

Internasjonal økonomi

Konjunkturedgangen i USA siste år har som ventet slått markert gjennom i store deler av verdensøkonomien i løpet av sommeren. Consensus Forecasts BNP-vekstanslag – som erfaringsmessig fungerer som en god oppsummering av nylig publisert korttidsstatistikk – er for hele verden under ett nedjustert fra 2,2 prosent i mai til 1,7 prosent for 2001 i august. Anslagene for 2002 er i samme periode nedjustert fra 3,0 prosent til 2,6 prosent. Også for eurolandene sett under ett er anslaget for 2001 nedjustert med 1/2 prosentpoeng, til 2,0 prosent, mens anslaget for 2002 bare er nedjustert med 0,2 prosentpoeng til 2,5 prosent. Imidlertid er det i løpet av august presentert regnskapstall for en del euroland som peker mot at veksten i beste fall stanset opp i 2. kvartal. En kan derfor ikke se bort fra ytterligere nedjusteringer i tiden som kommer.

Basert på et tradisjonelt konjunkturmønster kan en vente at amerikansk økonomi når konjunkturbunnen i 4. kvartal i år, og som redegjort for i forrige konjunkturrapport, er det grunn til å tro at den påfølgende oppgangen kan bli relativt svak. Med et normalt etterslep på et par kvartaler, vil et tilsvarende omslag i Vest-Europa først inntre utpå vårparten neste år. Det betyr at antakelig at veksten blant industrilandene som helhet vil holde seg svak det kommende halvåret, og først ta seg opp gjennom siste del av neste år og inn i 2003. Vi legger til grunn at OPEC fortsatt klarer å styre oljeprisen innenfor intervallet 22-28 dollar, både gjennom perioden med lavere økonomisk vekst som vi nå er inne i, og i den påfølgende oppgangen. Vi antar at det derfor ikke oppstår noen nye impulser fra oljemarkedet som influerer på internasjonal økonomi. Dermed vil fortsatt utviklingen i amerikansk økonomi i i stor grad bestemme den videre retningen for internasjonale markeder i tiden framover.

Oljemarkedet – OPEC har kontroll

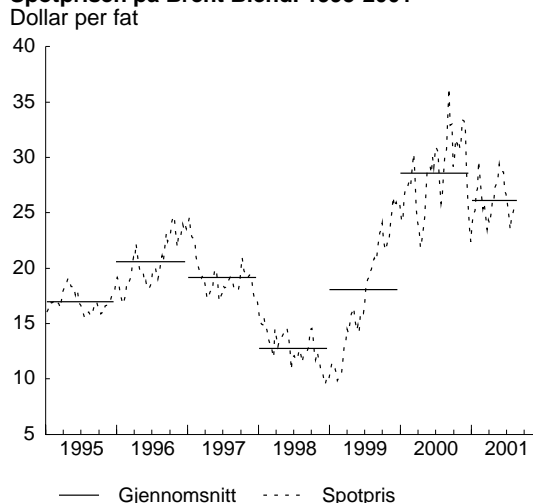
Fra november i fjor til begynnelsen av januar i år falt spotprisen på Brent Blend fra 33 til 22 dollar fatet. Deretter har oljeprisen svingt mellom 23 og 29 dollar, som gir et gjennomsnitt på noe over 26 dollar per fat for årets første 8 måneder. Den viktigste årsaken til prisfallet mot slutten av fjoråret var at lagrene av fyringsolje og råolje i USA begynte å øke, etter at det gjennom høsten hadde hersket bekymring om dekningsgraden for fremtidig forbruk. De høye oljeprisene hittil i år må først og fremst sees i sammenheng med at OPEC ved tre anledninger har redusert produksjonskvotene med til sammen 3,5 millioner fat per dag ut året. Hittil har OPEC oppfylt om lag 70 prosent av de varslede kuttene dvs. redusert produksjonen med om lag 2,5 mill. fat.

Ifølge prognoser fra International Energy Agency (IEA) er det kun forventet en svak økning i oljeetterspørselen neste år, først og fremst som følge av relativt lave anslag for veksten i verdensøkonomien. På tross av høye oljepriser de siste to årene, regner IEA med at oljeproduksjonen utenfor OPEC bare vil øke beskjedent. Dette betyr at residualetterspørselen som er rettet mot kartellet forventes å holde seg noenlunde konstant neste år. En slik utvikling er betinget av at Irak viderefører sin eksport på dagens nivå innenfor olje-for-mat-avtalen med FN.

