

## Internasjonal økonomi

Internasjonal økonomi har det siste halvåret blitt stadig sterkere preget av den så langt moderate konjunkturedgangen som satte inn i USA for snart ett år siden. Dette er helt i tråd med et normalt konjunkturmønster, der konjunktursvingningene i USA – tillegg til større sjokk på tilbudssiden i oljemarkedet – er den vanligste allmenne faktoren bak endringene i produksjonsutviklingen i andre land. For oljemarkedene venter vi ingen store endringer i forhold til dagens bilde. Utviklingen i amerikansk økonomi vil derfor trolig være avgjørende for veksten i Norges eksportmarkeder, samt internasjonale rente- og valutaforhold, også i de nærmeste årene.

### Forutsetter fortsatt høye oljepriser

Spotprisen på Brent Blend var om lag 26 dollar per fat i gjennomsnitt over de første fem månedene i år, mot i overkant av 28 dollar fatet i 2000. Mot slutten av november i fjor falt oljeprisen fra 33 dollar til om lag 22 dollar per fat ved årsskiftet. Oljeprisen lå i begynnelsen av juni i år på rundt 29 dollar fatet.

De høye oljeprisene gjennom fjoråret må først og fremst ses i sammenheng med de små lagrene for råolje og ferdigprodukter i OECD-området. Spesielt bidro de lave lagertallene for raffinerte oljeprodukter i Nord-Amerika og til dels Europa til økt bekymring om dekningsgraden for fremtidig forbruk. Mot slutten av fjoråret begynte spesielt lagrene av fyringsolje og råolje i USA å øke noe, noe som førte til et press nedover på prisene. Den høye oljeprisen hittil i år må derimot først og fremst sees i sammenheng med at OPEC i januar og mars vedtok å redusere produksjonskvotene med henholdsvis 1,5 og 1 millioner fat per dag ut året, selv om medlemslandene bare overholder om lag 50 prosent av produksjonskuttene. I tillegg stanset

Irak i begynnelsen av juni store deler av sin eksport innenfor den nye olje-for-mat-avtalen med FN på grunn av misnøye med at avtalen bare skulle gjelde for én måned mot tidligere et halvt år.

Som følge av den høye oljeprisen, fortsetter International Energy Agency (IEA) å redusere sine anslag på den globale oljeetterspørselen for inneværende år, samtidig som veksten i USA justeres ned. Likevel forventer IEA at en fortsatt høy etterspørsel etter bensin i USA og til dels Europa vil ha en stimulerende effekt på oljeprisen. Ifølge IEA er nå lagrene av ferdigprodukter og råolje i Nord-Amerika de laveste siden 1990.

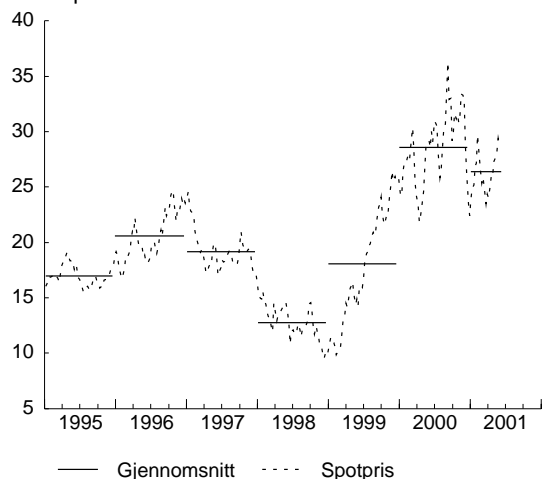
OPEC har en målsetting om at prisen på en kurv av OPEC-oljer skal holde seg mellom et intervall fra 22 til 28 dollar fatet. Dersom denne oljeprisen skulle utvikle seg over 28 dollar per fat i tiden fremover, noe som med nåværende prisdifferanse tilsvarer en Brent Blend-pris på om lag 30 dollar fatet, er det rimelig å forvente at OPEC øker produksjonen for å bringe prisen tilbake til intervallet. Med forventninger om at OPEC vil klare å holde oljeprisen innenfor det ønskede intervallet i tiden fremover, har vi lagt til grunn et prisanslag på Brent Blend på 27 dollar fatet.

