



RNB 2013: Aspekter ved analysen av utsiktene for internasjonal økonomi

Finansdepartementet, 03.06.2013

Øystein Thøgersen, Professor, NHH



1. Hovedpunkter i vurderingene i RNBs 2.1

• Utviklingen siden NB 2013:

- Veksten internasjonalt noe lavere enn lagt til grunn
- Større heterogenitet mellom land og regioner
- Rebalansering i Eurosonen
- Flere typer nedsiderisiko redusert
 - Redusert sannsynlighet for at eurosamarbeidet brytes opp
 - Vellykkede tiltak vs. finansiell stabilitet
 - Redusert «fiscal cliff» problematikk i USA

• Utsiktene fremover:

- Anslag for BNP-veksten hos handelspartnerne er noe nedjustert til anemiske 1.2% i 2013
- Et ganske «broket» vekst- og risikobilde på land- og regionnivå

Risikobildet: Et utvalg sentrale faktorer

• Kina

- Vekst i kreditt og investeringer urovekkende høy
- Eksplisitt fokus på betydning for olje- og andre råvarepriser – og dermed på norsk økonomi
- Overgang til ny vekstmodell

• Eurosonen

- Reformtretthet?
- Kredittmarked i vedvarende ulage

• USA

- Et betinget positivt bilde..
- Men, uavklarte budsjettpolitiske utsikter

• Japan, India og andre EMs, UK,...

2. Et par sentrale underliggende temaer...

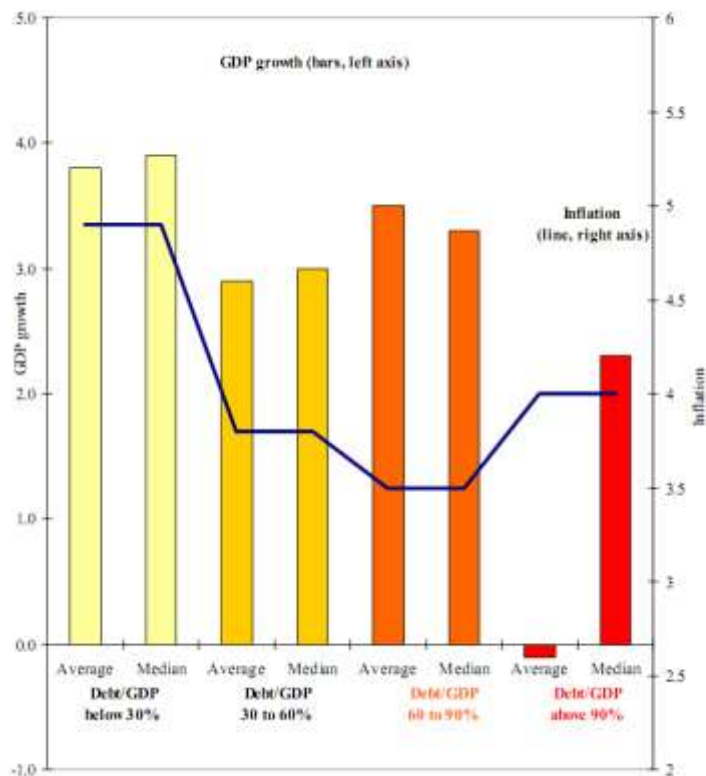
- **Er problemet i Eurosonen «keynesiansk» eller strukturelt?**
 - Er det slik at verdensøkonomien opplever (store) temporære fluktasjoner rundt en stabil veksttrend?
 - Eller er problemene i mange land i dag knyttet til selve den underliggende veksten.
 - Ulike politikk-implikasjoner
- **I hvilken grad vil svært aktivistisk politikk i dag skaper nye, store problemer imorgen??**
 - Short run gains and long run pains... (og «long run» er her kanskje allerede?)
- **Offentlig gjeld og vekst, jfr. debatten om R&Rs analyse.**

Regulariteter – jfr. R&R (2008, 2010...)

Vekst, offentlig gjeld og inflasjon (i)

«Advanced Economies»

Figure 2. Government Debt, Growth, and Inflation: Selected Advanced Economies, 1946-2009

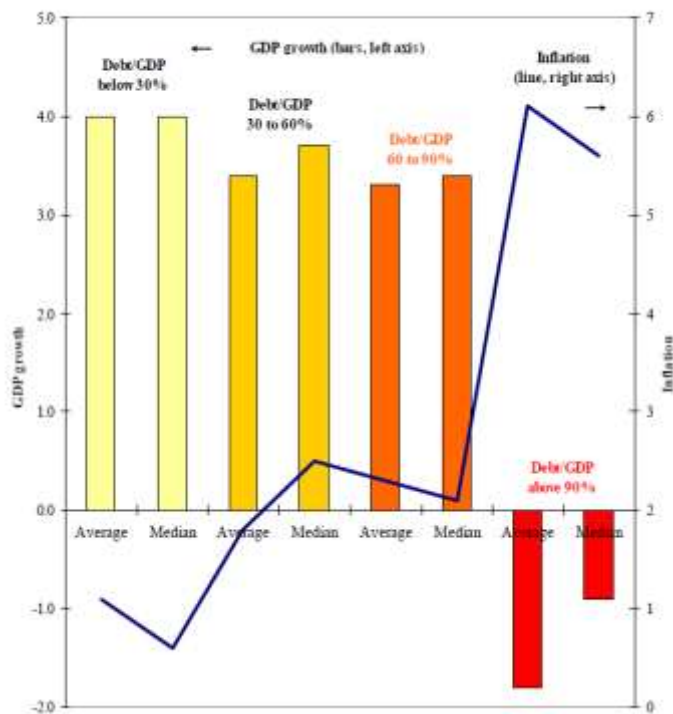


Source: Reinhart og Rogoff, 2010
(Original versjon med «excel-feil»...)

Vekst, offentlig gjeld og inflasjon (ii)

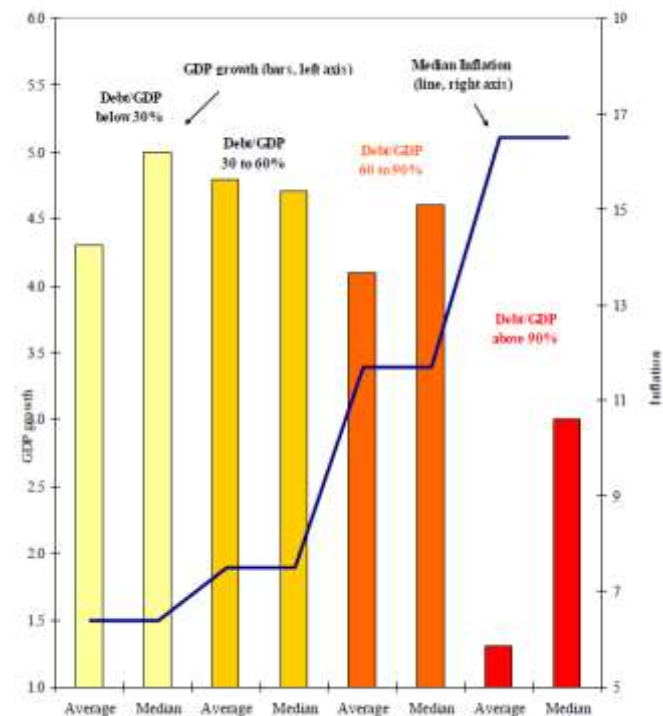
USA

Figure 3. United States Central (Federal) Government Debt, Growth, and Inflation: 1790-2009



«Emerging markets»

Figure 4. Public Debt, Growth, and Inflation: Selected Emerging Markets, 1946-2009

