

DnB NOR Markets prøver seg som "den lille kjemiker"



CME/SSB, tirsdag 30. oktober 2007

Sjeføkonom Øystein Dørum, DnB NOR Markets

Utgangspunkt



- Begrenset tid, både i forkant og til presentasjonen =>
- Avgrense antall kjøring
- Avgrense antall grep i hver kjøring
- Ta modellresultatene for "god fisk"
- Erkjenne at resultatene sier noe om *modellens*, og ikke nødvendigvis *økonomiens* virkemåte.
- Drøfte noe av dette "utenfor modellen".

Tre kjøringer



- A1: Balansert budsjettendring: Økte skatter + økte off. utgifter
- A2: A1 + oljepris på \$100/fat fom 2008 + blind handlingsregel
- B: Globalisering i revers, dvs. færre innvandrere, økt importert inflasjon og lavere produktivitetsvekst.
- Premisser: Endogen rentesetting, med (streng) forutsetning om uendret inflasjon i løpet av prognoseperioden, og SSBs kronkursmodell.

A1: Balansert budsjettendring



- Motivasjon: Både SV og SP har sagt at Soria Morias skatteløfte (2004-nivå) ikke er hellig etter 2009. Modellmessig lar vi dette skje to år før.
- Øker skattenivået gradvis, opp tilsvarende 1% av BNP i 2011.
- Bruker merinntekten til økt offentlig forbruk og investeringer.
- Off. etterspørsel og forbruk øker, privat forbruk avtar. Hvorfor?

Tabell A1a Balansert budsjettendring. Prosentvis avvik fra ref.bane

	2008	2009	2010	2011
Konsum i hush.og id. org.	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7
Konsum i offentlig forvaltning	2.8	2.9	2.9	3.0
Bto.inv. fast kap. i alt	0.5	0.1	-0.5	-0.9
Fastlands-Norge	0.8	0.2	-0.7	-1.3
Offentlig forvaltning	2.7	2.7	2.7	2.7
Boliger	-0.3	-1.7	-3.6	-5.2
Næringer	0.6	0.3	-0.3	-0.8
Industri.	-0.1	-0.4	-0.9	-1.3
Utvinning av råolje og naturgass	0.0	0.0	0.0	0.0
Ettersp. Fastl.-Norge	0.7	0.5	0.3	0.1

A1: Crowding out!



- Økt offentlig etterspørsel øker sysselsettingen (+0,5%), og tregheter i tilbudet av arbeid innebærer at ledighetsraten på det meste avtar 0,5 pp.
- Lønnsnivået opp 1,0% umiddelbart. Deretter flatt. Men KPI rekker ikke å reagere før Svein gjør det: Renten opp ¼%-enhet både i 2008, og 2010.

Tabell A1b Balansert budsjettendring. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011
Timeverk lønnstakere	0.8	0.7	0.5	0.4
Industritimeverk	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6
Sysselsetting i alt(1000 p)	0.8	0.7	0.6	0.5
Sysselsetting lønnstakere(1000 p)	0.9	0.8	0.6	0.5
Arbeidsstyrke(1000 p)	0.3	0.4	0.3	0.2
Ledighetsrate (pp)	-0.5	-0.3	-0.3	-0.2
Gj.sn.lønnssats(kr.pr.time)	1.0	1.0	1.0	1.0
KPI	0.0	0.0	0.0	0.0
KPI ekskl. energi og avg.(KPIJAE)	0.0	0.0	0.0	0.0
KPI i utlandet.	0.0	0.0	0.0	0.0
Pengemarkedsrente.	0.3	0.5	0.6	0.5
Rente i utlandet.	0.0	0.0	0.0	0.0

A1: Konkurransesevnen går fløyten



- Høyere (real)rente relativt til omverdenen styrker kronekursen (2%).
- Sammen med økt lønnsvekst svekkes k-evnen. Trad.eksport ned 1% (tapt markedsandel). Påvirker også industriproduksjon og bedriftsinv.
- Realdisponibel inntekt avtar (reallønnseffekt?). Lavere sparing og forbruk.
- Boligprisene faller 3%, tross lavere ledighet. Boliginvesteringene ned 5%.
- Merk: Langsiktig BNP-effekt er null. Kan ikke dra oss selv etter håret.

