

Nr. 4 | juli 2008

# Aktuell kommentar

## Nedtur i USA – krise eller velkommen avdemping for verdensøkonomien?

*Hans Petter Wilse, spesialrådgiver i Norges Bank Pengepolitikk*

# Nedtur i USA – krise eller velkommen avdemping for verdensøkonomien?

Hans Petter Wilse, spesialrådgiver, Norges Bank Pengepolitikk<sup>1</sup>

*Problemer i boligmarkedet i USA utløste kraftig uro i finansmarkedene i 2007, og den økonomiske veksten i USA har avtatt markert de siste kvartalene. Det er frykt for resesjon. USAs økonomiske størrelse innebærer at dette vil gi et bortfall av etterspørsel som vil merkes i resten av verden. Den globale økonomien har imidlertid lenge tålt avmatningen i USA godt. Tross økt handel med omverdenen synes de fremvoksende økonomiene relativt robuste overfor svekket eksport. Det er god vekst i innenlandsk etterspørsel i mange av landene, og det er økende tegn på at flaskehalsen gjør seg gjeldende. En avdemping i eksporten kan derfor være en forutsetning for fortsatt god vekst i realinvesteringer og konsum i de fremvoksende økonomiene.*

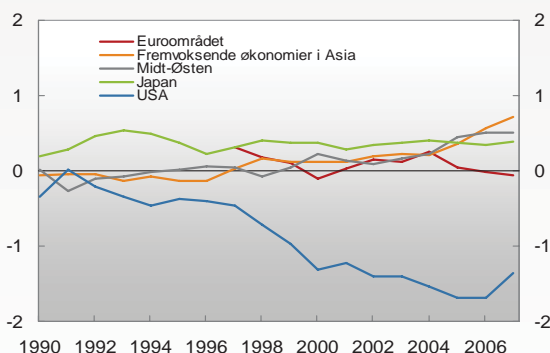
Det har bygget seg opp store ubalanser i verdenshandelen det siste tiåret. Mens USA har hatt store underskudd på driftsbalansen, har oljeeksporterende land og en rekke asiatiske land, særlig Kina og Japan, hatt store spareoverskudd. Euroområdet samlet har gått fra et moderat overskudd til omtrent null, se figur 1.

I USA har både husholdningene og det offentlige hatt store spareunderskudd. Husholdningenes sparing har falt siden midten av 80-tallet og vært svært lav de siste årene. Samtidig var boliginvesteringene høye i første halvdel av dette tiåret. Lave renter og nye finansielle

produkter bidro til å øke etterspørselen etter boliger. Det ga vedvarende boligprisøkning, som bidro til å gjøre bolig til et attraktivt investeringsobjekt og til å redusere boligeiernes sparing. Ulike forhold kan forklare de andre landenes spareoverskudd. Den høye oljeprisen har gitt sterk vekst i eksportinntektene for oljeeksporterende land. I Kina utgjør investeringene nesten halvparten av BNP. Sparingen er imidlertid svært høy, slik at det likevel er store overskudd i utenriksøkonomien. Japans overskudd kan tilskrives høy sparing i foretaksektoren. I flere andre asiatiske land har realinvesteringene vært lave i etterkant av den økonomiske krisen i 1997-98. Overskuddslandenes investeringer i amerikanske aktiva bidro trolig til de lave langsiktige rentene i USA og dermed til den langvarige oppgangen i boligprisene.

Historien har vist at store underskudd på et lands driftsbalanse før eller senere korrigeres, enten fordi finansieringen blir vanskelig eller fordi innenlandske husholdninger og bedrifter ikke ønsker å øke gjelden ytterligere. Veksten i det landet som skal redusere et underskudd, avtar gjerne i forhold til veksten hos handelspartnerne, se figur 2. Vanligvis svekkes realvalutakursen i forkant av og under korreksjonen. Forløpet av korreksjonene varierer fra brå og problemfylte til gradvise og relativt problemfrie.<sup>2</sup> En brå og kraftig korreksjon av de store ubalansene har i flere år vært ansett som en risikofaktor for veksten i verdensøkonomien.

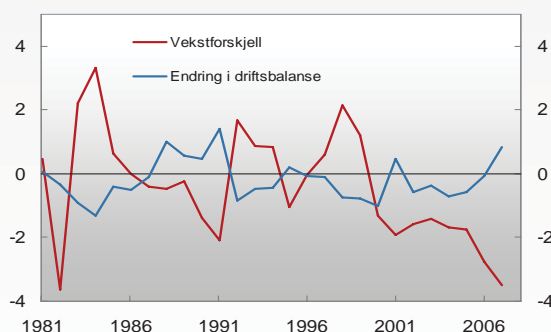
**Figur 1** Driftsbalanse i prosent av globalt BNP. 1990 – 2007. Årstall



Kilde: IMF

<sup>1</sup> Jeg takker kolleger i Norges Bank Pengepolitikk for mange nyttige kommentarer og innspill.

