

Internasjonal økonomi

Etter den svake utviklingen på slutten av fjoråret og begynnelsen av inneværende år, ser det nå ut til at de internasjonale konjunkturer er på bedringens vei. Utviklingen i internasjonale finansmarkeder, med stigende aksjekurser og et oppsving i lange renter, tyder på økte vekstforventninger. I amerikansk økonomi øker innenlandsk etterspørsel, og det har også vært enkelte positive signaler fra den japanske økonomien. Utviklingen i euroområdet er imidlertid fortsatt svak, og tall for 2. kvartal tyder på at BNP falt for euroområdet sett under ett.

Den økonomiske veksten i USA ventes å tilta fremover, men oppgangen er fremdeles skjør. Dollarsveksten mot euro og kanadiske dollar og ekspansiv finanspolitikk vil bidra positivt. En robust oppgang i den amerikanske økonomien forutsetter imidlertid at den økte investeringsaktiviteten i 2. kvartal varer ved. For euroområdet venter vi at veksten tiltar gradvis fra første halvår neste år, hjulpet av økt vekst internasjonalt.

Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra om lag 24 dollar per fat i slutten av april til rundt 30 dollar fatet i begynnelsen av september. Over årets første åtte måneder har prisen i gjennomsnitt vært i underkant av 29 dollar per fat, mot om lag 25 dollar i fjor.

Den viktigste årsaken til prisøkningen de siste månedene var at Irak ikke maktet å opprettholde produksjonen på nivået fra før det forrige regimet ble styrtet, noe som innebar at eksporten gjennomgående falt med i underkant av 2 millioner fat daglig. Irak er ikke omfattet av OPECs kvotesystem. Siden OPEC holdt sine produksjonskvoter konstante, førte dette til en mindre lageroppbygging av både råolje og ferdigprodukter de siste månedene enn man ellers ville hatt. Spesielt har mange analytikere pekt på de lave lagrene av bensin i USA under kjøresesongen, som for øvrig nå går mot slutten.

Ifølge Energy Information Administration i USA er nå lagrene av råolje i OECD på sitt laveste nivå på 15 år. I tiden fremover er det spesielt viktig at lagrene av fyringsolje fylles opp til akseptable nivåer før vinteren setter inn på den nordlige halvkule. Hvis Irak ikke maktet å øke eksporten de nærmeste månedene, vil OPEC sannsynligvis måtte øke produksjonen for å holde oljeprisen innenfor sitt ønskede intervall på mellom 22 og 28 dollar fatet. Uansett har oljeprisen vært spesielt høy hittil i år, slik at gjennomsnittsprisen for hele 2003 ser ut til minst å ligge i øvre del av dette prisbåndet. I prognoseperioden forventer vi at oljeprisen vil ligge på om lag 25 dollar fatet.

USA

Det har den siste tiden vært tegn til oppgang i amerikansk økonomi. Tall for 2. kvartal viser at BNP-veksten har tatt seg opp etter de to relativt svake foregående kvartalene. Aksjemarkedet har tatt seg kraftig opp og forventningsundersøkelser indikerer at fremtidstroen er bedre både i husholdningene og næringslivet. Lange renter har trukket opp, og deflasjonsscenarioet ser ut til å være «priset ut» av markedet.

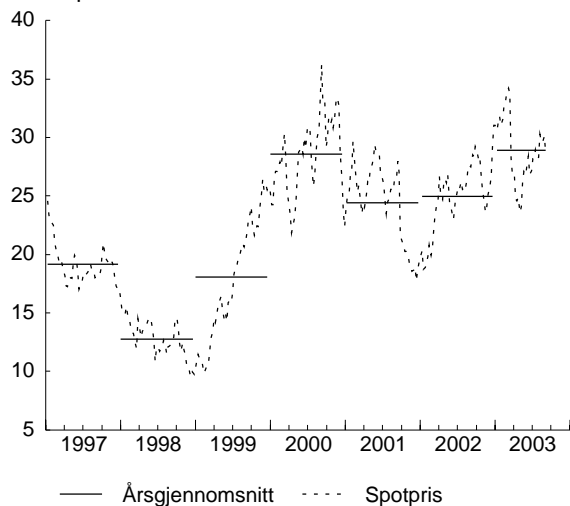
BNP-veksten i 2. kvartal var først og fremst drevet av husholdningenes forbruk og offentlige utgifter. Husholdningsforbruket har gitt det viktigste vekstbidraget gjennom det meste av den svake perioden i amerikansk økonomi de siste tre årene. Så også i forrige kvartal, som viste et markert oppsving sammenliknet med de to foregående kvartalene. Bilkjøp var den viktigste underkomponenten. Økningen i offentlig forbruk kom først og fremst gjennom økte forsvarsutgifter, knyttet til krigen mot Irak. Veksten i private investeringer tok seg også opp sammenliknet med 1. kvartal. Særlig for maskiner, men også for bygg og anlegg, var veksten oppløftende. Det er her nøkkelen til et robust oppsving i den amerikanske økonomien ligger.

