

Boligbobler, kriser og andre ubalancer i økonomien

Kan vi forstå dem?

Er der en ny krise under opsejling?

Katarina Juselius

Professor Emerita, KU

Lidt om mig selv og min forskning

- Er finsk medborger gift med en dansker
- Har sammen med min mand Søren Johansen udviklet en metode at analysere økonomiske tidsserier med henblik på langsigts- og kortsigtsstrukturer i data
- Skræddersyet til at analysere ubalancer
- Har analyseret mange hundrede empiriske problemer.

Hvad siger de empiriske resultater?

1. Der er alt for mange ubalancer som standard teori modeller ikke kan forklare.
2. De fleste kriser er koblet til udviklingen i
 - Renten
 - Valutakursen
 - Huspriserne
 - Aktiepriserne

For at forstå kriser er man nødt til at forstå den finansielle sektors rolle i økonomien

Lidt historik om kriser og ubalancer

- Er kriser sjældne? En sort svane?
- Siden firserne mere end 60 kriser med alvorlige konsekvenser. Depressionen i trediverne og den store depression i 2007 blandt de værste.

Forskelle

Tredviernes krise

- Stram pengepolitik
- Centralbanken garanterede ikke de privates indlån og folk stod i kø for at hæve sine penge.
- Banker og virksomheder gik ned i stribet
- Massearbejdsløshed
- Voldsom økonomisk misere

Den seneste krise

- Løs pengepolitik
- Centralbanken overtog mange af de problematiske aktiver
- Mange banker blev reddet og mange gik ned
- Stigning i antal konkurser og i arbejdsløshed
- Faldende økonomisk aktivitet

Den økonomiske tænkning

- Efter tredivernes krise udviklede Keynes nye teorier om penge og finanspolitik, der kom i brug i forbindelse med den seneste krise.
- Trods det stor modstand mod at tænke i nye baner efter den nuværende krise. Den gamle Keynes er til dels blevet støvet af men en ny Keynes er vanskelig at få øje på.

Hvorfor behøver vi en ny Keynes?

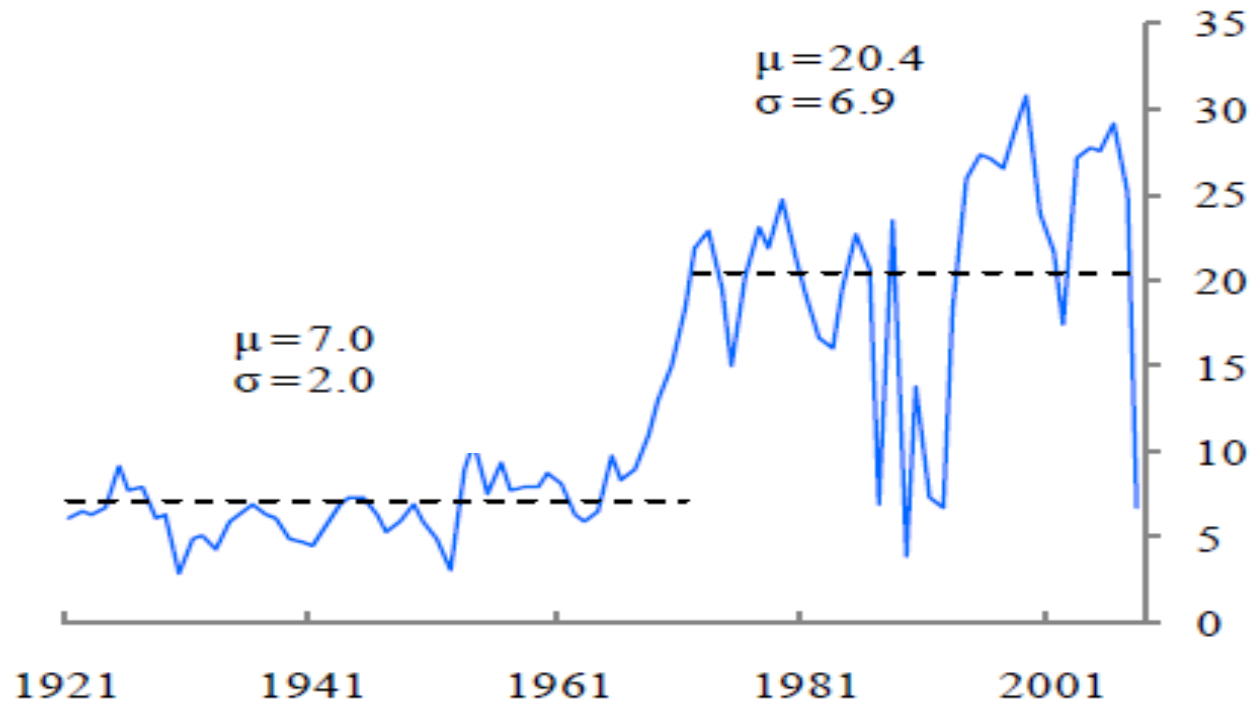
Standard teorier passer dårligt til data

- Teorierne forudsiger **hurtig tilpasning til ligevægt**, men virkeligheden viser **lange vedvarende udsving**
- Teorierne postulerer at de **finansielle markeder er så effektive** at de **hurtigt driver de finansielle priser til sine ligevægtsværdier**, men virkeligheden viser at spekulation **driver priserne væk** fra dem
- Teorierne postulerer at **økonomiske sammenhænge er konstante**, men virkeligheden viser at de ofte **forandres meget fundamentalt**.

Aktieprisen per BNP i USA, 1950-2008



Afkast på bankaktier i England 1921-2010



Sources: BBA, Capie and Billings (2004) and Bank calculations.