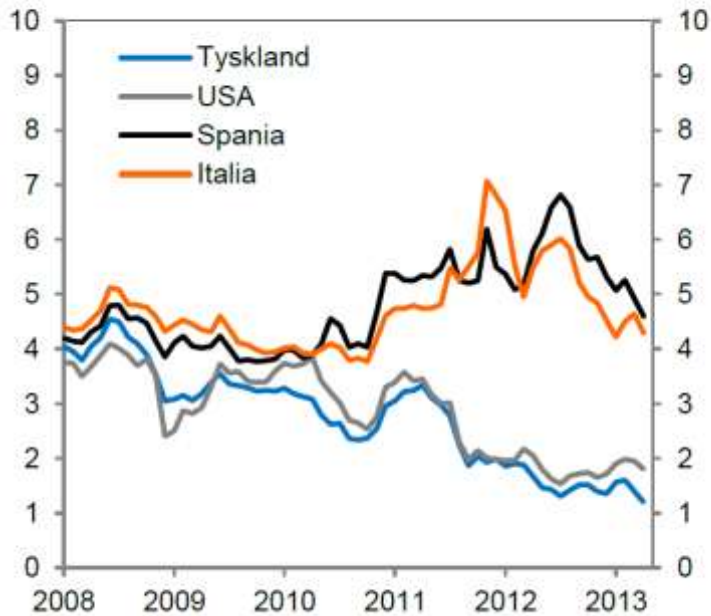


Source: Reinhart og Rogoff, 2010

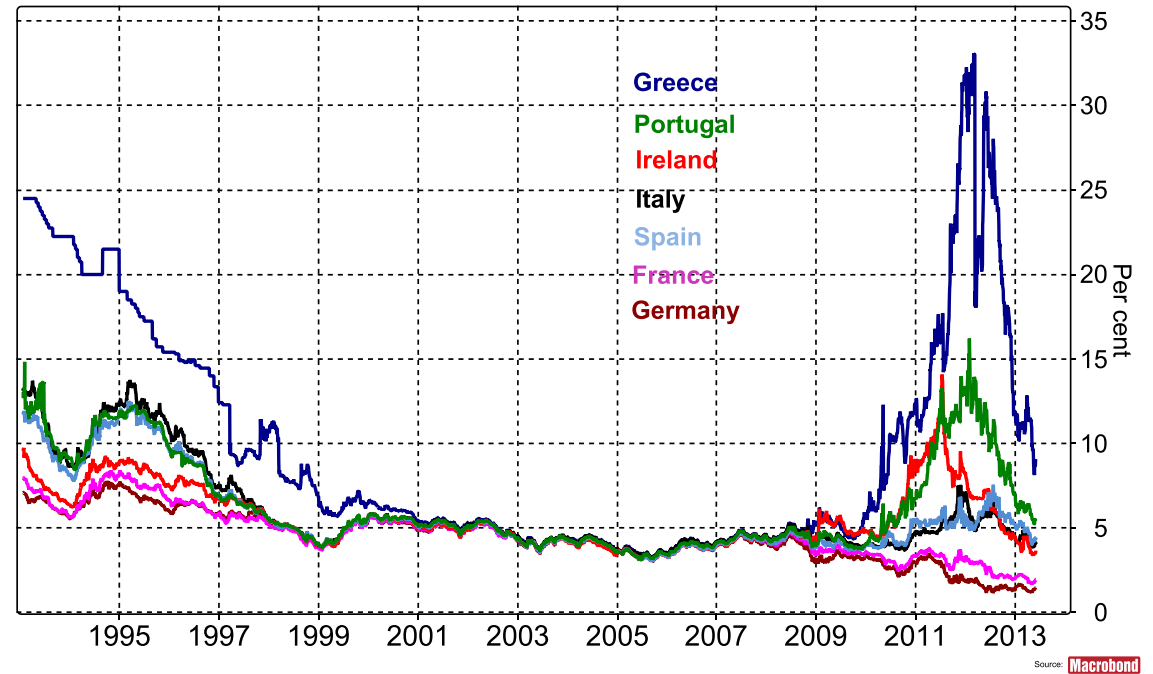


Renter på statsobligasjoner

B. Renter på tiårs statsobligasjoner. Prosent



Government yield, 10 Year

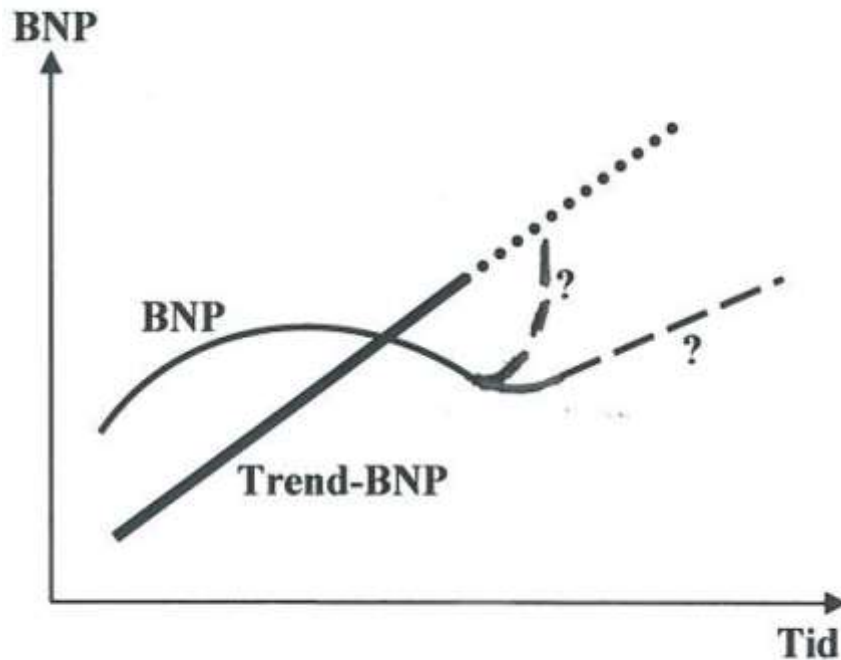


Source: Macrobond

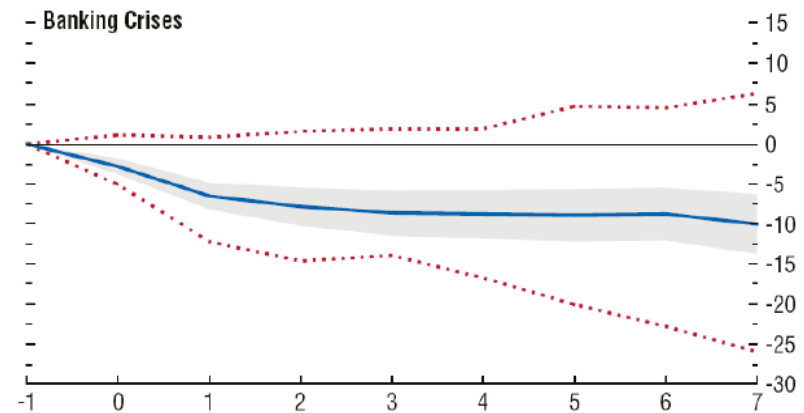
”Bounce back” eller persistente tap?

