

NORGES BANK MEMO

Etterprøving av Norges Banks anslag for
internasjonal økonomi for 2017

NR. 4 | 2018



NORGES BANK

Norges Bank Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene er ikke nødvendigvis representative for Norges Bank

© 2018 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1894-0277 (online)

ISBN 978-82-8379-066-5 (online)

NORGES BANK
NORGES BANK MEMO
NR 4 | 2018

ETTERPRØVING AV NORGES
BANKS ANSLAG FOR
INTERNASJONAL ØKONOMI
FOR 2017

Etterprøving av Norges Banks anslag for internasjonal økonomi for 2017

NORGES BANK
NORGES BANK MEMO
NR 4 | 2018

ETTERPRØVING AV NORGES
BANKS ANSLAG FOR
INTERNASJONAL ØKONOMI
FOR 2017

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen, både hjemme og hos våre viktigste handelspartnere, er et viktig grunnlag for utformingen av pengepolitikken. Gjennom å etterprøve og analysere våre anslagsfeil kan vi øke forståelsen for økonomiens virkemåte og forbedre våre prognoser. Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen internasjonalt blir derfor etterprøvd med jevne mellomrom.

I dette memoet blir det først gitt en kort oversikt over den økonomiske utviklingen globalt i 2017. Deretter blir Norges Banks anslag for 2017 sett opp mot den faktiske utviklingen, og avvikene blir vurdert i lys av historiske anslagsfeil. Videre blir våre anslag sammenlignet med prognoser fra andre sentrale institusjoner internasjonalt.

Anslagene for Norge blir etterprøvd i et eget Norges Bank Memo.

Årsanslaget fra Pengepolitisk rapport 4/16 for BNP-veksten hos handelspartnerne samlet var noe lavere enn den faktiske utviklingen. Det var også til dels betydelige avvik mellom faktisk vekst og anslaget for enkelte av landene som inngår i handelspartneraggregatet. Til tross for sterkere vekst enn ventet, ble konsumprisveksten hos handelspartnerne samlet om lag som ventet. Også her var det variasjoner for de enkelte landene, hvor vi traff godt for noen og feilvurderte utviklingen for andre.

Samlet sett traff anslagene for prisveksten langt bedre enn anslagene for realøkonomien. Det reiser spørsmålet om det er underliggende økonomiske mekanismer som vi fortsatt ikke fullt ut forstår, eller feilvurderer. Dette kan skyldes at sammenhengene har endret seg de siste årene, eller at ettervirkninger fra finanskrisen og gjeldskrisen i euroområdet eller politiske endringer påvirker utviklingen mer enn vi har sett for oss.

1. Den økonomiske utviklingen i 2017

Utviklingen internasjonalt har det siste tiåret vært preget av finanskrisen og den etterfølgende statsgjeldskrisen i euroområdet. Etter mange år med svært ekspansiv pengepolitikk, med både lave renter og ekstraordinære tiltak i alle de største industrialiserte landene, fikk den økonomiske veksten bredere fotfeste i 2017. Det var det første året hvor produksjonen igjen var høyere enn i 2007 hos alle våre viktigste

handelspartnere. Arbeidsmarkedene bedret seg gjennom året, og investeringene tiltok.

Veksten de siste årene har vært sterkest i USA, Sverige, Storbritannia og Tyskland, slik at ressursutnyttelsen i disse landene allerede mot slutten av 2016 begynte å nærme seg et normalt nivå. Veksten i de fremvoksende økonomiene blant våre handelspartnere var samlet sett solid, og tiltok fra året før. Store deler av den samlede bedringen skyldtes at BNP falt mindre i Russland og Brasil, etter alvorlige tilbakeslag i 2015 og 2016. Også i Kina tiltok veksten.

I flere land bidro den politiske utviklingen i 2016 og 2017 til økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen. I juni 2016 stemte britene nei til fortsatt medlemskap i EU. Det førte til betydelig usikkerhet om den videre utviklingen både i Storbritannia og hos landets største handelspartnere. Dette påvirket også anslagene.

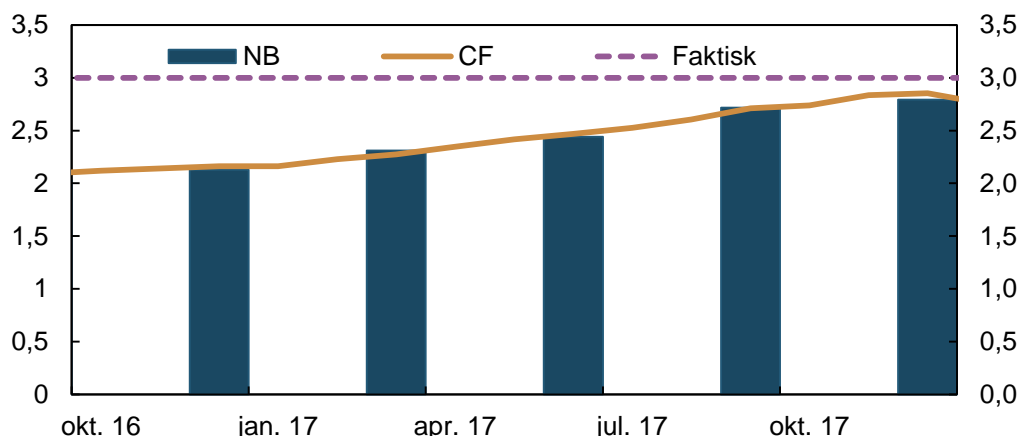
2. Etterprøving av anslagene for 2017

I det følgende sammenligner vi anslagene for 2017 fra den siste pengepolitiske rapporten i 2016 med den faktiske utviklingen. Anslag for vekst og pris for de viktigste handelspartnere og aggregater finnes i vedleggstabell 1.

