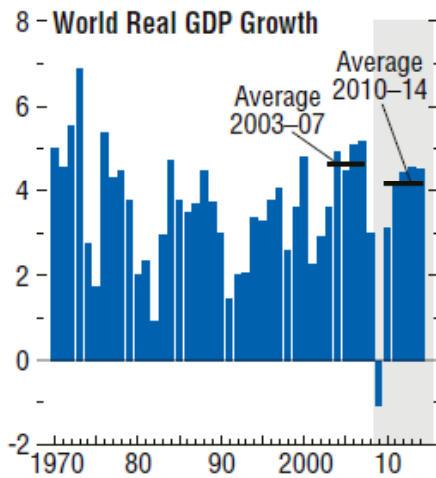


Resesjonen var ekstremt *synkronisert*

Usikre makroøkonomer: Dybden i resesjonen var vanskelig å predikere

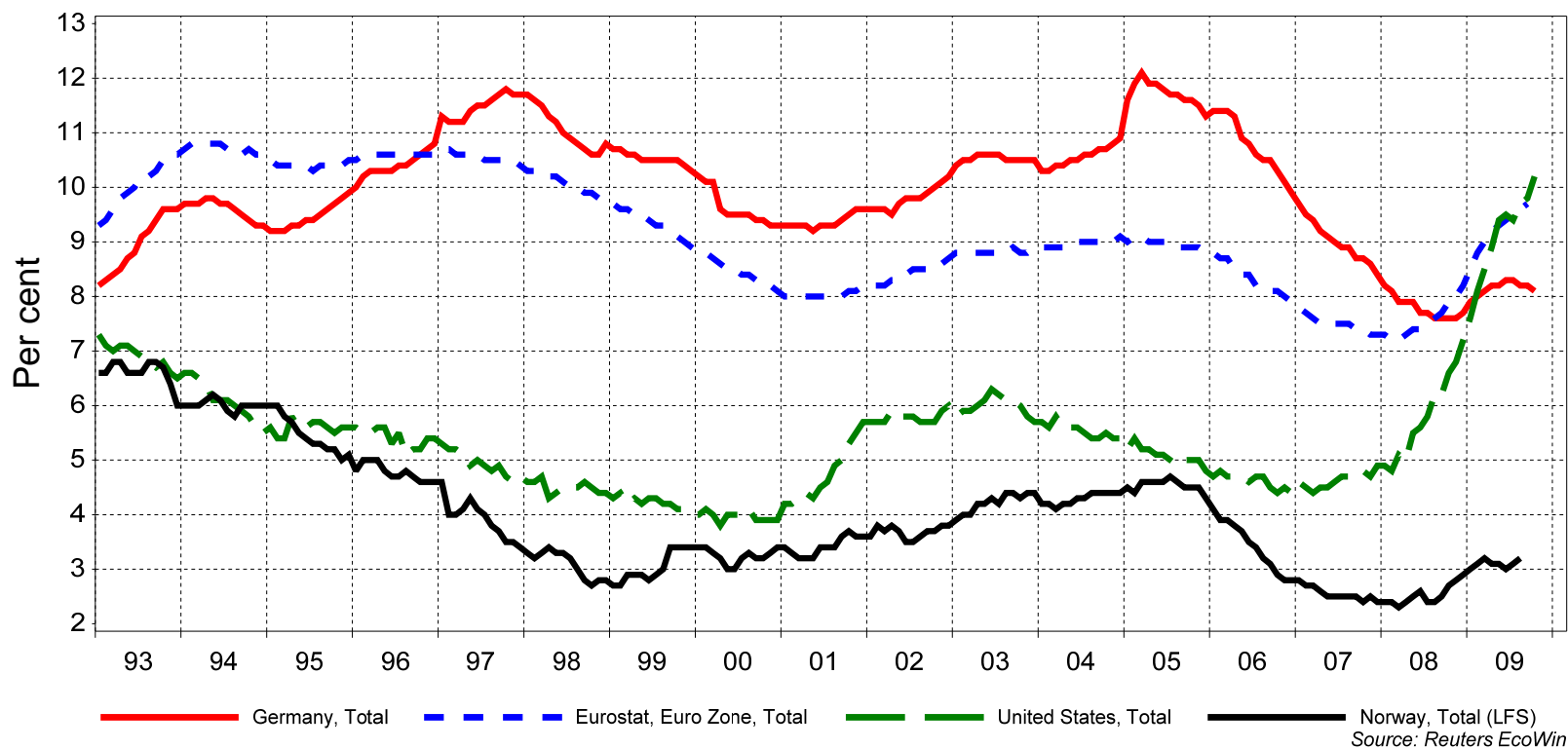


Synkronisert nedgang

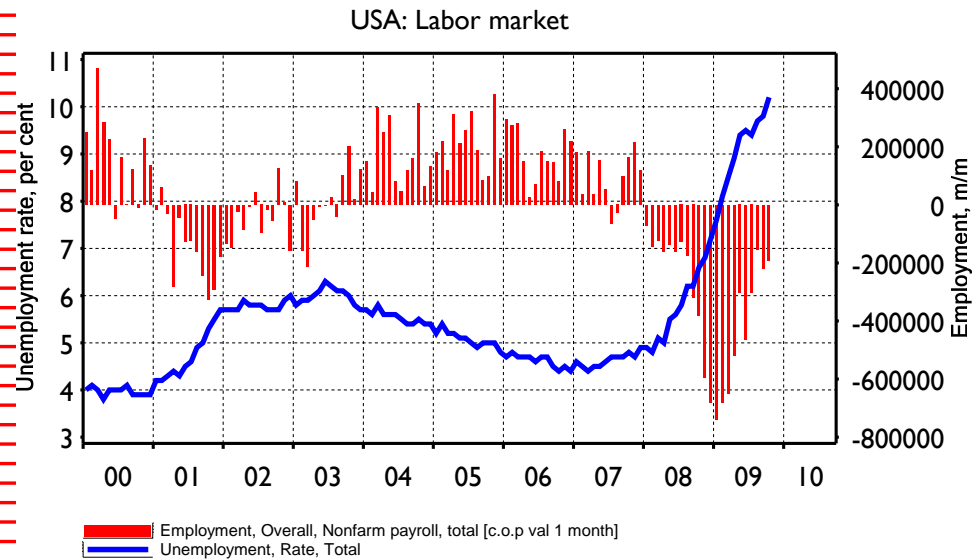


Arbeidsmarkedet i ulike land/regioner

Unemployment rate, Germany, Euroland, USA and Norway



Dramatiske virkninger på arbeidsmarkedet...



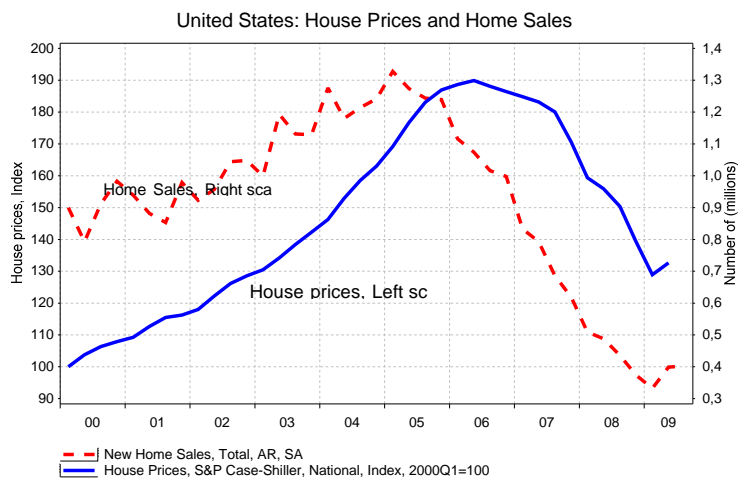
Source: Reuters EcoWin

- Utsikter til en anemisk "jobless recovery" i USA og en del andre land?

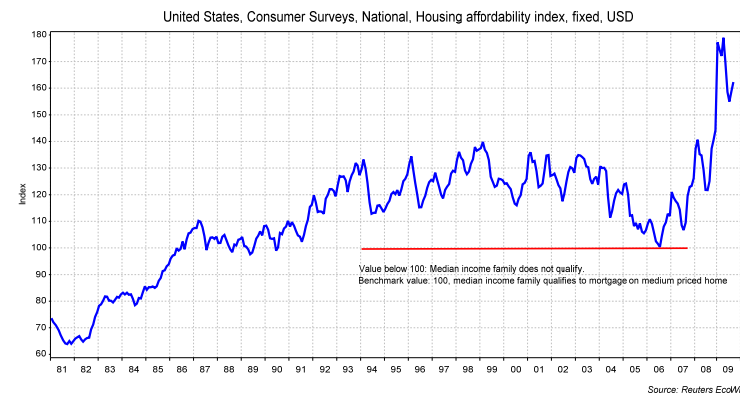


***”Green shoots”,
og
-problemene i ferd med å bli løst der hvor de
startet.***

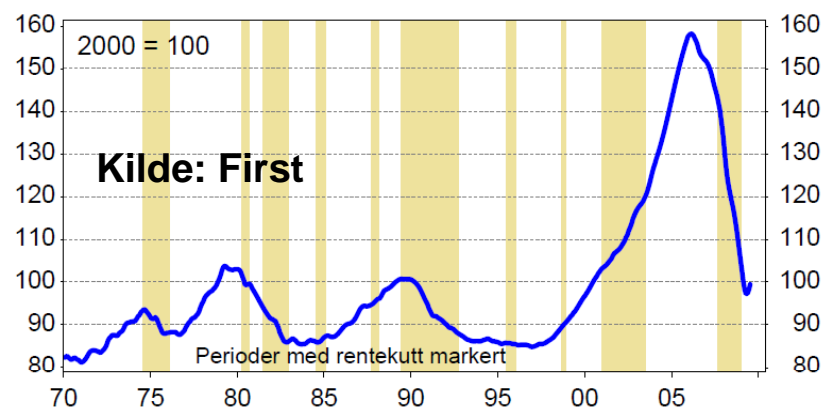
USA - Boligmarkedet har bunnet ut.