Handelsbalansen svekkes fortsatt. Det kan synes overraskende, den kraftige svekkelsen av dollar tatt i betraktning, men reflekterer nok først og fremst at USA er i en annen konjunkturfase enn sine handelspartnere. Amerikansk import tok seg godt opp i 2. kvartal, som følge av økt innenlandsk etterspørsel, mens den svake utviklingen internasjonalt rammet etterspørselen etter amerikanske varer og tjenester slik at eksporten falt. Underskuddet på handelsbalansen er også konsistent med en såkalt J-kurveeffekt. Den tilsier at en svekket valuta initialt gir en svakere handelsbalanse, fordi verdien av importen blir større og verdien av eksporten mindre målt i dollar, men at økt eksport og redusert import på noe sikt gir en bedring av handelsbalansen. Denne effekten er imidlertid mindre i USA enn i andre land, ettersom en stor del av importen til USA prises i dollar.

Detaljhandelen fortsatte å øke, og var i juli 1,4 prosent opp sammenliknet med måneden før. Det er den største økningen siden mars. Det er bred vekst over en rekke varegrupper, men det er fortsatt biler som står for det viktigste bidraget. Fortsatt lave renter og forventninger om økt vekst vil bidra til å holde konsumet oppe. Det er imidlertid flere faktorer som trekker i motsatt retning. Den viktigste er det svake arbeidsmarkedet. Arbeidsledigheten er nå i overkant av 6 prosent, og sysselsettingen fortsetter å falle. Den negative utviklingen i arbeidsmarkedet reduserer

Spotpris på råolje, Brent Blend

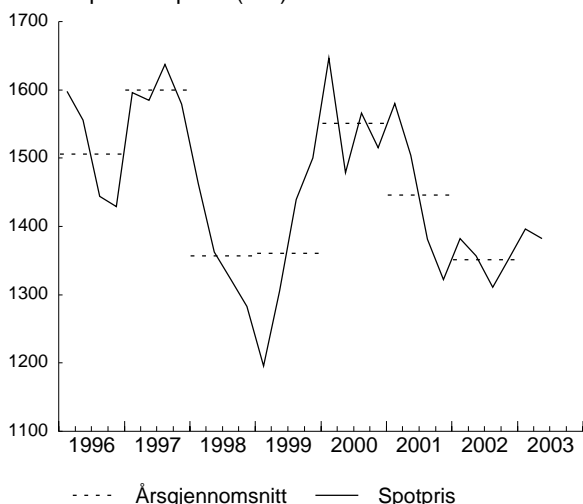
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

Spotprisen på aluminium. 1996-2003

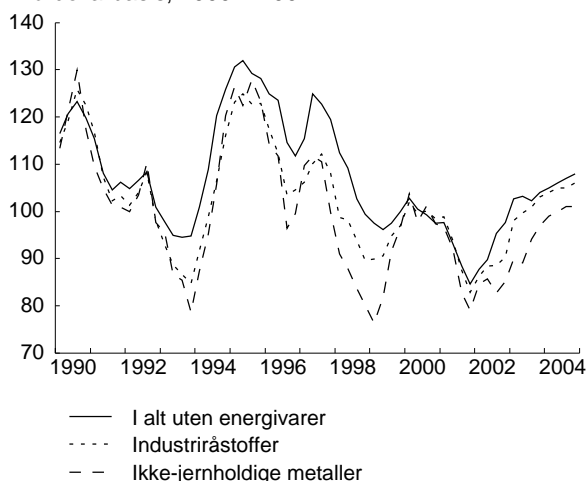
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2004

På dollarbasis, 2000 = 100



Kilder: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung og AIECE.