IMF, R&R: Persistente tap vanlig etter store resesjoner med 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

Hvorfor persistente tap? – Primært strukturelle årsaker

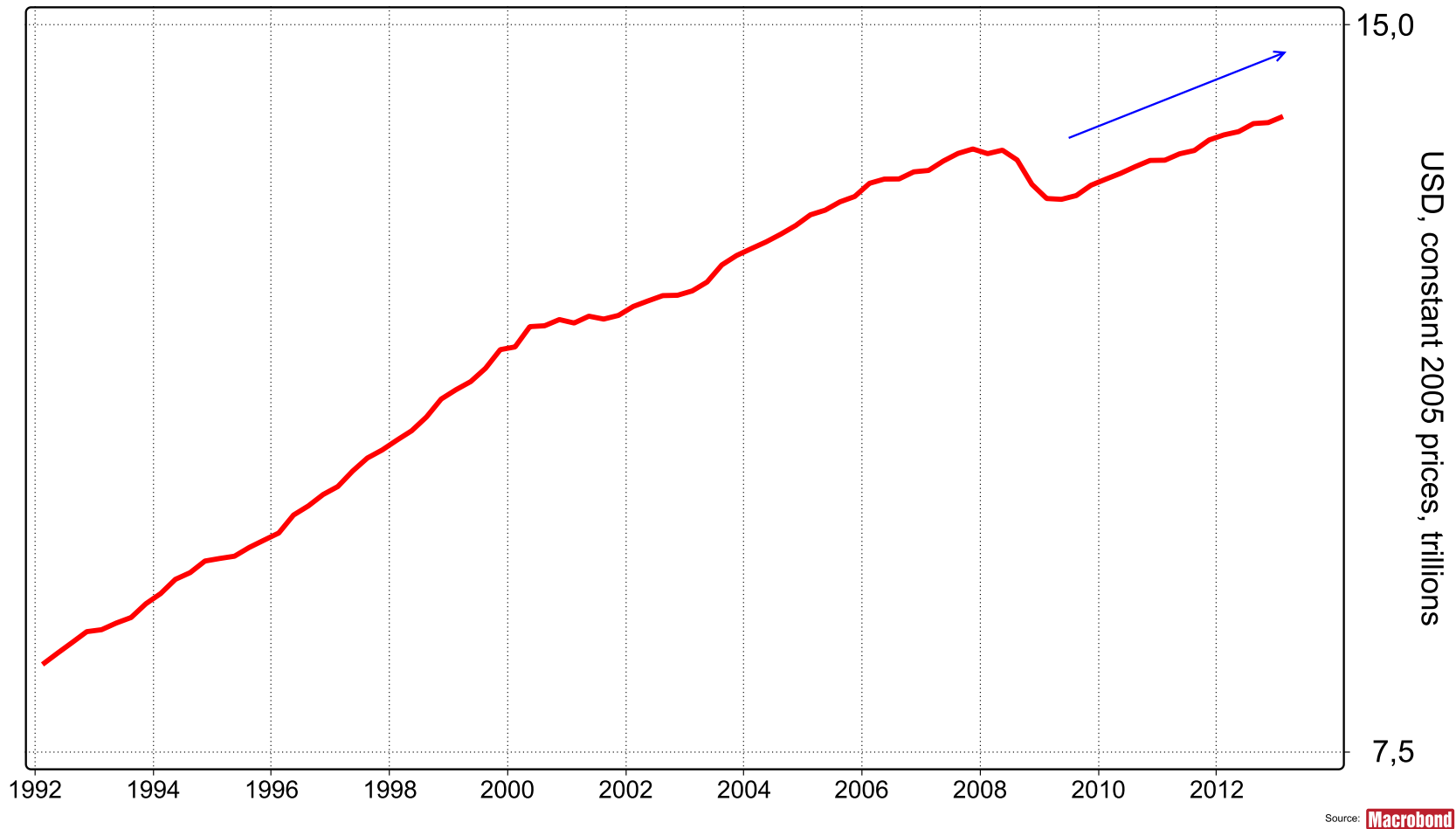


- **Konsolidering av finansielle balanser tar tid...**
 - Privat sektor og offentlig sektor
- **Bank- og finanssektoren fungerer ikke effektivt**
 - Feilallokering av kapital, kredittrasjonering
- **”Hystereseeffekter” av høy ledighet**
 - Grupper av arbeidstagere faller ut av arbeidsstyrken
- **Lavere produktivitetsvekst**
 - P.g.a. høyere skatter?, ikke-effektive reguleringer?
- **Økonomisk politikk**
 - Ikke robust pre-krise situasjon?
 - Svak evne til strukturpolitiske tiltak?
 - Samfunnsinstitusjoners kvalitet og legitimitet
 - Politisk ustabilitet, polarisering?
- **Alt dette kan bidra til manglende omstillingsevne overfor ”mega-driverne” globalisering og aldring**



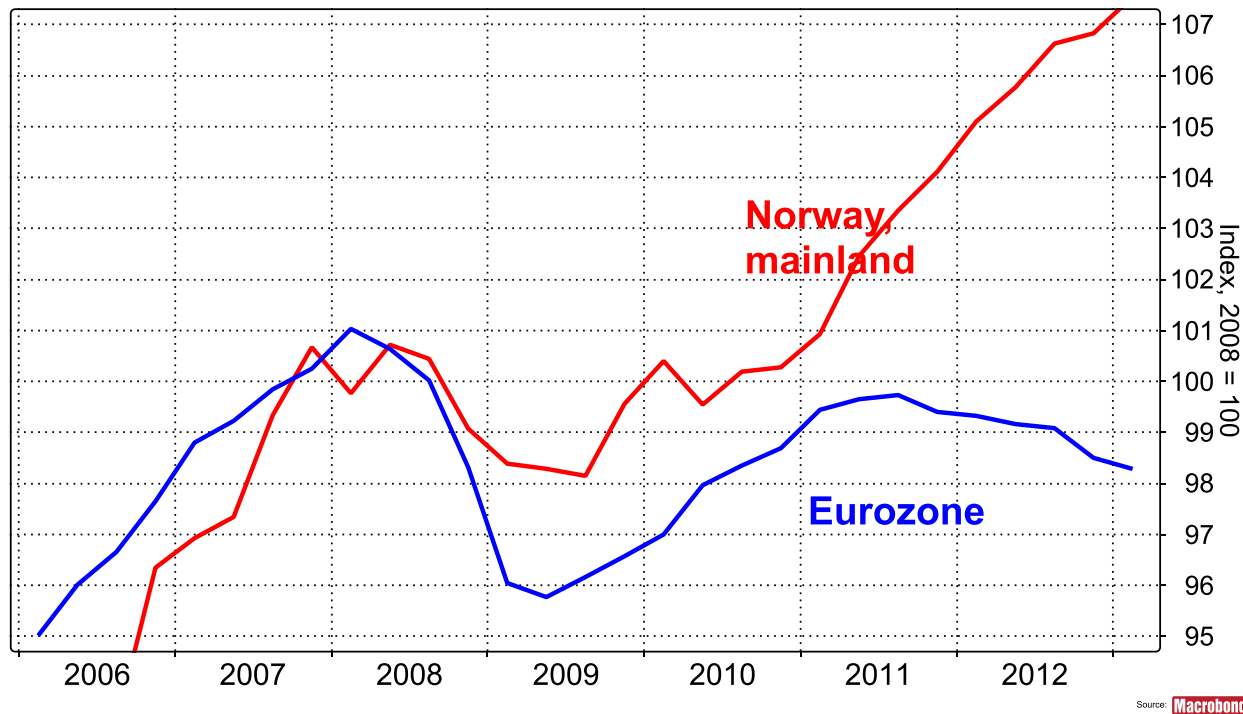
USA: Vil vi atter nærme oss pre-krise trenden?

