

FOLKETINGET



Det Politisk-Økonomiske Udvalg og Finansudvalget

Den Økonomiske Konsulent

Til: Udvalgets medlemmer og stedfortrædere
Dato: 28. juli 2010

Danmarks Nationalbank: Kan kriser forudsiges?

Nationalbanken havde i sin 2. kvartalsoversigt (juni 2010) en interessant artikel om hvorvidt økonomiske kriser kan forudsiges.

Alle de "officielle" danske prognosemagere som **Nationalbanken, Finansministeriet og Vismændene**, kunne ikke i deres prognoser forudse krisen i 2009 med den store nedgang i væksten i BNP på 4,9 pct. Først i løbet af **foråret 2009** begyndte prognosemagerne at forudsige negative vækstrater, men man ramte først plet i efteråret 2009. Vismændene var de bedste til prognoserne ("mindst ringe").

EU-kommissionen forudså heller ikke det store fald i væksten for EU's økonomi.

Nationalbankens analyse viser, at de **økonomiske modeller** ikke er i stand til at forudse så store skift i den økonomiske udvikling.

For Danmarks vedkommende tydede en række mere simple indikatorer dog på, at vi kunne være på vej til en finansiel krise. Det drejede sig om udviklingen i boligpriserne, udviklingen i udlånene og ikke mindst udviklingen i bankernes indlånsoverskud. Men den afgørende faktor var, at udviklingen på vores **eksportmarkeder** nærmest brød sammen i 2008.

1. Indledning

Nationalbanken har i sin 2. kvartalsoversigt (fra juni 2010) blandt andet en artikel om hvorvidt kriser kan forudsiges. Udgangspunktet er at ingen - eller rettere meget få - havde forudset den nuværende finansielle krise¹. Notatet gengiver i kort form Nationalbankens artikel. Desuden er vist, hvor god (eller rettere hvor dårlig) EU-Kommissionen var til at forudsige krisen for EU-landene.

2. Krisen i 2008

I løbet af 2008 blev verdensøkonomien ramt af en krise, **hvis lige ikke er set siden den store depression i 1930'erne**. Krisen kom uventet ovenpå en usædvanligt gunstig periode med pæne vækstrater og lav inflation i de toneangivende økonomier.

Fra sommeren 2007 begyndte det at stå klart, at ikke alt var helt så godt, som man hidtil havde troet. Et på overfladen relativt afgrænset problem med nogle **amerikanske boliglån** førte på rekordtid til likviditetsproblemer hos finansielle institutioner verden over. Det udviklede sig hurtigt til en egentlig finanskris, som siden har haft store **realøkonomiske** konsekvenser. Krisen og det efterfølgende realøkonomiske tilbageslag kom bag på næsten alle økonomer, både herhjemme og i udlandet. **Deres prognoser fra før krisens udbrud kom senere til at stå i et dårligt lys.**

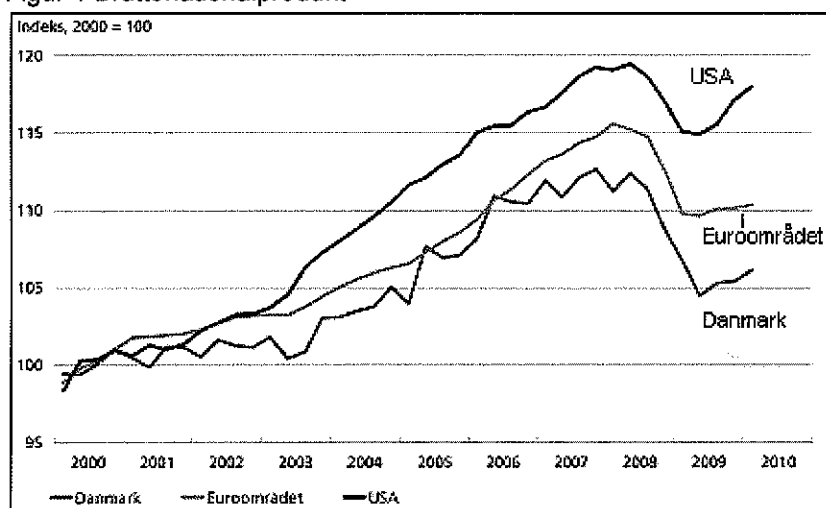
Prognoser for den økonomiske udvikling vil altid være behæftede med betydelig usikkerhed, ikke mindst i tider med voldsomme udsving. De modeller, som typisk anvendes, når prognoserne udarbejdes, er baserede på en række økonomiske sammenhænge, som historisk har vist sig at holde nogenlunde. **Imidlertid bliver økonomien til tider ramt af pludselige vendinger**, der ofte hænger sammen med begivenheder på de finansielle markeder, som det var tilfældet med finanskrisen. **Sådanne vendinger kan ikke forudsiges ved hjælp af de makroøkonomiske modeller, der anvendes i forbindelse med prognoser.**

