

# Internasjonal økonomi

## Samtidig nedgang i industrilandene

I USA falt samlet produksjon fra 2. til 3. kvartal i år med 1,1 prosent regnet som årlig rate, det første fallet siden tidlig på 1990-tallet. Et ytterligere og trolig kraftigere fall er ventet for 4. kvartal. Selv om en ofte brukt definisjon av en resesjon er at BNP faller over minst to kvartaler, har det denne gang ikke forhindre det amerikanske instituttet NBERs komité for konjunkturdateringer i å slå fast at resesjonen satte inn alt i mars i år. I en viss forstand er dette en lek med ord, i og med at det i ett år allerede har vært klart at amerikansk økonomi har vært inne i en konjunkturedgang. Regnet i forhold til vekstpotensialet for BNP nådde USA således konjunkturtoppen allerede tidlig på sommeren 2000. Industriproduksjonen har vist regelrett fall i over ett år, samtidig som kapasitetsutnyttningen i økonomien har avtatt og arbeidsledigheten har økt.

Konjunkturedgangen i USA fra sensommeren 2000 forplantet seg til Europa i løpet av vinteren i år. Regnet fra foregående kvartal var BNP-veksten i euroområdet i 1. kvartal på 2,1 prosent årlig rate, dvs. opp mot trendveksten. Den falt deretter til nær null i de to etterfølgende kvartalene, og det kan ligge an til negativ vekst i 4. kvartal. Et etterslep på vel to kvartaler er helt i tråd med et normalt konjunktureretterslep for Vest-Europa, sett i forhold til USA. Av de store EU-landene rammet nedgangen først og sterkest Tyskland, deretter Italia og - så langt noe svakere - Frankrike, mens Storbritannia ennå ikke er like klart berørt. Mens det er uvanlig at Storbritannia ikke følger det amerikansk konjunkturforløpet svært tett, er det en del av det normale mønsteret at Tyskland rammes tidlig og sterkt og Frankrike og Italia senere, og for Frankrikes del også med mindre styrke. For Tyskland

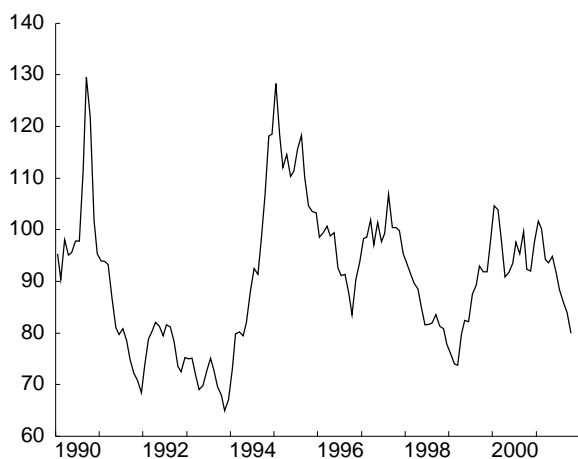
ble virkningen denne gang antakelig forsterket av at den amerikanske nedgangen i særlig grad har rammet investeringer i maskiner og utstyr og dermed produksjonssektorer som er viktige i tysk økonomi.

Nedgangen i USA og Vest-Europa kommer samtidig som den langvarige lavkonjunkturen fortsetter i Japan. Mange er opptatt av at dette gjør den nåværende konjunkturedgangen uvanlig synkron mellom OECD-landene. I en viss forstand er det å snu hva som er normalt på hodet: I mangel av særlige sjokk for enkeltland har det i hele etterkrigstiden vært normalt at amerikanske konjunktursyklus i større eller mindre grad har slått markert inn i de øvrige OECD-landene. Lavkonjunkturen og den påfølgende oppgangen i USA tidlig på 1990-tallet var således et (riktig nok av flere) unntak. Tysk samling ga den gang sterke ekspansive finanspolitiske impulser til Tyskland og dels til Tysklands viktigste handelspartnere, mens USA var i konjunkturedgang. Deretter ga den påfølgende pengepolitiske tilstramningen i Tyskland sterke kontraktive effekter for de samme landene (pga. ambisjonene om faste valutakurer mot tyske mark) samtidig som USA gikk inn i den etterfølgende oppgangen. Årsaken til den synkrone utviklingen nå er altså først og fremst at det ikke er særegne impulser som påvirker utviklingen i de ulike landene i motsatt retning av USA.