USA - Quarterly GDP, constant prices, log scale



Eurosonen - med Norge som «benchmark»

Quarterly GDP, 2008 = 100



BNP vekst (prognoser)

•Euroland

2012: -0.5%

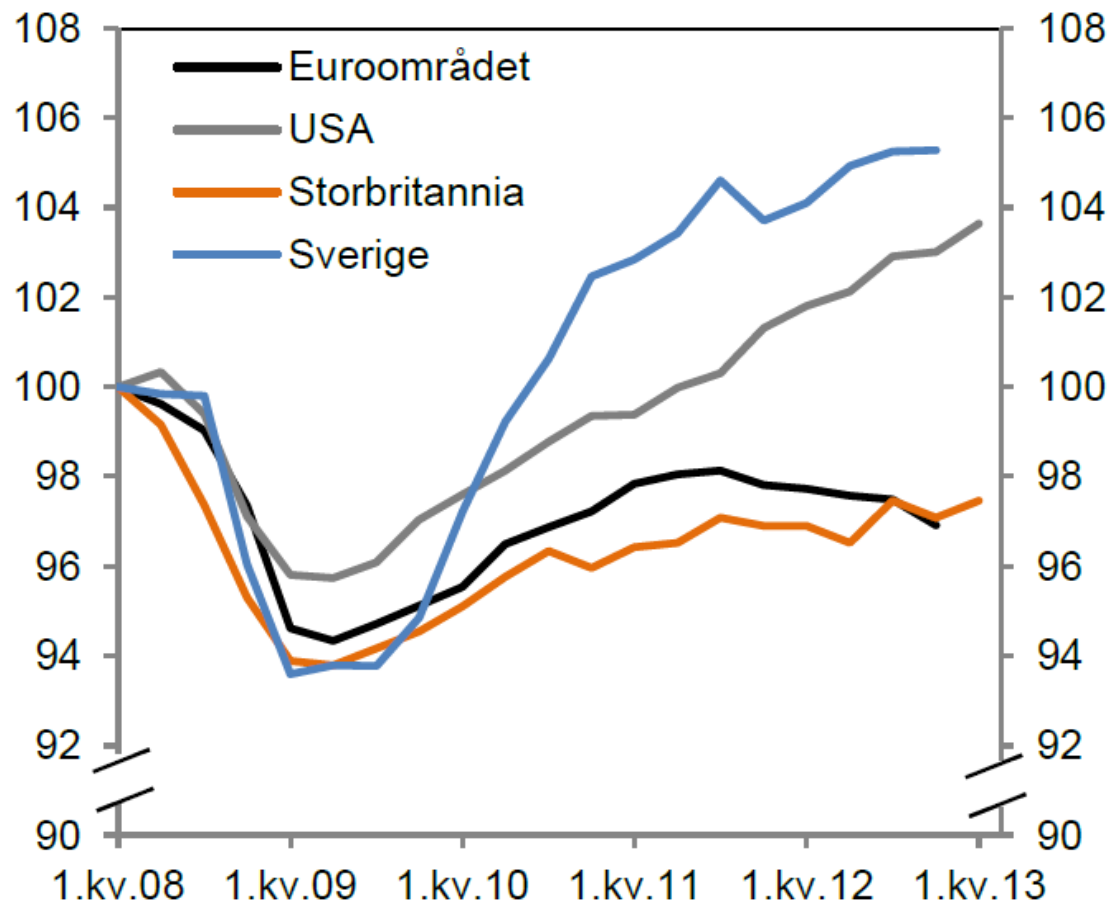
2013: -0.2%

•Norge

2012: 3.3%

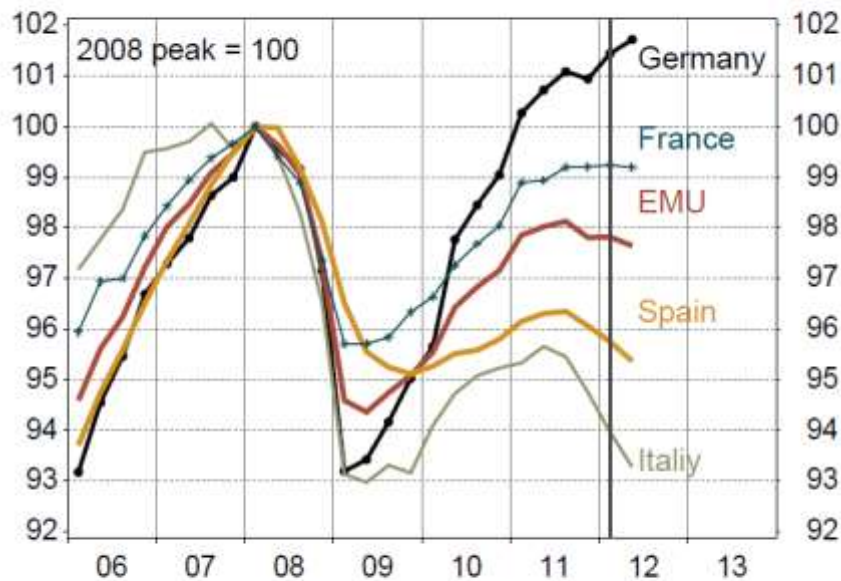
2013: 2.7%

A. BNP. Sesongjusterte volumindekser.
1. kvartal 2008=100



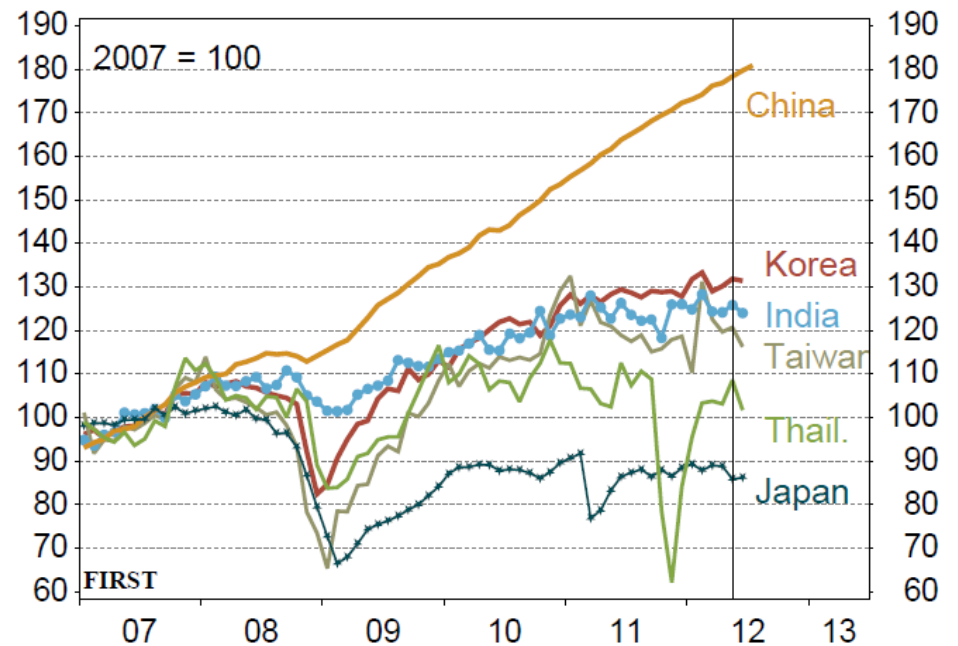
Heterogenitet i Eurosonen, og i Asia

EMU GDP



Source: EcoWin, First Securities

Asia industrial production



Source: EcoWin, First Securities

Kilde: Swedbank First



3. Aspekter ved utvalgte land og regioner

Kina: Vi er avhengige av at disse har kontroll....