Source: Reuters EcoWin



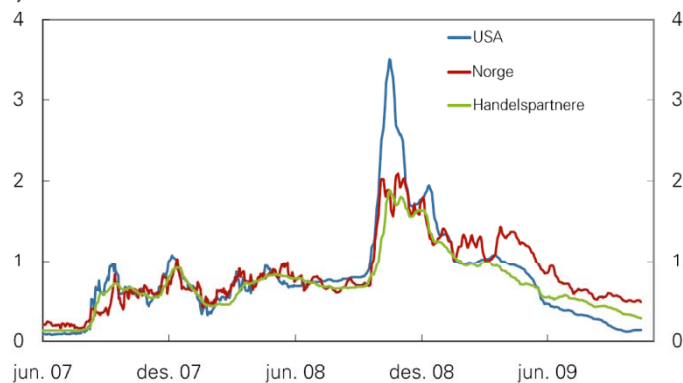
USA Realpris på bolig vs Feds rentekutt



Finansmarkedene stabilisert – men ikke fullt normaliserte

Påslag i pengemarkedet¹⁾

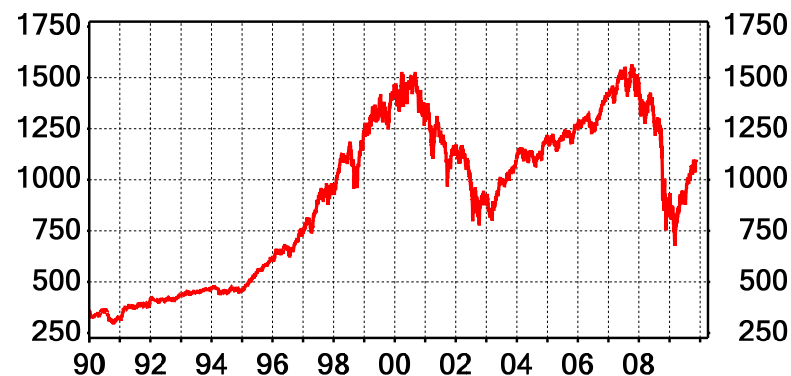
Prosentenheter, 5-dagers glidende gjennomsnitt
1. juni 2007 – 26. oktober 2009



¹⁾Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og markedets forventninger om styringsrenten.

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

S&P 500 Index

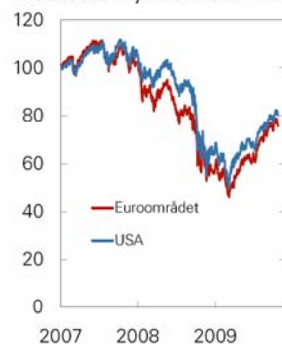


Internasjonale aksjemarkeder

1. januar 2007 – 26. oktober 2009

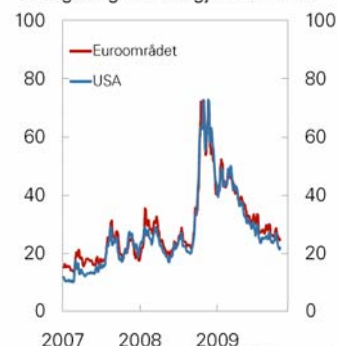
Aksjekurser

Indeksert, 1. januar 2007 = 100



Implisitt volatilitet

Standardavvik i basispunkter
5-dagers glidende gjennomsnitt

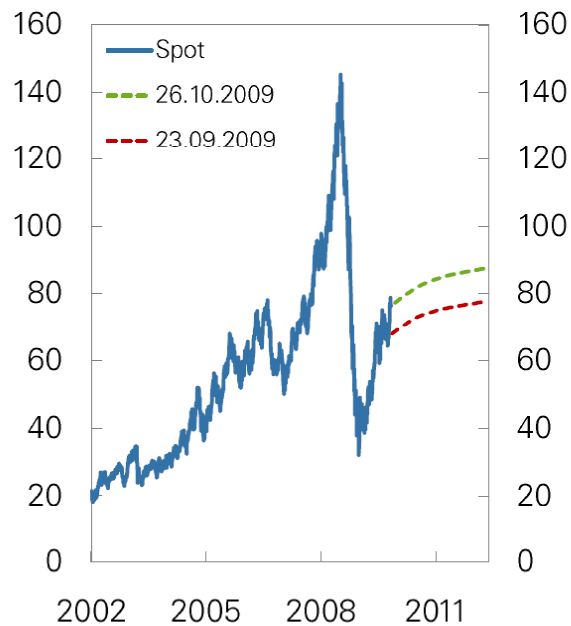


Kilde: Thomson Reuters

Råvareprisene på "gode nivåer" – sett fra råvareprodusentenes side.

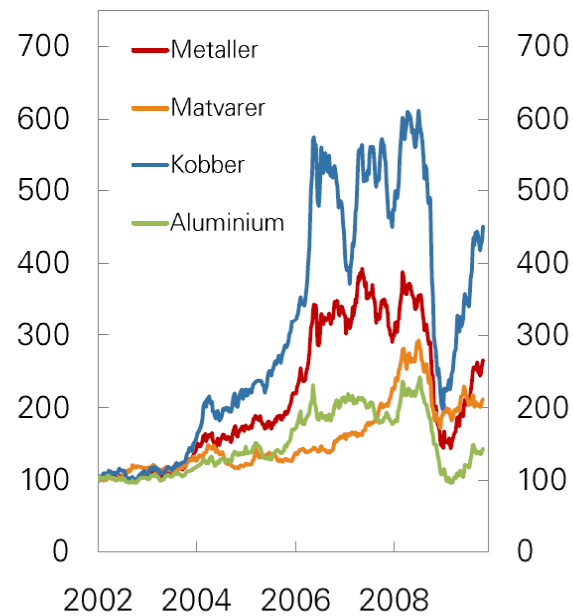
Oljepris (Brent Blend)

USD per fat. Dagstall.
Januar 2002 – mai 2012



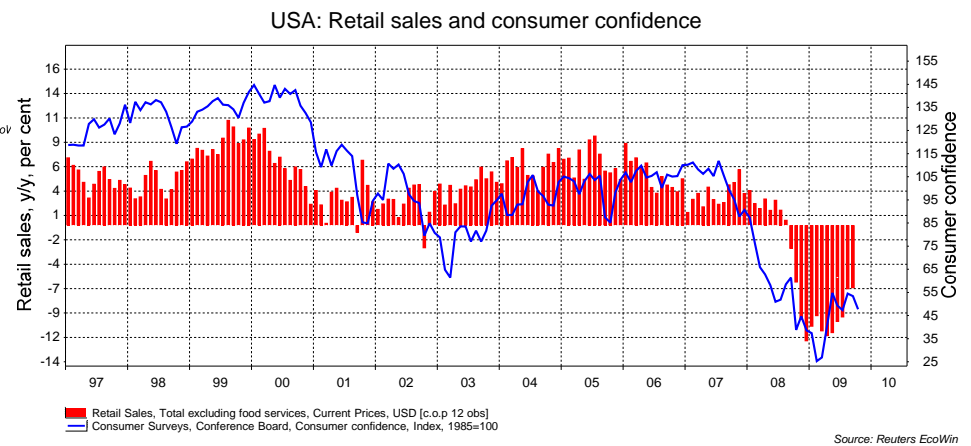
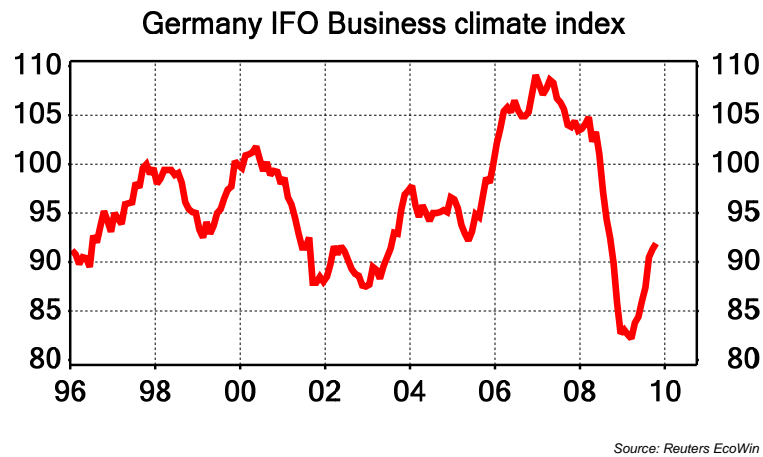
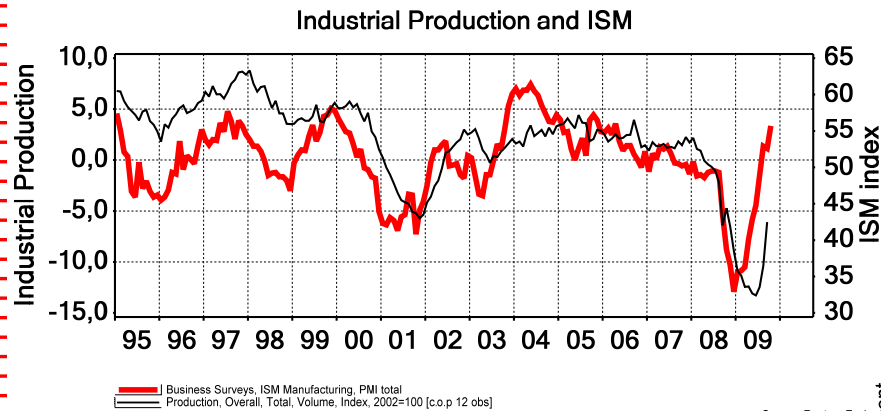
Råvarepriser