2.1. Utviklingen i vekstanslagene

Gjennom året ble det klart at oppgangen internasjonalt hadde fått bredere feste, og større fart enn vi hadde lagt til grunn, og vekstanslagene ble oppjustert for de fleste av våre handelspartnere, se figur 1.1. I PPR 4/16 anslo vi at BNP-veksten hos handelspartnerne samlet ville bli 2,1 prosent. Tilgjengelige data indikerer nå at faktisk vekst var 3,0 prosent, et avvik på 0,9 prosentenheter.

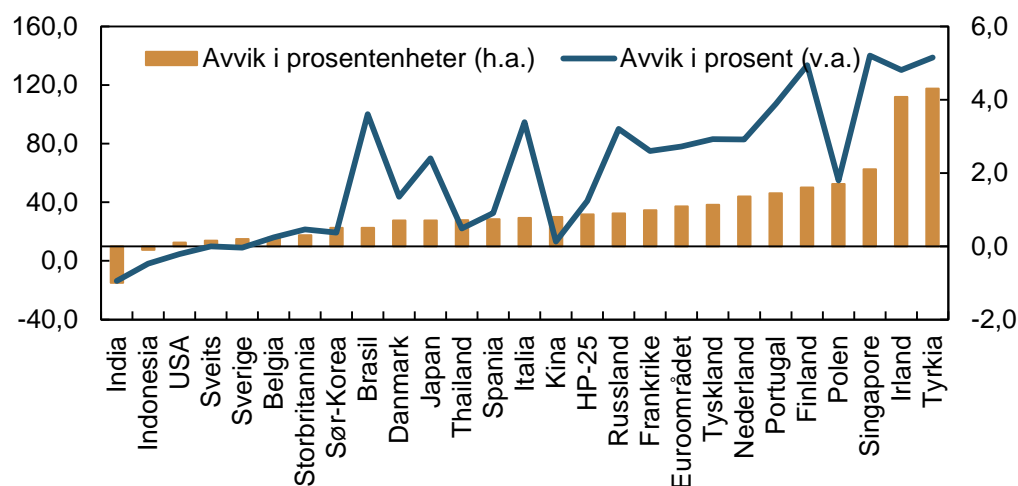
Figur 1 BNP for 2017. Faktisk vekst og anslag fra Norges Bank og Consensus forecast. 4. kv. 2016 – 4. kv. 2017



Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

For våre viktigste handelspartnere ble særlig anslagene for euroområdet og Sverige endret gjennom perioden. For de fremvoksende økonomiene var det også betydelige endringer, særlig for veksten i Tyrkia, Brasil og Russland. Vekstanslagene ble i all hovedsak oppjustert, og fra PPR 4/16 til PPR 1/18 var det kun nedjusteringer i tre land: Indonesia, India og Sveits. For 9 land var det oppjusteringer på over 1 prosentenheter.

Figur 2 Avvik mellom BNP-anslag for 2017 i PPR 4/16 og faktisk vekst. Målt i prosentenheter og prosent



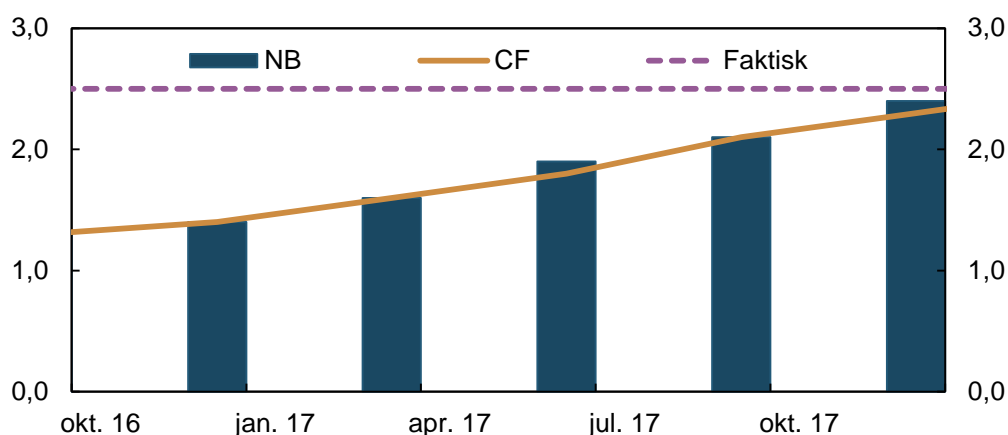
Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

Oppjusteringene var klart størst for euroområdet. Gjennom året pekte ulike tillitsindikatorer mot en bred oppgang, mens tilgjengelig informasjon om faktisk produksjon og etterspørsel utviklet seg noe svakere. I andre halvår økte imidlertid også faktisk produksjon, drevet

av en global oppgang i industrisektoren. Veksten i første halvår ble i tillegg revidert opp, og viste at tillitsindikatorne hadde vært nærmere faktisk vekst enn de første rapporterte harde dataene. I rapportene, fra desember 2016 og gjennom 2017, la vi gjennomgående størst vekt på faktisk produksjon og etterspørsel.