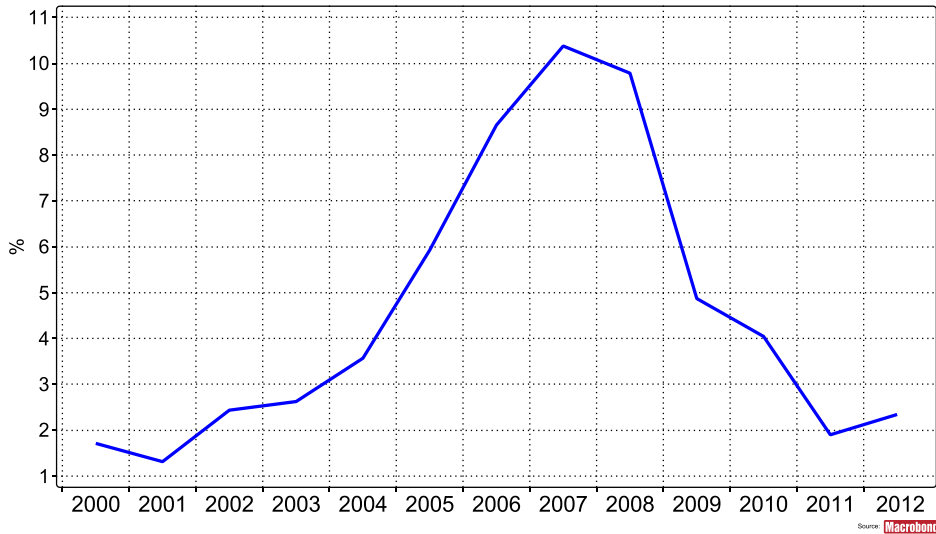
Xi Jinping... «He remains an enigma, haven risen through the ranks without giving any hint of the direction in which he might take the party», *FT* 08.11.2012



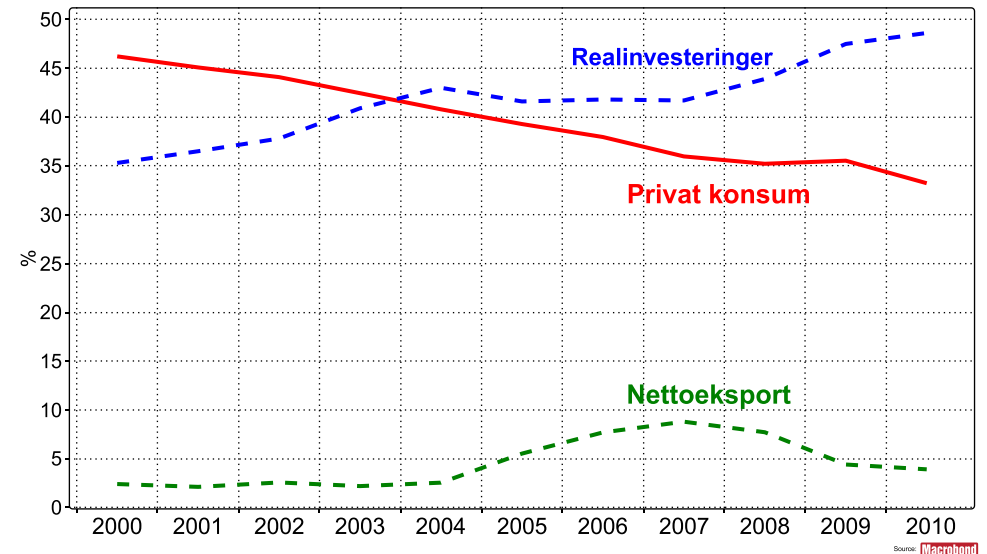
Kina: Mot en endret vekststrategi?

(Privat konsum bør øke, hvor vanskelig kan det være?...)

Kina: Driftsbalanse i % av BNP



Kina: Realinvesteringer, privat konsum og nettoeksport i % av BNP

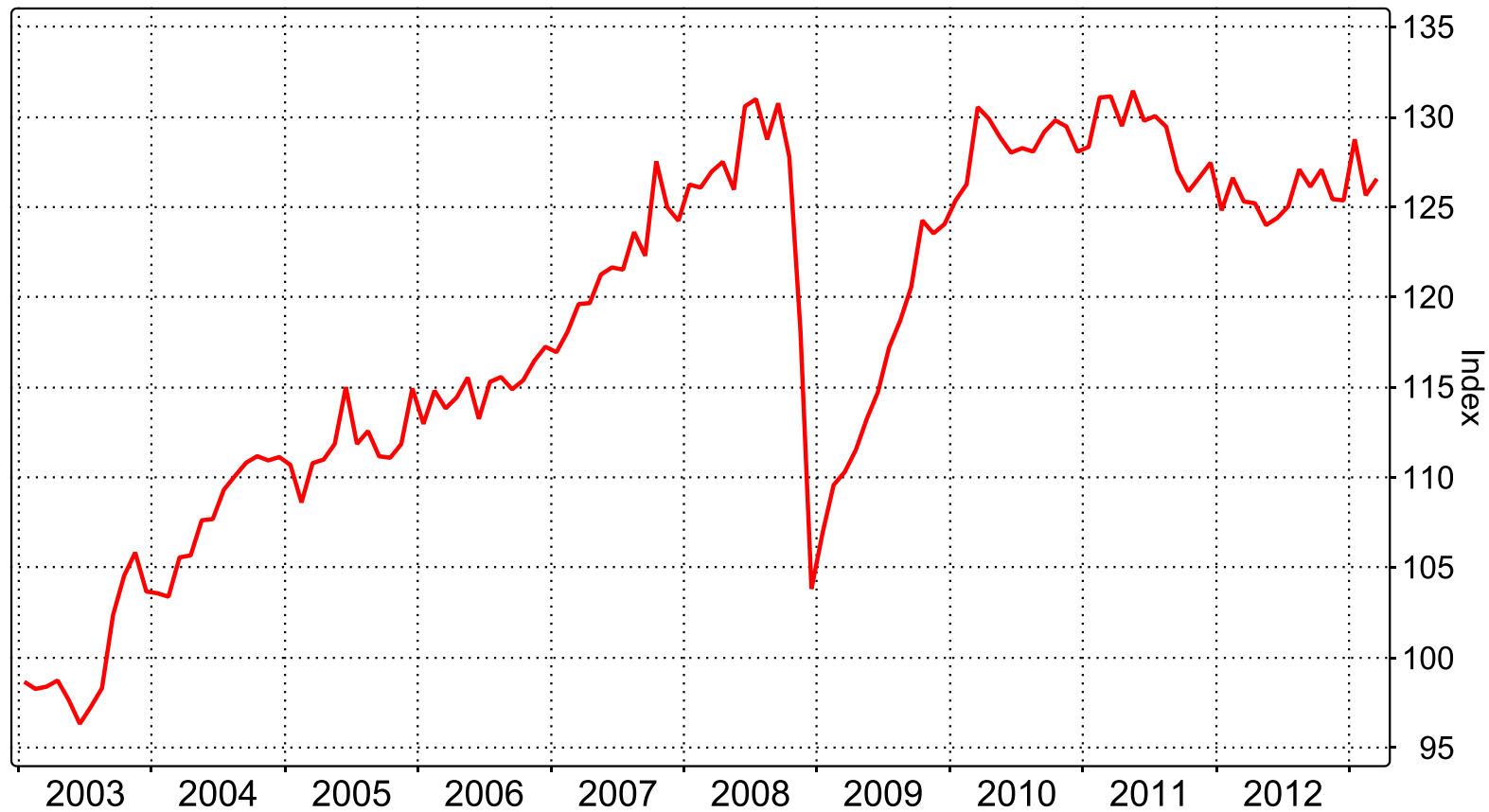


Tidligere statsminister Wen Jiabo om Kinas økonomiske utvikling: «*unbalanced*», «*unsustainable*» and «*uncoordinated*»