IEA forventer en liten nedgang i lagrene av råolje i tredje kvartal, en periode der lagrene normalt bygges opp. For fjerde kvartal i år og første kvartal neste år sett under ett forventes det et daglig lagertrekk på om lag 0,7 millioner fat, noe som ikke er unormalt dersom vinteren på den vestlige halvkule blir normalt kald slik etterspørselen etter fyringsolje tar seg tilstrekkelig opp.

OPEC har det siste halvannet året maktet å holde oljeprisen på en kurv av OPEC-oljer innenfor sitt ønskede intervall på mellom 22 og 28 dollar fatet. Prisen på et fat Brent Blend ligger 1-2 dollar over denne oljeprisen. Det siste vedtaket i OPEC om å kutte produksjonskvotene ble foretatt over telefon, noe som er med på å forsterke inntrykket av et handlekraftig kartell. På tross av noe usikkerhet rundt lagersituasjonen og dekningsgraden for fremtidig forbruk, gir fortsatt tiltro til OPECs handlekraft forventninger om en gjennomsnittlig oljepris i midtre sjikt av kartellets ønskede intervall, og vi har derfor lagt til grunn en Brent-pris på 26 dollar per fat i hele prognoseperioden.

Spotprisen på Brent Blend. 1995-2001



Kilde: Norges Bank.

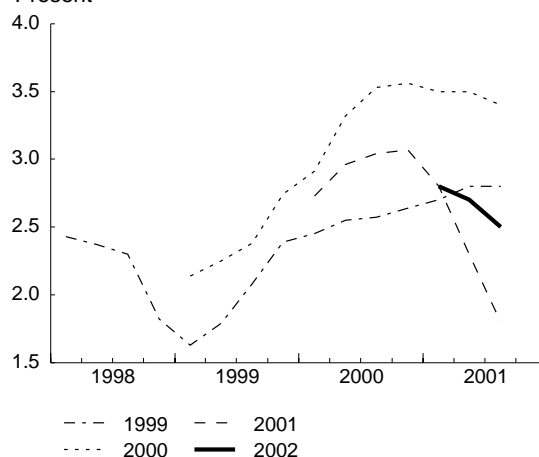
USA – nå er det bare å vente

I den så langt moderate nedgangskonjunktoren i USA, har mye av oppmerksomheten vært rettet mot produksjonsnedgangen i industrien og spesielt det kraftige fallet i IT-sektoren, både hva gjelder produksjon, investeringer og aksjekurser. Mindre påaktet har det vært at nedgangen i industrien i fjor våres startet et helt annet sted, nemlig i boligsektoren. Igangsettingen av nye boliger passerte en topp ved årsskiftet 1999/2000, og tok deretter til å falle markert utover våren. Deretter toppet byggevarerindustrien og produksjonen av innsatsvarer i februar, konsumvareproduksjonen i juni og produksjonen av råvarer i september. Først i november i fjor passerte produksjonen av maskiner og utstyr toppen. Derfor er nedgangen i USA ikke igangsatt av tilbakeslag for virksomheter knyttet til ny teknologi, men snarere har denne nedgangen fulgt det tradisjonelle konjunkturmønsteret for USA, der boligbyggingen er den tidmessig ledende komponenten. En kan ikke se bort fra at spesielle problemer i IT-sektoren kan komme til å spille en viktig rolle for det videre forløpet, men det er det ennå for tidlig å si. Problemene i denne sektoren gjennom det siste året kan også skyldes at næringslivets investeringer i maskiner og utstyr i hovedsak er rammet av en normal konjunkturmessig svekkelse; tradisjonelt sleper disse investeringene etter samlet produksjon i tid. Det vises for øvrig til forrige konjunkturrapport for en nærmere drøfting av dette.

Det er også i boligsektoren en kan vente å se tegn til ny oppgang først. Nedgangen i igangsettingen av nye boliger stanset opp allerede sommeren i fjor, og tok seg opp gjennom første halvår i år. Selv om bildet ikke er entydig, peker flere andre indikatorer for boligmarkedet i samme retning. Både bruktboligsalg og boligpriser har vist økende tendens gjennom det siste året, og mange husholdninger benytter nå anledningen til å refinansiere forbrukslån eller på andre måter øke opplåningen på sine boliger, for å dra nytte av det lave rentenivået på boligkreditt. Dermed legges grunnlaget for også en sterkere vekst i det private konsumet i tiden framover. Hvis det skjer, vil det bidra til å trekke amerikansk økonomi som helhet oppover, siden det private konsumet utgjør en så stor andel av samlet etterspørsel og dermed produksjon.