Tabell A1c Balansert budsjettendring. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011
Realdisponibel inntekt	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8
Privat forbruk	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7
Sparerate (avvik i pst.poeng)	-0.08	0.08	0.06	0.04
Gj.sn.lønnssats(kr.pr.time)	1.0	1.0	1.0	1.0
Imp.veid val.kurs,44 land	-1.3	-1.5	-1.8	-1.9
Gj.sn. mark.ind.	0.0	0.0	0.0	0.0
Eksport	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
Tradisjonelle varer	-0.4	-0.6	-0.8	-0.9
Tjenester	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7
Olje og gass	0.0	0.0	0.0	0.0
Boligpriser	-0.4	-1.3	-2.1	-3.1
Boliginvesteringer	-0.3	-1.7	-3.6	-5.2
Bedriftsinvesteringer	0.6	0.3	-0.3	-0.8
BNP Fastlands-Norge	0.5	0.3	0.1	-0.1
Industri	-0.2	-0.9	-1.4	-1.6

A1: Mekanismer som kan endre utfallet



- Rekordstramt arbeidsmarked kan bidra til sterkere lønnsvekst i offentlig sektor og tilsvarende mindre volumvekst (fanger modellen opp dette?).
- Tilsvarende kan sysselsettingen holde seg oppe i industrien tross eksportsvikt fordi kapasitetsutnyttningen er høy. Mindre lønnsdempende effekter herfra?
- Begge to => Trenger sterkere renterespons for å holde 2½%.
- "Pengerikelighet" i offentlig sektor kan gi mindre strenge prioriteringer og lavere produktivitetsvekst.

A2: Oljeprisen holder seg høy



- Beregning: A1 + oljepris på \$100/fat + handlingsregel + off. etterspørsel.
- Motivasjon: Se ut av vinduet.
- Beregningen innebærer rundt 50% høyere oljepris målt i NOK.
- Større overskudd på driftsbalansen og i offentlige budsjetter.
- Merk: Ingen endring i fht. A1 i 2008. Handlingsregelen gir først større spillerom i 2009. Små utslag i 2009, større deretter. Hvorfor?
- Oljerikdommen gir lavere Fastlands-BNP. Rimelig?

Tabell A2a USD 100/fat. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011
Oljepris (avvik i kroner)	187.6	204.5	183.5	181.8
Oljepris (avvik i prosent)	49.4	57.0	48.1	47.7
Driftsbalanse (avvik i mrd.)	187.8	273.2	273.8	279.5
Overskudd off.forvaltning (avvik i mrd.)	103.6	133.3	116.6	104.9
Offentlig forbruk	2.8	3.0	4.2	5.3
- Avvik fra A1 i prosentpoeng	0.0	0.1	1.3	2.3
Offentlige bruttoinvesteringer	2.7	2.8	3.8	4.9
Ettersp. Fastl.-Norge	0.6	0.2	-0.3	-0.6
BNP Fastlands-Norge	0.4	-0.1	-0.5	-0.7

A2: Samme som A1, bare mer



- Strammere arbeidsmarked og høyere lønnsvekst møtes med økt rente.
- Dras også opp av økte renter ute. (Antar at USD100 avspeiler høy vekst.)
- Samlet KPI dras opp av høyere bensinpriser.
- Industridøden (jf. sysselsettingen) får en ekstra omdreining her.