I USD. Indeks. Uke 1 2002 = 100.
Uke 1 2002 – uke 43 2009

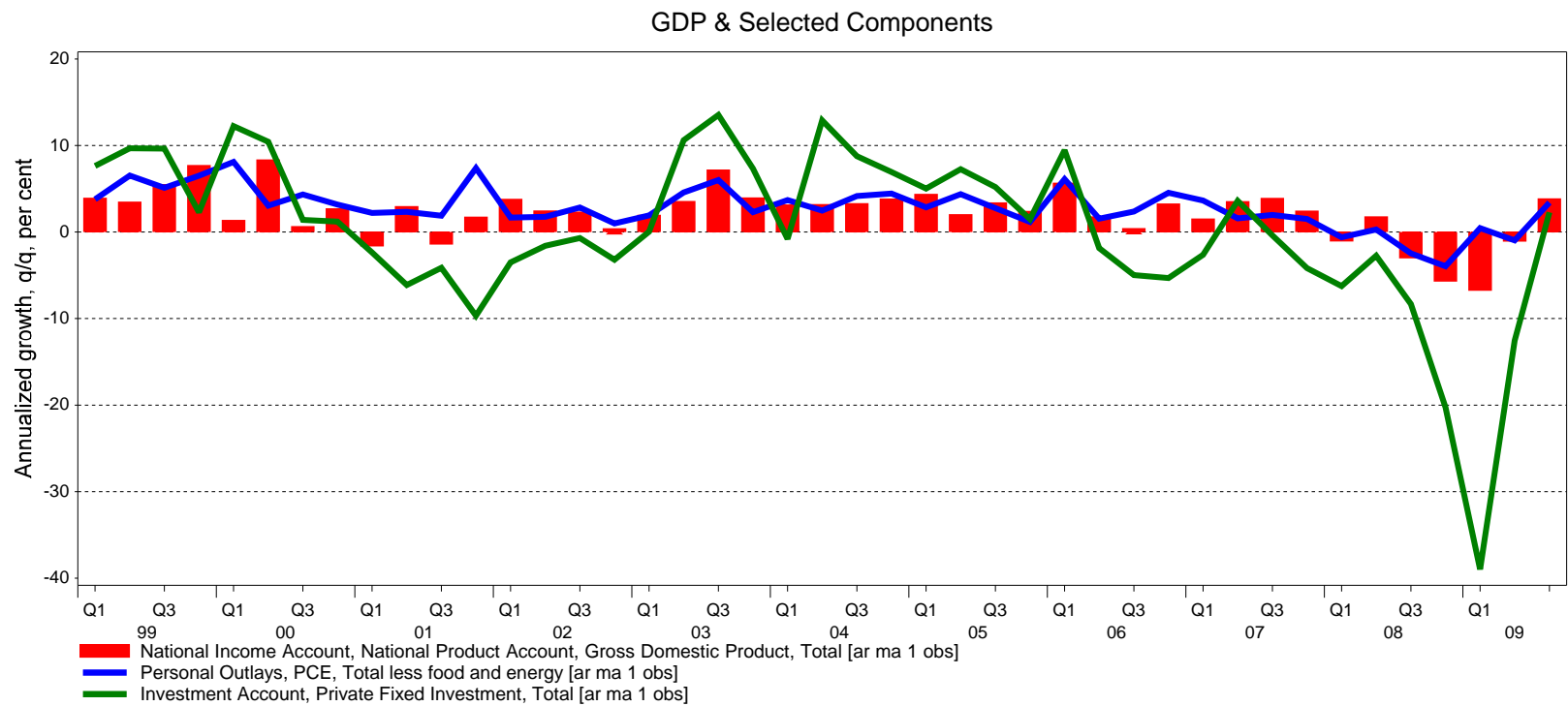


Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

PMI og consumer confidence



USA: GDP and selected components



Source: Reuters EcoWin



Noen resesjoner i amerikansk historie

- Depresjonen, 1933
 - 43 mnd. resesjon, 35% reduksjon i BNP, 25% ledighet
- 1973-1975, etterkrigstidens største resesjon
 - 16 mnd. resesjon, 3% reduksjon i BNP, 8.3% ledighet
 - Dette fremstår fortsatt som mest relevante "benchmark".
- Resesjonene, 1990-1991 og 2001
 - Hver varte 8 mnd., størrelsesorden 1% av BNP

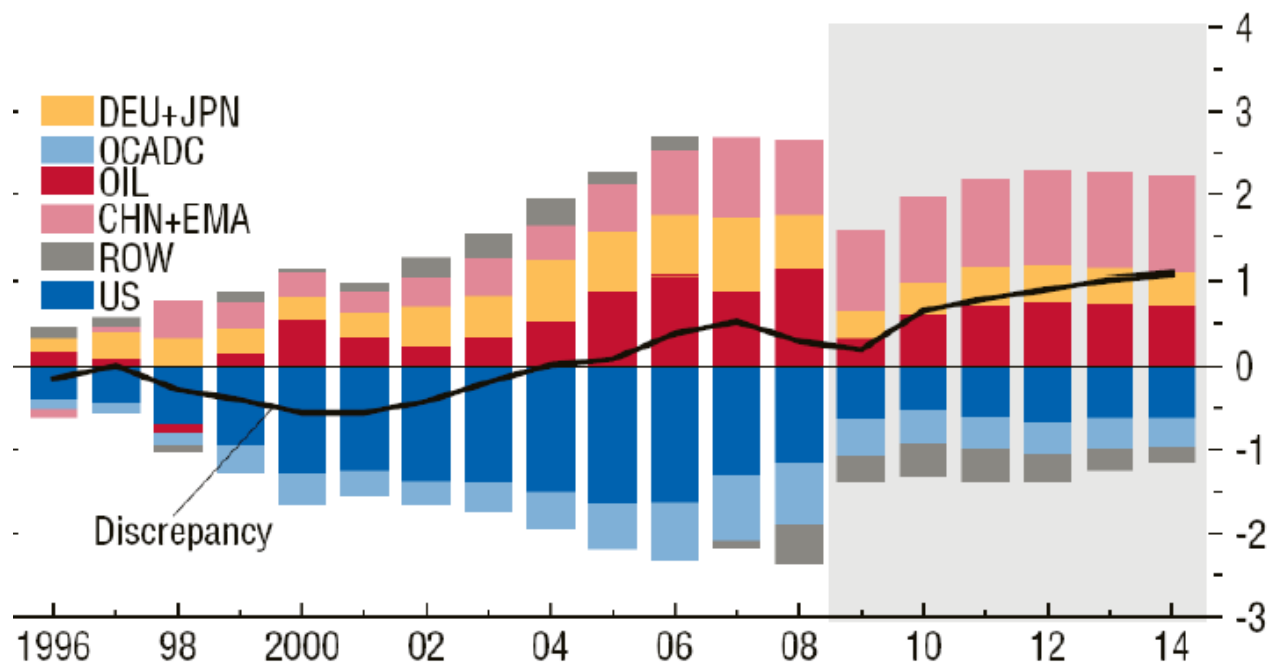


**Hva vil skje med de globale,
finansielle ubalansene?**

Ubalansene – IMF's prognose

Hva skjer med globale ubalanser?