Reviderte BNP-tall viste en vekst i 2. kvartal fra kvartalet før på bare 0,2 prosent, regnet som årlig rate. En kan ikke se bort fra at veksten også vil bli svak det to siste kvartalene av året. Selv om den amerikanske sentralbanken (FED) tok til å redusere sine styringsrenter allerede fra siste årsskifte, var det først utover forsommeren rentenedsettelsene begynte å monne. Så langt er rentene kuttet med 3 prosentpoeng. Normalt antar en at rentene virker på realøkonomien med et etterslep på 6 - 9 måneder, dvs. at de store effektene på aktivitetsnivået skal vi først se mot slutten av året. Hvis det skjer, vil det igjen være i tråd med et standard konjunkturforløp for amerikansk økonomi, siden

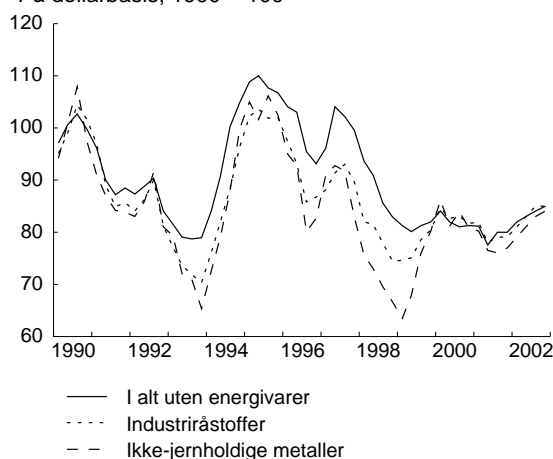
BNP-vekstslag for Norges handelspartnere for årene 1999 - 2002 gitt på ulike tidspunkter
Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2002

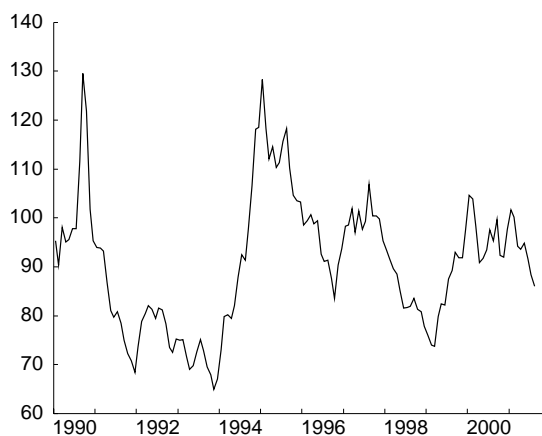
På dollarbasis, 1990 = 100



Kilder: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung og AIECE.

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
USA								
NIESR	4,2	5,0	1,7	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	4,1	4,1	1,7	2,8	2,2	3,4	3,2	2,4
Japan								
NIESR	0,8	1,5	0,6	1,3	-0,7	-1,1	-0,3	-0,2
OECD	0,8	1,7	1,0	1,1	-0,7	-1,2	-0,7	-0,5
ConsF	0,8	1,5	-0,2	0,6	-0,3	-0,7	-0,4	-0,5
EMU								
NIESR	2,5	3,5	2,1	2,4	1,1	2,3	3,0	2,1
OECD	2,6	3,4	2,6	2,7	1,2	2,2	2,3	1,9
ConsF	2,6	3,5	2,1	2,6	1,2	2,3	2,9	2,2
Handelspartnere								
NIESR	2,8	3,5	2,0	2,4	1,0	1,7	2,2	1,6
OECD	2,8	3,5	2,4	2,6	1,1	1,6	1,8	1,7
ConsF	2,8	3,4	1,8	2,5	1,2	2,0	2,4	1,9

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

konjunkturedgangen (regnet som avvik fra trend) da har vart i 6 kvartaler, en normal varighet for en konjunkturedgang i USA.