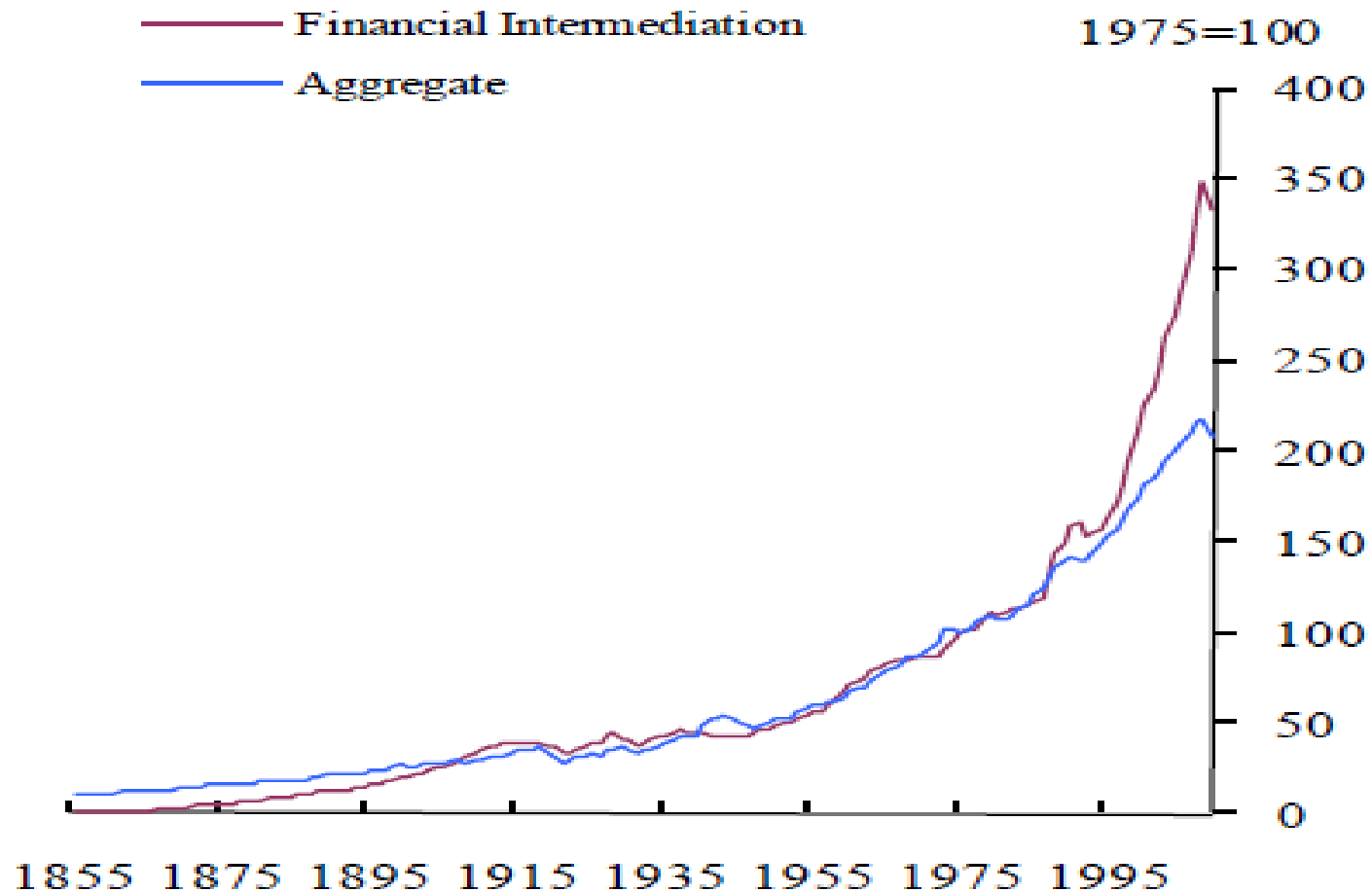
(a) There is a definitional change in the sample in 1967. The latter period has a slightly larger number of banks and returns on equity are calculated somewhat differently, including pre-tax.

Finansindustriens andel af USA's BNP 1850-2010



Source: Philippon (2008).