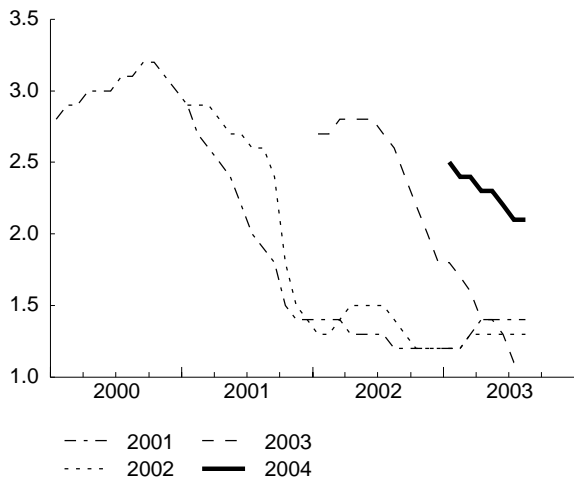
veksten i husholdningenes inntekter, og bidrar til å svekke forventningene til den økonomiske utviklingen. Gjeldstyngede amerikanske husholdninger har mistet deler av formuen i aksjemarkedet de siste årene. Hvis aksjemarkedet igjen skulle falle etter vårens opptur, kan husholdningenes forbruksvekst komme til å avta. Sommerens skatteutt vil bidra til å opprettholde etterspørselsveksten på kort sikt. På lengre sikt er det imidlertid sentralt at forholdene i arbeidsmarkedet bedres.

Boligmarkedet er en god indikator på at pengepolitikken fremdeles har effekt. Til tross for svak utvikling i andre deler av økonomien bidrar historisk lave renter til at boligbyggingen har fortsatt å øke, og den er nå på et meget høyt nivå. Boligprisene steg kraftig også gjennom 2. kvartal. Den sterke prisstigningen er ikke opprettholdbar, og har skapt bekymring for at en prisboble er under oppbygging i boligmarkedet. Boligsalget var rekordhøyt i juli, men økte lange renter den siste tiden ventes å dempe etterspørselen fremover. De siste årene har stadige fall i rentenivået gjort det mulig for husholdningene å refinansiere sine lån til lave renter. Det har vært en viktig faktor bak den sterke forbruksveksten. Høyere lange renter vil bidra til å dempe etterspørselen både etter refinansiering og boliger, og kan utløse en korreksjon av boligprisene. Et kraftig fall i boligprisene vil ramme husholdningenes forbruk, og kan ødelegge for et oppsving i økonomien. Hvis den generelle veksten i den amerikanske økonomien tar seg opp som forventet, vil husholdningenes posisjon styrkes, og forhåpentlig oppveie effekten av høyere renter, slik at et kraftig fall i boligprisene unngås.

Industriproduksjonen økte med sterke 0,5 prosent i juli, etter å ha vist en svak utvikling det siste året. Oppgangen var bred, med det største bidraget fra økt bilproduksjon. Sett i sammenheng med andre positive tegn i det makroøkonomiske bildet, kan dette være en indikasjon på at industrien er på vei mot bedre tider. Det er flere faktorer som kan understøtte en gjenoppheving i industrien. Lagerbeholdningene er svært lave, slik at økt etterspørsel raskt vil slå ut i økt produksjon. Dessuten er forholdene lagt til rette med lave renter og lav inflasjon, svak dollar og ekspansiv finanspolitikk. For at en konjunkturoppgang skal fortsette og forsterkes er en robust vekst i investeringene viktig. Kapasitetsutnyttelsen er imidlertid fremdeles lav. Det begrenser behovet for nyinvesteringer. Svak internasjonal etterspørsel og sviktende eksport kan også hindre et robust oppsving i industrien i første omgang.

Den amerikanske dollaren har svekket seg kraftig siden begynnelsen av 2002. Frem til midten av juni i år svekket den seg med nær 20 prosent handelsvekt og 35 prosent mot euro. Siden har den imidlertid styrket seg noe igjen, henholdsvis med om lag 4 og 7 prosent.

BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2001 - 2004 gitt på ulike tidspunkter
Prosent



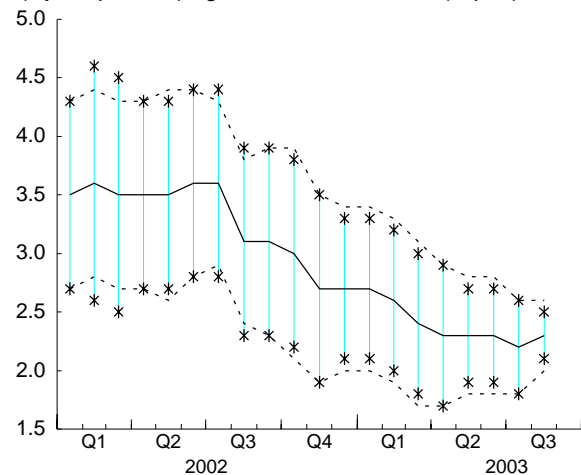
Kilde: Consensus Forecasts.

Én euro kostet i begynnelsen av september 1,10 dollar. Dollarsvekkelsen innebærer at amerikanske produsenters internasjonale konkurransekraft er betydelig styrket. Riktignok modereres de positive effektene på kort sikt av at etterspørselen fra euroområdet og Canada, som det meste av depresieringen har skjedd mot, er svekket på grunn av den svake økonomiske utviklingen i disse landene. Like fullt vil en svakere dollar etter hvert bidra til å styrke handelsbalansen. Utenlandsk etterspørsel kan dermed bidra til å opprettholde samlet etterspørsel.

Innenlandsk etterspørsel understøttes av ekspansiv finanspolitikk. Nylig vedtatte skatteuttak er allerede på vei til skattebetalernes lommer. Mesteparten i form av rabattsjekker, utbetalt direkte til husholdningene. Det er også andre tiltak, blant annet reduksjon av skatteulempen for gifte, men disse vil først effektueres på nyåret og er av mindre betydning for det store bildet. Økte militærutgifter gir også ekspansive effekter. Samlet er budsjettbalansen svekket og flere stater sliter med ikke opprettholdbare budsjettunderskudd. Det vil derfor måtte skje en betydelig finanspolitisk innstramning i USA i løpet av de nærmeste årene.

Bedre nøkkeltall for den amerikanske økonomien har sendt lange renter oppover. Rentene på ti års statsobligasjoner har siden slutten av juli steget markert, riktignok fra historisk lave verdier. Underliggende inflasjon har holdt seg rundt 1,5 prosent de siste fire månedene. Det understøtter inntrykket av at økonomien har stabilisert seg og at faren for deflasjon har avtatt. Lange renter diskonterer nå inn økt vekst og inflasjon. Den amerikanske sentralbanken holder fortsatt de korte rentene på et rekordlavt nivå for å stimulere økonomien. Veksten er fremdeles skjør, og rentene vil trolig ikke settes opp før arbeidsmarkedet tar seg klart opp.

BNP-vekstanslag for USA for 2003 på ulike tidsp.
Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- 2 "normalt" avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

Europa

Europeiske aksjemarkeder har steget kraftig siden mars. Lange renter har dessuten trukket opp i sommer. En viktig årsak er positive signaler fra den amerikanske økonomien. Økonomiske data har imidlertid ikke understøttet denne optimismen, og tall for 2. kvartal har avslørt en svak utvikling i store deler av euroområdet. Både i Tyskland, Frankrike og Italia, euroområdets tre største økonomier, falt BNP i 2. kvartal, og det forventes at BNP vil falle for hele euroområdet sett under ett. Svak innenlandsk etterspørsel, strammere pengepolitikk enn i USA, og virkningene av den sterke euroen har bidratt til den svake utviklingen.

Avstanden mellom optimistiske forventninger, reflektert ved stigende aksjemarkeder og stigende lange renter, og svake tall for 2. kvartal, gir grunn til bekymring: Faren for at vi får se nye fall i europeiske aksjemarkeder fremover har økt, noe som også vil ramme forbruk og investeringer.

Euroen har styrket seg med nær 30 prosent mot dollar det siste halvannet året, til tross for en svekkelse de siste to månedene. Den kraftige appresieringen rammer konkurranseutsatt sektor. Konkurranseevnen er særlig svekket mot USA og land som har bundet sin valuta til amerikanske dollar, som Kina og til en viss grad Japan, men også mot Storbritannia. Styrkingen av euro har spist opp store deler av lettelsen i pengepolitikken som rentekuttene hittil har medført.