¹ Enkelte fremtrædende økonomer pegede på risikoen ved de stigende ubalancer. De mest prominente er nok IMF's tidligere cheføkonom **Raghunan G. Rajan**, den tidligere leder af BIS' økonomiske afdeling **William R. White**, og **Nouriel Roubini**, professor ved New York University og grundlægger af Roubini Global Economics.

3. Det danske tilbageslag

Danmark er ligesom de fleste andre lande blevet hårdt ramt af den internationale krise. BNP faldt med 7 pct. fra 2. kvartal 2008 til 2. kvartal 2009, jf. **figur 1**. Selv om væksten de seneste tre kvartaler igen har været positiv, ligger bruttonationalproduktet, BNP, stadig kun på niveauet fra primo 2007. **Et så kraftigt tilbageslag er ikke set herhjemme siden 2. Verdenskrig.** Tilbageslaget målt ved BNP har været lidt kraftigere i Danmark end i **USA og euroområdet, jf. figur 1**. Det skyldes formentlig, at dansk økonomi forud for finanskrisen var overophedet som følge af de forudgående års kraftige højkonjunktur, skriver Nationalbanken.

Figur 1 Bruttonationalprodukt

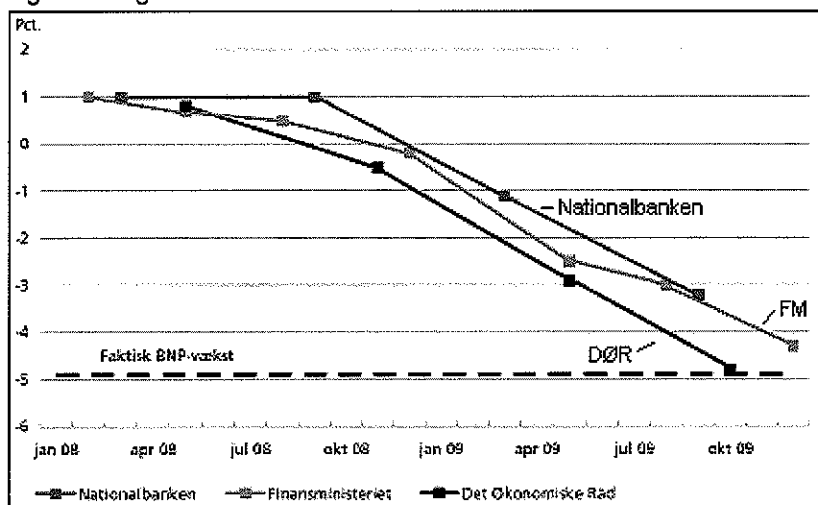


Kilde: Nationalbanken

Styrken af det danske konjunkturt tilbageslag kom bag på alle prognosemagerne. Nationalbanken, Finansministeriet og Det Økonomiske Råd nedjusterede **løbende** deres skøn over væksten i dansk økonomi for 2009, efterhånden som krisen udviklede sig, jf. **figur 2**. Først i efteråret 2009 begyndte man at ramme rigtigt!

Prognosemagerne var i begyndelsen af 2008 enige om, at 2009 ville blive præget af relativt beskeden vækst i omegnen af 1 pct. Men det viste sig, at BNP i 2009 frem for at stige med 1 pct. **i stedet faldt med 4,9 pct.** I stedet for en gradvis tilpasning til en mere holdbar kapacitetsudnyttelse kom dansk økonomi ud for en **skarp korrektion**, så tilbageslaget blev langt kraftigere end blot en korrektion af et for højt kapacitetspres.