Udvikling af den finansielle sektor og BNP i England 1855-2010



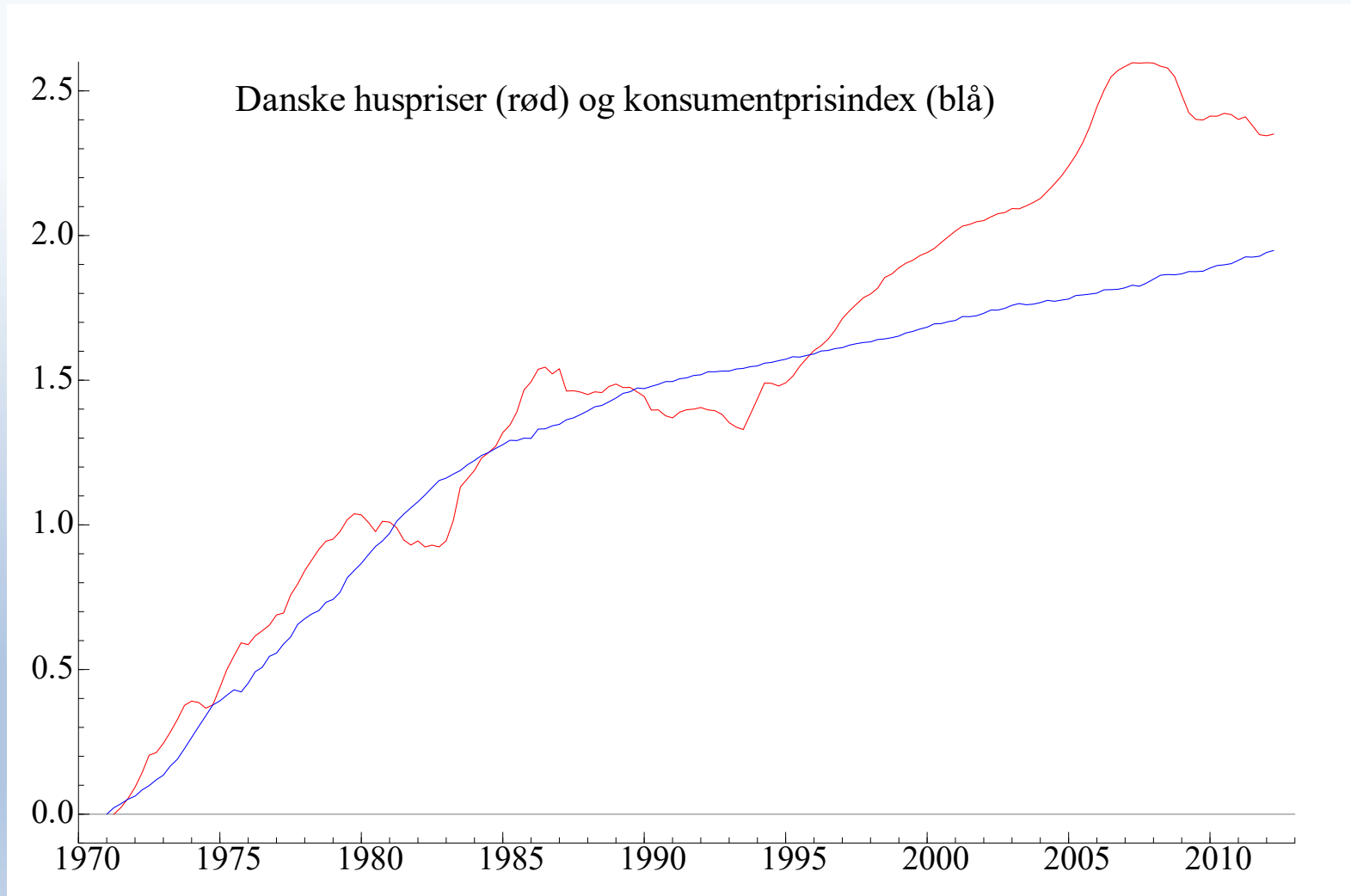
Sources: Feinstein (1972), Mitchell (1988), ONS and Bank calculations.

2007 krisen var et resultat af en boligboble og mange andre ubalancer

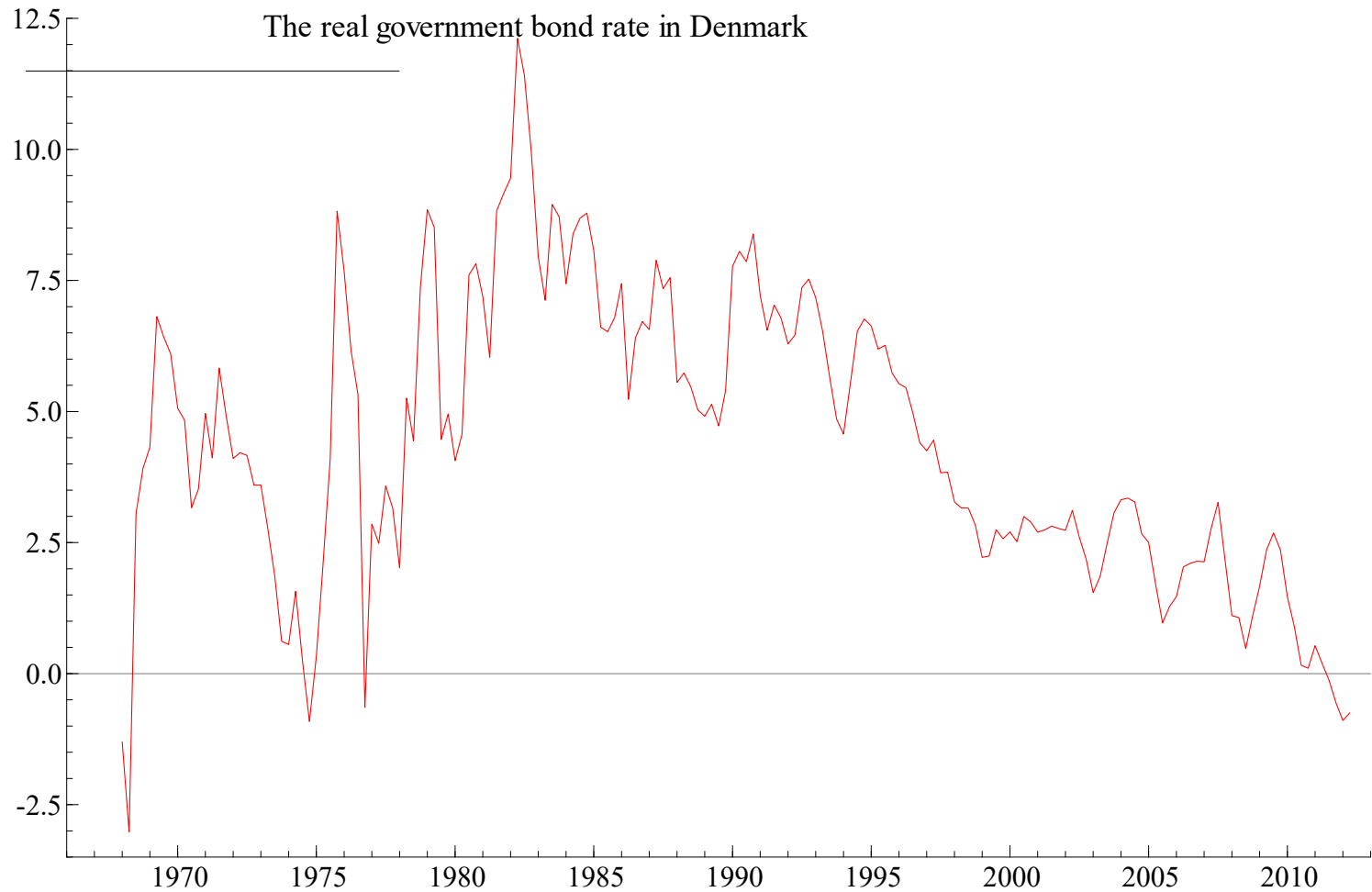
- En **voldsom kreditudvidelse** forårsaget af meget **lave rentesatser**
- **Stor privat gældsættelse**
- Stærkt **stigende finansielle formuer**
- Ekstraordinært **høje huspriser**