**Figur 2** Forskjell i vekstrater mellom USA og resten av verden og endring i USAs driftsbalanse i prosent av BNP. Prosentenheter. 1981 – 2007. Årstall



Kilder: IMF og Norges Bank

<sup>2</sup> Se IMF: World Economic Outlook, April 2007, kap.3, der erfaringene fra mange lands korreksjoner av store underskudd oppsummeres.

*De synspunkter som fremkommer i signerte artikler i denne publikasjonen, representerer artikkelforfatterens egen oppfatning og kan ikke tas som uttrykk for Norges Banks standpunkt til de forskjellige spørsmål.*

I USAs tilfelle ble en korreksjon i boligmarkedet fra slutten av 2005 faktoren som utløste avdemping av veksten. Det ga, sammen med virkningene av en gradvis svekkelse av dollaren over flere år, en begynnende bedring i driftsbalansen.<sup>3</sup> Dette så lenge ut til å bli en gradvis prosess. Den var forholdsvis uproblematisk for resten av verden bl.a. fordi avmattingen i USA har vært motvirket av sterk vekst i Kina, India og andre fremvoksende økonomier, se tabell 1. Veksten i disse økonomiene har også ført til at deres andel av globalt BNP er økt fra 37,3 prosent i 2000 til 43,7 prosent i fjor. I 2007 var veksten i de fremvoksende økonomiene rekordhøy.<sup>4</sup>

Veksten i USA har imidlertid falt mer markert de siste kvartalene.

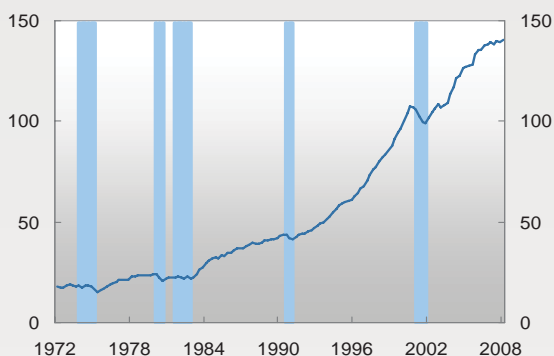
Amerikansk økonomi er så stor at endringer der raskt kommer til syne i det globale bildet. Skulle USAs BNP eksempelvis falle med 1 prosent i år (det tilsvarer en reduksjon i veksttakten med 3,2 prosentenheter fra 2007), ville det, alt annet likt, redusere den globale veksten med nær 0,7 prosentenheter fra 2007 til 2008. Men alt annet ville ikke være likt. Noen av faktorene som demper veksten i USA, virker i flere land (finansuro, svakere boligmarkeder og svekket tillit). Skulle USA gå inn i en resesjon, ville dessuten amerikansk import falle, jf. figur 3,<sup>5</sup> og underskuddet på USAs driftsba-

3 Underskuddet på USAs driftsbalanse økte med 114,7 mrd USD i 2005 og avtok med 72,8 mrd USD i 2007. Dette svarte om lag til hhv 0,4 og 0,2 prosent av BNP i resten av verden, målt i løpende dollar.

4 I løpet av de 38 årene dataene (hentet fra figur 1.1. i World Economic Outlook, April 2008) dekker har veksten bare en gang før (1973) vært like høy som i 2007 i fremvoksende økonomiene, aldri høyere.

5 I forbindelse med fire av de fem siste resesjonene har importvolumet falt markert. Fallet var hele 17,2 prosent over to kvartaler fra 4. kvartal 1974, 14 prosent over to kvartaler fra første kvartal 1980 og 7,6 prosent over fire kvartaler fra første

**Figur 3** USAs import i faste priser. Indeks, 1. kv. 2000 = 100. 1. kv. 1972 – 1. kv. 2008. Lys blå felt representerer resesjoner



Kilde: Thomson Reuters

lanse reduseres markert. Resten av verden ville i så fall stå overfor et kraftig etterspørselsbortfall.