### USA – en normal lavkonjunktur ville vare ut året

Målt som avvik fra trend, passerte amerikansk økonomi en konjunkturtopp i 2. kvartal 2000. I de etterfølgende kvartalene er produksjonsveksten blitt stadig lavere enn trendveksten (det gjelder nær sagt uansett hvordan denne måles), men veksten var fortsatt positiv i 1. kvartal i år. Det innebærer at en ennå ikke har registrert noen konjunkturedgang målt ved den

Spotprisen på Brent Blend. 1995-2001

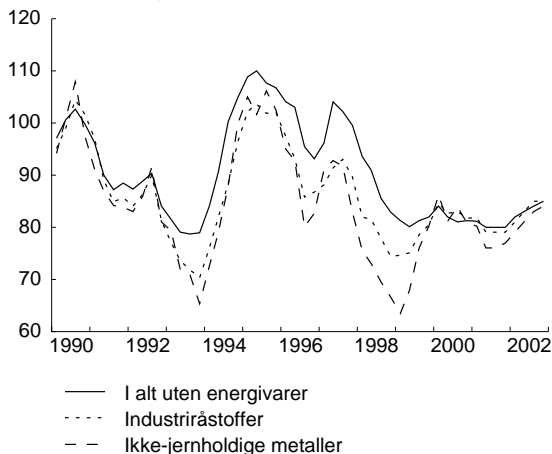
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2002

På dollarbasis, 1990 = 100



Kilder: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung og AIECE.

gjengse amerikanske definisjonen, som i praksis kan uttrykkes ved at produksjonen må vise negativ vekst i minst to påfølgende kvartaler. Den amerikanske sentralbanken har imidlertid svart på utviklingen med å sette sine styringsrenter kraftig ned, og 3 mnd. penge-markedsrenter har falt med 2 3/4 prosent gjennom det siste halve året, til under 4 prosent. Dollaren har likevel styrket seg i samme periode; handelsveid med 6 1/2 prosent, og mot euro med over 11 prosent.

For å forklare at dollaren regelrett styrket seg, trekker mange inn at den internasjonale integrasjonen av kapitalmarkedene nå har kommet så langt at kapitalstrømmer knyttet til langsiktige plasseringer (og dermed utsiktene til avkastning på lang sikt) er viktigere enn de kortsiktige. Gjennom sin aktivistiske pengepolitikk bekreftet den amerikanske sentralbanken at den ville understøtte vekst og lønnsomhet i bedriftene i årene framover. Samtidig ble det klart at den lavere produksjonsveksten spredte seg til andre land, med påfølgende behov for lavere renter også utenfor USA.

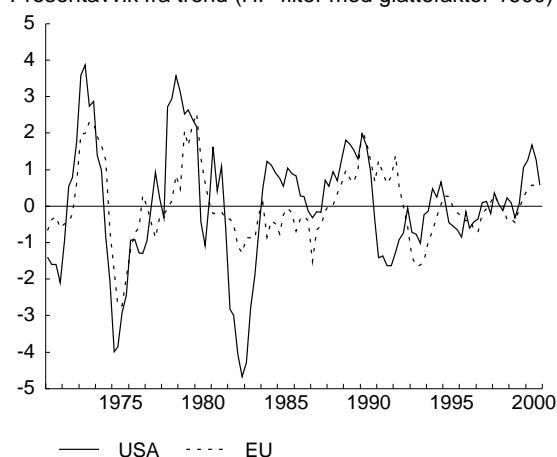
I takt med nedgangen i faktisk vekst har anslagene for årsveksten i USA for 2001 ifølge Consensus Forecasts, som innhenter anslag fra en rekke prognosemakere, blitt kraftig nedjustert, fra hhv. 3,7 og 3,0 prosent i september og desember i fjor, til 1,9 prosent i mai i år. Veksten for 2000 var til sammenligning 3,5 prosent. Dette er første gang på seks år at prognosegiverne systematisk har nedjustert sine anslag for amerikansk produksjonsvekst, for årene 1996-2000 ble anslagene systematisk oppjustert over tid. Spredningen mellom de enkelte anslagene er også uvanlig stor, sett i forhold til anslag gitt på tilsvarende tidspunkt for de foregående årene (standardavvik på 0,4 mot 0,2-0,3 de foregående årene). Også anslaget for 2002 er nedjustert, fra 3,5 prosent i januar til 3 prosent i mai.