Figur 2 Prognose for BNP-vækst 2009²

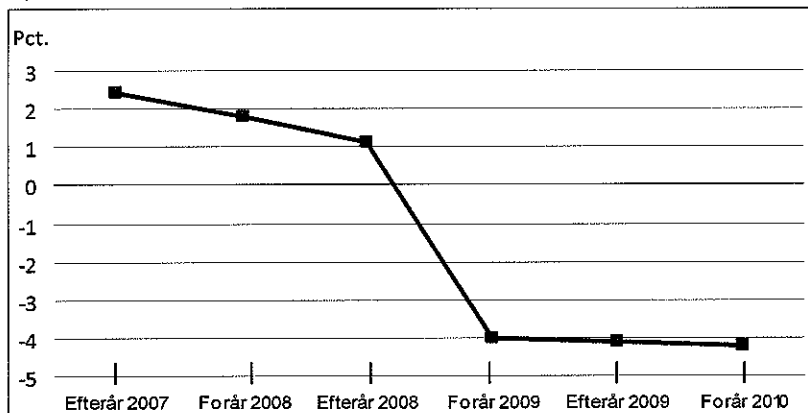


Kilde: Nationalbanken

3.a Tilbageslaget i EU

I lighed med tilbageslaget i Danmark, som prognosemagerne ikke kunne forudse, gjorde et lignende fænomen sig gældende i EU. EU-Kommissionen havde tilsyneladende også vanskeligheder med at forudse krisen for EU-27, jf figur 3 nedenfor.

Figur 3 EU-Kommissionens prognose for BNP-vækst 2009 for EU-27



Kilde: EU-Kommissionen, egne opstillinger.

² Man kan måske sige, at Vismændene var "de mindst ringe" til at forudsige krisen og Nationalbanken "den mest ringe" i sine fremskrivninger. Herimellem ligger så Finansministeriet (egen bemærkning).

Det ses, at helt frem til efterårs prognosen i 2008 regnede man med en BNP-vækst på 1 pct. for EU-27. Først i foråret 2009 ramte man nogenlunde plet med et **direkte fald** i væksten på 4 pct. Det faktiske fald blev på 4,1 pct.

4. Hvorfor tog prognoserne fejl?

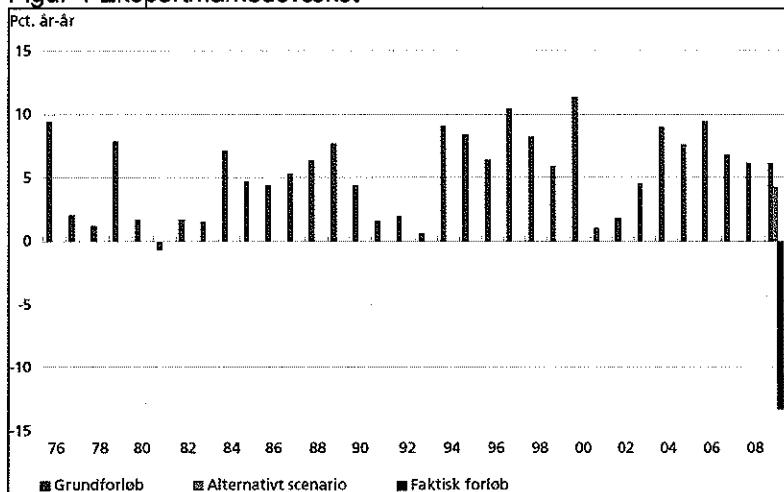
For at forstå, hvordan prognoserne kunne tage så alvorligt fejl, er det nyttigt med en kort beskrivelse af, hvordan prognoser udarbejdes.

De økonomiske variable, som indgår i MONA (Nationalbankens økonomiske makromodel), kan grundlæggende opdeles i to grupper. Den ene, de såkaldte **endogene** variable, bestemmes af modellen. Den anden, de såkaldte **eksogene** variable, skal brugeren af modellen **selv** vælge værdierne for i frem-skrivningsperioden. Nogle af de vigtigste eksogene variable inkluderer **eksportmarkedsvæksten, renter og valutakurser samt olieprisen**.

Som regel vil man **ikke** antage, at de udvikler sig markant forskelligt fra deres historiske forløb. Det var også tilfældet ved Nationalbankens udarbejdelse af en intern prognose fra maj 2008.