Rusk i maskineriet i andre EMs: **Brasil – avdempet utvikling**

Brazil - Industrial Production, Index

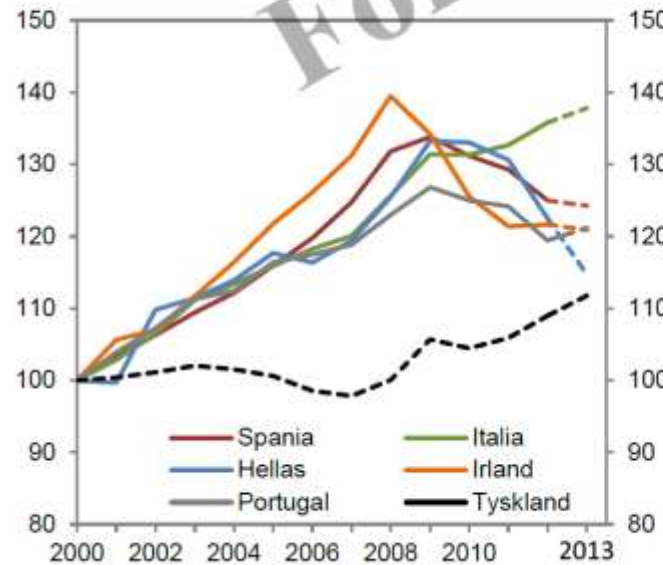


Source: **Macrobond**

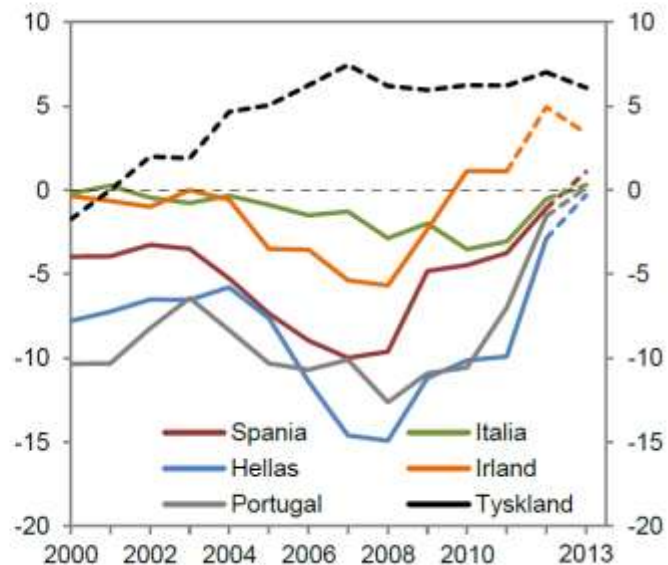
Rebalansering i Eurosonen

Konkurrenseevne i euroland

A. Lønnskostnader per produserte enhet.
Indeks 2000=100



B. Driftsbalanse i prosent av BNP

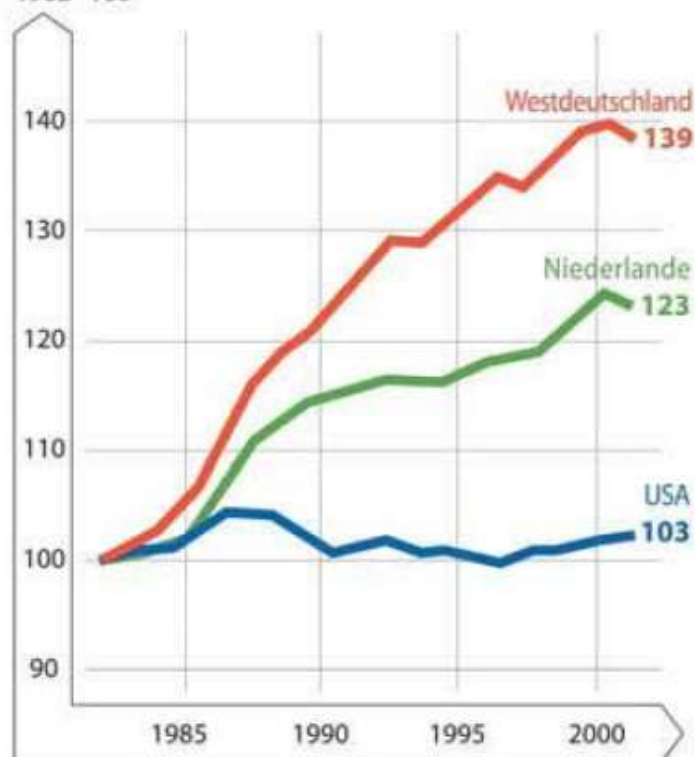


Men husk hva som var historien på 1990-tallet....



Löhne und Beschäftigung

Reale Arbeitskosten¹⁾ (je Arbeiterstunde)
1982=100

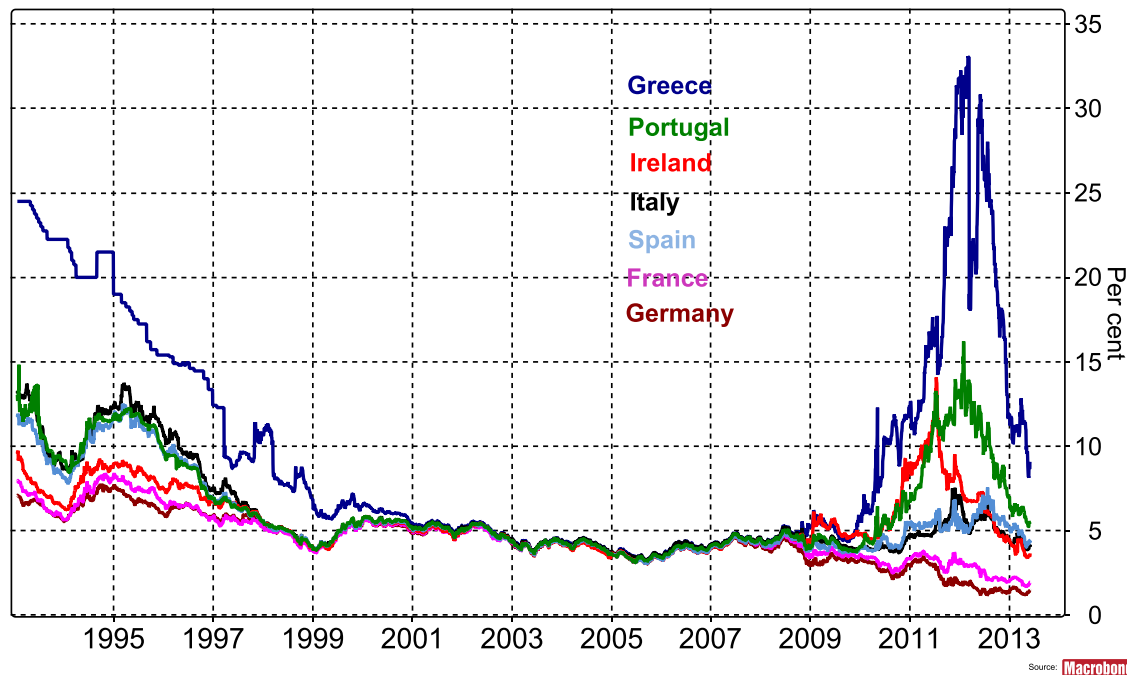


¹⁾ Verarbeitendes Gewerbe; Westdeutschland einschl. West-Berlin

Quelle: Institut der Deutschen Wirtschaft (Arbeitskosten), OECD, Econ Employment Outlook (durchschnittliche jährliche Arbeitszeit je Erwer

ECB leverer LTRO og OMT...