Deler av oppjusteringen skyldtes imidlertid også store endringer i BNP-veksten i Irland knyttet særlig til skattetilpasninger hos multinasjonale selskaper og effekter av nye nasjonalregnskapsstandarder.¹ Disse endringene ga store utslag i samlet BNP-vekst for euroområdet og bidro til at vi undervurderte kvartalsveksten. Utenom Irland var det særlig anslagene for Finland, Nederland, Portugal og Tyskland som ble oppjustert.

Figur 3 Euroområdet: Utvikling i BNP-anslag for 2017.
4. kv. 2016 – 4. kv. 2017

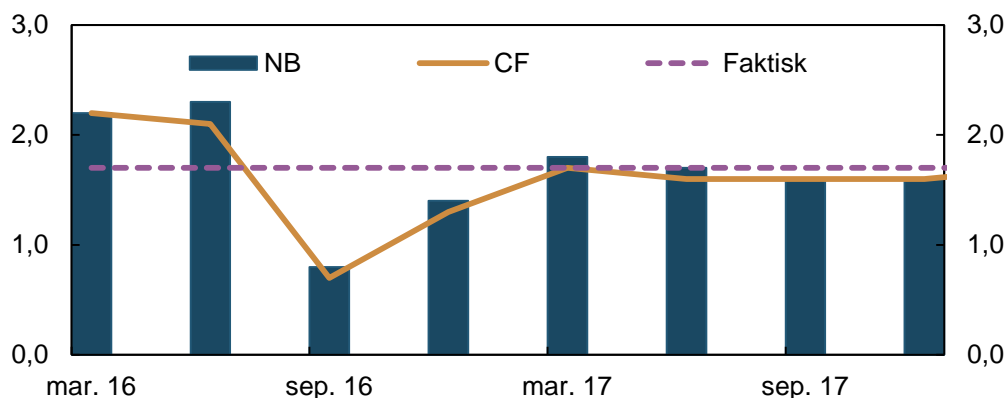


Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

Noe av anslagsfeilen for euroområdet skyldtes også endrede vurderinger av utviklingen i Storbritannia. I likhet med andre institusjoner nedjusterte vi anslagene for veksten i Storbritannia da resultatet av folkeavstemningen ble klart. I første omgang var det ventet at økt usikkerhet ville gi et markert fall i investeringene. I tillegg ventet vi at husholdningenes konsum ville avta. Det kraftige fallet i tillitsindikatorer rett etter avstemningen understøttet forventningene om et umiddelbart, markert fall i veksten. I PPR 3/16 ble derfor vekstanslagene for Storbritannia kraftig nedjustert, særlig for 2017, men også utover i anslagsperioden.

¹ I ulike BNP-publikasjoner har Eurostat tatt disse tallene hhv ut og inn, blant annet fordi de gir et stort hopp i kapitalinvesteringer i euroområdet.

Figur 4 Storbritannia. Utvikling i anslag for BNP-vekst 2017
1. kv 2016 – 4. kv 2017

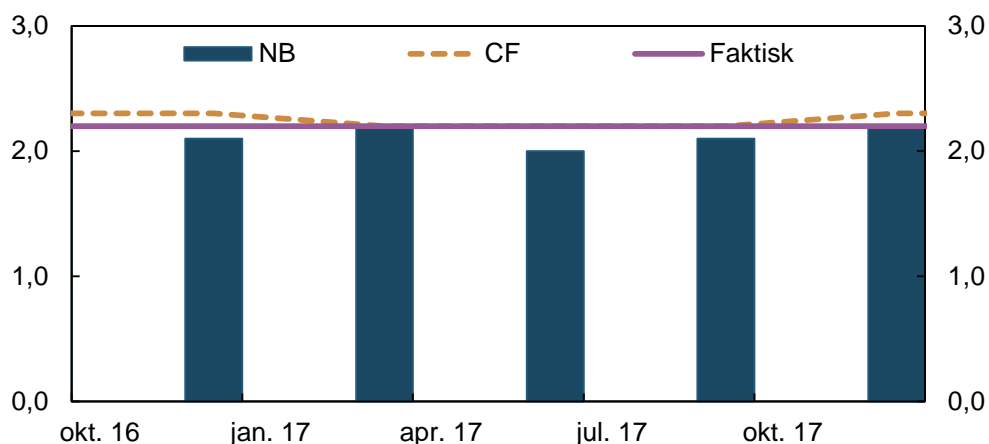


Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

Etter hvert viste det seg at utslagene i realøkonomiske størrelser på kort sikt ble langt mindre enn først lagt til grunn, mens utslagene i finansielle størrelser ble større enn ventet. Rentene ble satt ned, mens valutaen svekket seg med nesten 20 prosent målt ved den effektive valutakursen. Vekstanslaget ble derfor justert tilbake med nesten 1 prosentenheter fra rapport 3/16 til rapport 2/17, noe som igjen løftet anslagene for euroområdet.