## Svakere internasjonal vekst rammer oljemarkedet

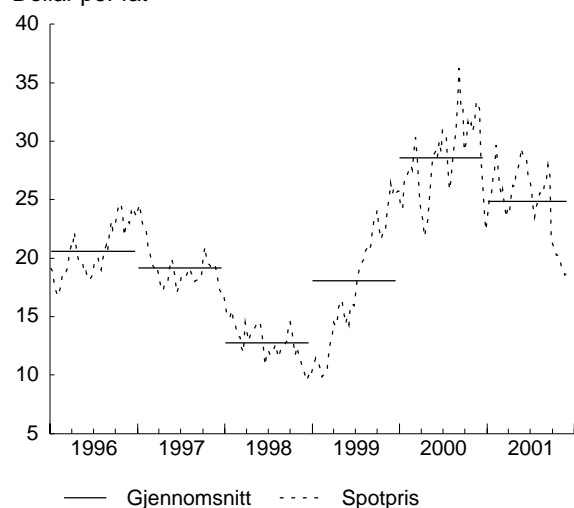
Spotprisen på Brent Blend var om lag 25 dollar fatet over de første elleve månedene i år, mot i overkant av 28 dollar fatet i gjennomsnitt i fjor. Fra midten av september i år falt oljeprisen fra 28 dollar per fat til om lag 20 dollar to uker senere, først og fremst utløst

**Indeks for aluminiumspriser. 1990 - 2001**  
På dollarbasis. 1979=100



Kilde: Norges Bank.

**Spotprisen på Brent Blend. 1995-2001**  
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

**Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder**

Årlig endring i prosent

|                                      | BNP-vekst |      |      |      |      | Konsumprisvekst |      |      |      |      |
|--------------------------------------|-----------|------|------|------|------|-----------------|------|------|------|------|
|                                      | 1999      | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 1999            | 2000 | 2001 | 2002 | 2002 |
| <b>USA</b>                           |           |      |      |      |      |                 |      |      |      |      |
| NIESR                                | 4,1       | 4,1  | 0,9  | 1,1  | 3,2  | 1,6             | 2,7  | 1,9  | 0,9  | 1,4  |
| ConsF                                | 4,1       | 4,1  | 1,1  | 0,7  | ..   | 2,2             | 3,4  | 2,9  | 1,9  | ..   |
| EU-kom                               | 4,1       | 4,2  | 0,9  | 0,5  | 3,4  | 2,2             | 3,3  | 3,0  | 1,8  | 2,0  |
| OECD                                 | 4,1       | 4,1  | 1,1  | 0,7  | 3,8  | 1,6             | 2,7  | 1,8  | 1,0  | 1,4  |
| <b>Japan</b>                         |           |      |      |      |      |                 |      |      |      |      |
| NIESR                                | 0,8       | 1,5  | -0,5 | -0,1 | 1,4  | -0,7            | -1,1 | -1,3 | -0,3 | 0,8  |
| ConsF                                | 0,8       | 1,5  | -0,5 | -0,6 | ..   | -0,3            | -0,7 | -0,7 | -0,9 | ..   |
| EU-kom                               | 0,8       | 1,5  | -0,6 | -0,9 | 0,5  | -0,3            | -0,7 | -0,6 | -0,8 | 0,2  |
| OECD                                 | 0,8       | 1,5  | -0,7 | -1,0 | 0,8  | -0,7            | -1,1 | -1,3 | -1,5 | -1,5 |
| <b>EMU</b>                           |           |      |      |      |      |                 |      |      |      |      |
| NIESR                                | 2,6       | 3,4  | 1,7  | 1,8  | 2,5  | 1,2             | 2,2  | 2,5  | 2,0  | 1,8  |
| ConsF                                | ..        | 3,4  | 1,5  | 1,5  | ..   | ..              | 2,2  | 2,6  | 1,7  | ..   |
| EU-kom                               | 2,7       | 3,4  | 1,6  | 1,3  | 2,9  | 1,2             | 2,4  | 2,8  | 1,8  | 1,8  |
| OECD                                 | 2,7       | 3,5  | 1,6  | 1,4  | 3,0  | 1,1             | 2,1  | 2,5  | 1,6  | 1,7  |
| <b>Handelspartnere (eksportveid)</b> |           |      |      |      |      |                 |      |      |      |      |
| NIESR                                | 2,9       | 3,5  | 1,6  | 1,8  | 2,6  | 1,2             | 1,7  | 2,3  | 1,7  | 1,8  |
| ConsF                                | 3,0       | 3,5  | 1,4  | 1,5  | ..   | 1,4             | 2,2  | 2,5  | 1,9  | ..   |
| EU-kom                               | 3,0       | 3,4  | 1,4  | 1,3  | 2,8  | 1,3             | 2,3  | 2,5  | 1,7  | 1,9  |
| OECD                                 | 2,9       | 3,5  | 1,4  | 1,3  | 2,8  | 1,2             | 1,7  | 2,2  | 1,8  | 1,8  |