Det var de mange ubalancer affødt af en **vekselvirkning mellem finansmarkedet og den reale økonomi** der både skabte og slørede boligboblen

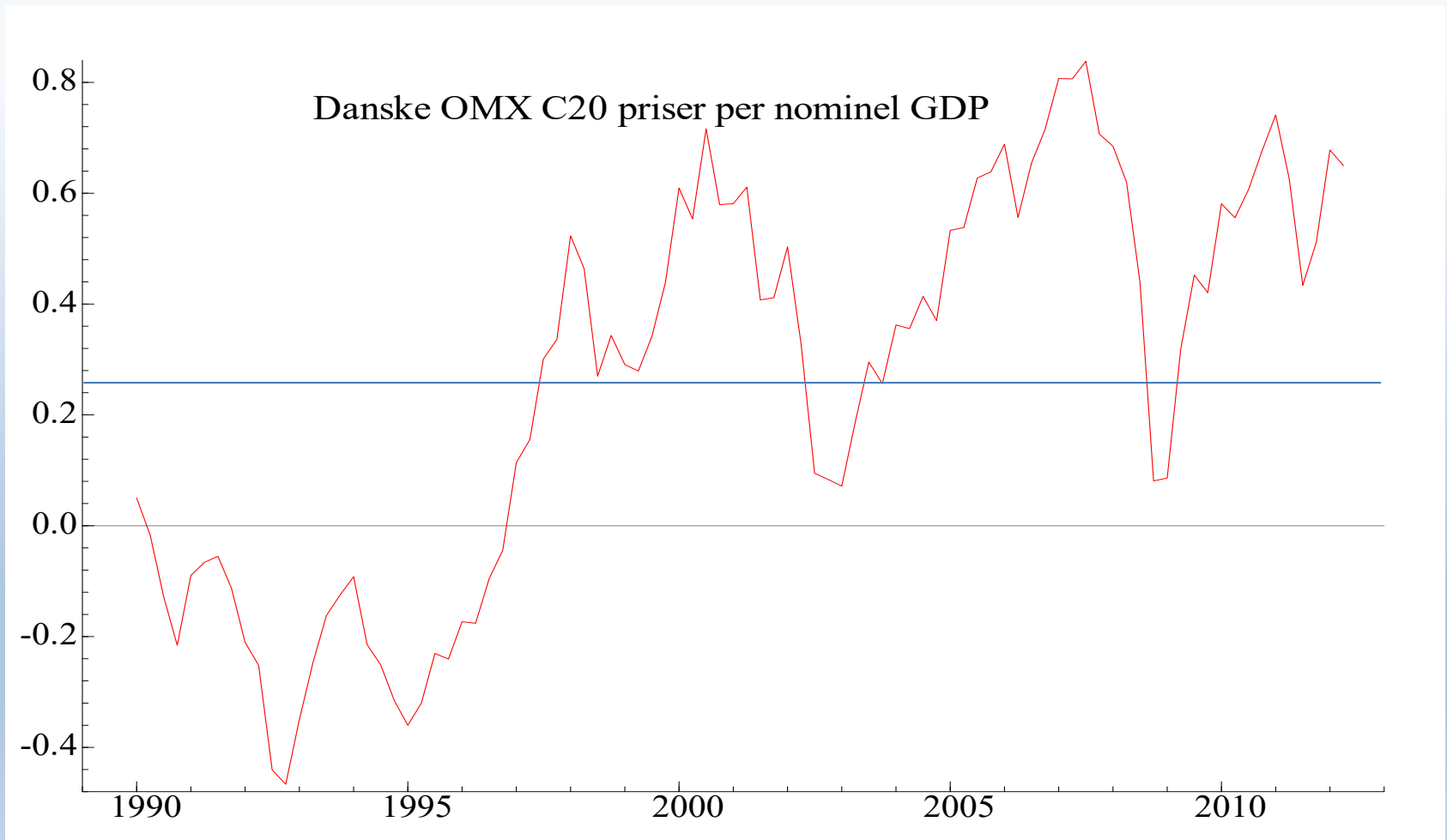
Huspriserne himmelflugt udløste den danske krise



Den reale statsobligationsrente i Danmark 1967-2012



Danske OMX 20/BNP 1950-2012



Huspriserne steg kraftigt men hvorfor steg forbrugerpriserne ikke?