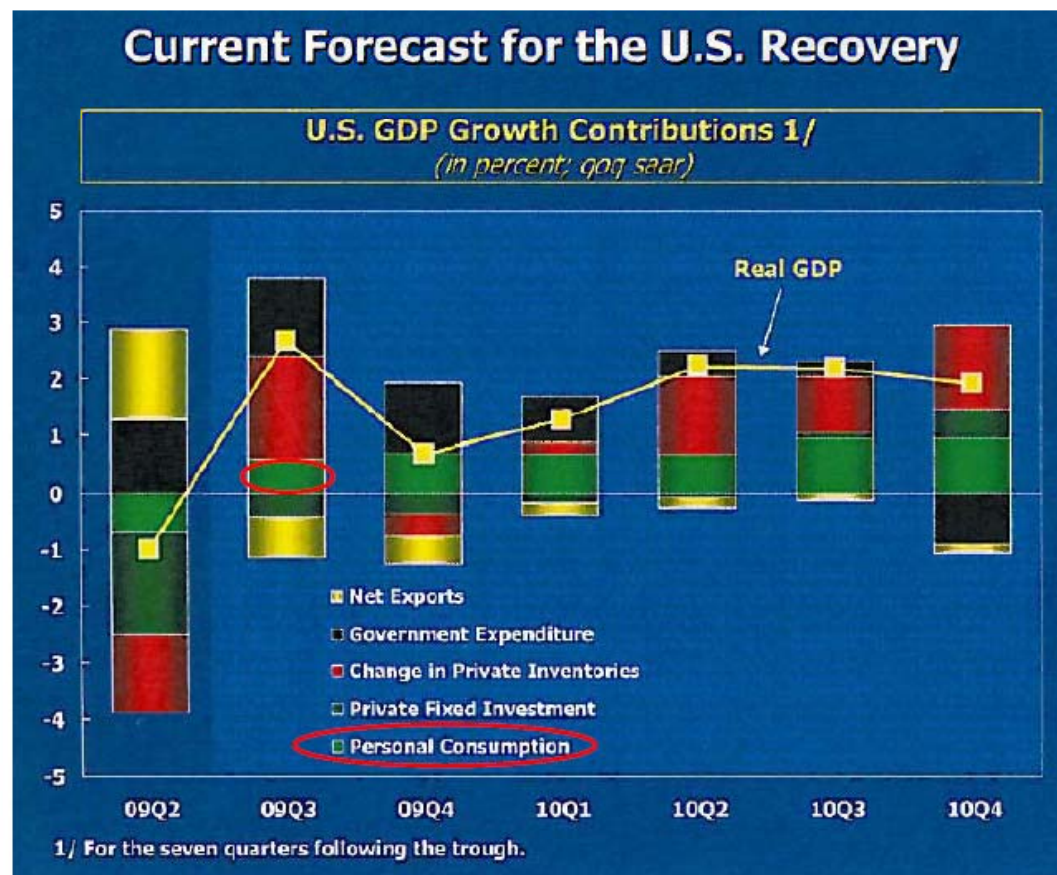
Driftsbalanser. Prosent av verdens BNP



Kilde: IMF

USA: På vei ut av denne resesjonen

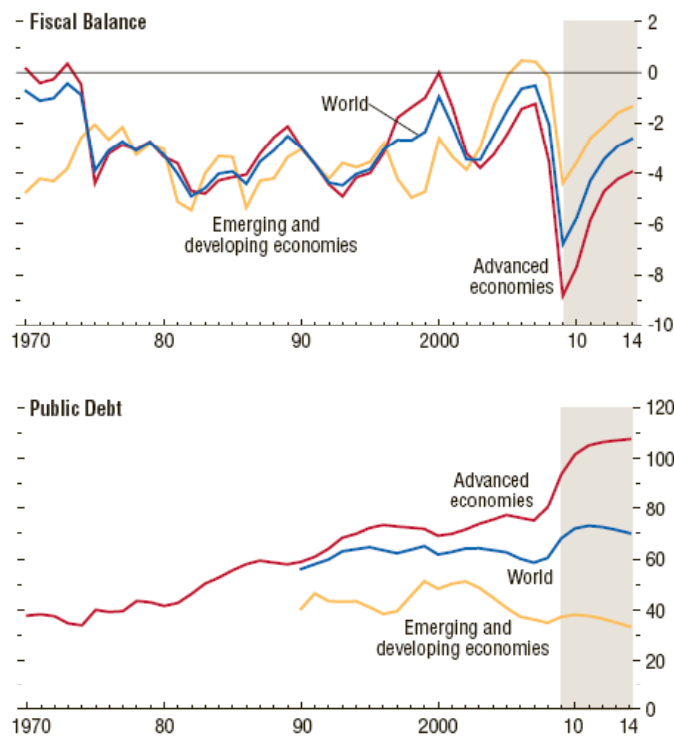
USA 2009-2010: Finanspolitikk - små vekstbidrag ventet fra privat etterspørsel



Gjeldskrise bekjempes med mer gjeld...

Figure 1.14. General Government Fiscal Balances and Public Debt
(Percent of GDP)

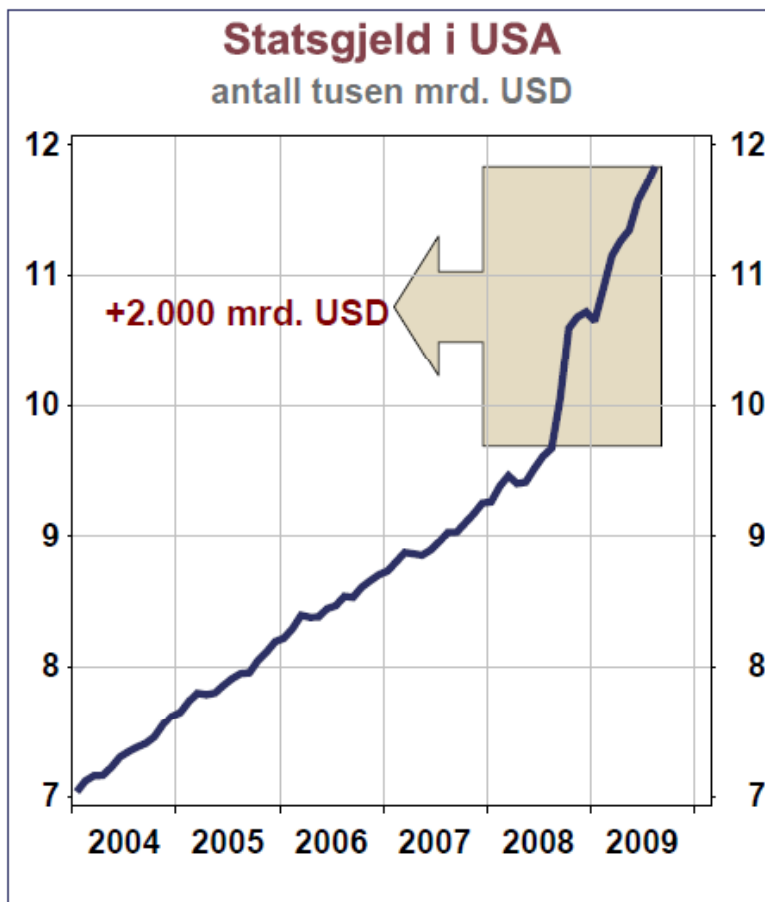
Fiscal consolidation will be a major challenge as the global economy starts to recover from the present crisis. Public debt is expected to continue mounting even as deficits are reduced.



Source: WEO database projections.

- Tendens til sterk finanspolitisk stimulans i land med stor offentlig gjeld.
 - Motvirker korreksjon av globale finansielle ubalanser.
- Kan **kortsiktige gevinster** av slik keynesiansk politikk forsvare **sementering av de langsiktige problemene?**
- Risiko: Man mister fokus på korreksjon av finansielle ubalanser.

Statsgjelden i USA

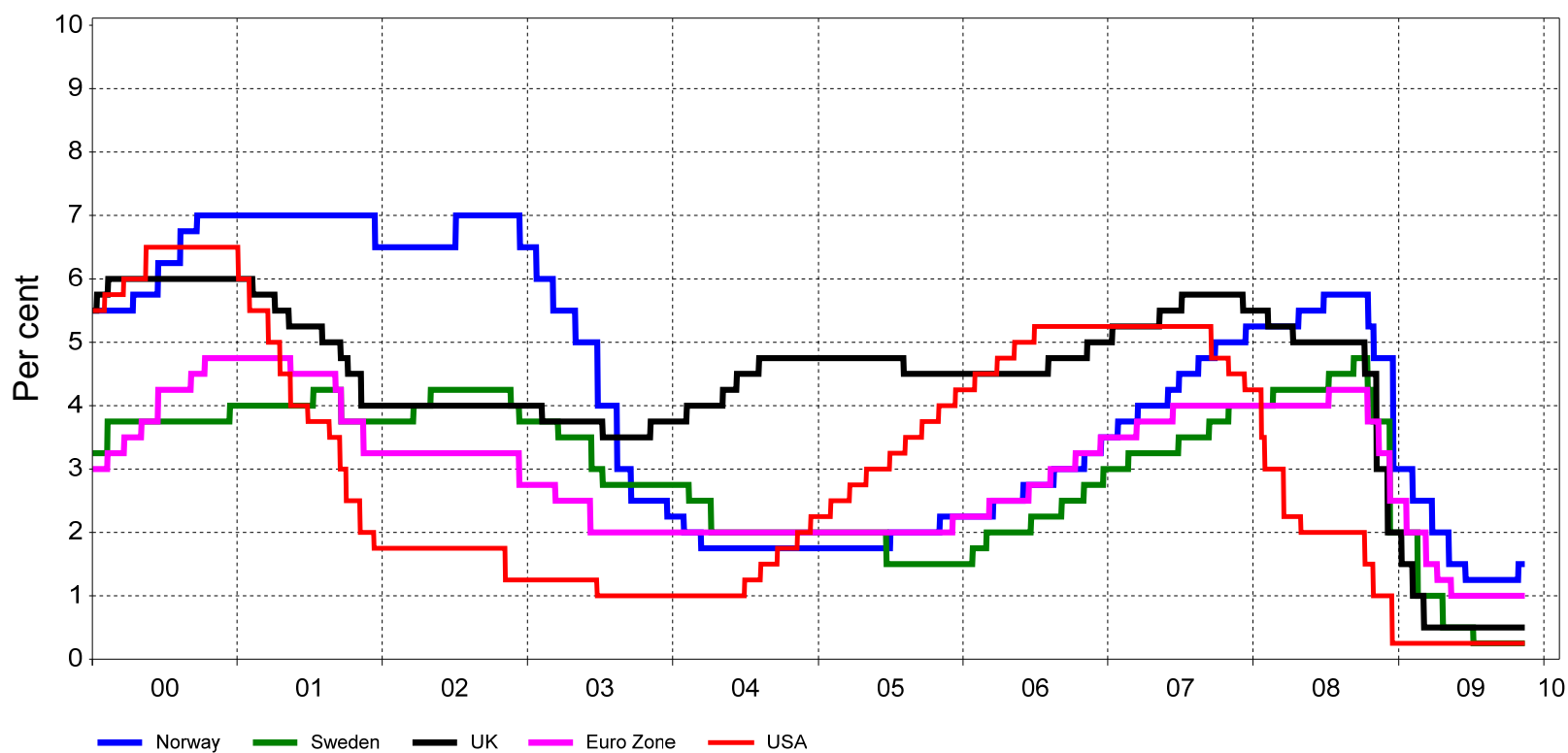


- Men: "Snill" befolkningsdynamikk i USA kan bety at offentlig gjeld fortsatt er et større strukturelt problem i Sentral-Europa.