Kilder: NIESR fra oktober 2001, Consensus Forecasts, EU-kommisjonen og OECD fra november 2001. Prisanslagene fra NIESR og OECD gjelder privatkonsumdeflatoren.

av terrorangrepene mot mål i USA. Terrorangrepene førte til redusert etterspørsel etter flybensin, samtidig som man forventet en noe lavere vekst i verdensøkonomien enn før angrepene. Oljeprisen lå i begynnelsen av desember på i underkant av 19 dollar fatet.

International Energy Agency (IEA) forventer kun en svak økning i den globale oljeetterspørselen i 2002, og økningen vil først og fremst finne sted utenfor OECD-området. IEA forventer at etterspørselen i Nord-Amerika og Europa vil avta noe gjennom første halvår i 2002, for så å øke gjennom andre halvår som følge av at veksten i disse regionene da forventes å ta seg opp.

Etter terrorangrepene mot USA, har OPEC suspendert sin handlingsregel som sier at dersom oljeprisen skulle holde seg utenfor et intervall fra 22 til 28 dollar per fat i gjennomsnitt over tjue dager, vil kartellet foreta de produksjonsreguleringer som er nødvendige for å bringe prisen tilbake til intervallet. Hittil i år har OPEC ved tre anledninger vedtatt reduksjoner i produksjonskvotene med til sammen 3,5 millioner fat per dag, og kartellet har oppfylt om lag 75 prosent av de varslede kuttene. Dette har ført til at OPEC har mistet markedsandeler til andre oljeprodusenter, spesielt som følge av økt produksjon i Russland.

OPEC signaliserte nylig at de er villige til å redusere produksjonen med ytterligere 1,5 millioner fat daglig fra og med 1. januar 2002, dersom andre land utenfor OPEC påtar seg produksjonskutt på til sammen 0,5 millioner fat per dag fra samme tidspunkt. Hittil har Oman signalisert at de vil kutte med 50 000 fat per