Etter at Donald Trump ble valgt til president i november 2016, var det også stor usikkerhet om den økonomiske politikken i USA. Valgløftene innebar en blanding av svært ekspansiv finanspolitikk og proteksjonistisk handelspolitikk som kunne få betydelige effekter på den økonomiske utviklingen. Det var imidlertid få indikasjoner på når, og i hvilket omfang, tiltakene ville iverksettes. I første omgang la vi derfor til grunn at veksten på kort sikt ville bli lite påvirket. Dette viste seg å være godt i tråd med faktisk utvikling. Anslagene varierte noe gjennom 2017, men justeringene var relativt små.

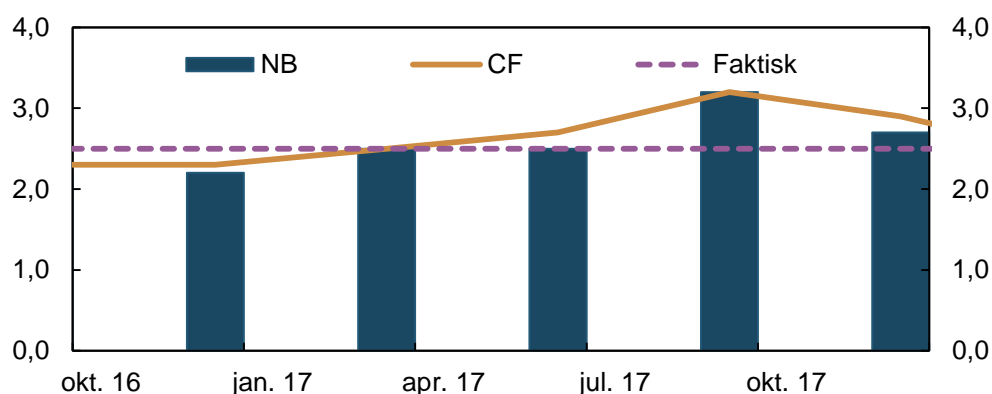
Figur 5 Utvikling i BNP- anslag 2017 for USA. 4. kv. 2016 – 4. kv. 2017



Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

Anslagsrevideringene gjennom 2017 var i hovedsak moderate ved hver rapport, og gikk i samme retning. De største absolutte justeringene knyttet seg i all hovedsak til de spesielle hendelsene nevnt over: høyere bokført vekst i Irland som følge av nye regler for nasjonalregnskapsføring og nedjustering av Storbritannia etter folkeavstemningen. I tillegg var det i noen land betydelige revideringer av nasjonalregnskapstallene gjennom året. Dette gjelder særlig Sverige, der anslagene ble justert i tråd med nye, reviderte tall.

Figur 6 Utvikling i BNP-anslag for 2017. Sverige
 4. kv. 2016 – 4. kv. 2017



Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

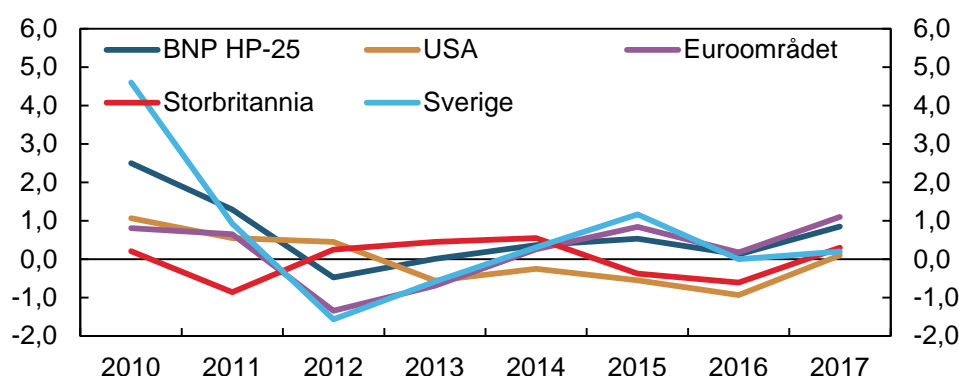
For fremvoksende økonomier var vekstbildet blandet. Ved inngangen til året var det uro i finansmarkedene, som bidro til store valutakurssvingninger og økte renter. Dette økte risikoen for svakere vekst. Både Russland og Brasil var gjennom dype kriser i etterkant av oljeprisfallet i 2014. Situasjonen begynte først å bedres mot slutten av 2016. I begynnelsen av 2017 var det fortsatt betydelig usikkerhet om varigheten av oppgangen særlig knyttet til effektene av amerikanske sanksjoner mot Russland og politisk uro i Brasil. Men disse faktorene bremsset oppgangen mindre enn antatt og vi oppjusterte anslagene etter hvert som oljeprisen tok seg videre opp.

Gjennom året ble også veksten i Kina oppjustert. Etter mange år med svært sterk kredittvekst har det bygget seg opp betydelige finansielle ubalanser. Anslagene våre i starten av året var derfor basert på at det var en viss sannsynlighet for hard landing. Når dette ikke skjedde, ble anslagene oppjustert. Blant de fremvoksende økonomiene ble likevel de største anslagsendringene gjort for Tyrkia. Ved slutten av 2016 var det ventet at veksten i 2017 ville bli 3,1 prosent. Mot slutten av året ble det klart at den underliggende veksten var svært sterk, blant annet som følge av en ekspansiv finanspolitikk, og ved siste publisering var årsveksten 7,4 prosent.