Den faktiske udvikling i eksportmarkedsvæksten blev langt svagere, end Nationalbanken havde forestillet sig, jf. **figur 3**. Da en stor del af de varer og serviceydelser, som produceres i Danmark, går til eksport, vil en markant svækkelse af eksportmarkederne naturligvis slå igennem på den økonomiske vækst herhjemme.

Figur 4 Eksportmarkedsvækst



Kilde: Nationalbanken

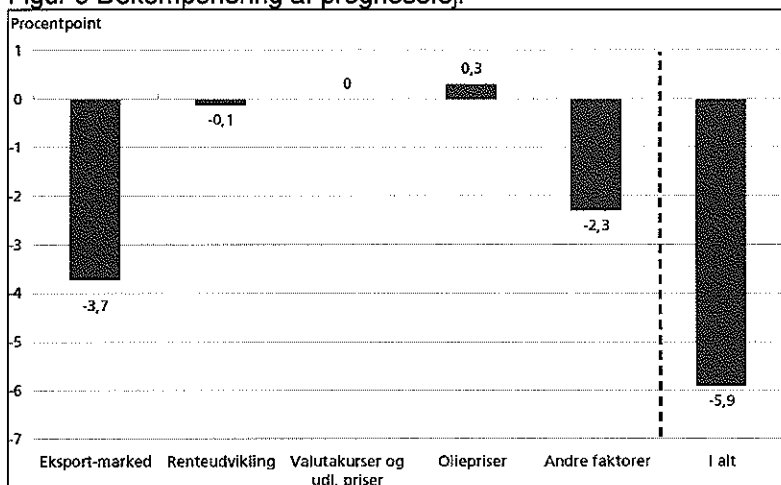
Det ses tydeligt af **figur 4**, at hvor man havde regnet med en eksportmarkedsvækst på ca. 5 pct. i 2008, blev den faktiske udvikling et fald i eksportmarkedsvæksten på ca. 12 pct.

Ifølge Danmarks Statistiks foreløbige tal blev BNP-væksten i 2009 5,9 procentpoint lavere end skønnet i Nationalbankens forårsprognose fra 1. kvartal 2008. Nationalbanken har ved hjælp af MONA dekomponeret afvigelsen på udefra kommende faktorer.

Ifølge den mekaniske MONA dekomponering **forklarer det store fald i eksportmarkedsvæksten omtrent to tredjedele af prognosefejlen for 2009, jf. figur 5.**

Hverken renteutviklingen, valutakurser og udenlandske priser eller olieprisen bidrager væsentligt til at forklare fejlen. Den **sidste tredjedel** forklares i stedet af **"andre faktorer"**. "Andre faktorer" kan potentielt dække over en lang række forhold fx finanspolitik, ændringer i den private sektors forbrugs- og investeringsadfærd samt revisioner af allerede offentliggjorte data. Det store bidrag fra "andre faktorer" kan således skyldes, at finanskrisen førte til et kraftigt fald i husholdningers og virksomheders tillid til fremtiden. Det kan have reduceret efterspørgslen mere end under et normalt konjunkturtilbageslag³.

Figur 5 Dekomponering af prognosefejl



Kilde: Nationalbanken

³ Man kan også – lidt mere kontant – sige, at den økonomiske model ikke duer til forudsige udviklingen (egen bemærkning).

5. Kan kriser forudsiges?

Det store spørgsmål er, hvorfor næsten ingen så, at en krise var under opsejling. På overfladen åndede der fred og ro. Verdensøkonomien havde gennem en længere periode befundet sig i en gunstig situation med pæne vækstrater og lav inflation. Den gunstige udvikling blev understøttet af, at centralbankerne holdt renterne relativt lave. Risikopræmierne på de finansielle markeder faldt i takt med, at investorernes tillid til den økonomiske stabilitet steg, og samtidig steg deres appetit på risiko, da de lave renter førte til en "jagt på afkast".

I dag står det klart, at ikke alt var så godt, som det umiddelbart så ud til. Meget tyder på, at krisen var resultatet af to sammenhængende ubalancer, som havde været under opbygning i en periode. Dels var der de såkaldte globale ubalancer, som primært dækkede over, at USA kørte med et stort **underskud på betalingsbalancen**, mens Tyskland og en række asiatiske økonomier, herunder Kina, havde store overskud. Ubalancerne havde relativt stor opmærksomhed før krisens udbrud, men der var stor uklarhed om, hvilken betydning de ville få på lidt længere sigt.