- Min forskning peger på spekulation i fremmed valuta og dens effekt på valutakursen

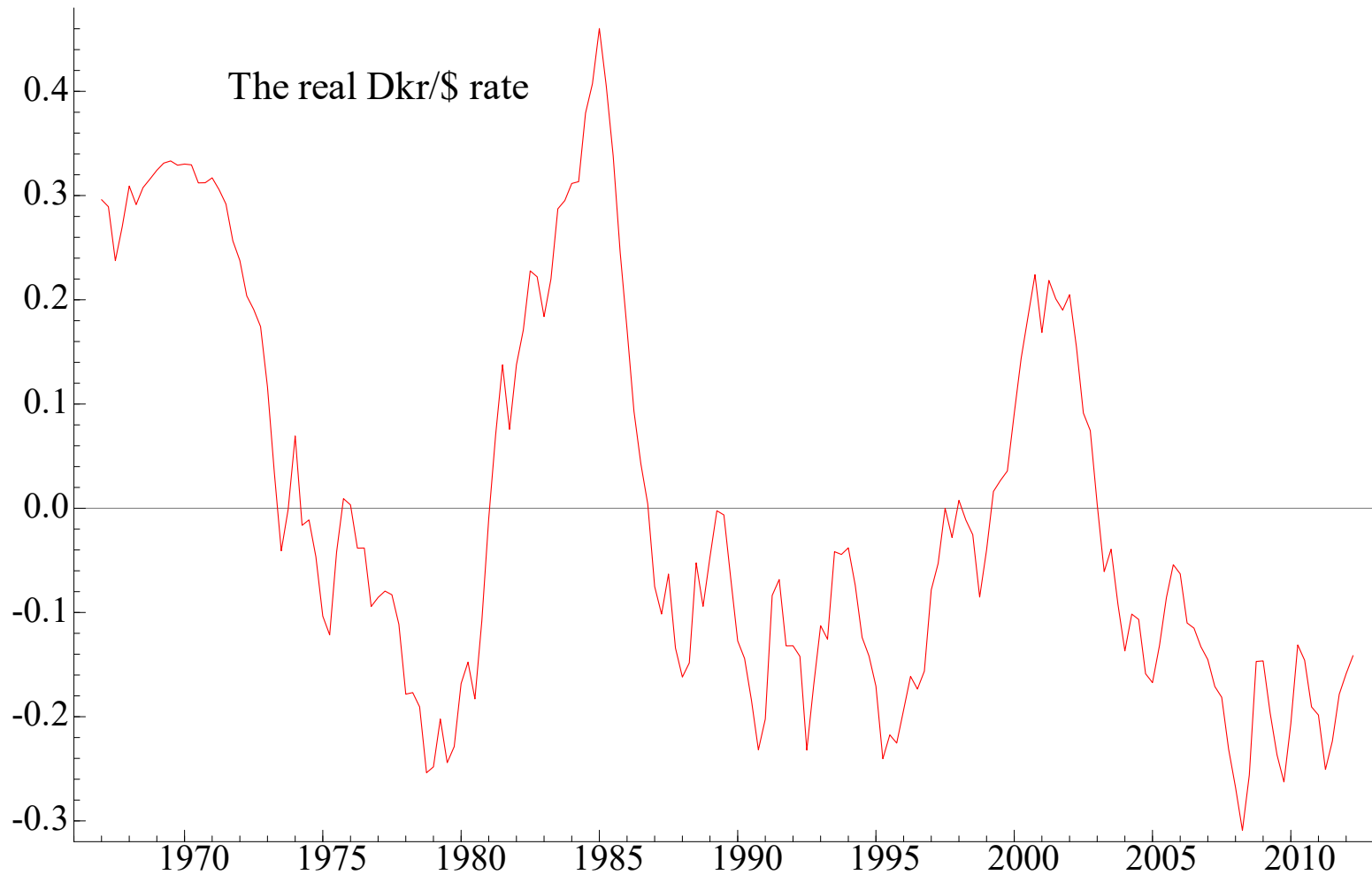
Valutakursbestemmelsen

- **Købekraftspariteten**: den relative pris mellem de to lande bestemmer valutakursen
- Hvis kronen bliver for dyr (billig) vil man forvente at eksporten går ned (op) og at importen vil stige (gå ned) med derpå følgende pres på valutakursen.
- Den reale valutakurs vil udvise mindre svingninger omkring værdien 1.0.
- **Sådan ser virkeligheden dog ikke ud**. Valutakursen har udvist en tilbøjelighed at bevæge sig væk fra ligevægtsprisen i lange perioder, nogle gange op til fem, seks år.
- Det skyldes, at **valutakursen** på kort- og mellemlang sigt primært **bestemmes af finansiel spekulation** i fremmed valuta og i betydelig mindre grad af import og eksport.

Største delen af alle valutatransaktioner udgøres af spekulation i fremmed valuta

- Prisen på valutakursen bestemmes først og fremmest af **markedets forventninger**
- Hvis markedets dominerende aktører mener at valutaen er undervurderet, så handler markedet i overensstemmelse hermed, hvorefter valutaen stiger i pris.
- Markedet bliver dermed bekræftet i, at forventningerne var rigtige, hvilket medfører, at prisen bliver ved med at stige indtil valutaen er åbenlyst overvurderet.
- Nu begynder markedet at frygte for store tab og kræver en stor risikopræmie for at beholde valutaen.
- Alt andet lige vil dette få valutakursen til at skifte retning mod ligevægtsprisen.
- Markedets aktører begynder derfor at forvente en depreciering og følgelig handle derefter.
- Prisen på valutaen vil derfor fortsætte med at gå ned indtil valutaen er klart undervurderet, hvorefter en ny cyklus starter.