Skulle eksempelvis importen bli så svekket at driftsbalansen bedres med 1,5 prosent av BNP i løpet av ett år<sup>6</sup>, vil bortfallet av etterspørsel fra USA svare til om lag 0,5 prosent av resten av verdens BNP eller 1,4 prosent av BNP i samtlige fremvoksende økonomier, alt målt i løpende dollar.

Det er allerede klare tegn til avmatting i Europa og Japan i kjølvannet av problemene i amerikansk økonomi, mens veksten foreløpig synes å holde seg godt oppe i mange fremvoksende økonomier. Muligheten for å holde oppe den globale veksten under en eventuell resesjon i USA knytter seg i stor grad til utviklingen i disse økonomiene. Selv med optimistiske forutsetninger for de andre industrilandene ville veksten i de fremvoksende økonomiene imidlertid måtte tilta om

kvartal 2000.

6 Dette er om lag på linje med bedringen i driftsbalansen i 1991, da det var resesjon i USA

**Tabell 1** Fordeling av veksten i verdensøkonomien<sup>1)</sup>

	Verden		Industriland		Fremvoksende Økonomier	
			I alt	USA	I altr	Asia <sup>2)</sup> Andrer
Andel av global vekst siste 10 år. Prosent.			41,9	17,8	58,2	33,2 25,0
Andel av global vekst i 2007. Prosent.			30,4	9,5	69,7	39,4 30,3
<b>Vekst</b>						
Gjennomsnitt siste 10 år	3,9	2,6	2,9	5,7	7,4	4,4
2007	4,9	2,7	2,2	7,9	9,7	6,3

<sup>1)</sup> Beregninger basert på BNP omregnet til dollar til kjøpekraftskorrigerede valutakurser.

<sup>2)</sup> Grupper Developing Asia i World Economic Outlook, omfatter ikke tidligere Sovjetstater eller Midt-Østen.

Kilder: IMF og Norges Bank.

den globale veksten ikke skulle falle under trend<sup>7</sup>.

En slik utvikling synes urealistisk. De fremvoksende økonomiene er blitt mer åpne i handelen med omverdenen.<sup>8</sup> Den umiddelbare virkningen av svakere eksport til USA vil være avtakende vekst. I tillegg kommer at eksporten til andre industriland vil bli svekket fordi det blir lavere vekst der. Det er mulig vi får en relativt kraftig avmatning også i mange fremvoksende økonomier.

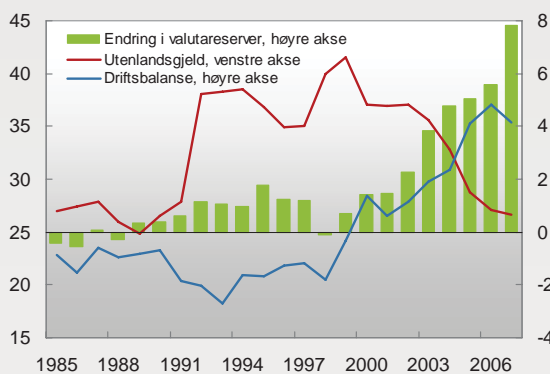
Selv om noen fremvoksende økonomier kan være sårbare overfor den sterke økningen i prisene på olje og matvarer, er hovedbildet at disse landene generelt er bedre rustet enn tidligere til å tåle lavere eksportinntekter. Bedre fundamentale forhold i økonomiene har bidratt til at de så langt i liten grad er rammet av kreditturoen. Mange har overskudd på driftsbalansen, de har redusert sin utenlandsgjeld og økt valutareservene, se figur 4.

Sist Kinas eksport ble vesentlig svekket, førte økningen i innenlandsk etterspørsel til at veksten i BNP ble lite påvirket, se figur 5.

Bedre integrering av fremvoksende økonomier i verdensøkonomien, og særlig Kinas inntreden i Verdens Handelsorganisasjon, representerte en enorm økning i tilbudet av arbeidskraft (og dermed kapasiteten) i den globale økonomien.<sup>9</sup> Det ga lav prisvekst på industrivarer og bidro til at inflasjonen lenge var lav tross sterk vekst i verdensøkonomien, se figur 6.