Tabell A2b Balansert budsjettendring. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011
Timeverk lønnstakere	0.7	0.5	0.6	0.6
Industritimeverk	-0.6	-1.6	-2.2	-2.8
Sysselsetting i alt(1000 p)	0.8	0.6	0.7	0.8
Sysselsetting lønnstakere(1000 p) . . .	0.8	0.7	0.7	0.8
Arbeidsstyrke(1000 p)	0.3	0.3	0.3	0.4
Ledighetsrate (pp)	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4
Gj.sn.lønnssats(kr.pr.time)	1.1	1.1	1.1	1.0
KPI	0.6	0.7	0.7	0.6
KPI ekskl. energi og avg.(KPIJAE) . . .	0.0	0.0	0.0	0.0
KPI i utlandet.	0.0	0.0	0.0	0.0
Pengemarkedsrente.	0.9	1.5	1.5	1.5
Rente i utlandet.	0.5	0.5	0.5	0.5

A2: Samme som A1, bare mer



- Enda høyere rente slår enda kraftigere på kjøpekraft, forbruk, boligpriser og -investeringer i denne beregningen.
- Høyere rente og sterkere krone slår enda sterkere på k-evne, trad.eksport og bedriftsinvesteringer. Mer crowding out.

Tabell A2c USD100/fat. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011	Avvik fra A1
Realdisponibel inntekt	-1.0	-1.5	-1.8	-2.0	-1.2
Privat forbruk	-0.4	-0.9	-1.9	-2.4	-1.7
Sparerate (avvik i pst.poeng)	-0.6	-0.5	0.3	0.5	0.5
Gj.sn.lønssats(kr.pr.time)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.0
Imp.veid val.kurs,44 land	-2.9	-4.6	-4.5	-4.8	-2.9
Gj.sn. mark.ind.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Eksport	-0.5	-0.9	-1.0	-1.1	-0.6
Tradisjonelle varer	-0.8	-1.6	-1.9	-2.1	-1.2
Tjenester	-1.6	-2.1	-2.0	-2.1	-1.4
Olje og gass	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Boligpriser	0.1	-0.8	-4.2	-7.4	-4.3
Boliginvesteringer	-0.2	-1.3	-5.1	-10.6	-5.4
Bedriftsinvesteringer	0.5	-0.2	-1.2	-2.1	-1.3
BNP Fastlands-Norge	0.4	-0.1	-0.5	-0.7	-0.6
Industri	-0.7	-2.2	-2.7	-3.2	-1.6

A2: Mekanismer som kan endre utfallet

- Mye av den manglende stimulansen over offentlige budsjetter henger på kronestyrkingen (og tiltro til SSBs valutakursmodell).
- Om kronekursen vender tilbake, kan stimulansene bli sterkere på et senere tidspunkt.
- Rimelig å anta at oljeinvesteringene vil holde seg høye: Vil kunne absorbere noe av industrislakket.
- Rimelig å anta noe høyere vekst utenlands (jf. renteanslag) og dermed sterkere eksportimpulser: Vil også isolert sett ta unna noe av slakket. (1 pp høyere markedsvekst reduserer negativ effekt på trad. eksport og Fastlands-BNP med hhv 0,7 og 0,3 pp.)
- Men: Da blir vel aktivitetsnivået isolert sett høyere, renten må enda mer opp, og kronestyrkingen enda større?

B: Globaliseringen i revers



- Tre faktorer: (i) 1 pp høyere årlig importprisvekst, (ii) 1 pp lavere årlig produktivitetsvekst, og (iii) ½ pp lavere årlig arbeidstilbudsvekst.
- Motivasjon: Mange gunstige faktorer i samspill de siste årene. Hva skjer om alle "snur" samtidig?
- Ingen endringer i budsjettpolitikken.
- Alt annet like flere jobber, færre som vil jobbe, og mange færre ledige.

Tabell B Globalisering i revers. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011
Importpriser i alt	-1.3	-3.2	-5.1	-6.8
Typiske konsumvarer	-0.4	-1.6	-3.0	-4.1
KPI	0.0	-0.1	-0.2	-0.2
KPI ekskl. energi og avg.(KPIJAE) . . .	0.0	0.0	0.0	0.0
KPI i utlandet.	0.0	0.0	0.0	0.0
BNP Fastlands-Norge	-0.3	-0.9	-1.6	-2.6
Akraftproduktivitet indikator.	-1.1	-2.1	-3.2	-4.1
Timeverk lønnstakere	0.4	0.5	0.6	0.4
Industritimeverk	0.2	-0.8	-1.9	-3.5
Sysselsetting i alt(1000 p)	0.4	0.5	0.5	0.4
Sysselsetting lønnstakere(1000 p) . . .	0.4	0.5	0.5	0.4
Arbeidsstyrke(1000 p)	-0.2	-0.1	-0.5	-1.0
Yrkesandel (avvik i pst.poeng)	-0.1	-0.1	-0.4	-0.7
Ledighetsrate (avvik i pst.poeng)	-0.6	-0.6	-1.0	-1.3

B: Ketsjup-effekten svir!