Disse anslagene gir ikke rom for to kvartaler med negativ vekst i løpet av 2001; anslagene er f.eks. forenlig med en vekst på 1,5 prosent gjennom resten av 2001 og 4 prosent vekst gjennom 2002. Konsensusoppfatningen er altså at konjunkturavmatningen i USA ender i en "myk landing". Mai-anslagene ble innhentet før det foreløpige regnskapstallet for 1. kvartal ble nedjustert fra 2 til 1,3 prosent, målt som årlig rate fra foregående kvartal. Om prognosegiverne velger å opprettholde sine antatte vekstforløp for resten av året og gjennom 2002, vil det tilsa en nedjustering av konsensusanslaget for 2001 til 1,7 prosent.

Et slikt forløp er forholdsvis optimistisk, sett i lys av dynamikken i det normale konjunkturforløpet for USA. Men så har også det siste tiåret på viktige punkter avvirket fra det normale, først og fremst ved at næringslivets investeringer i transportmidler, maskiner, utstyr og programvare har vært en ledende komponent i forløpet. Det normale konjunkturforløpet i USA, derimot, er først og fremst knyttet til det dynamiske samspillet mellom pengepolitikken på den ene

### Konjunkturavvik for BNP for USA og EU-landene 1971 - 2000

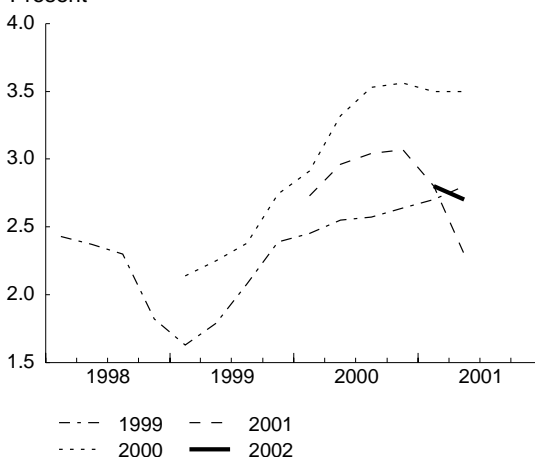
Prosentavvik fra trend (HP-filter med glattefaktor 1600)



Kilde: OECD, Bureau of Economic Analysis og SSB.

### BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 1999 - 2002 gitt på ulike tidspunkter

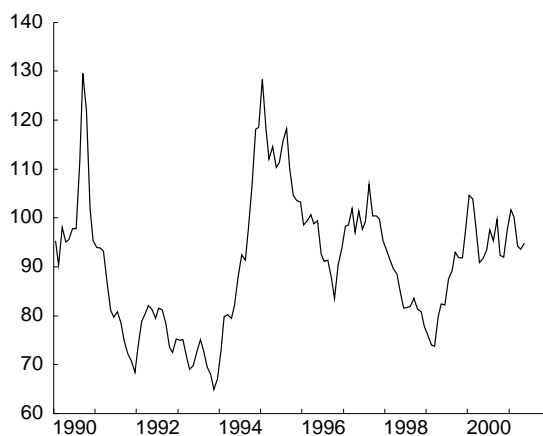
Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

### Indeks for aluminiumspriser. 1990 - 2001

På dollarbasis. 1979=100



Kilde: Norges Bank.

**Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder**

Årlig endring i prosent

	BNP-vekst				Prisvekst			
	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
<b>USA</b>								
NIESR	4,2	5,0	1,6	2,3	1,8	2,4	2,1	1,1
OECD	4,2	5,0	1,7	3,1	1,8	2,4	1,9	1,6
ConsF	4,2	5,0	1,9	3,0	2,2	3,4	3,1	2,5
<b>Japan</b>								
NIESR	0,8	1,7	1,0	1,4	-0,7	-0,7	-1,1	-1,3
OECD	0,8	1,7	1,0	1,1	-0,7	-1,2	-0,7	-0,5
ConsF	0,8	1,7	0,9	1,5	-0,3	-0,7	-0,3	-0,3
<b>EMU</b>								
NIESR	2,5	3,4	2,5	2,4	1,1	2,3	2,2	1,9
OECD	2,6	3,4	2,6	2,7	1,2	2,2	2,3	1,9
ConsF	2,5	3,4	2,6	2,8	1,2	2,3	2,4	1,8
<b>Handelspartnere</b>								
NIESR	2,8	3,5	2,4	2,4	1,0	1,7	1,7	1,5
OECD	2,8	3,5	2,4	2,6	1,1	1,6	1,8	1,7
ConsF	2,8	3,5	2,3	2,7	1,2	2,0	2,1	1,8

NIESR fra april 2001, OECD fra april 2001 og Consensus Forecasts fra mai 2001. Alle prisanslagene fra OECD gjelder konsumdeflatoren, det samme gjelder NIESRs anslag for USA og Japan.

side, og boligbyggingen og privat konsum av varige konsumgoder på den annen. Det er disse etterspørselskomponentene som er mest rentefølsomme, og som derfor leder an i konjunkturforløpet, hvor pengepolitikken er det viktigste stabiliseringspolitiske virkemidlet. Næringslivets investeringer er derimot lite rentefølsomme, og reagerer først og fremst på endringer i samlet etterspørsel og produksjon, og de tenderer dermed til å slepe etter i konjunkturforløpet, sett i forhold til BNP. Dette mønsteret har med få unntak gitt opphav til konjunktursykler av 4-5 års varighet gjennom etterkrigstiden sett under ett, knyttet til at det tar tid før endringer i pengepolitikken virker på de rentefølsomme faktorene, tid før dette slår ut i samlet produksjon og etterspørsel, og tid før dette igjen slår ut i stramhet i arbeidsmarkedet, (frykt for) inflasjonspress og dermed ny tilstramming av pengepolitikken.

1990-tallet var annerledes. Oppsvinget i økonomien i 1992 ble drevet i gang av en sterk vekst i investeringer i maskiner og utstyr mv, investeringer som gjennom alle de etterfølgende årene har vist tosifrede vekstrater. I løpet av denne perioden har disse investeringene økt som andel av BNP fra 7 til 10 prosent. Regnet i faste priser har nivået som andel av BNP blitt fordoblet. Dette har selvsagt sammenheng med at investeringene i stor grad har vært i IKT-utstyr, der prisnivået har vært markert fallende gjennom perioden, og særlig fra 1995. Utviklingen gjennom 1990-tallet er nærmere behandlet i egen boks.

I det tradisjonelle konjunkturmønsteret varer konjunktur nedgangene normalt 6 kvartaler, dvs. at amerikansk økonomi fortsatt kan ha igjen et par svake kvartaler med vekst under trenden (muligens med direkte

fall i produksjonen gjennom sommerhalvåret) og ytterligere nedgang i rentene (1/4 - 1/2 prosentpoeng) før tilbakeslaget er fullført dene gangen. Også de vedtatte skattelettelsene vil kunne bidra til omslaget oppover. Men den lave spareraten i amerikanske husholdninger – og uten rimelige utsikter til en tilsvarende oppgang i aksjekursene som det en så i siste halvdel av 1990-tallet – kan tilsi at oppgangen kan bli svak, slik den var det tidlig på 1990-tallet. Siden en slik svak utvikling ikke synes å være i tråd med konsensusoppfatningen, vil den kunne føre til nedjusterte forventninger til amerikansk økonomi, med i verste fall kraftig nedgang i aksjeverdiene og et kraftig fall i dollaren. Dette vil imidlertid mest sannsynlig først kunne skje i siste del av vår prognoseperiode, og vi har derfor ikke lagt en slik forutsetning inn i våre prognoser, der vi antar svekkelse av dollaren mot euro på 15 prosent fram til 2003, i tråd med anslagene i Consensus Forecasts.