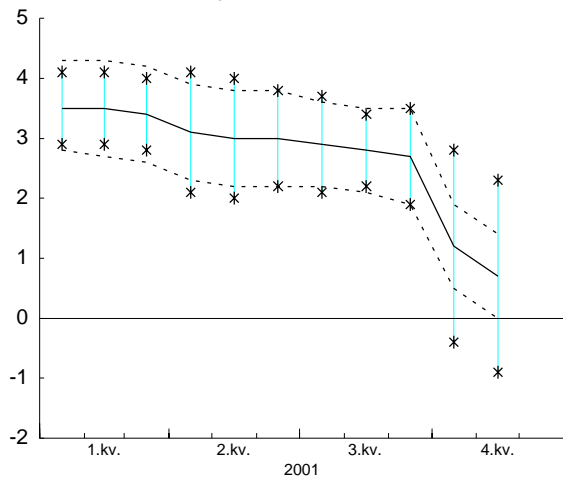
dag, Mexico med 100 000 fat og Norge med 100-200 000 fat; i våre beregninger har vi lagt til grunn et produksjonskutt på 150 000 fat, sett i forhold til anslagene i Nasjonalbudsjettet for 2002. Russland har antydning at de først vil ta endelig stilling til eventuelle reduksjoner i oljeproduksjonen 10. desember i år.

I følge IEA er nå lagersituasjonen for fyringsolje og råolje i OECD-området tilfredsstillende sett i lys av størrelsen på lagrene de siste fem år. Mange analytikere mener at dagens oljepris til en viss grad er basert på forventninger om fremtidige kutt i oljeproduksjonen. Dersom OPEC makter å få med seg andre land i å redusere produksjonen, og kartellet fortsetter å oppfylle om lag 75 prosent av de nye, varslede kuttene, kan man forvente en viss reduksjon i lagrene av råolje neste år sett under ett. En slik utvikling er betinget av at Irak viderefører sin oljeproduksjon på noe under 3 millioner fat daglig innenfor den nye olje-for-mat avtalen med FN. Med slike forutsetninger lagt til grunn kan man forvente en viss økning i oljeprisen fra dagens nivå, men likevel slik at prisen neste år i gjennomsnitt vil ligge noe under nedre grense i OPEC sitt ønskede prisintervall.

**Blir den kommende oppgangen selvdreven?**

Med den store betydningen amerikansk økonomi har for konjunkturforløpet internasjonalt, ikke minst i lys av de begrensede muligheter for effektiv motkonjunkturpolitikk vi finner i eurolandene (dels pga begrensede effekter av pengepolitikk og dels pga begrensninger i mulighetene for ekspansiv finanspolitikk), vil utviklingen i USA i stor grad bestemme vekstutsiktene

**BNP-vekstanslag for USA for 2002 på ulike tidspunkt**  
Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- 2 'normalt' avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

for Europa og dermed Norges viktigste handelspartnere i tiden framover.

I lys av dette vil internasjonal økonomi i kommende halvår gå inn i en kritisk periode. Konjunkturedgangen som satte inn i USA på sensommeren 2000, har nå vart så lenge at den normalt burde begynne å gå mot slutten. Gjennomsnittlig har disse nedgangene vart i 6 kvartaler (tilsier omslag i 1. kvartal neste år), men 7 kvartaler er på ingen måte uvanlig, og synes også mer sannsynlig som følge av de umiddelbare effektene av terrorangrepene mot USA 11. september. De pengepolitiske stimulansene som ble satt inn i USA fra siste årsskifte og som nådde et betydelig omfang utover sommeren i år, burde i tiden framover stimulere rentefølsom etterspørsel. Dette burde igjen - gjennom inntektsmultiplikatorer og akselleratormekanismer - bidra til en bredere produksjonsoppgang i amerikansk økonomi.

I denne situasjonen består ikke det kritiske først og fremst i usikkerheten som fulgte av terrorangrepene i september, som opplagt bidro til å dempe aktivitetsnivået på helt kort sikt og som rammet enkelte sektorer med mer varig effekt. Under forutsetning av at en ikke opplever lignende dramatiske hendelser i tiden framover, er det uklart om usikkerheten vil ha langsiktige effekter på bedriftenes og husholdningenes atferd. Siden terrorangrepene samtidig motiverte ytterligere penge- og finanspolitiske stimulanser utover høsten i år, er det dermed ikke åpenbart hva nettoeffekten på den økonomiske veksten framover vil være.