Kilde: Holberg Fondene

Rente nær null "alle" steder

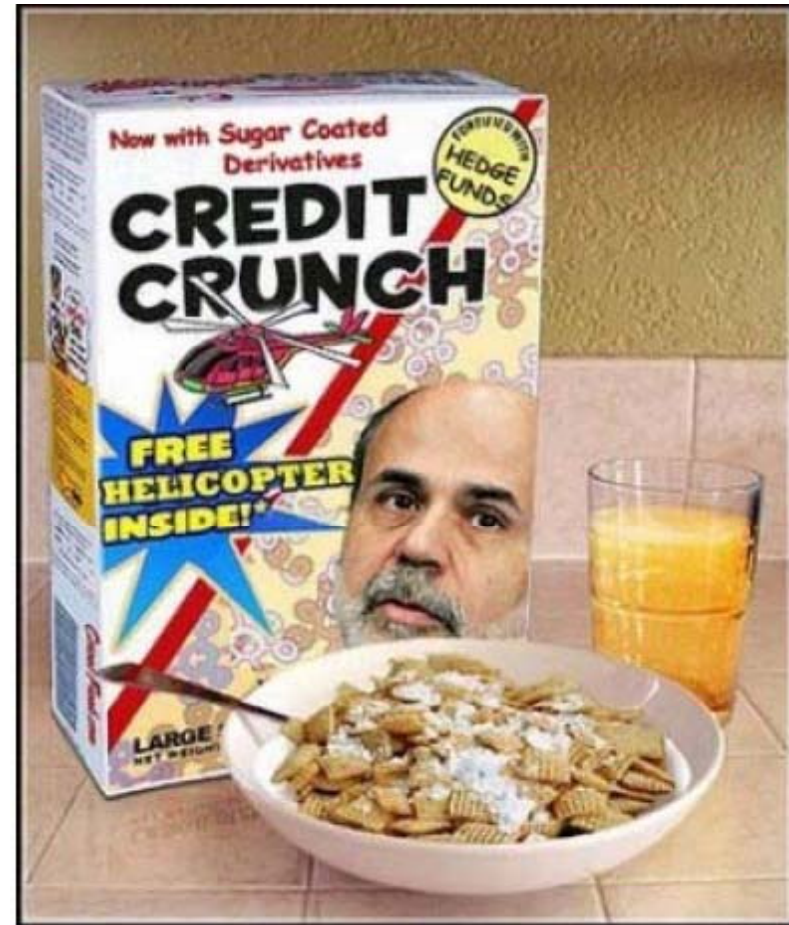
Central banks' key interest rates



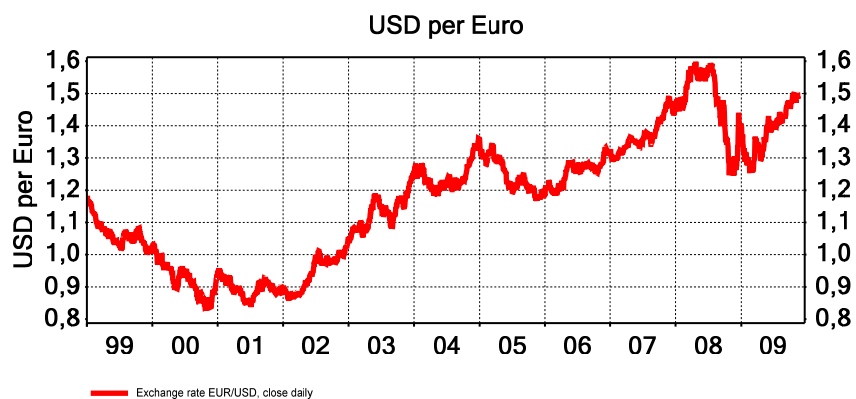
Source: Reuters EcoWin

Pengepolitikk med "Helicopter-Ben"

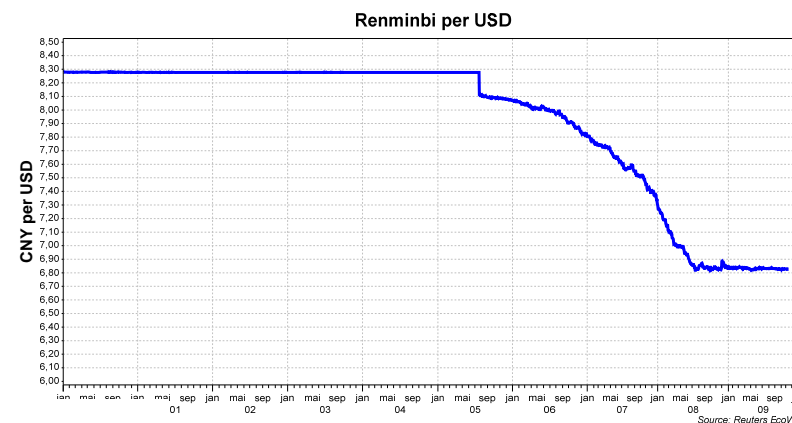
- Rente mot null
- Uortodoks likviditetspolitikk
- Og så – QE og CE
- Jfr. berømt tale av Bernanke i 2002:
 - "...effectiveness of anti deflation policy significantly enhanced by... A big fiscal stimulus, financed by FED's purchase of govt debt... ..*this is equivalent to a helicopter drop of money..*"
 - Pengepolitikk – "the Zimbabwe way"?? (C. Crook, FT 01.12.08)



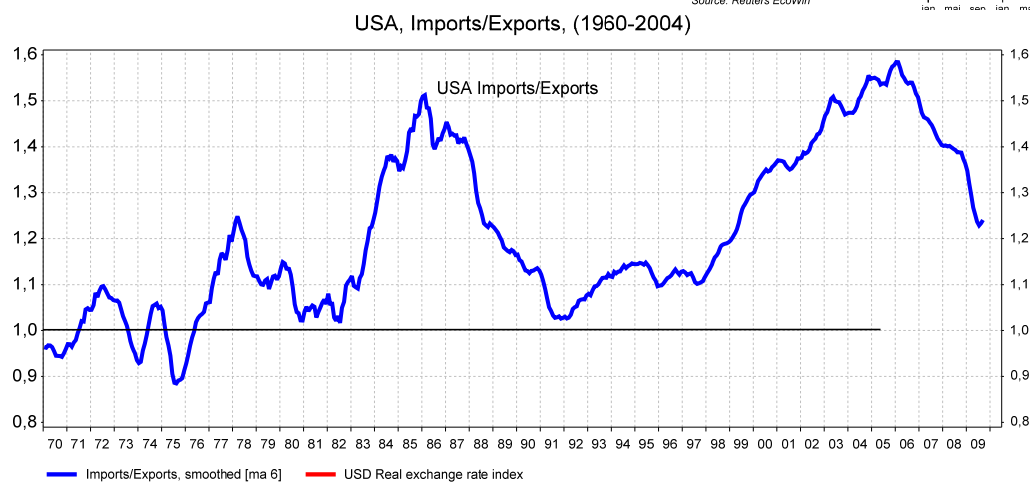
Valutakurser og handelsbalanse



Source: Reuters EcoWin



Source: Reuters EcoWin



Source: Reuters EcoWin

Kinesisk fastkurspolitikk vil, hvis den videreføres, bidra til å sementere ubalansene

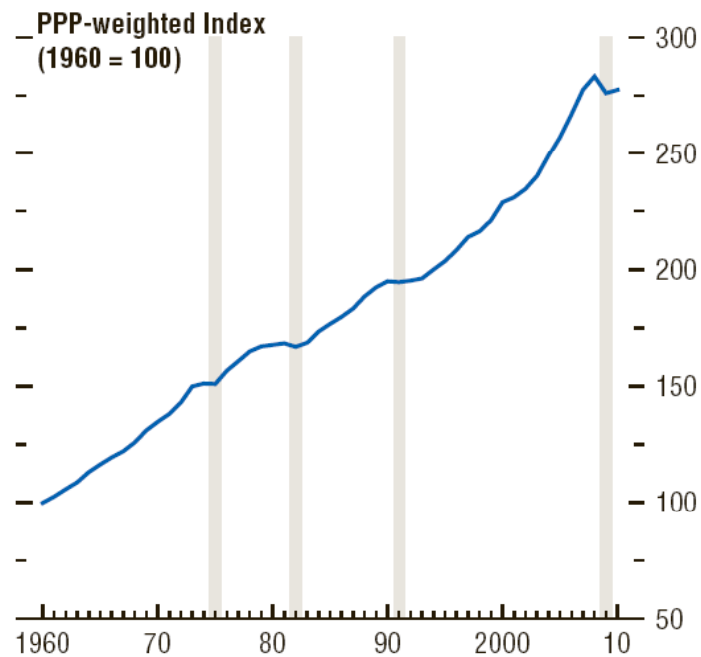


Er trendveksten intakt?

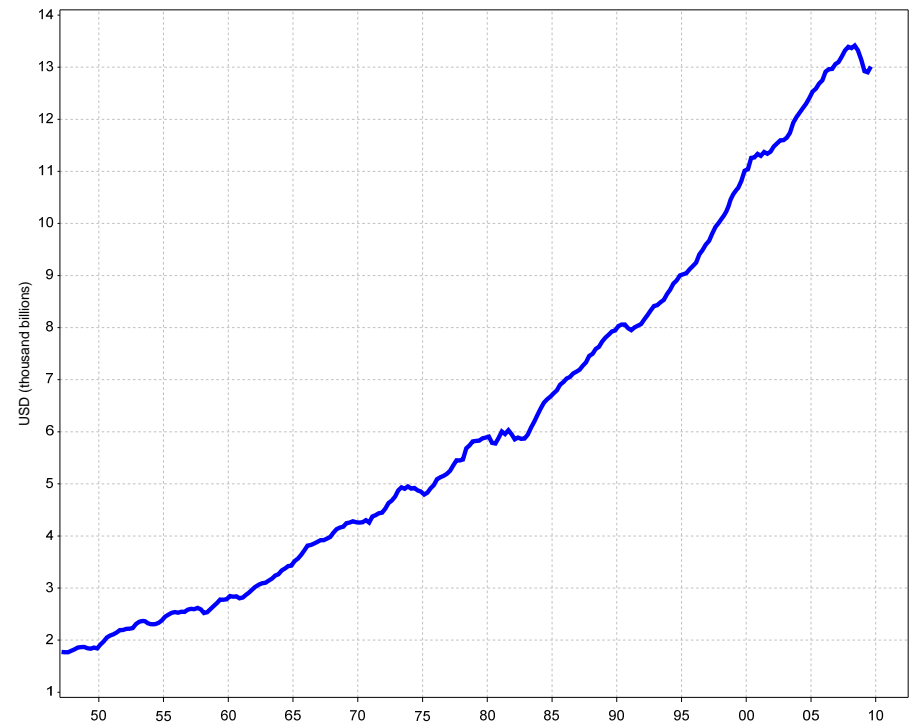
Er trendveksten intakt?