**Fortsatt nedjustering av veksten i Europa**

Basert på normalt etterslep skulle Vest-Europa nå konjunkturtoppen to kvartaler etter USA, det vil si i 4. kvartal 2000. En slik systematisk samvariasjon gjelder når en ser perioden 1960-2000 under ett, men den gjelder i særlig grad for perioden etter at virkningene av renteoppgangen som fulgte den tyske samlingen var uttømt: For årene 1994-2000 har korrelasjonskoeffisienten for konjunkturavviket for EU-landene mot tilsvarende avvik for USA to kvartaler tidligere vært 0,7-0,9, avhengig av hvor glatt trenden legger til grunn; baseres beregningen på et glidende gjennomsnitt for å fange opp at tidsetterslepet kan variere noe, kommer en opp i koeffisient på 0,9 eller høyere. Foreløpige nasjonalregnskapstall for viktige europeiske

### Trekk ved konjunkturforløpet i USA på 1990-tallet

Utviklingen i amerikansk økonomi på 1990-tallet ble sterkt preget av oppsvinget i investeringer i maskiner og utstyr som satte inn i 1992, og som forsterket seg i resten av tiåret, særlig innen informasjonsbehandling, telekommunikasjon mv. Faktorene bak oppsvinget var trolig flere. For det første den teknologiske utviklingen, som – selvsagt i samspill med investeringsoppsvinget – har gjort slike produkter tilgjengelig, med fallende priser over tid som resultat. Allerede investeringsboomen i Japan på slutten av 1980-tallet innebar en kraftig omlegging mot ny teknologi knyttet opp mot mer tradisjonelle produksjonsmidler (industriroboter), mens den amerikanske varianten gradvis ble mer dominert av ny teknologi knyttet til informasjonsbehandling, telekommunikasjon og media. At dette teknologiskiftet i så stor grad har preget USA, skyldes at forholdene lå spesielt godt til rette, dels pga. tilgangen på kompetanse og kapital, dels pga. at amerikanske bedrifter allerede i utgangspunktet hadde en gunstig kostnadmessig konkurransevne sett i forhold til utlandet, pga. den svake dollaren i siste halvdel av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. Bedriftene var således godt posisjonert for en kraftig ekspansjon i en voksende internasjonal bransje, og amerikanske bedrifter generelt opplevde da også et meget sterkt oppsving i eksporten allerede fra 1988 og helt fram til 1996. Evnen til å utvikle den nye teknologien kan delvis sees i sammenheng med den samtidige nedbyggingen av amerikansk, høyteknologisk militærindustri som følge av nedrustningen etter Sovjetunions oppløsning, som frigjorde menneskelige ressurser med høy teknisk kompetanse; det verdensomspennende internettet er jo opprinnelig en amerikansk, militær oppfinnelse. Veksten i den sivile utnyttelsen av denne teknologien kan derfor delvis tilskrives den "peace dividend" som fulgte av nedrustningen. Alt i alt må dette oppsvinget derfor karakteriseres som et positivt tilbudssidesjokk for amerikanske bedrifter, til forskjell fra det etterspørselsdrevne oppsvinget i bedriftenes investeringer som inngår som del av den tradisjonelle konjunkturutviklingen.