Den sterke euroen har sammen med den svake økonomiske utviklingen dempet prisveksten. Den relativt stramme pengepolitikken de siste årene har gjort plasseringer i europeiske verdipapirer relativt attraktive og således bidratt til eurostyrkingen. Samtidig har den bidratt til lavere inflasjon gjennom å dempe investe-

Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder

Årlig endring i prosent

	BNP-vekst						Konsumprisvekst					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1999	2000	2001	2002	2003	2004
USA												
NIESR	4,1	3,8	0,3	2,4	2,4	3,0	1,6	2,5	2,0	1,4	2,1	3,0
ConsF	4,1	3,8	0,3	2,4	2,3	3,7	2,2	3,4	2,8	1,6	2,2	1,7
EU-kom	4,1	3,8	0,3	2,4	2,4	2,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,0	1,7
OECD	4,1	3,8	0,3	2,4	2,5	4,0	2,2	3,4	2,8	1,6	2,4	1,7
Japan												
NIESR	0,2	2,8	0,4	0,1	0,7	1,0	-0,7	-1,2	-1,5	-1,6	-0,9	-0,7
ConsF	0,8	2,4	0,4	0,2	1,0	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,4	-0,6
EU-kom	0,7	2,4	0,4	0,3	1,5	1,3	-0,3	-0,7	-0,6	-0,9	-0,6	-0,7
OECD	0,7	2,6	0,4	0,3	1,0	1,1	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0
EMU												
NIESR	2,8	3,5	1,5	0,8	0,6	1,8	1,2	2,2	2,5	2,3	1,8	1,0
ConsF	2,8	3,5	1,4	0,8	0,6	1,6	1,1	2,2	2,7	2,3	1,9	1,4
EU-kom	2,8	3,5	1,5	0,9	1,0	2,3	1,1	2,4	2,5	2,2	2,1	1,7
OECD	2,8	3,6	1,5	0,9	1,0	2,4	1,1	2,4	2,5	2,4	2,0	1,6
Handelspartnere												
NIESR	3,0	3,7	1,4	1,3	1,1	2,1	1,2	1,8	2,1	1,8	1,9	1,3
ConsF	3,1	3,5	1,3	1,3	1,1	2,1	1,3	2,2	2,5	2,0	2,0	1,6
EU-kom	3,1	3,5	1,3	1,3	1,4	2,3	1,2	2,0	2,4	1,9	2,0	1,6
OECD	3,1	3,5	1,3	1,3	1,4	2,5	1,4	2,1	2,5	2,1	2,0	1,6

Kilder: EC fra april, OECD fra juni, NIESR fra juli, og Consensus Forecasts fra august. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

ringer og forbruk. Tyskland, der den økonomiske utviklingen er svakest, har også lavest inflasjon.

Den europeiske sentralbanken har kuttet sin styringsrente med 0,75 prosentpoeng hittil i år, til 2 prosent. Inflasjonen kom under ESBs øvre grense på 2 prosent for første gang på mer enn tre år i mai. Det synes klart at inflasjonspresset er avtagende. Spesielt stagnasjonen i industrien, men også den generelt svake økonomiske utviklingen, trekker i retning av lave renter en god stund fremover. Vi legger til grunn at rentene tar seg gradvis opp fra 3. kvartal neste år.

Både Tyskland, Frankrike og Portugal ligger an til å overskride vekst- og stabilitetspaktens øvre grense for offentlige budsjettunderskudd på 3 prosent av BNP i år. Også Italia er i faresonen. Tyskland og Frankrike har den senere tiden signalisert at det går mot overskridelse også neste år. Det innebærer i så fall brudd med vekst- og stabilitetspakten for tredje året på rad. Strenge budsjettkrav kan bidra til å forlenge lavkonjunkturen, og pakten har vært under hard kritikk. Budsjettunderskuddene har bidratt til å begrense nedturen, men er ikke opprettholdbare på sikt. Mulighetene for en mer ekspansiv finanspolitikk i euroområdet fremover er derfor begrenset.