Real per Capita World GDP¹

(Contractions in purchasing-power-parity (PPP)-weighted global per capita GDP are shaded)



USA, Gross Domestic Product, Total, Constant 2000 Prices

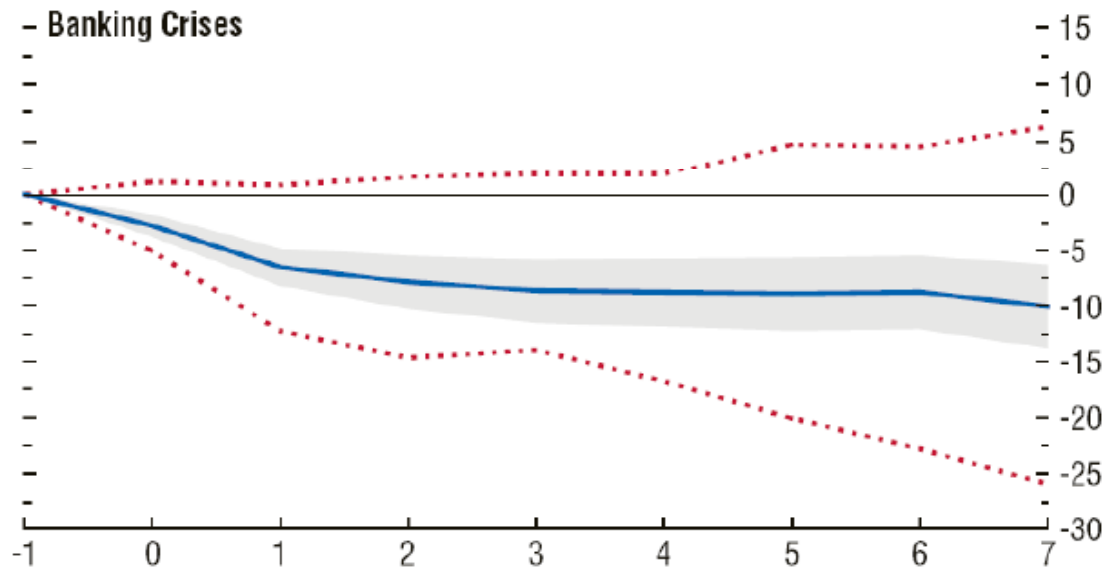


Source: Reuters EcoWin

Trendvekst etter "store" finanskriser

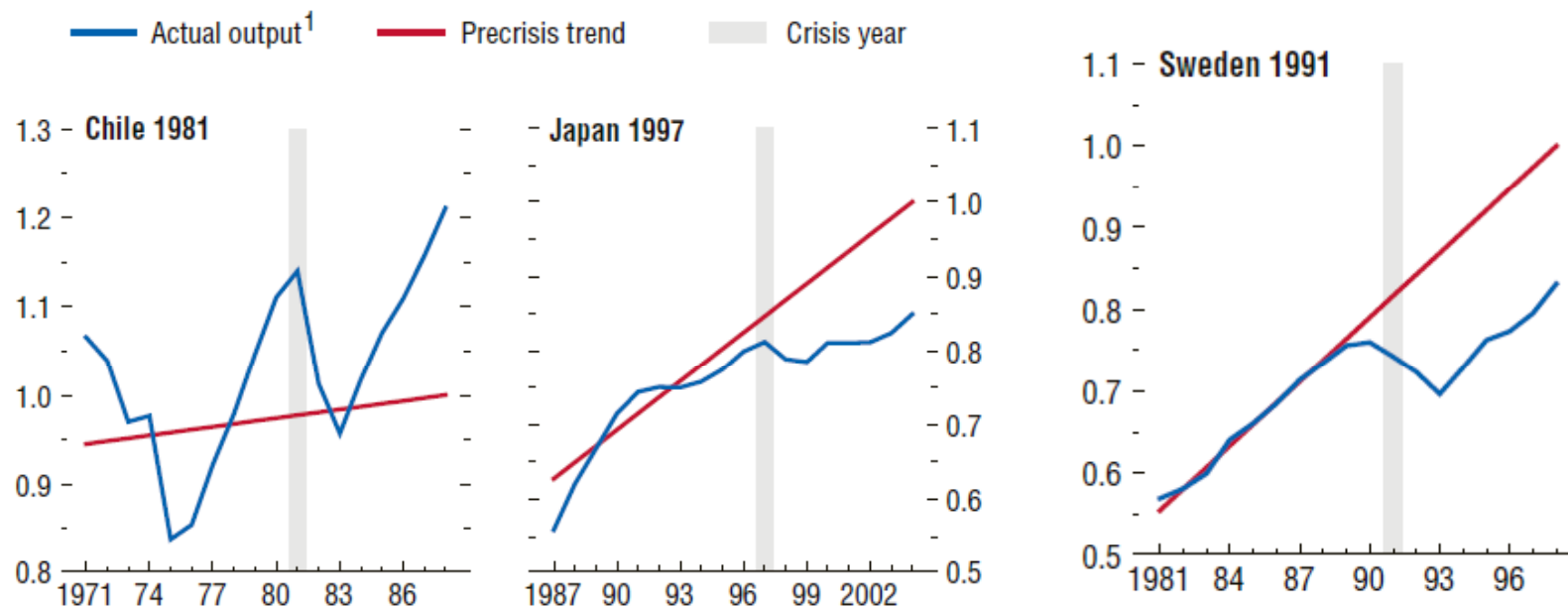
Hva skjer med potensiell vekst etter resesjoner?

- Estimated mean path
- ⋯ Interquartile range for the entire distribution¹
- 90 percent confidence interval for the estimated mean



Kilde: IMF

Heterogenitet!



Kilde: IMF



Mekanismer som bidrar til lavere trendvekst

- Bank- og finanssektoren fungerer ikke effektivt
 - **Feilallokering av kapital**
 - **Kredittrasjoning**
- "Hystereseeffekter" av høy ledighet
 - **Grupper av arbeidstagere faller ut av arbeidsstyrken**
- Lavere produktivitetsvekst
 - **F.eks. på grunn av høyere skatter, ikke-effektive reguleringer**
- Risiko for stagflatorisk klima
- --
- Disse effektene vil komme i tillegg til at "deleveraging" gir svak etterspørselsutvikling over en lengre periode i flere land.



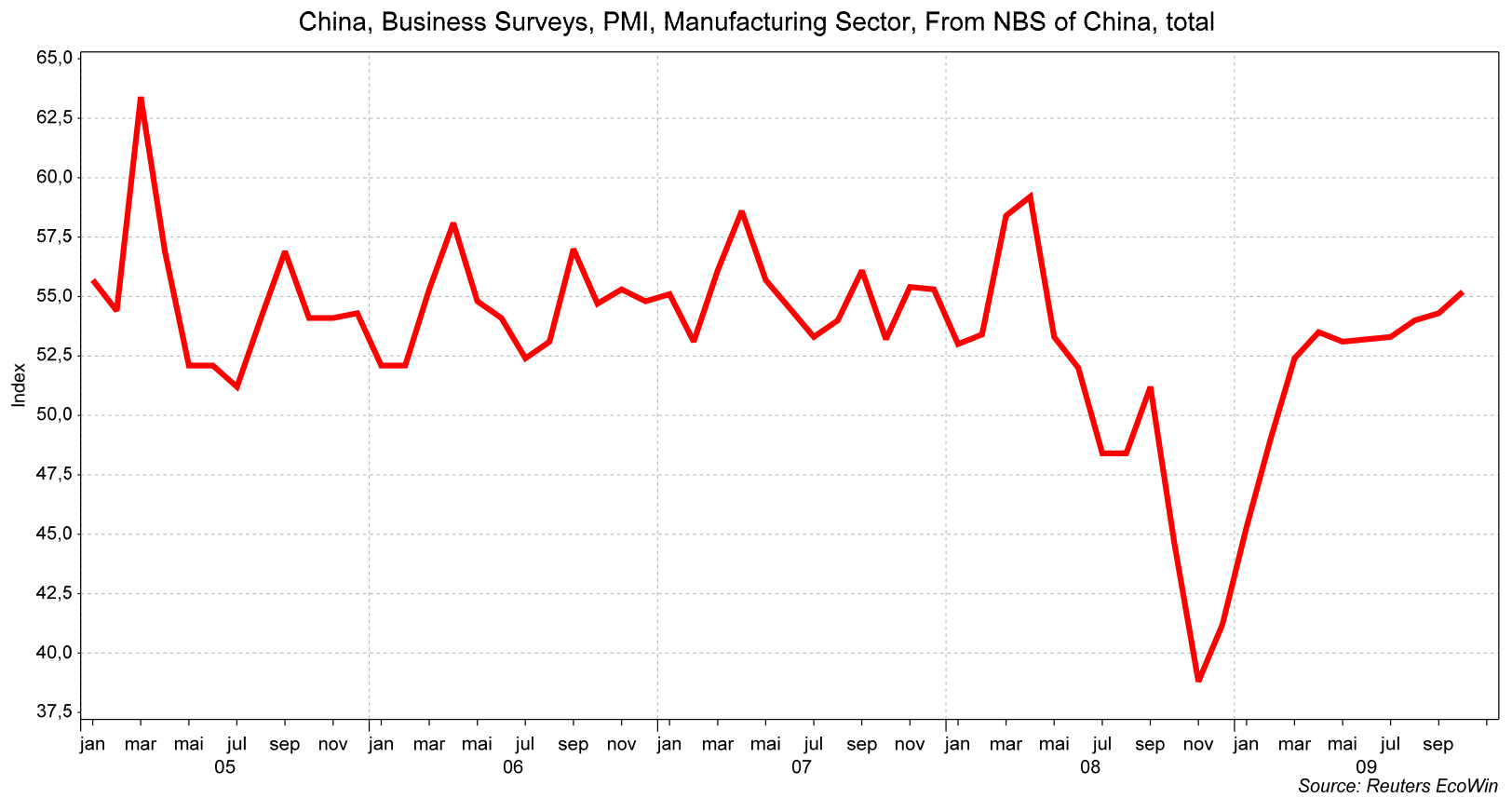
Kina og (noen) andre EMs som vekstlokomotiver