Nøyaktig hvordan denne teknologien endrer produksjonssammenhengene i bedriftene sett i makroperspektiv, er ikke klart. Det kraftige prisfallet på slike produkter vil imidlertid tilsa en vridning av faktorinnsatsen fra arbeidskraft til kapital, noe som i seg selv vil stimulere investeringene og øke arbeidsproduktiviteten. Så langt synes det som om også den totale faktorproduktiviteten har økt, selv om det er vanskelig å skille mellom hva som er underliggende økning og hva som er rene sykliske effekter, jf. at arbeidsproduktivitetsveksten ble negativ i 1. kvartal i år. Økt produktivitet bidrar isolert sett til både økt lønnsomhet og lavere prisvekst, med derpåfølgende lave renter. Samlet bidro dette til den kraftige boomen i aksjemarkedet i siste del av 1990-tallet som samtidig bidro til sterk kapitalinngang fra utlandet, og dermed til finansieringen av investeringsoppsvinget.

I motsetning til oppsvinget i bedriftenes investeringer i maskiner og utstyr mv. var oppsvinget i husholdningenes rentefølsomme etterspørsel beskjedent i første halvdel av 1990-tallet. Dette kan delvis ha sammenheng med at store generasjonskull knyttet til baby-boomen etter krigen gikk inn i en mer aktiv sparefase i disse årene. Likevel kan det påvises en sykel knyttet til slike etterspørselskomponenter i denne

perioden, med en "lavkonjunktur" rundt 1995-97 som etterfulgte en pengepolitisk tilstramming i 1994-95. Etter en svak pengepolitisk stimulans i 1996 satte et nytt oppsving inn, dette ble dempet av ny tilstramming av pengepolitikken i 1997, og ble derfor trolig først og fremst understøttet av det markerte oppsvinget i aksjemarkedet, som ga sterk formuesvekst for husholdningene sett under ett.

Ytterligere to forhold kan ha bidratt til å understøtte oppsvinget. For det første kan investeringsoppsvinget ha bidratt til at det ikke oppsto sterke flaskehals i økonomien, med påfølgende inflasjon og tilstramming av pengepolitikken. For den andre førte Asia-krisen i 1998 til at pengepolitikken – som et svar på internasjonal finansiell uro og ikke på svak innenlandsk etterspørsel – for en kortere periode snarere ble lagt om i ekspansiv retning. Basert på et normalt mønster skulle en ventet en reversering av den siste oppgangen i 1999. Boliginvesteringene nådde da også toppen i 2. kvartal 1999, mens konsumet av varige goder først nådde toppen i 1. kvartal 2000, etter at pengepolitikken på nytt ble strammet til gjennom 1999 og inn i 2000.

Samlet produksjon synes nå å ha passert konjunkturtoppen (målt som avvik fra trend) i 2. kvartal 2000. Samtidig skjedde det et tilsvarende omslag i bedriftenes investeringer av maskiner og utstyr mv. Disse har deretter vist en fallende veksttakt og med svakt negativ vekst gjennom vinterhalvåret 2000/01. Spørsmålet reiser seg dermed om dette bare er uttrykk for omslaget i etterspørselseffekten på investeringene i hht. den normale konjunktursyklusen, eller om det betyr at det ti år lange tilbudssidedrevne oppsvinget i disse investeringene nå definitivt er over. Vi har ingen tommelfingerregel for hvor lenge et tilbuds-drevet sjokk av denne typen vil kunne vare. Til det er de for sjeldne. Snakker vi først om et fenomen på linje med tidligere tiders "teknologiske revolusjoner", er ikke ti år en rimelig begrensning. Det betyr i så fall at investeringsoppsvinget vil kunne vare ved også i de nærmeste årene, såfremt den ikke holdes tilbake av andre forhold, f.eks. knyttet til problemer med finansieringen av slike investeringer.