En dekomponering av avviket mellom vekstanslaget for handelspartnerne og faktisk vekst viser at det klart største bidraget kom fra euroområdet samlet. Fordelt på enkeltland var de største bidragene fra Tyskland, Polen, Tyrkia, Singapore og Irland.

Sammenligner vi med vekstanslagene for årene etter finanskrisen, så er det ikke tegn til en klar skjevhet i anslagsfeilene. Gjennomsnittlig anslagsfeil for våre viktigste handelspartnere har vært nær null, med et standardavvik på 0,6 for handelspartnerne samlet.

Figur 7 Historiske anslagsfeil mellom vekstanslag for handelspartnerne i PPR 4 året før og faktisk vekst (etter revisjoner).

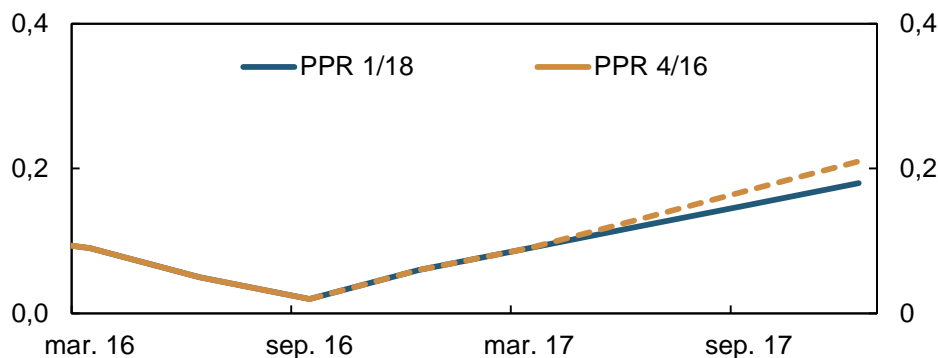


Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

2.2. Forutsetningene

En viktig forutsetning for anslagene er forventet utvikling i penge- og finanspolitikken. Generelt brukes markedets forventede pengemarkedsrenter som en indikator på pengepolitikken. Forventningene i PPR 4/16 indikerte en tilstramming i pengepolitikken i USA og Storbritannia, mens det var ventet om lag uendrede renter gjennom 2017 for euroområdet og Sverige. Sett under ett utviklet renteaggregatet for handelspartnerne seg godt i tråd med antakelsene i PPR 4/16.

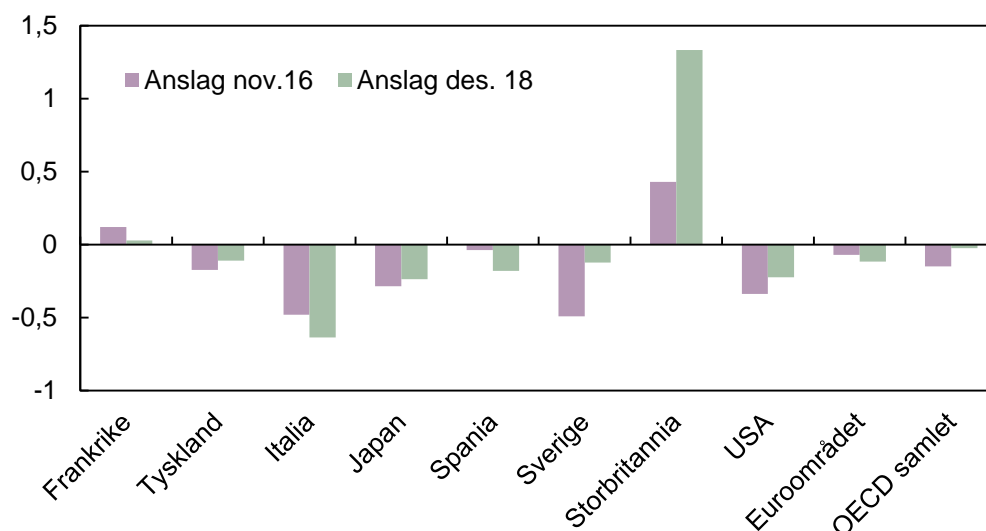
Figur 8 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.
Anslag PPR 4/16 stiplet linje.



Kilder: Consensus Economics, Thomson Reuters og Norges Bank

For finanspolitikken legger vi i hovedsak til grunn anslag fra offisielle kilder som OECD, Europakommisjonen og IMF. Etter presidentvalget 2016 var det stor usikkerhet om finanspolitikken i USA. Administrasjonen varslet en svært ekspansiv politikk, med skattelettelser og økte utgifter. Generelt baseres anslagene for finanspolitikken på vedtatt politikk. Høsten 2016 brukte de ulike institusjonene noe ulik tilnærming, og bl.a. OECD la til grunn at politikken ville bli svært ekspansiv. Foreløpige tall tyder på at finanspolitikken samlet ble noe mindre ekspansiv i 2017 enn vi la til grunn høsten 2016.