Government yield, 10 Year



Robert Rubin, *FT* 15.08.2012 om Eurosonens politikere:
«The cost of doing nothing is *not* nothing»
«Money without [structural] policy would simply not work»,

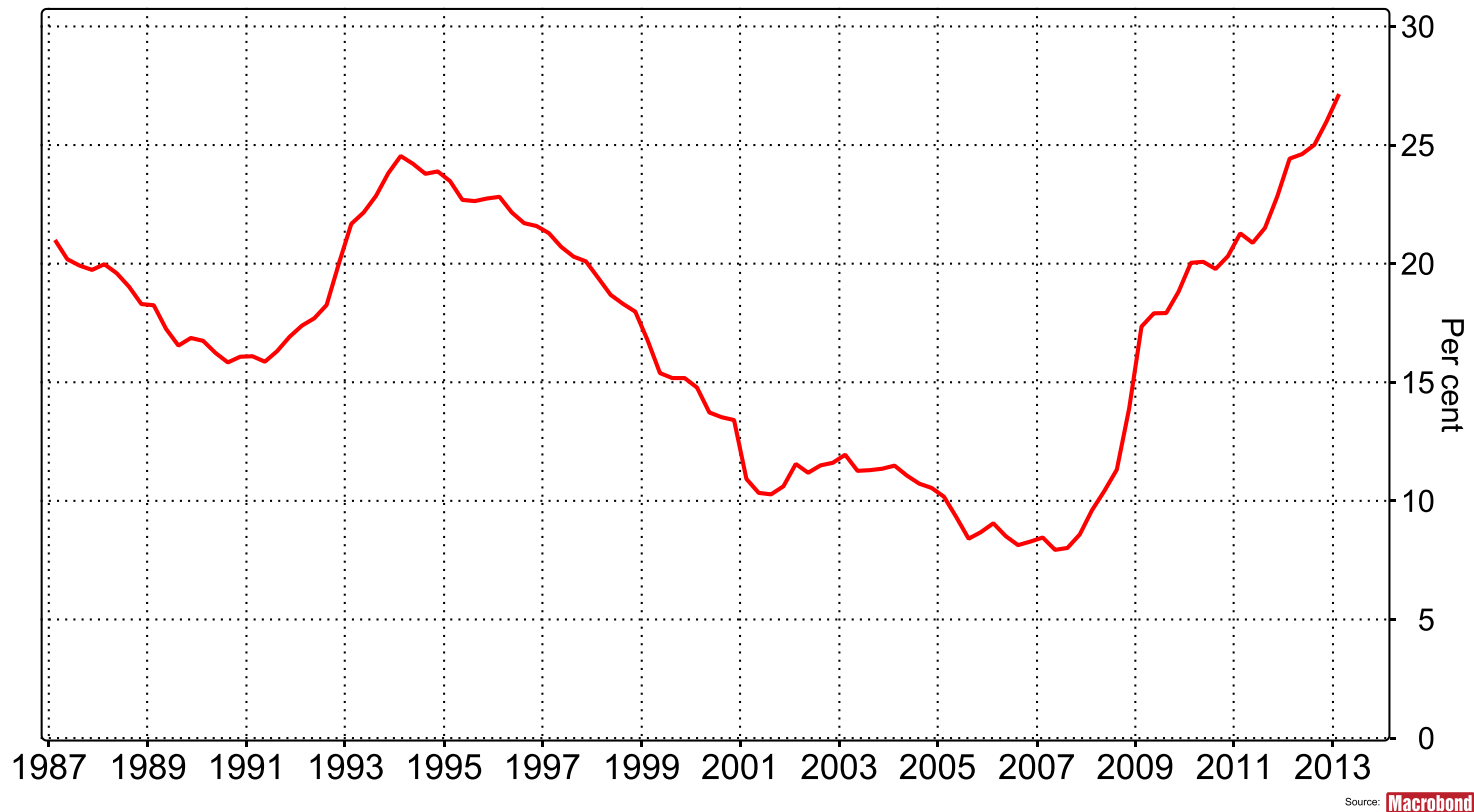
De strukturelle problemene er store



Jfr. Alesina og Drazen (1991), "Why are stabilization delayed?", AER.

Ledigheten i Spania «før og nå»

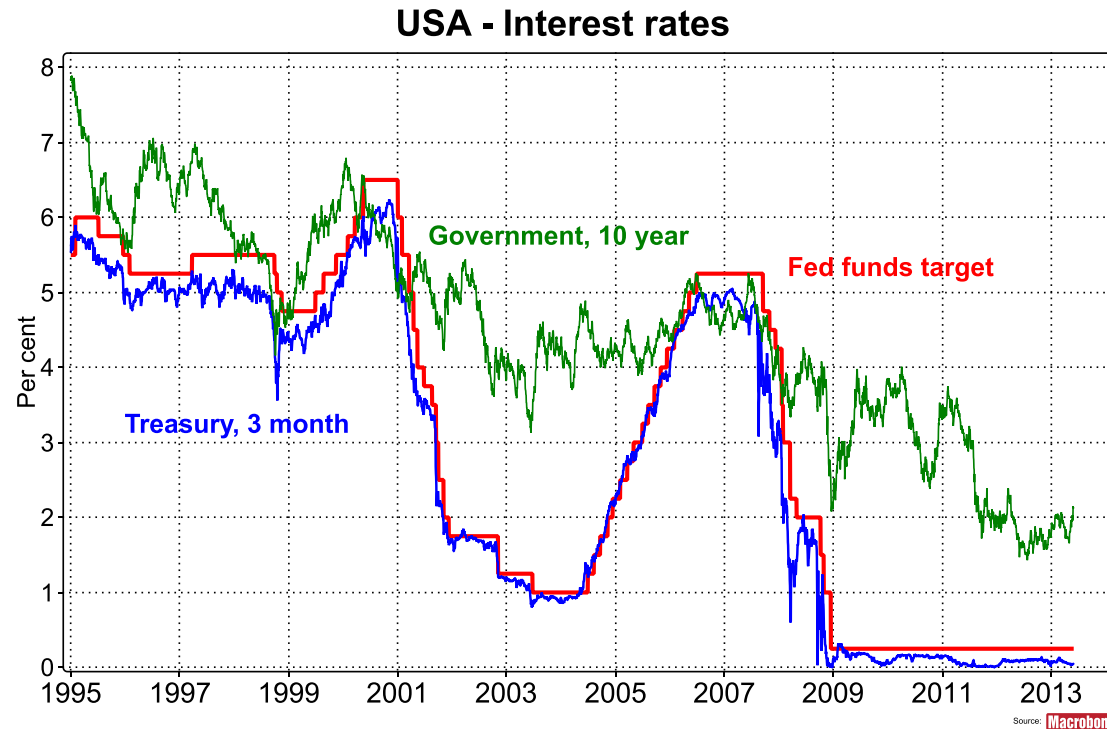
Spain - Unemployment rate



Hvem har ansvaret for ledighetsproblemene i Spania? Spania selv?