Det kritiske elementet består derimot i om grunnlaget for en bærekraftig konjunkturoppgang i amerikansk økonomi er til stede på mellomlang sikt. Allerede i utgangspunktet for den evt. kommende oppgangen er sparingen i de amerikanske husholdningene lav, samtidig som boligpriser og boliginvesteringer er historisk

sett høye. Selv om investeringsnivået i bedriftene har kommet ned i forhold til samlet produksjon, er de fortsatt høye i forhold til inntjening og kapasitetsbehov. Dessuten er aksjekursene fortsatt på et høyt nivå, historisk sett. Potensialet for en skikkelig multiplikator-/akselleratoreffekt av stimulansene synes således klart begrenset, noe som tilsier at en eventuell oppgang vil bli relativt svak.

På den annen side er det forhold som modifierer disse faktorene noe. En kan ikke legge avgjørende vekt på om spareraten for husholdningene sett under ett er positiv eller negativ; til ethvert nivå på spareraten vil en finne husholdninger som både har positiv og negativ sparing. Med sin sterke tilstrømming av ung arbeidskraft gjennom innvandring, kan selv en lav amerikansk sparerate være mulig over en lang periode. Det blir ytterligere underbygget av de høye boliginvesteringene. Dessuten bæres en stor del av risikoen for lav avkastning på investert kapital i USA av utlendinger, som i uvanlig stor grad har stått bak den massive innsprøytingen av kapital i amerikansk næringsliv som skjedde gjennom 1990-tallet. Det betyr at også kostnadene ved evt. feilinvesteringer i stor grad vil måtte bæres av utlendinger. Endelig kommer at med de forutsetninger som er lagt til grunn i denne rapporten, vil lavere oljepriser kunne bidra noe mer positivt til realinntektene i USA gjennom neste år, enn under oppgangene på begynnelsen av 1980-tallet og 1990-tallet.

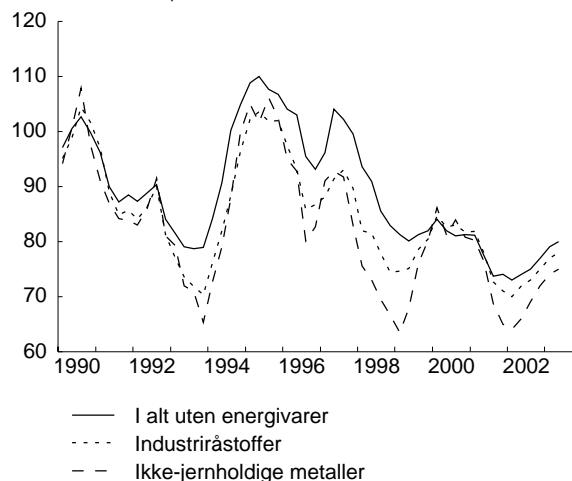
Den usikkerheten som ligger i spørsmålet om selvdreven oppgang, reflekteres ikke i det settet med ulike prognoser for amerikansk økonomi som er gitt av hhv NIESR, gjennomsnittsanslagene fra Consensus Forecasts, EU-kommisjonen og OECD (se tabell). Prognosegiverne er svært samstemte i sine anslag både for USA, EMU og for Norges handelspartnere sett under ett. Det skyldes antakelig en tendens til å legge det mest sannsynlige scenariet med tradisjonell amerikansk konjunkturoppgang til grunn. Går vi derimot til de enkelte anslagene for USA som inngår i Consensus Forecasts, der prognosegiverne kan se seg mer tjent med å markedsføre seg gjennom alternativer som for flertallet framstår som mindre sannsynlige, får vi et helt annet bilde av usikkerheten. I oktober og november økte standardavviket mellom anslagene til mer enn det dobbelte av det normale, målt som det gjennomsnittlige avviket på tilsvarende tidspunkt de foregående 5 årene (se figur). Selv om hendelsene i september var den utløsende årsaken til dette, er det opplagt at de ulike anslagene for 2002 reflekterer en svært ulik konjunkturutvikling gjennom året. Hvis vi legger til grunn flate vekstbaner gjennom 2002, tilsvarte gjennomsnittet på 0,7 prosent vekst på årsbasis en vekst gjennom året på 1,8 prosent. Tilsvarende tilsvarte et fall på 0,9 prosent en vekst gjennom året på -0,8 prosent, og en økning på 2,3 prosent en vekst gjennom året på hele 4,3 prosent.