Europa – neppe vekstimpulser av betydning fra pengepolitikken

For Europa har mye av oppmerksomheten utover sommeren vært rettet mot - foruten oppdagelsen av hvor viktig amerikansk økonomi er for europeisk konjunkturutvikling - den europeiske sentralbankens pengepolitikk. Mens den amerikanske sentralbanken har redusert sine renter aggressivt gjennom året, har den europeiske sentralbanken (ECB) så langt bare levert to beskjedne rentekutt på 1/4 prosent hver, riktignok fra et lavere rentenivå enn i USA. Mange synes å vente at den svake økonomiske veksten utover sommeren vil tvinge sentralbanken til ytterligere og gjerne sterkere kutt utover høsten. Det man da ser bort fra er at ECB neppe deler FEDs syn på pengepolitikken oppgave. Alt tyder på at ECB har arvet sitt syn fra Bundesbank, som i sin historie viste en lang mer forsiktig håndtering av rentevåpnet. Dette skyldes neppe bare forskjeller i ideologi. Det er klare reelle økonomiske ulikheter mellom USA og de fleste kontinentaleuropeiske land som kan forklare en slik mer varsom pengepolitikk, hvor det i på kontinentet legges stor vekt på inflasjonen og tilsynelatende bare liten vekt på økonomisk vekst. Mens amerikansk økonomi er svært følsom for endringer i korte renter, er europeiske husholdninger og næringsliv mest basert på opplåning med lang rentebinding. Det betyr at om ECB skal påvirke aktivitetsnivået, må de påvirke de lange rentene. Og siden de lange rentene i stor grad

er bestemt av aktørenes langsiktige inflasjonsforventninger, blir en troverdig inflasjonsmålsetting helt essensiell.

Faktisk har ECB mindre handlingsfrihet enn det den tyske sentralbanken hadde, idet Bundesbank kunne utnytte virkningen av korte renter på valutakursen. Ved å stramme til rentene, kunne de presse D-marken opp og bremse presset i økonomien; heldigvis var Bundesbank stort sett forskånet fra behovet for å stimulere økonomien på egenhånd. For å få til tilsvarende realøkonomiske effekter måtte ECB bruke rentevåpnet langt mer kraftig, siden euro-området er langt mer lukket hva gjelder internasjonal handel, enn det Tyskland var alene. I tillegg kommer de "perverse" effekter av renteendringer på valutakursen som vi har sett tegn til de siste årene, der en nedgang i kort renter ofte belønnes med en sterkere valutakurs, angivelig fordi det etter hvert som internasjonale kapitalmarkeder integreres legges mer vekt på økonomisk vekst og avkastning knyttet til direkte investeringer og andre plasseringer med langsiktig avkastning. Selv om dette kunne bety at ECB kunne oppnå en sterkere euro ved å sette ned rentene, noe som ville det være gunstig for inflasjonen, ville en sterkere valuta samtidig virke kontraktivt på realøkonomien, noe som antakelig ville oppvirke evt. små positive effekter på aktivitetsnivået av lavere renter. Økt vekst ville det i så fall neppe bli av tiltaket. Uansett er slike stemningsbølger i valutamarkedet – selv om de kan vare lenge – en upålitelig alliert, og ECB vil neppe ta sjanser i sin streben etter å vinne tiltro til sin inflasjonsmålsetting og sin nye valuta.

Det mest trolige bildet for eurolandene, er derfor at ECB kan se rom for noe lavere renter etter hvert som blir trygge på at inflasjonen er under kontroll, og under forutsetning av at de klarer å holde de lange rentene nede; for flere av eurolandene ligger de lange rentene allerede svakt under de amerikanske, men at noen aggressiv rentenedsettelse ikke kommer på tale. Konsumprisveksten ligger fortsatt over målsonen på 0 - 2 prosent, og selv om den er fallende vil den så vidt krype under den øvre grensen neste år, ifølge anslagene fra Consensus Forecasts. I våre beregninger har vi derfor lagt til grunn ytterligere 1/4 prosent nedgang i år, og så en forsiktig korleksjon oppover mot slutten av neste år, gitt at BNP-veksten da tar seg klart opp.

Japan

Også for Japan har vekstanslagene blitt nedjustert gjennom sommeren, og det fra allerede lave nivåer. I august var det ventet en negativ BNP-vekst for i år, -0,2 prosent, og deretter en svak oppgang på 0,6 prosent neste år. Erfaringsmessig har imidlertid prognoser for Japan liten interesse, annet enn som stemningsrapporter. Ettersom Japans problemer er strukturelle, og i særlig grad har sitt opphav i den sterke demografiske endringen landet har gjennomgått de sist tiårene, er det ingen grunn til å vente noe varig omslag før man ser det.

Markedsvekst

Foruten lav vekst i USA i år, ventes veksten å bli spesielt lav også andre viktige markedsland for norsk eksport, som Tyskland og Danmark. Veksten for våre viktigste handelspartnere blir derfor lavere enn i f.eks. euroområdet som helhet, men tar seg likevel opp neste år som følge av det antatte oppsvinget i USA. Prisveksten hos våre handelspartnere blir også lavere enn prisveksten i euroområdet, både for i år og i 2002.