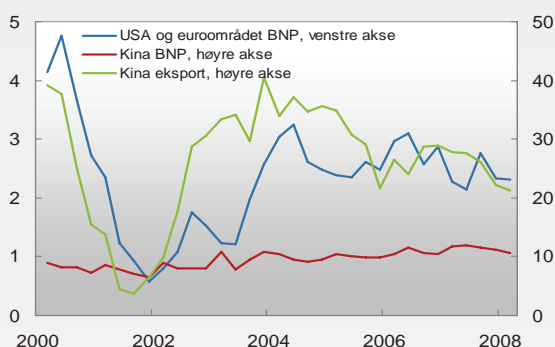
Den sterke veksten i de fremvoksende økonomiene bidro imidlertid også til økt etterspørsel etter olje og andre råvarer.<sup>10</sup> Sammen med begrensninger på tilbudssiden har dette etter hvert ført til kraftig prisøkning på de fleste råvarene. Det er stadig høy vekst i innenlandsk

**Figur 4** Fremvoksende økonomier. Driftsbalanse, utenlandsgjeld og endring i valutareserver. Prosent av BNP. Årstall



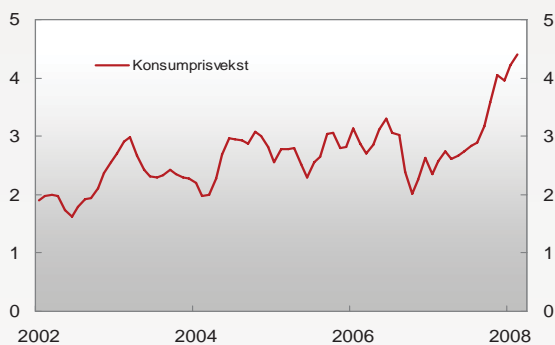
Kilde: IMF

**Figur 5** BNP-vekst G2 og Kina, eksportvekst i Kina. Vekst fra samme kvartal året før. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2008



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

**Figur 6** Globale konsumpriser. Endring fra samme måned året før. Prosent. Januar 2002 – februar 2008



Kilde: IMF

etterspørsel i mange av de fremvoksende økonomiene. Inflasjonen har tiltatt og er nå ganske høy i mange land. Flaskehals, både i arbeids- og råvaremarkedene, synes å begrense vekstmulighetene selv om det fortsatt er store arbeidskraftreserver i mange fremvoksende økonomier. En avdemping i eksporten vil kunne gi rom for fortsatt god vekst i investeringer i infrastruktur og annen innenlandsk bruk. I den grad tilgang på viktige råvarer er en effektiv skranke for global vekst kan en svak utvikling i USA (eller andre industriland) være en forutsetning for at de fremvoksende økonomiene kan fortsette å vokse.

På den annen side er det en risiko for at avdempingen i industrilandene og deres import blir så sterk at den

7 Trendveksten er nå 4,1 prosent iflg World Economic Outlook, april 2008. Om vi antar at veksten i euroområdet bare reduseres til halvparten av gjennomsnittet de siste 10 årene, mens veksten blir lik gjennomsnittet fra de siste 10 årene i andre industriland og holder seg på nivået fra 2007 i de fremvoksende økonomiene, vil den globale veksten bli litt svakere enn trendveksten. Skulle de fremvoksende økonomiene bringe global vekst opp til trend ville veksten der måtte tilta fra 7,9 til 8,3 prosent. Dersom veksten i de fremvoksende økonomiene i dette scenariet skulle være sterk nok til at global vekst ikke faller fra 2007, måtte veksten der øke til hele 10,2 prosent. I World Economic Outlook anslø IMF den globale veksten i år til 3,7 prosent, selv med svakt positiv vekst i USA.

8 Eksempelvis har Kinas eksport økt fra 21 prosent av BNP i 2000 til 37 prosent i 2007 (Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank).

9 IMF anslø i World Economic Outlook, april 2007 at arbeidstilbudet i den globale økonomien effektivt var firedoblet fra 1980 til 2005, med mesteparten av økningen etter 1990. Beregningen var gjort ved å veie de ulike lands arbeidsstyrke med eksport som andel av BNP.

10 Kina alene sto for 32 prosent av økningen i oljeetterspørselen i årene 2000-2007 (Kilde: EIA). For aluminium, sink, nikkel og kobber sto landet for mellom 58 og 93 prosent av veksten i globalt forbruk i perioden 2000 – 2006 (Kilder: Australian Commodities Statistics, World Copper Factbook 2007 og Copper Bulletin January 2003).

utløser en markert nedgangskonjunktur også i de fremvoksende økonomiene.

Uansett vil global vekst ganske sikkert være svak de nærmeste årene ettersom vekstutsiktene for industri-landene er svake og veksten i mange framvoksende økonomier må avta for å dempe inflasjonen. Et sentralt spørsmål er om dette vil være nok til å avslutte den sterke prisøkningen på olje og andre råvarer eller om begrenset tilgang på disse varene for en lengre periode vil føre til lavere global vekst.