Den reale Dkr/\$ valutakurs



Hvordan påvirkes prisdannelsen?

- Når valutakursen bevæger sig i lange udsving omkring sin fundamentale værdi kan **eksportvirksomheder vanskeligt lade prisen følge med**. De er nødt til at sætte prisen efter det internationale niveau, fordi de ellers risikerer at miste markedsandele.
- Under en længerevarende periode med opvurdering af valutaen, kæmper virksomhederne med at **bevare konkurrenceevnen**, blandt andet ved at skruer så meget som muligt på **produktiviteten** ved for eks
 - at **arbejderne producerer mere per time**,
 - At **fyre de mindst produktive**,
 - At **indføre ny teknologi (robotter)**
 - At **outsource** og
 - i en vis udstrækning **tilpasse profit og indtjeningsmål**.
- I takt med at robotteknologi sænker produktionsomkostningerne, flytter produktionen langsomt tilbage fra udlandet igen.
- Når valutakursen vender, har virksomhederne lettere ved at konkurrere, men fordi virksomhederne i de lande, som nu oplever en stigende valutakurs, holder priserne nede, stiger priserne ikke meget.

Krisens mekanismer?

- Den lave inflation - under 2 pct. i flere årtier har betydet en lille tilskyndelse hos centralbankerne (først og fremmest ECB og USA's Federal Reserve Bank) til at hæve centralbanksrenten, der har været på et usædvanligt lavt niveau i lang tid.
- Den **lave centralbankrente** har betydet en **lav lånerente**, hvilket har tilskyndet til **stigende låntagning** - blandt andet for at finansiere boligkøb, men også almindeligt forbrug.
- Husprisernes himmelflugt, som begyndte i midten af halvfemserne og toppede, da boligboblen brast, var til dels et resultat af den udsædvanligt lave rente og en stigning i de finansielle formuer, navnlig stigningen i aktiepriser.

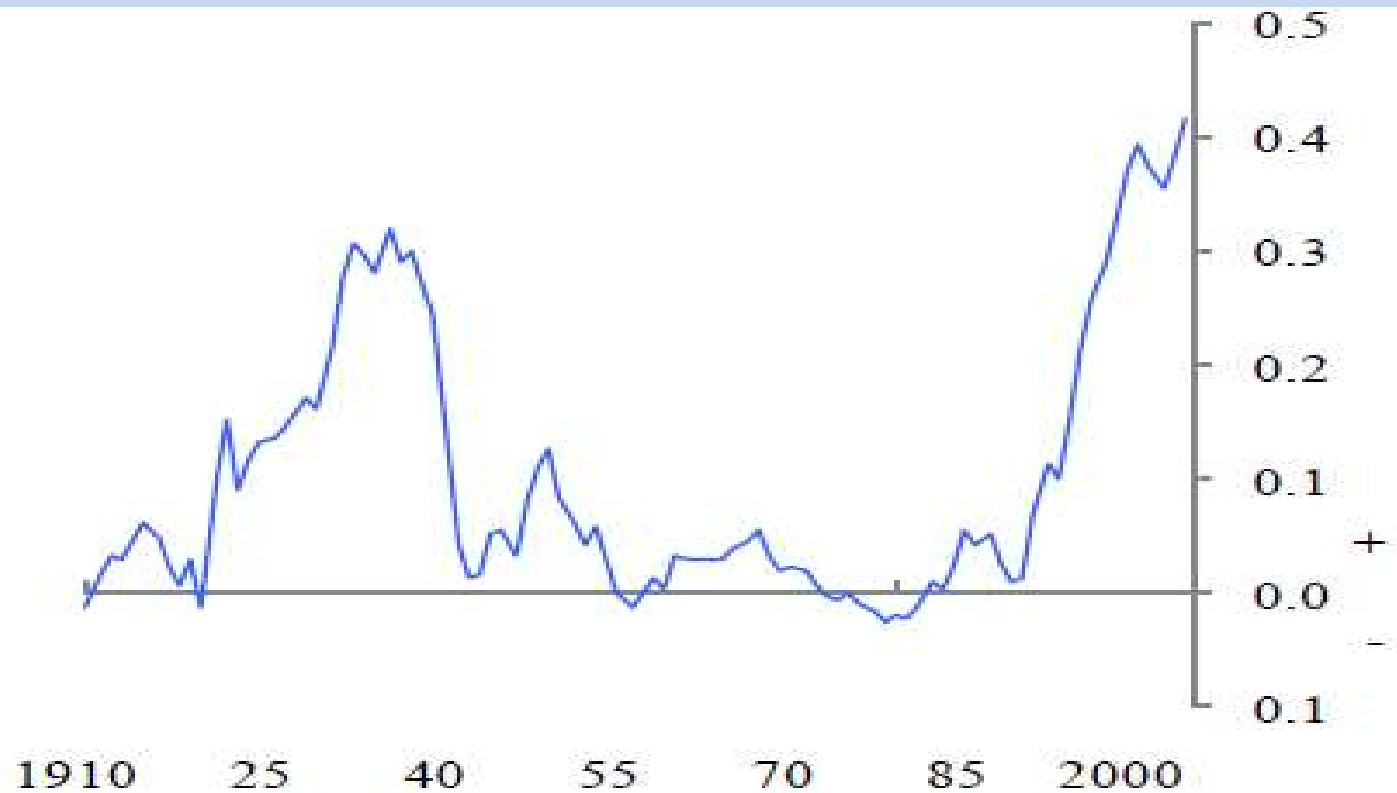
Hvorfor stagnerede væksten efter at boblen brast på trods af rekordlave renter?