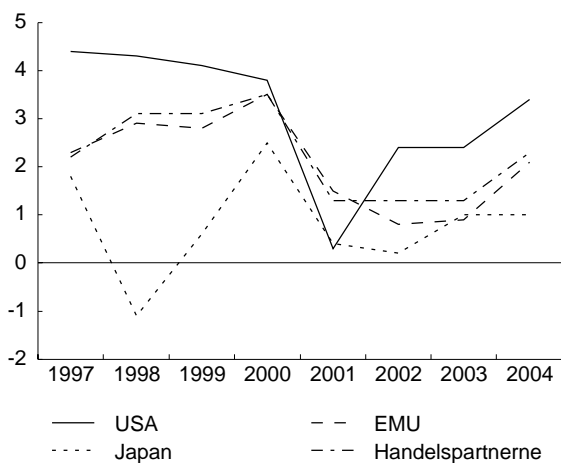
I Tyskland falt BNP med 0,1 prosent i 2. kvartal. Det er det tredje kvartalet på rad med negativ økonomisk vekst. Den svake verdensøkonomien kombinert med en sterk euro har bidratt til en svak eksportutvikling, og den moderate økningen i innenlandsk etterspørsel

var ikke tilstrekkelig til å oppveie det negative bidraget fra utenrikshandelen. Tyskland er den største økonomien i euroområdet, og den svake utviklingen får dermed ringvirkninger for resten av regionen.

Tysklands problemer skyldes en blanding av strukturelle problemer og svak konjunkturutvikling. Regjeringen jobber for å innføre sitt reformforslag «Agenda 2010», der sentrale punkter er nedskjæringer i sosiale støtteordninger som sykepenger og arbeidsledighetstrygd, og svekket oppsigelsesvern. Slike reformer kan virke ekspansivt på lengre sikt, men den relativt eksportorienterte tyske økonomien synes avhengig av drahjelp fra et internasjonalt oppsving for å komme seg ut av lavkonjunkturen.

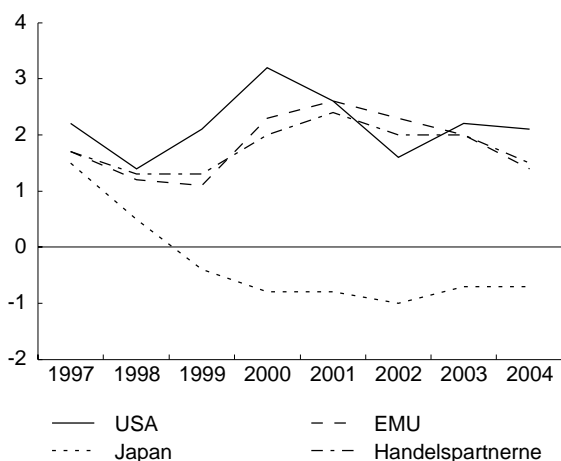
Det ventes svak vekst i euroområdet også i andre halvår i år. Høy arbeidsledighet vil bidra til at husholdningenes etterspørsel forblir lav. Forventningsundersøkelser har gitt noen indikasjoner om bedre fremtidstro i næringslivet, men det er foreløpig ingen tegn til at investeringene er i ferd med å ta seg opp. ESBs rentekutt så langt i år vil stimulere aktiviteten noe, og det kan komme ytterligere kutt i løpet av høsten. Bidrag fra finanspolitikken blir imidlertid av begrenset karakter. Den høye ledigheten begrenser inntektsveksten og husholdningenes forbruk, og vekstimpulsene vil i første omgang komme gjennom økt eksport, ettersom aktiviteten tar seg opp internasjonalt, og da særlig i USA. Det er dermed lite som tyder på et raskt omslag i euroøkonomien. Vi legger til grunn at veksten først vil ta seg opp fra første halvår neste år.

BNP-vekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



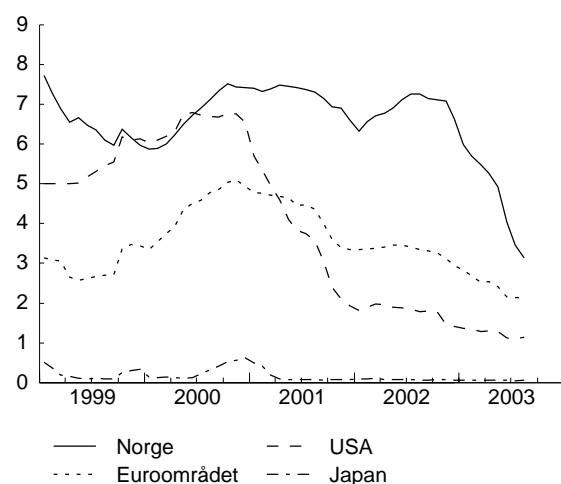
Kilder: Gj.sn. av anslag fra NIESR i juli 2003, CF i august 2003, EU-komm. i april 2003 og OECD i juni 2003.

Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



Kilder: Gj.sn. av anslag fra NIESR i juli 2003, CF i august 2003, EU-komm. i april 2003 og OECD i juni 2003.

Internasjonale renter 3-måneders eurorente



Kilde: Norges Bank.

Utenfor euroområdet har Storbritannia opplevd svak vekst i årets første halvår. Det skyldes blant annet svak internasjonal etterspørsel. Økt usikkerhet omkring Irak-krigen kan også ha hatt betydning. Arbeidsmarkedet er fortsatt godt. Arbeidsledigheten har holdt seg i overkant av 3 prosent de siste årene. Sysselsettingen i servicenæringer og offentlig sektor har økt, mens industrien fortsetter å avgi arbeidskraft. Industrien rammes av den svake utviklingen i euroområdet. Svekkelsen av pundet har styrket konkurransekraften, og industriproduksjonen ser ut til å stabilisere seg. Etter å ha falt 6 måneder på rad økte industriproduksjonen med 0,1 prosent i juni. Husholdningenes forbruk holdt seg godt oppe gjennom den internasjonale lavkonjunkturen, understøttet av en den kraftige boligprisveksten. Høy gjeld og avtakende prisvekst på boliger siden i våres kan bidra til å dempe husholdningenes forbruk fremover. I motsatt retning trekker det sterke arbeidsmarkedet og det lave rentenivået. Bank of England har satt ned styringsrenta med 0,25 prosentpoeng to ganger siden årsskiftet, senest i juni, og renta er nå 3,5 prosent. Den ekspansive pengepolitikken vil understøtte veksten fremover, sammen med økt internasjonal etterspørsel, og veksten ventes å ta seg opp fra første halvår neste år.

I Sverige har den økonomiske veksten vært svak siden 3. kvartal i fjor. I løpet av våren har imidlertid veksten tiltatt noe. Husholdningenes forbruk og nettoeksporten bidro til sterkere samlet etterspørsel i 2. kvartal, selv om investeringer og offentlig forbruk trakk i motsatt retning. Kommunal streik førte til at offentlig forbruk falt i 2. kvartal. Det vil kompenseres med høyere forbruk i 3. kvartal. Deretter ventes det offentlige forbruket å vokse relativt langsomt. Forventningsundersøkelser tyder på optimisme i husholdningene, og lave renter vil bidra til at husholdningsforbruket fortsetter å øke fremover. Bruttoinvesteringene falt i 2. kvartal, og har vist en svak utvikling det siste året. Den svake utviklingen i industrien bidrar til dette bildet. Veksten i servicesektoren har holdt seg oppe, og industriproduksjonen ventes å ta seg opp etter hvert som veksten tar seg opp ute. Riksbanken satte ned styringsrenten med ett prosentpoeng fra mars til juli. Det må ses i sammenheng med at inflasjonen har avtatt, og nå er nær målet på 2 prosent. Den svenske kronen har styrket seg, men er ikke tilbake på nivået fra 2000, da svekkelsen begynte. Kronen ventes å styrke seg ytterligere uansett utfall av folkeavstemningen om deltakelse i ØMU 14. september. Et forsiktig internasjonalt oppsving og en sterkere krone vil bidra til at eksportoppgangen blir moderat. Samlet er vekstutsiktene noe bedre enn i vår. Det skyldes først og fremst lysere utsikter internasjonalt og økt forbruk i husholdningene.

Japan

I Japan tok BNP-veksten seg opp i 2. kvartal, til 0,6 prosent, eller 2,3 prosent på årsbasis, etter å ha avtatt gradvis gjennom de tre foregående kvartalene. Det viktigste bidraget kom fra økt eksport. Også husholdningenes forbruk viser en positiv tendens, og økte for andre kvartal på rad. Også i Japan har obligasjonsrentene steget på bakgrunn av positive nøkkeltall den siste tiden. Utviklingen i aksjemarkedet indikerer også økte vekstforventninger. Siden begynnelsen av mai har Nikkei-indeksen steget med 25 prosent. De strukturelle problemene i den japanske økonomien er imidlertid fortsatt uløste, noe som tilsier at et robust omslag fortsatt vil la vente på seg.