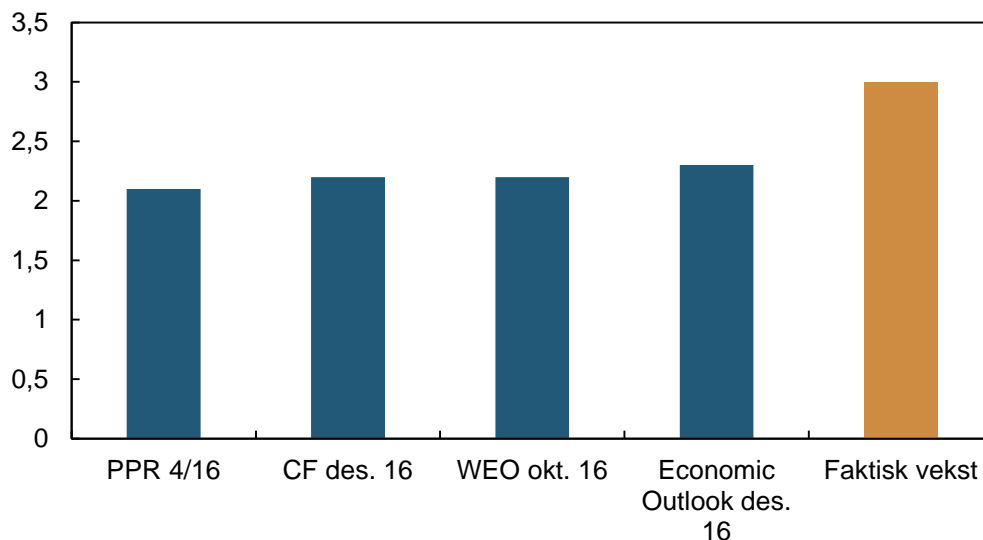
Figur 9 Impuls fra finanspolitikken i 2017.
Ekspansiv politikk < 0, tilstramming > 0



Kilde: OECD/Economic Outlook nov. 2016 og nov. 2018

En annen viktig forutsetning er oljeprisen. I våre anslag legger vi til grunn at den vil følge terminprisene på olje. Ved fremleggelsen av rapporten i desember 2016 indikerte terminprisene en liten oppgang i

Figur 11 Vekstanslag handelspartnerne samlet for 2017 fra ulike institusjoner



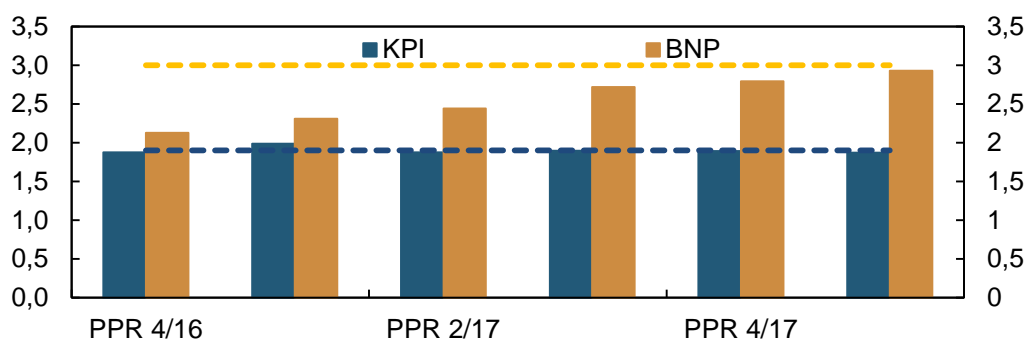
Kilder: Consensus Economics, IMF, OECD og Norges Bank

2.4. Utviklingen i inflasjonsanslagene

Prisveksten tiltok også markert for handelspartnerne samlet fra 2016 til 2017, etter flere år med svært lav vekst. Oppgangen skyldtes først og fremst et kraftig hopp i inflasjonen i de industrialiserte landene, ført og fremst som følge av oljeprisoppgangen. Prisveksten utenom energi og matvarer var moderat, og i fremvoksende økonomier falt samlet prisvekst fra 2016 til 2017.

Mens kapasitetsutnyttningen ble klart høyere enn ventet, med en oppjustering av anslaget for BNP-veksten med 0,9 prosentenheter fra PPR 4/16 til PPR 1/18, så ble KPI-veksten for handelspartnerne samlet som anslått i PPR 4/16.