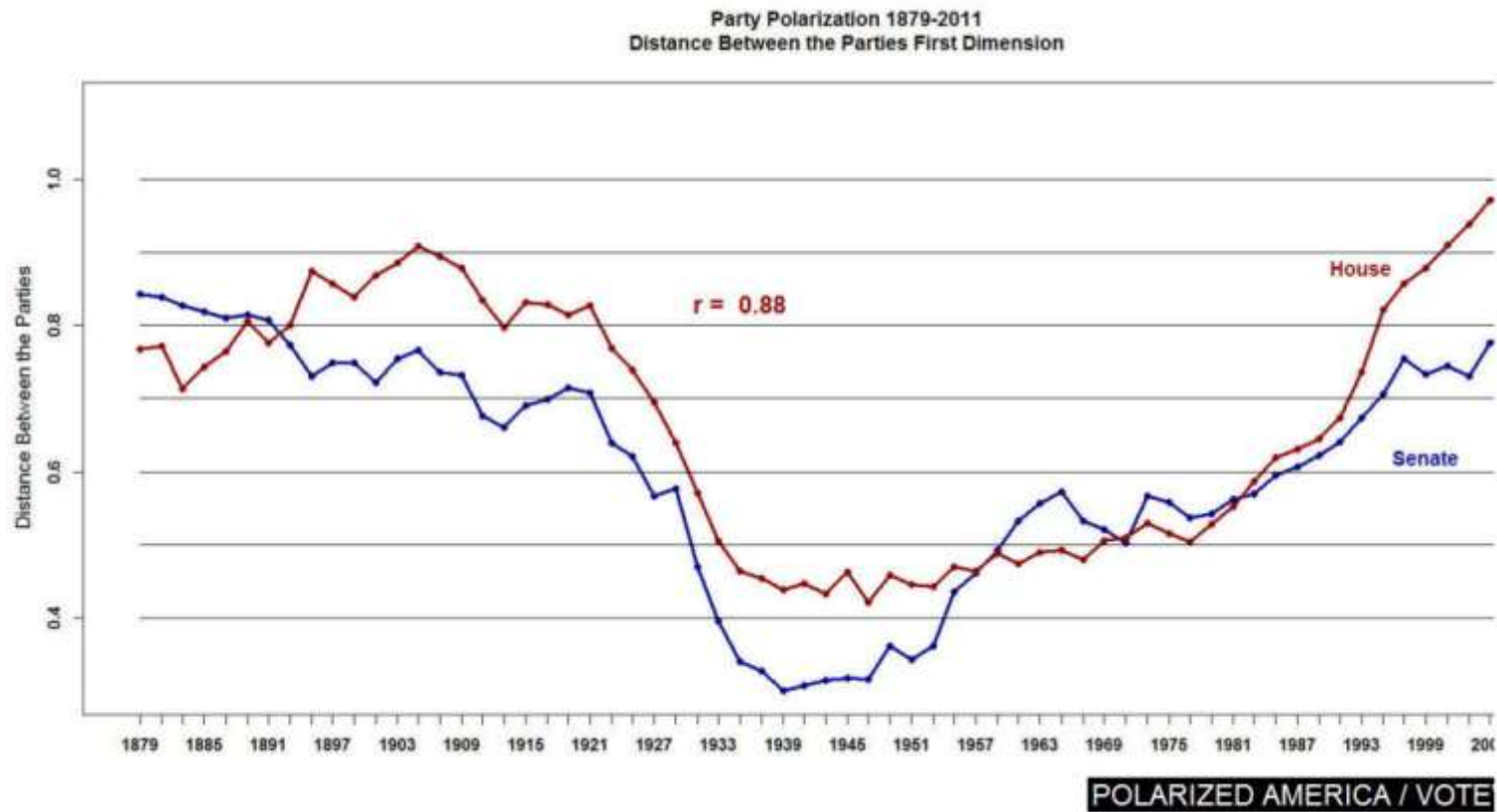
USA: Lave renter lenge.....



Bernanke har «committed» til ikke å senke renten før ledigheten er under 6.5%. Er dette et smart trekk?



USA: Sterk polarisering over lang tid

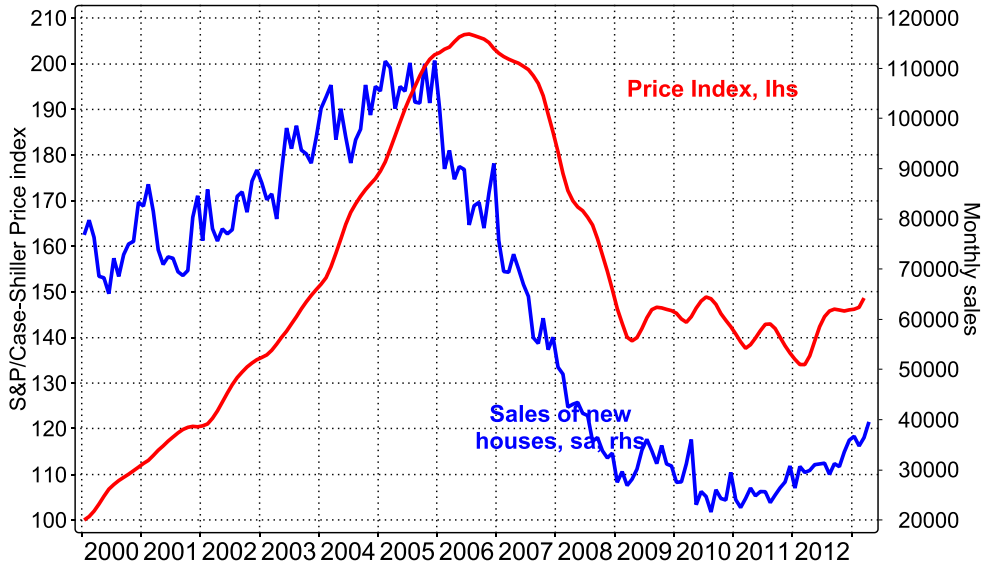


Kilde: www.voteview.com



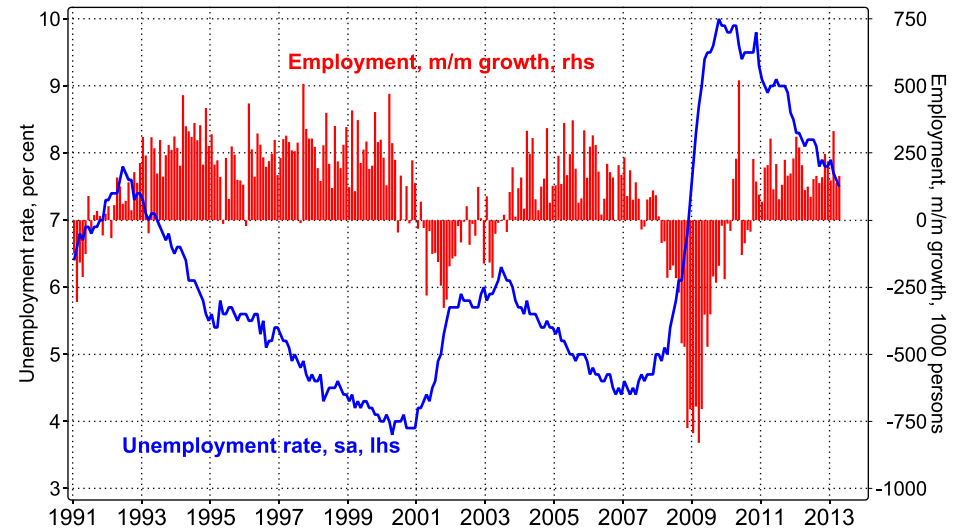
Riktig retning...

USA - Housing market



Source: **Macrobond**

USA - Labor market



Source: **Macrobond**