- I kølvandet på husprisernes kollaps havnede Danmark (og mange andre lande) i en ”**balance sheet recession**”: mange husholdninger og virksomheder var teknisk insolvente. De var nødt til at afbetale på gælden i stedet for at forbruge og investere.
- **Sparendet** blandt virksomheder og private historisk **meget højt** selvom **renten** var meget lav.
- I en situation som denne er der **kun staten** tilbage som **kan investere** og få landet ud af recessionen.
- Men den foretrukne politik i Europa har været **finanspolitiske stramninger** og i USA **kvantitative lempelser**: den helt forkerte medicin.

Den stigende ulighed

- Finansiell deregulering har medført en stærk vækst af den finansielle sektor.
- **Astronomiske lønninger** for administrerende direktører i den finansielle sektor påvirker lønkravene fra direktører i andre sektorer mens andre grupperinger skal holde for.
- Et **lavt renteniveau er godt** for de formuende i samfundet, for eks. **hus- og aktieejere**, mens de mindre velstillede falder bagud.
- **Skattelettelser i %** (og skatteunddragelser) begunstiger de rige langt mere end de fattige.
- Konsekvens: **Uligheden stiger støt** i Danmark, i verden og populismen har gode kår.

Overstore lønninger i USA's finansielle sektor 1910-2010



Source: Philippon and Reshef (2009).

(a) Difference between the actual relative wage in finance and an estimated benchmark series for the relative wage.

Ulighed og lykke

- Lykke er en funktion af den **absolutte** og **relative** indkomst (Wilkinson og Pickett)
- **Kredit finansieret forbrug** kompenserer for stigende ulighed
- De sidste årtier har vi set en **eksplosion i privat gældsætning**, der var med til at fyre under krisen

Skattesænkninger er selvfinansierende

- **Trickle-down economics:**
 - Når de rige får skattelettelser sparer de mere.
 - Sparende fører til investeringer.
 - Investeringer fører til flere arbejdspladser til gavn for fattigere.
 - Når folk får mere betalt, arbejder de mere, dermed forbedres den økonomiske vækst
- **Trickle-up economics:**
 - skattelettelser går primært til **finansiel spekulation** som resulterer i **finansielle bobler**.
 - Når de brister er regering og skatteydere nødt til at træde til: **Moral hazard**.
- Skattesænkninger har resulteret i **stigende ulighed**

Har finansiel deregulering og skattesænkninger virket?

Table 2. Unemployment rate (%).

	1960-1970	1971-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2010	2010
EU-15	2.2	4.0	8.5	9.2	8.0	9.6
France	1.8	4.1	8.7	10.6	8.9	9.8
Germany	0.6	2.2	6.0	7.8	8.8	7.1
Italy	4.9	6.1	8.6	10.4	7.8	8.4
Spain	2.4	5.4	15.6	15.7	11.9	20.1
U.K.	1.7	3.8	9.6	7.9	5.6	7.8
U.S.	4.8	6.4	7.1	5.6	6.1	9.6

Based on compensation per employee

Source: European Commission, ECFIN, Statistical Annex, Autumn 2011.

Dagens dilemma

- Danskerne er meget forgældede
- Gælds finansieret vækst er bæredygtig kun hvis vækstudsigterne er realistiske
- Meget tyder på at **væksten i nullerne var illusorisk**
- De private investeringer ser ud til at forblive lave i en verden med **begrænsede naturlige resurser** og usikre effekter af **klimaforandringer**. Investeringer i **grønne teknologier** og offentlig infrastruktur kan få gang i økonomien
- Gældsfinansieret vækst er en bombe under systemet hvis priserne begynder at gå ned.

Vil priserne gå ned?

- På sigt, er det troligt at den **teknologiske udvikling** (robotter, 3D printning, kunstig intelligens) sammen med **tingenes internet**, bestående af et kommunikations-internet, et energi internet baseret på grøn energi, og et logistik internet, har potentialet for at skubbe store dele af det økonomiske liv til **nær nul marginale omkostninger**.
- Denne udvikling er allerede i fuld gang
- Den giver **fremtidshåb** i en verden som kan se nok så mørk ud.
- I bedste tilfælde vil de nye teknologier kunne medvirke til at **mindske dagens enorme ulighed**.
- Danskernes, såvel som verdens, store gældsætning er jokeren i denne fremtidsvision.