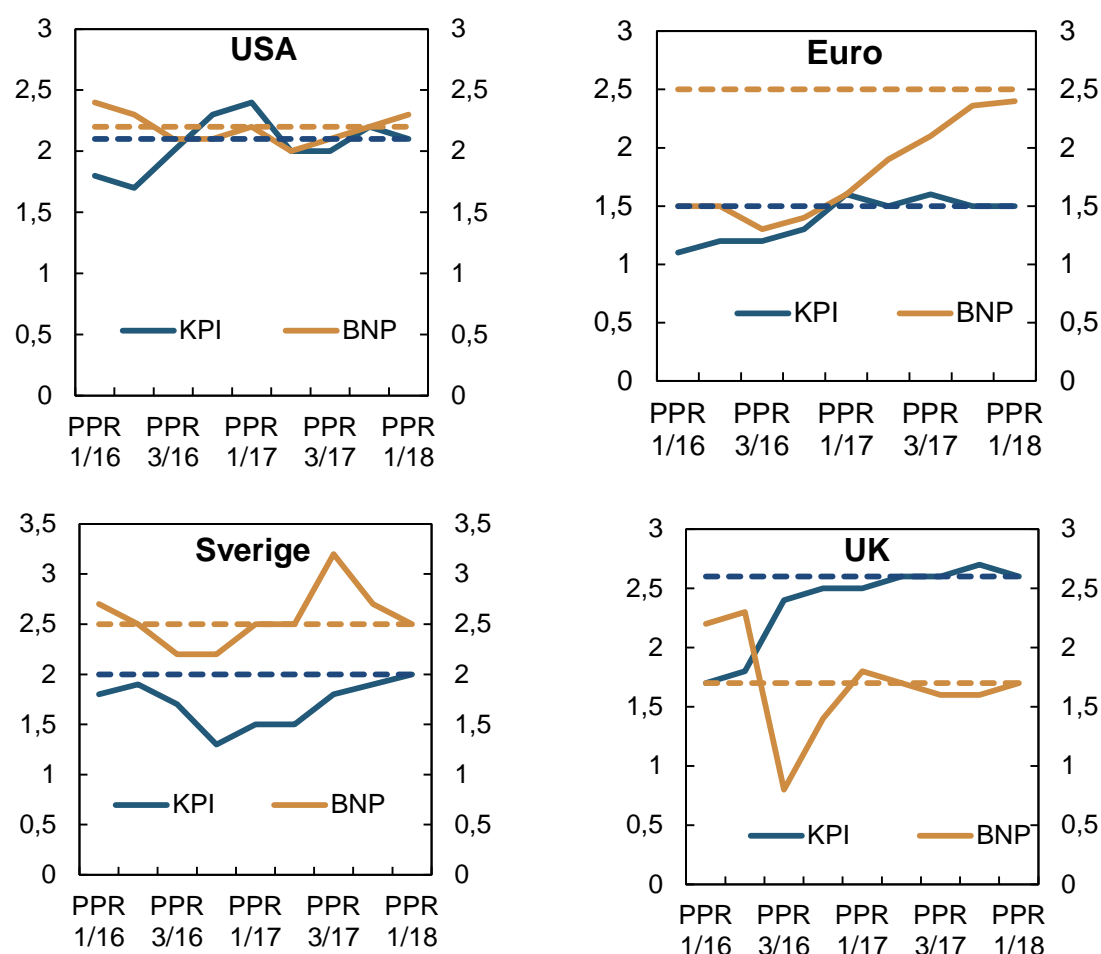
Figur 12 Anslag for 2017 for prisutvikling og BNP hos handelspartnerne samlet. Faktisk BNP og KPI stiplede.



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

I motsetning til BNP-anslagene for våre viktigste handelspartnere bommet vi både på oppsiden og på nedsiden for prisveksten. Anslagsfeilene gikk dermed ikke i samme retning for BNP og prisvekst for enkeltland. For eksempel ble prisveksten i Sverige 0,7 prosentenheter høyere enn ventet i PPR 4/16, mens BNP-veksten ble 0,2 prosentenheter høyere. For euroområdet var imidlertid BNP-veksten 1,1 prosentenheter høyere enn ventet, mens prisveksten ble 0,1 prosentenheter lavere enn anslått.

Figur 13 BNP- og KPI-anslag for 2017 for våre viktigste handelspartnere
 Faktisk BNP og KPI stiplet



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

De siste årene har det generelt vært svakere samvariasjon mellom den kortsiktige utviklingen i priser og vekst enn ventet, og endringene i anslagene for BNP-veksten har vært større enn for prisveksten. Delvis kan dette knyttes til effektene av de markerte endringene i oljeprisen de siste fem årene, som har skapt en kile mellom vekst- og prisbildet på kort sikt. Dette kan ha blitt forsterket av at virkningene av oljeprisendringer på amerikansk økonomi har endret seg som en følge av den kraftige økningen i oljeproduksjonen i USA. Mens en prisnedgang tidligere bidro nesten entydig positivt gjennom høyere

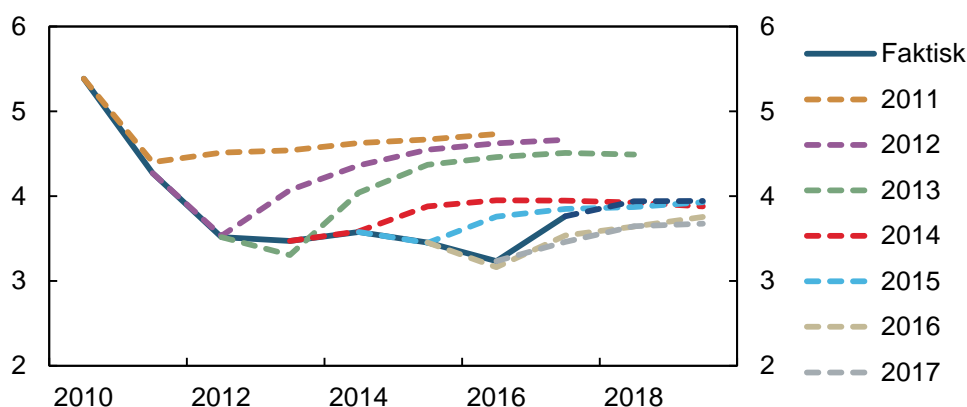
realinntektsvekst og høyere konsumvekst, er samlet effekt blitt mer variabel. Lavere pris bidrar nå også til å redusere oljeinvesteringer og sysselsetting, som delvis motvirker den positive effekten av oljeprisfall. I 2017 er det grunn til å tro at noe av det høyere prispresset fra økt kapasitetsutnyttning hos handelspartnerne delvis ble motsvart av effektene av lavere oljepriser.