Det betyr videre at den markerte omleggingen av pengepolitikken i ekspansiv retning gjennom første halvår i år kan være essensiell også for en fortsatt sterk investeringsutvikling, i alle fall så lenge dollaren og kapitalinngangen til USA ikke svekkes av rentenedgangen. En annen sak er at selv om disse investeringene ikke skulle komme til å vise noen markert veksttakt gjennom de kommende årene, behøver ikke dette endre vekstmulighetene på kort sikt vesentlig. På den ene siden ligger trolig disse investeringene fortsatt på et så høyt nivå sett i forhold til kapitalbeholdningen (med tilsvarende potensiale for fall om behovet for økt kapital er over), dvs. at de fortsatt vil kunne føre til økt kapitalbeholdning og dermed potensiell høy produktivitetsvekst og beskjeden inflasjon i årene framover. På den annen side snakker vi fortsatt om en forholdsvis liten komponent som andel av BNP sett f.eks. i forhold til privat konsum, dvs. at det negative etterspørselsbidraget til BNP av en evt. svak investeringsnedgang vil kunne være forholdsvis beskjedent (i alle fall om vi måler det i dagens priser, og ikke i faste 1996-priser, slik amerikanerne foreløpig gjør).

land for 1. kvartal og diverse korttidsstatistikk og konjunkturbarometre for de siste månedene viser da også en klar avmatning av veksten gjennom det siste halve året.

I tråd med den stadig svakere observerte veksten, har anslagene i Consensus Forecasts for veksten i Euro-landene for 2001 blitt nedjustert fra 3,1 prosent i november i fjor til 2,6 prosent i mai, og for 2002 ventes nå en vekst på 2,8 prosent; det er grunn til å tro at disse anslagene vil bli ytterligere nedjustert i tiden som kommer. Den europeiske sentralbanken (ECB) har vært varsom med å sette ned sine styringsrenter av hensyn til prisveksten, som ligger klart over målsone på 0-2 prosent, men synes i det siste å ha nedtonet faren for framtidig inflasjon. Konsensusanslagene fra mai peker da også mot en nedgang i konsumprisveksten fra 2,4 prosent for 2001 til 1,8 prosent for 2002. På den annen side er det ingen ting som tyder på at ECB vil velge en like aktivistisk pengepolitisk strategi som det den amerikanske sentralbanken regelmessig har ført. Vi har derfor lagt til grunn at eurorentene bare kommer svakt ned utover sommeren og høsten i år, etterfulgt av en gradvis oppgang gjennom neste år.

### **Uforutsigbare Japan**

For Japan peker anslagene fra Consensus Forecasts mot at den lave veksten det siste tiåret, som etter hvert har fått følge av fallende konsumpriser, fortsetter. De mest brukte forklaringene på denne utviklingen er strukturelle stivheter i økonomien og tapsutsatte banker som fører til kredittskvis. Ulempen ved den første forklaringen, er at den ikke gir svar på hvordan økonomi med slike innebygde stivheter kunne vokse med en gjennomsnittlig vekstrate på 4 prosent gjennom de to foregående tiår, før stagnasjonen satte inn. Ulempen ved den andre forklaringen er at den forutsetter at et av de til vanlig antatte mest perfekte av alle markeder i en moderne markedsøkonomi – kapitalmarkedet – kan være ute av likevekt over en periode på ti år. Prognosene for Japan for disse årene har da heller ikke vært særlig treffsikre.

### **Markedsvekst**

For Norges handelspartnere gir Consensus Forecasts et BNP-anslag på 2,3 prosent i 2001 og 2,7 prosent i 2002. For markedsveksten for norske eksportbedrifter har vi lagt til grunn den veksten som følger av anslagene fra det britiske instituttet NIESR, som gir noe lavere BNP-anslag for 2002, blant annet basert på forventninger om noe svakere vekst i USA enn konsensusanslaget. Eksportmarkedsveksten synker etter dette fra 10 prosent i 2000 til 7 1/2 prosent i 2001 og 5 1/2 prosent i 2002, for så å ta seg opp igjen til 6 1/4 prosent i 2003. Prisveksten hos våre viktigste handelspartnere, som tok seg opp som følge av det forsterkede økonomiske oppsvinget etter Asia-krisen og de høye oljeprisene de siste årene, ventes å dempes noe neste år, til i underkant av 2 prosent.