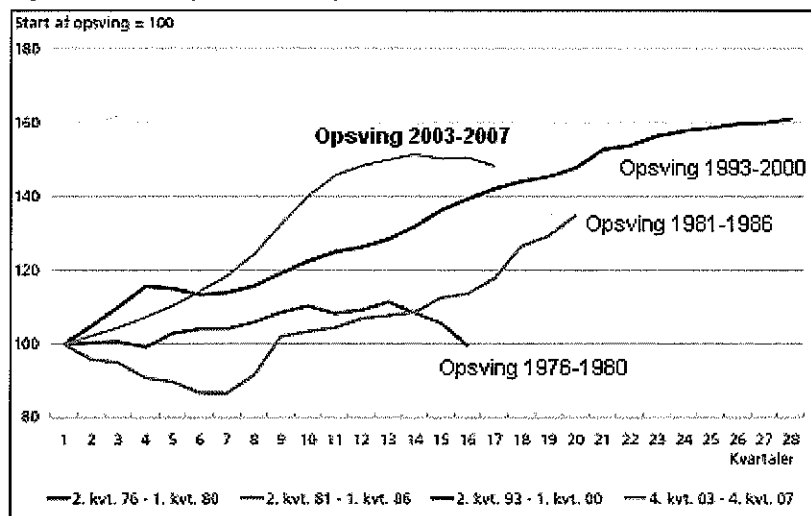
Desuden står det nu klart, at der også har været en række ubalancer i det **finansielle system**. På et tidspunkt ville ubalancerne formentligt under alle omstændigheder have ført til en krise. At den i dette tilfælde blev udløst af problemer med nogle amerikanske boliglån, er muligvis blot en tilfældighed, skriver Nationalbanken.

6. Danske indikationer af ubalancer

Som det fremgår af ovenstående, er det svært/umuligt at forudsige store omsving i økonomien og herunder finanskriser. Baseret på de empiriske studier samler interessen sig om faktorer som udlånsvækst, investeringsandelen, aktiekurser og boligpriser. I det følgende vil vi se på, hvordan disse faktorer udviklede sig i Danmark op til krisens udbrud sammenlignet med tidligere højkonjunkturer.

Stigende boligpriser er blevet identificeret som en mulig indikator for finansielle ubalancer. De danske huspriser steg næsten uafbrudt fra 1993 til 2007, men stigningen var særligt kraftig i årene op til krisens udbrud, jf. **figur 6**.

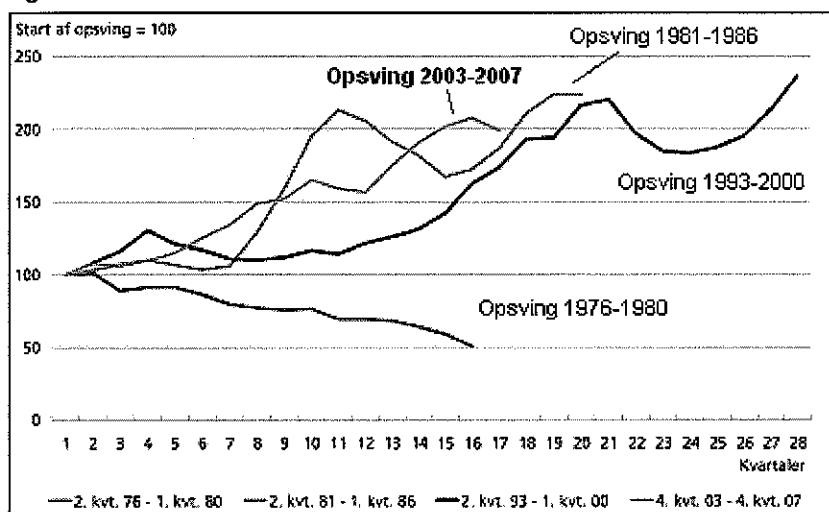
Figur 6 Udvikling i reale boligpriser



Kilde: Nationalbanken

Aktiekurserne blev omtrent fordoblet over en 4-årig periode op til krisens udbrud, **jf. figur 7**. Det er en kraftig stigning sammenlignet med udviklingen under tidligere højkonjunkturer, og kan i lighed med prisstigningerne på boligmarkedet ses som et signal på mulige ubalancer.

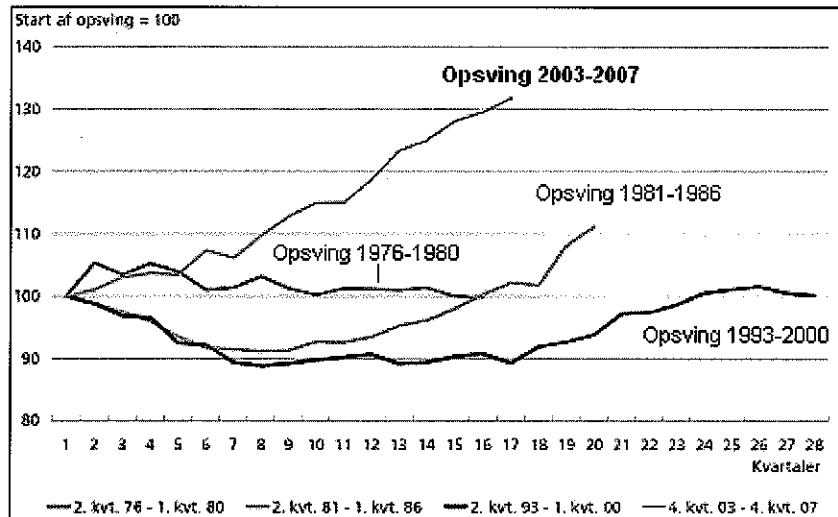
Figur 7 Aktiekurser



Kilde: Nationalbanken

Studier fra BIS (Den internationale udviklingsbank) har konkluderet, at stigende aktivpriser især er risikable, når de sker i sammenhæng med kraftigt stigende **udlån**. Under den seneste højkonjunktur er det samlede udlån i forhold til BNP steget langt kraftigere end under de tidligere højkonjunkturer, **jf. figur 8**.

Figur 8 Samlet udlån i forhold til BNP

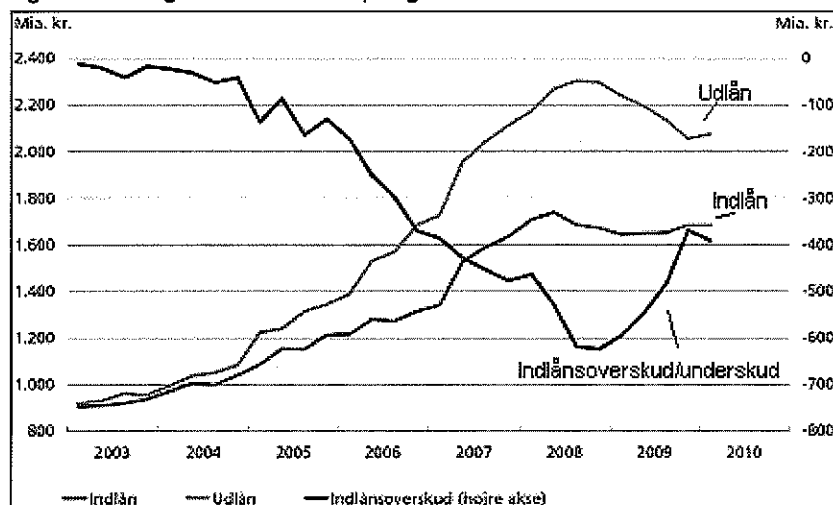


Kilde: Nationalbanken

I Danmark er det stigende udlån sket i samspil med en kraftig stigning i pengeinstitutternes **indlånsunderskud**.

Hvor de samlede indlån i pengeinstitutter i 2003 stort set svarede til de samlede udlån, var der i 2008 opstået et **indlånsunderskud svarende til ca. 25 pct. af det samlede udlån**, jf. figur 9. Det store indlånsunderskud har formentlig været en medvirkende årsag til, at pengeinstitutterne så hurtigt kom i vanskeligheder, da de fik problemer med at finansiere sig på kapitalmarkederne.

Figur 9 Ind- og udlån i danske pengeinstitutter



Kilde: Nationalbanken

Det står således klart, at dansk økonomi i tiden op til krisens udbrud besad en række af de karakteristika, som BIS og IMF har identificeret som mulige indikatorer for finansielle ubalancer. Men det er dog langt fra altid, at disse forhold fører til en krise.

Med venlig hilsen

Niels Hoffmeyer (3602)
Lotte Thurøe Andersen