- Lønnsveksten "tar av" (om enn ikke dramatisk, bare ½ pp opp pr. år).
- NB må svare med aggressiv pengepolitikk, helt opp til 8½%.
- Kronekursen går veggimellom. Dette motvirker importpriseffekten.
- Også her går k-evnen fløyten, og eksporten følger med.

Tabell B Globalisering i revers. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011
Gj.sn.lønnssats(kr.pr.time)	0.7	1.4	2.0	2.2
Pengemarkedsrente.	0.7	1.4	2.1	2.9
Rente i utlandet.	0.0	0.0	0.0	0.0
Imp.veid val.kurs,44 land	-2.7	-5.4	-7.5	-9.9
Gj.sn. mark.ind.	0.0	0.0	0.0	0.0
Eksport	-0.4	-1.0	-1.5	-2.1
Tradisjonelle varer	-0.8	-1.9	-3.0	-4.1
Tjenester	-1.1	-2.1	-2.9	-3.8
Olje og gass	0.0	0.0	0.0	0.0

B: Boligpriskrakk?



- Høyere rente svir også innenlands. Privat forbruk "reddes" av høy lønnsvekst og flere jobber, mens boligpriser og -investeringer faller kraftig. (Om dette kan karakteriseres som et "krakk" er et definisjonsspørsmål, men "surt" kan vi trygt karakterisere det som.)
- Industriproduksjon (og -sysselsetting) faller kraftig.

Tabell Bc Globalisering i revers. Prosentvis avvik fra referansebane

	2008	2009	2010	2011
Offentlig forbruk	0.0	0.1	0.2	0.4
Offentlige investeringer	0.0	0.0	0.0	0.0
Realdisponibel inntekt	0.4	0.5	0.5	-0.2
Privat forbruk	0.0	-0.5	-0.8	-1.5
Sparerate (avvik i pst.poeng)	0.5	1.0	1.4	1.4
Boligpriser	-0.5	-2.2	-5.2	-9.1
Boliginvesteringer	-0.7	-3.7	-8.8	-15.0
Bedriftsinvesteringer	-0.2	-0.7	-1.9	-4.0
BNP Fastlands-Norge	-0.3	-0.9	-1.6	-2.6
Industri	-0.7	-2.4	-4.2	-5.9

B: Mekanismer som kan endre utfallet



- Kjøringen viser et klassisk politikkdilemma: Stagflasjon.
- Derfor: Vil sentralbanken stramme til så kraftig, eller akseptere noe lengre tid på å nå målet? (Men ledighet på 1,2% kan gjøre slik ismage vanskelig.)
- Og: Hva er optimal budsjettpolitikk? Dempe etterspørselen og dra ned veksten, øke ledigheten og avlaste renten? Eller møte vekstsvikt med mer ekspansive budsjetter?
- Utenlands: Kunne lagt inn høyere rente, som ville dratt norske renter videre opp. (Enda verre i det norske boligmarkedet.) Muligvis også høyere markedsvekst.

Sluttord



- TAKK til SSB for lån av Torbjørn & KVARTS.
- Slike komplekse modeller har – i mine øyne – stor verdi, særlig når de utfordrer intuisjonen.
- Men: Ikke alle mekanismer er like sikre. Og det må tross alt gjøres en god del antakelser utenfor modellen.
- Spesifikt: Mange av resultatene henger mye på kronekursutslag. Her er neppe relasjonene stabile. Kunne alternativt lagt til grunn svakere utslag og/eller større grad av overshooting.