På denne bakgrunn har vi valgt å legge til grunn to alternative scenarier for amerikansk - og internasjonal - økonomi i denne rapporten. I hovedalternativet har vi lagt til grunn NIESRs anslag for markedsvekst for Norges ulike handelspartnere. NIESRs bane er en form for "business cycles as usual", der vi får en klar oppgang i USA gjennom 2002 og 2003, men med en noe svakere vekst i 2003 enn det en har sett i tidligere oppganger. Det betyr at selv om scenariet er optimistisk i den forstand at det kommer et omslag tidlig i 2002, er det ikke spesielt optimistisk gitt at omslaget kommer. Det trekker således i retning av en svakere trendvekst for amerikansk økonomi enn det mange investorer har lagt til grunn de siste årene. Sammen med store underskudd på driftsbalansen er det antatt at det vil føre til at dollaren svekker seg mot euro gjennom de kommende årene og når 0,975 ved utgangen av 2003, i tråd med anslagene i siste utgave av Consensus Forecasts. Konsumprisveksten i eurolandene kommer ned under 2 prosent, og 3-måneders eurorenter trekker ned mot 3 prosent fram til begynnelsen av 2002, men stiger deretter gradvis opp mot 4,5 prosent etter utløpet av 2003. På linje med siste utgave av OECDs Economic Outlook har vi videre lagt til grunn en råoljepris (Brent Blend) på om lag 22 dollar per fat i 2002, som øker til vel 25 dollar per fat i 2003.

I en alternativ beregning legger vi til grunn at en begynnende konjunkturoppgang gjennom første halvdel av 2002 viser seg å ikke være selvdreven etter hvert som de direkte stimulansene fra penge- og finanspolitikken begynner å tømmes ut gjennom sommerhalvåret. BNP-veksten for USA nedjusteres med om lag 1 prosentpoeng for både 2002 og 2003, med den følge at konjunkturbunnen først passerer rundt årsskiftet 2002/03. Dette trekker også veksten i Vest-Europa ned med hhv 0,3 og 0,7 prosentpoeng de to årene. Vi har da forutsatt at amerikanske og europeiske renter reduseres i forhold til referansebanen med 1 prosentpoeng i løpet av sommeren 2002, og at

### Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2003

På dollarbasis, 1990 = 100



Kilder: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung og AIECE.

rentenedgangen slår fullt gjennom i obligasjonsrentene. Oljeprisen faller med 8 dollar sett i forhold til hovedalternativet, dvs. til rundt 14 dollar fatet i 2002 og 17 dollar i 2003. I dette alternativet kommer trendveksten i USA for årene 1997-2003 ned i underkant 2,5 prosent, tilsvarende trendveksten før "den nye økonomien" satte inn. Både klart lavere trendvekst og lavere rentedifferanse mot eurolandene trekker dollaren ned med 10 prosent mot euro i andre halvår av 2002, og ytterligere 10 prosent i løpet av 2003. Dollarkursen når dermed 1,17 ved utgangen av 2003. Etter en periode på fem år, dvs. om lag en normal konjunktursykkelengde for amerikansk økonomi, er euroen dermed tilbake på kursnivået fra euroens første uke etter introduksjonen i januar 1999. Styrkingen av eurokursen, sammen med noe lavere aktivitetsnivå, trekker inflasjonen i euroområdet ned med drøye 1 prosentpoeng i andre halvår av 2002 og ytterligere 1/2 prosentpoeng i 2003.