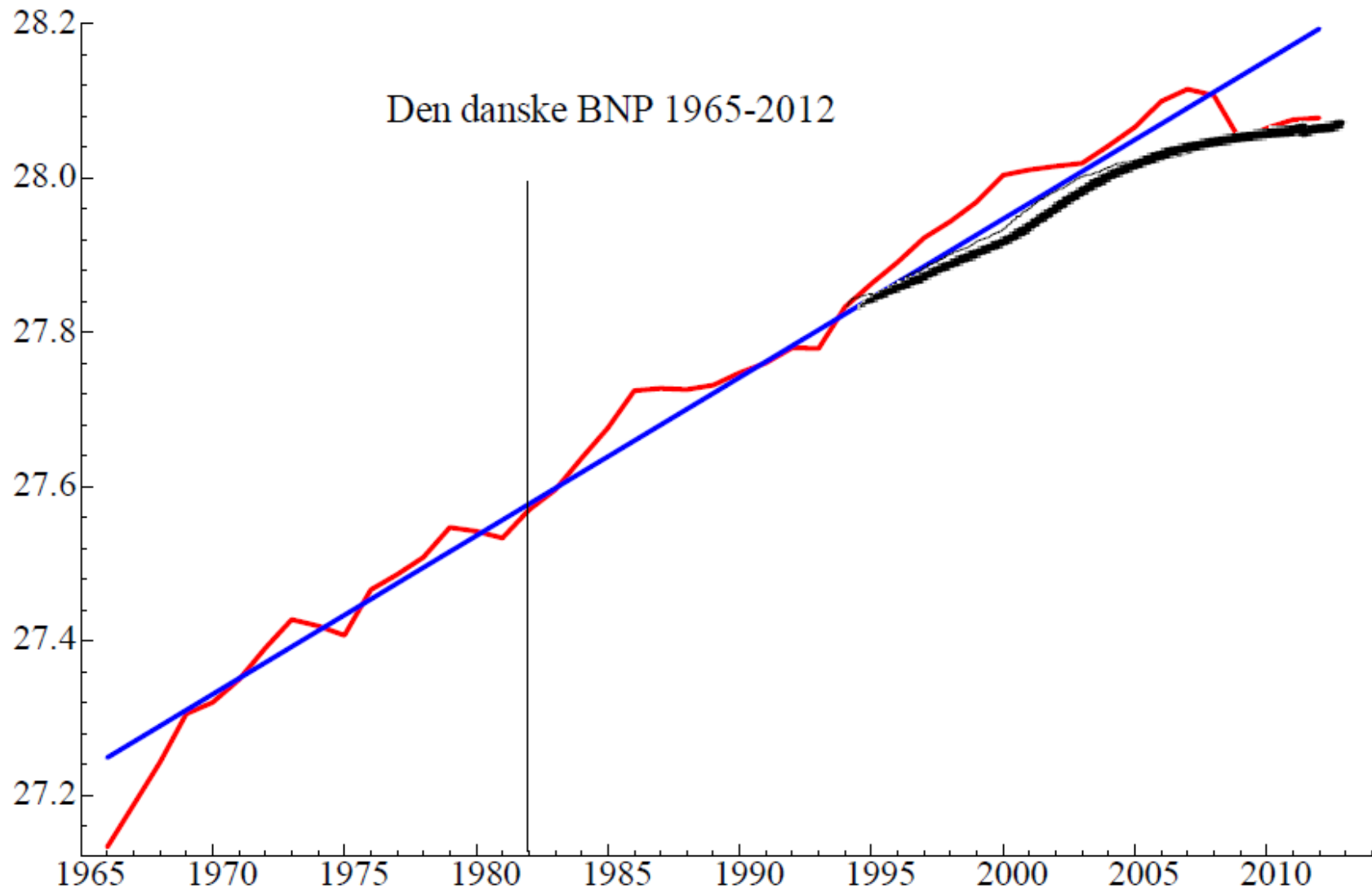
Krisen i 2007

- En konsekvens af **mange ubalancer**, som havde fået lov til at udvikle sig over lang tid.
- Ubalancer i den **reale valutakurs** resulterede i en vedvarende **lav inflation**, som medvirkede til en vedvarende **lav rente**, hvilket gav en tilskyndelse til en **uholdbart stor gældsætning**.
- Det resulterede i **husprisinflation** (og aktieprisinflation), men **ikke i vareprisinflation**.
- Der var flere ubalancer, som til dels modvirkede hinanden. **En balance som opretholdes af flere ubalancer er en meget skrøbelig balance**.
- Et lidt større stød eller økonomisk chok, er tilstrækkeligt til, at det hele braser sammen – ganske som det skete når huspriserne dykkede .

Er en ny krise under opsejling?

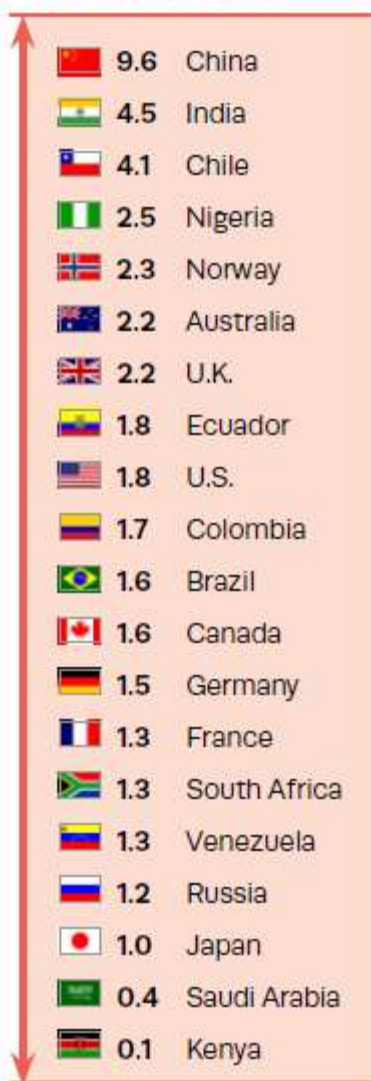
- **Renten** er stadig meget lav og **aktie- og boligpriserne** er tilbage på sit meget høje niveau før krisen.
- Den finansielle sektor er lidt mere reguleret, men der er **fortsat spekulation** i højfrekvente finansielle aktiver.
- Der mangler kun et **større stød** der kan få det hele til at brase sammen, for eks.:
 - Renten i USA stiger kraftigt
 - Kinas økonomi braser sammen
 - Trump starter handelskrig, krig mod Nord Korea, etc.
 - Brexit uden aftale
 - Italien melder sig ud af EU

Kommer væksten tilbage igen og er det ønskeligt?



Gennemsnitlig årlig økonomisk vækst i 20 lande over 19 år (1990-2008)

GDP per capita



IWI per capita