Vekstkraft i fremvoksende økonomier

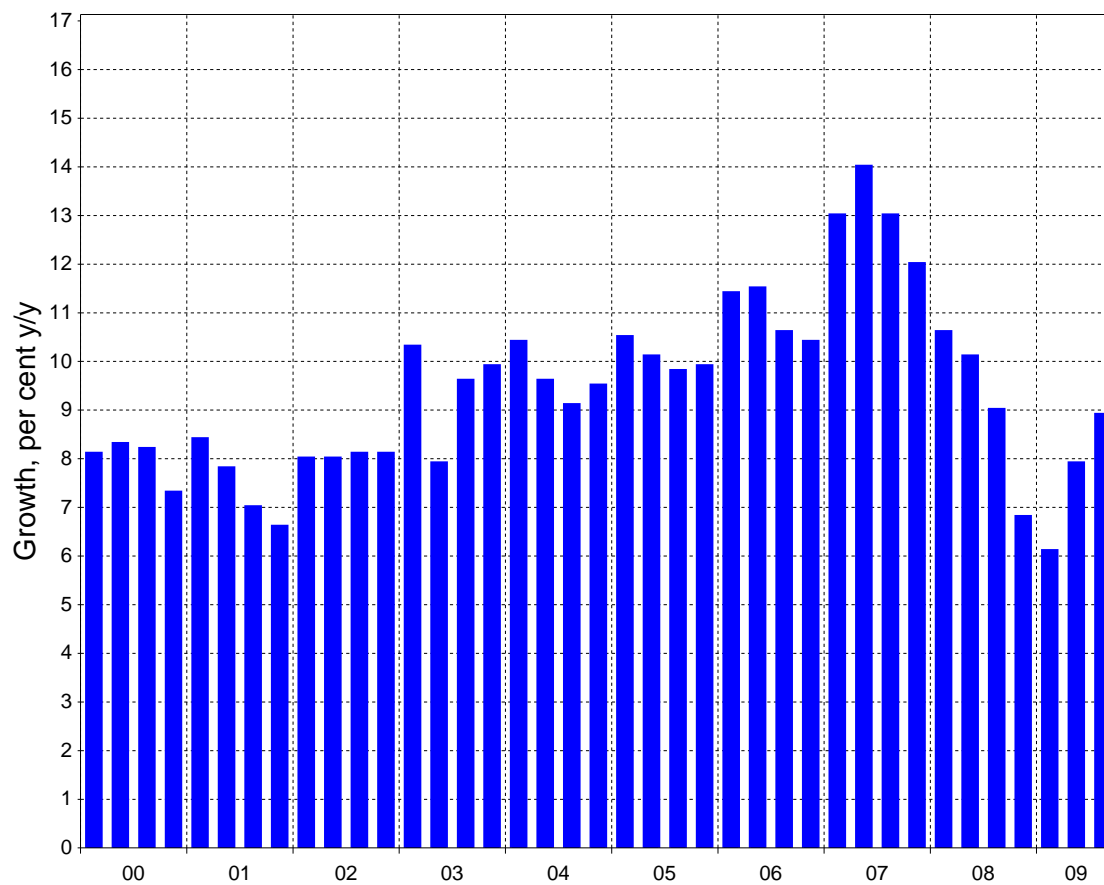
- De grunnleggende driverne for vekstkraft i mange av de fremvoksende økonomiene er intakte!
 - Urbanisering og industrialisering, store befolkningsgrupper med raskt økende kunnskaper.
 - Knappest noen realøkonomisk ”de-coupling” vs. USA i sterk forstand, men **dynamikk nok til å generere egne vekstimpulser!**
 - Underliggende vekstpotensiale solid ut i fra tilbudssidebetragtning
 - etterspørselen har blitt avdempet !
 - Memo: Gruppen av fremvoksende økonomier er heterogen. (Store forskjeller BRIC-landene, Latin Amerika, Afrika, Øst-Europeiske land)

China PMI



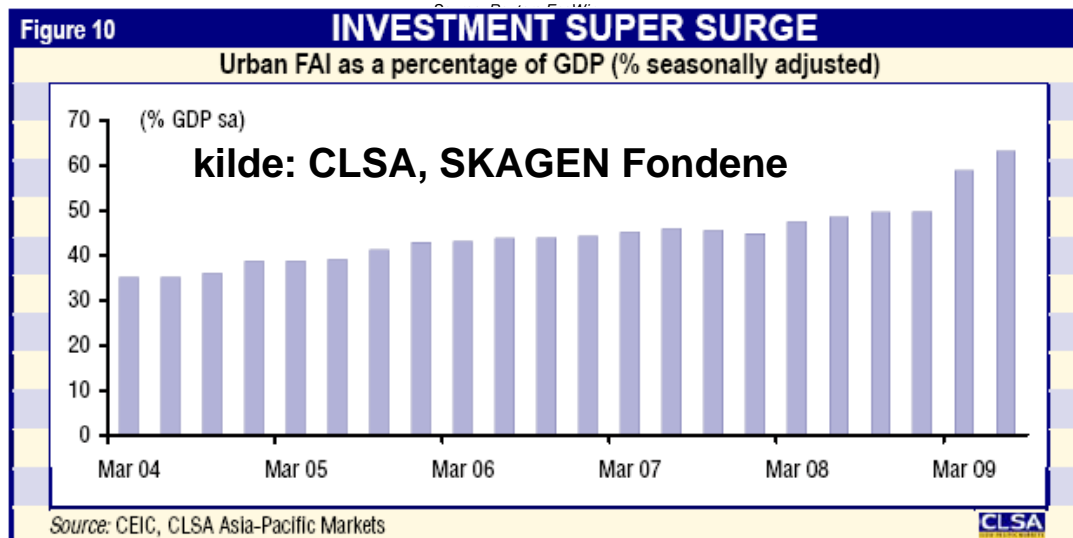
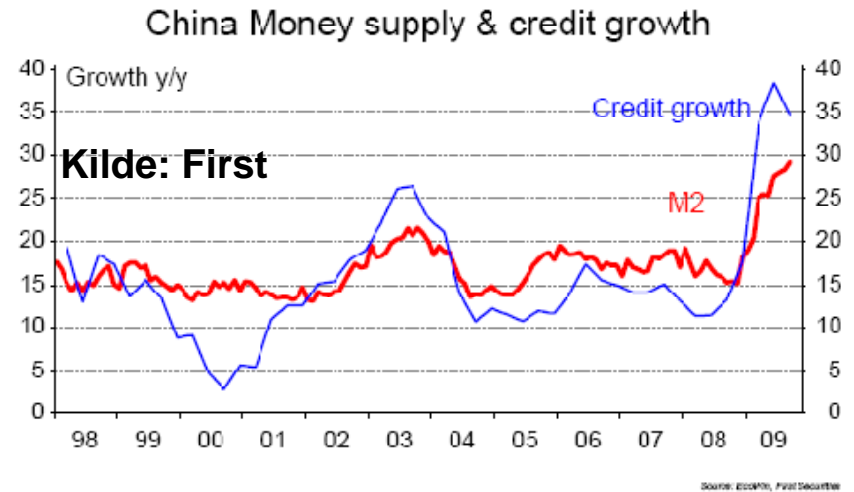
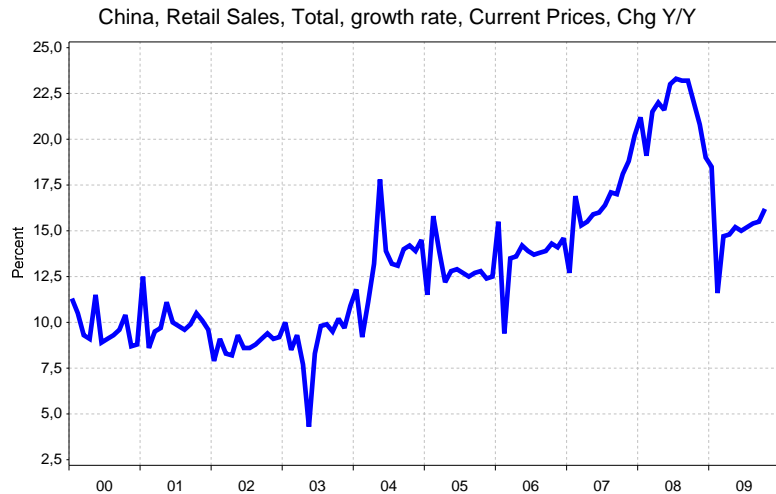
China, GDP

China Gross domestic product, Volume

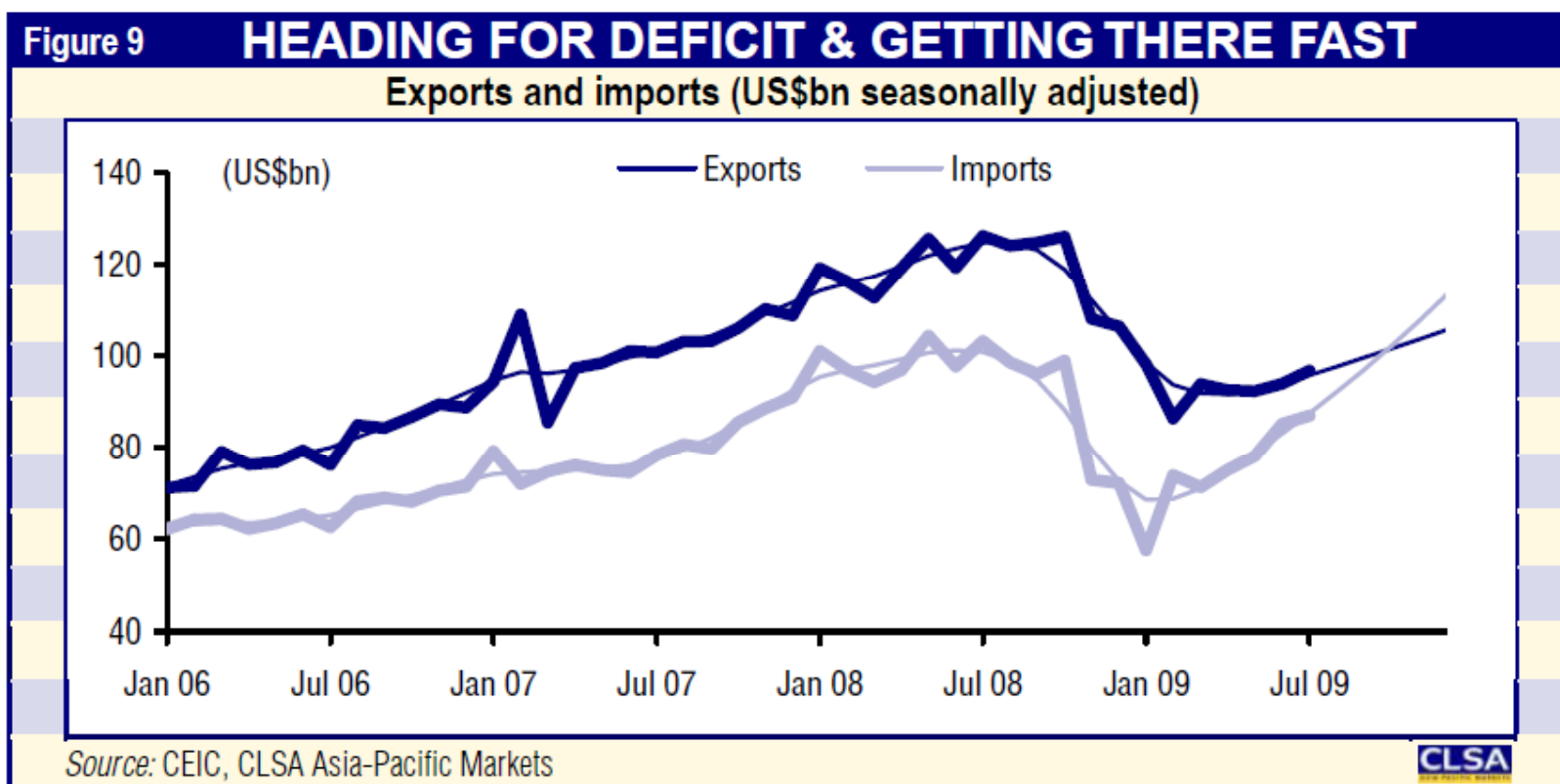


Source: Reuters EcoWin

Kinesisk vekst stimulert av innenlandsk etterspørsel



Hva med dette scenariet...?



Kilde: CLSA, SKAGEN Fondene

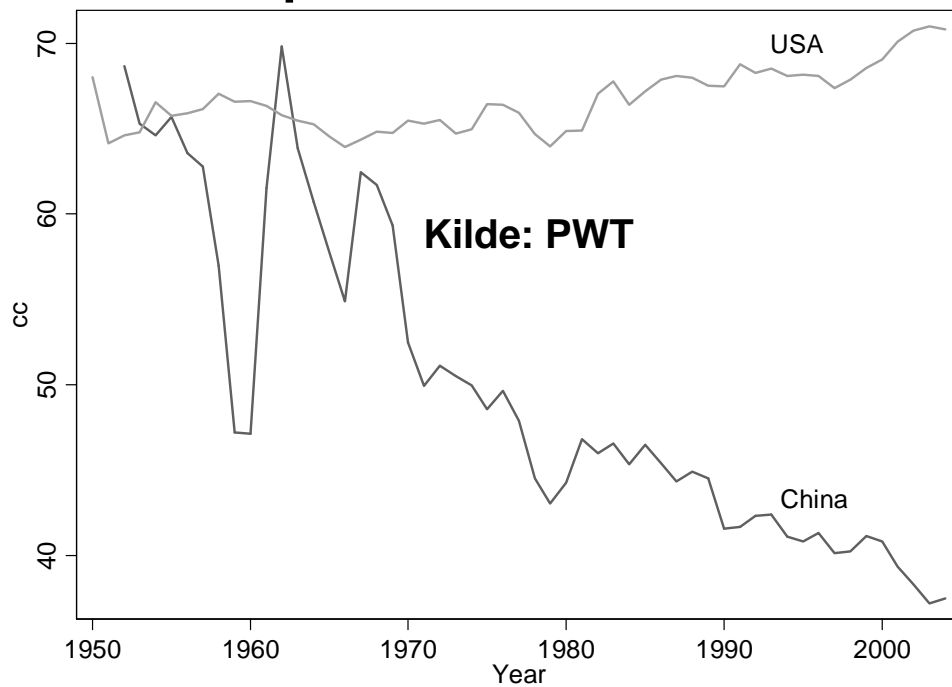


Kinesiske "issues"

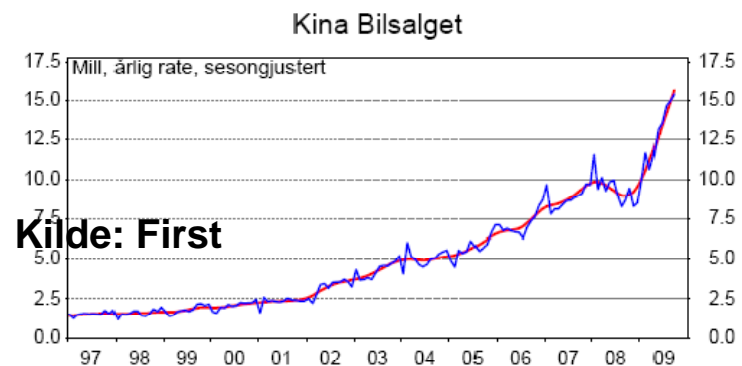
- Ut i fra kortsiktige vurderinger: Vellykket stimulansepolitikk
 - Kort vei fra politisk intensjon til makro-virkning. (Statsbanker, kommandoøkonomi)
 - Politikere under press
 - Behov for viss innstramming nå...
- Vilje og evne til å stimulere privat konsum...
 - Men ikke raskt nok til at globale finansielle ubalanser unngås.
- Valutapolitikk bidrar ikke til korreksjon av globale ubalanser
- Utvikling i intra-asiatisk handel, jfr. eksempelvis interaksjon Kina og Syd Korea.

Konsumandelen i Kina bør opp!

Consumption as shares of GDP



Memo: Noe i ferd med å skje?





Årene som kommer....



Mellomlang sikt

- Fokus på mer strukturelle faktorer (– fellesnevner: **Globalisering**)
 - Økt proteksjonisme? – Tross alt beskjedne indikasjoner så langt.
 - Depresjonen på 1930-tallet innebar handelskriger og et fall på 2/3 i verdenshandelen.
 - **Vedvarende problemer i bank- og finanssektoren skaper kredittrasjonering – i en del land.**
 - Vedvarende ”for høy” risikoaversjon. Større risk premiums?
 - **Privat sektor i mange land står overfor større skattebyrder. Stort problem i en del land**
 - Risiko for brå overgang til inflatorisk/stagflatorisk klima?
 - Fare for å gjøre store feil i politikken, spesielt med hensyn til økte reguleringer.
 - Såkalte ”Macroprudential policies” vil bli populært i årene som kommer. Treffer man ”listen” mht å skape fremtidens kapitalistiske system?
 - **Sementering av globale finansielle ubalanser**



Oppsummering

- Den globale realøkonomien bunnet ut konjunkturtelt pr. sommeren 2009.
- Betydelig, nesten ekstrem aktivisme m.h.t. økonomisk politikk har gitt "short run gains" til prisen av "long run pains"
 - "Long run pains" størst i land med stor offentlig gjeld og andre strukturelle problemer initialt.
- Fremtiden er heterogen!
 - **Lokomotivene:** Kina og andre EMs med "orden i sysakene" (Chile, Indonesia?, India?, Brasil,...)
 - **Sinkene, som vil oppleve redusert trendvekst:** UK, USA, Spania, Sentral-Europa.
 - USA fremstår likevel som mer robust enn Sentral-Europa pga. et mindre strukturelt gjeldsproblem.
 - "Decoupling?"
 - Norge, oljepris skaper bånd til EMs....
- Forvent fortsatt makroøkonomisk volatilitet: De globale finansielle ubalansene vil ikke bli borte (særlig pga Kina!), og det er fortsatt uklart hvor vellykkede exit-strategiene fra de ekstreme stimuli-pakkene vil bringe.