Utover dette har det også blitt reist spørsmål om den underliggende inflasjonsprosessen hos mange viktige handelspartnere har endret seg siden finanskrisen. Spesielt lønnsdannelsen har i perioden vært annerledes enn tidligere erfaringer skulle tilsi. Spørsmålet om samspillet mellom realøkonomisk utvikling og prispress har endret seg, har blitt debattert i en rekke institusjoner og fora, foreløpig uten en klar konklusjon.

3. Avslutning

I 2017 ble veksten for handelspartnerne samlet sterkere enn anslått i slutten av 2016. For land hvor anslagsfeilene har vært betydelige, skyldes det stort sett at vi har under- eller overvurdert virkningene av ulike forstyrrelser, og i mindre grad at vi har tatt feil av retningen. For handelspartnerne under ett har vi justert anslagene i riktig retning gjennom året. 2017 var det første året siden 2010 hvor vekstanslagene ble oppjustert, og ikke nedjustert. Dette bidro trolig til at mange var tilbakeholdne med å oppjustere vekstanslagene, blant annet IMF.

Figur 14 Utviklingen i anslag for globalt BNP fra IMF gitt i april ulike år



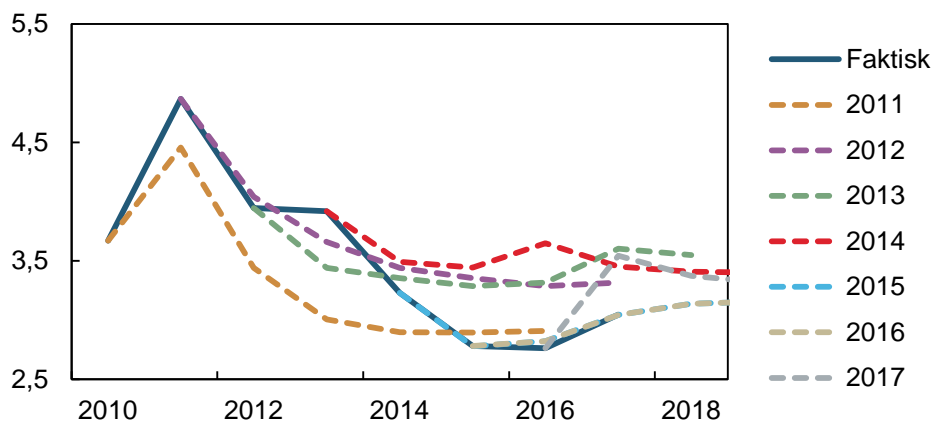
Kilde: IMF

Dette er også i tråd med flere analyser, som viser at prognosemakere er for forsiktige med å sette ned anslagene ved resesjon, og for forsiktige med å øke anslagene når veksten tiltar markert, se blant annet An, Jalles og Loungani (2018). I 2017 ble anslagene for veksten

justert klart mer enn anslagene for inflasjonen. Det kan indikere at inflasjonsprosessene virker noe tregere enn vi tidligere har lagt til grunn.

Prisveksten for handelspartnerne samlet ble som lagt til grunn i anslagene, til tross for at kapasitetsutnyttningen hos handelspartnerne ble høyere enn ventet. Dette kan delvis skyldes lavere oljepris enn ventet, men kan også knyttes til endringer i underliggende forhold.

Figur 15 Utviklingen i KPI-anslag fra IMF gitt i april ulike år



Kilde: IMF

Referanser

An, Z., Jalles, J. T. og P. Loungani (2018): "How Well Do Economists Forecast Recessions?", IMF working paper 18/39

4. Vedlegg

Vedleggstabell 1 Prognoser for utviklingen i BNP og KPI i 2017 hos viktige handelspartnere. Prosentvis endring fra 2016.

	PPR 4/16	PPR 1/17	PPR 2/17	PPR 3/17	PPR 4/17	Faktisk 2017
BNP						
BNP HP-25 ¹⁾	2,1	2,3	2,4	2,7	2,8	3,0
USA	2,1	2,2	2,0	2,1	2,2	2,2
Euroområdet	1,4	1,6	1,9	2,1	2,4	2,5
Japan	1,0	1,2	1,2	1,5	1,7	1,7
Storbritannia	1,4	1,8	1,7	1,6	1,6	1,7
Sverige	2,2	2,5	2,5	3,2	2,7	2,4
Kina	6,1	6,3	6,5	6,6	6,8	6,9
Fremvoksende øk. u/Kina ²⁾	3,2	3,2	3,2	3,6	3,6	3,8
Øvrige industrialiserte land ³⁾	1,7	1,9	2,0	2,2	2,4	2,6
Priser						
KPI HP-25 ⁴⁾	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
USA	2,3	2,4	2,0	2,0	2,2	2,1
Euroområdet	1,3	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5
Japan	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4	0,5
Storbritannia	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6
Sverige	1,3	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0
Kina	2,3	2,3	2,1	1,9	1,6	1,6
Fremvoksende øk. u/Kina ²⁾	4,9	4,9	4,4	4,1	4,0	4,0
Øvrige industrialiserte land ³⁾	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1

1 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere

2 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. Aggregatet er sammensatt med BNP-vekter (markedsкурser), for å reflektere landenes betydning for global vekst.

3 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Sveits, Japan, Sør-Korea og Singapore.

4 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank