

# Internasjonal økonomi

I euroområdet har veksten tatt seg moderat opp det siste året. Den internasjonale oppgangen har gitt et oppsving i eksporten, og husholdningenes forbruk har de siste to kvartalene igjen vist vekst, etter en svak utvikling gjennom 2003. I USA avtok BNP-veksten i 2. kvartal. Særlig viste husholdningenes forbruk en svak utvikling. Husholdningsforbruket tok seg imidlertid noe opp i juli. Eksporten utvikler seg fortsatt positivt, og - enda viktigere - næringslivets investeringer viser en sterk vekst. Vi legger til grunn en dempet, men fortsatt god vekst i USA den nærmeste tiden, og at konjunkturtoppen passerer i første halvår neste år. I euroområdet forblir oppsvinget moderat, og vi legger til grunn en markert avmatning mot slutten av 2005.

## USA

I USA økte BNP med en årlig rate på 2,8 prosent i 2. kvartal. Det var en markert nedgang sammenliknet med den sterke veksten siden våren 2003. Nedgangen skyldes hovedsakelig et markert fall i husholdningenes forbruksvekst, som ikke har vært svakere siden 1995. Boligmarkedet er fortsatt sterkt, understøttet av lave renter. Næringslivets investeringer fortsetter å øke, og gir sammen med sterk eksportvekst, vekstimpulser til den amerikanske økonomien. Importveksten er fortsatt sterk, og underskuddet på handelsbalansen viser fortsatt en økende trend, selv om julitallet ble litt lavere enn for foregående måned.

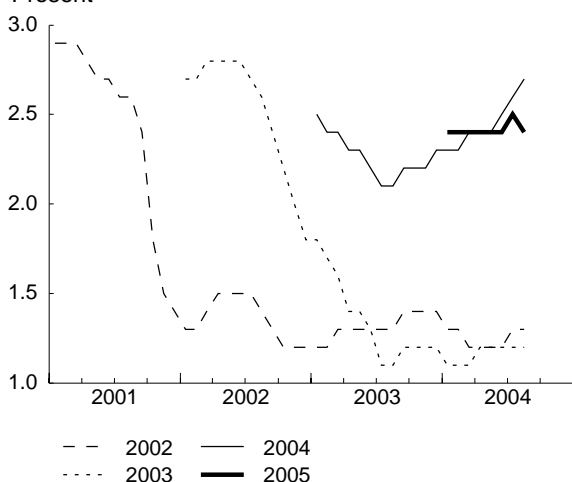
Sysselsettingen økte markert i vår, men tilbudet av arbeidskraft har også økt. I juni avtok sysselsetningsveksten markert i de fleste næringer. I juli fortsatte

denne utviklingen i tjenesteytende næringer, særlig i finansnæringen, mens veksten tok seg noe opp igjen i industrien. Den svake utviklingen i sommermånedene kan være en korreksjon etter den sterke veksten i vår, og vi antar at sysselsetningsveksten vil ta seg opp igjen utover høsten. Nivået på sysselsettingen er fremdeles betydelig lavere enn ved forrige topp i 2001. Arbeidsledigheten falt i juli til 5,5 prosent, etter å ha ligget relativt stabilt rundt 5,6 prosent siden årsskiftet. Fortsatt økt tilbud av arbeidskraft vil bidra til å begrense nedgangen i arbeidsledighetsraten fremover.

Den sterke veksten i boliginvesteringene fortsetter nå på tredje året. Etter noe dempet vekst gjennom vinteren i år, tok veksten seg igjen kraftig opp i 2. kvartal i år. Boomen i boliginvesteringene har først og fremst vært drevet av de kraftige rentenedsettelsene i USA gjennom 2001, som har gått sammen med en omfattende refinansiering og nytegning av langsiktige boliglån til lavere renter. Rentene i USA er nå på vei opp. Selv om det ikke er tegn til at impulsene fra den forutgående rentenedgangen ennå er uttømt, må en vente at veksten i boliginvesteringene framover etter hvert vil avta markert.

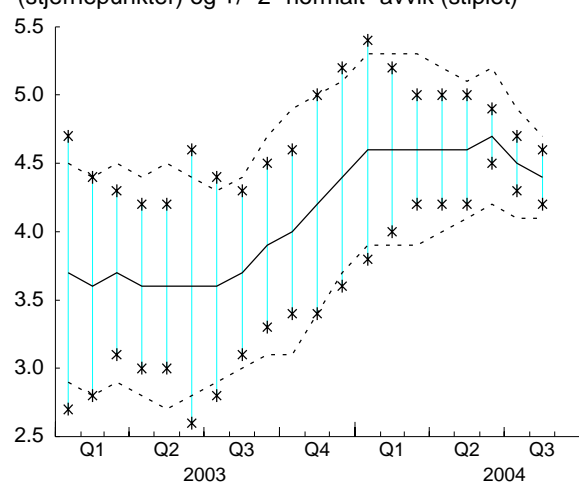
Husholdningenes forbruk, som lenge har vært den viktigste drivkraften i amerikansk økonomi, viste en svak utvikling i 2. kvartal. En viktig årsak er den kraftige prissøkningen på bensin. Høye oljepriser slår rasket gjennom i bensinprisene i USA. Disponibel inntekt reduseres dermed på samme måte som ved en skatteøkning. I juli økte imidlertid forbruksveksten

**BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2002 - 2005 gitt på ulike tidspunkter**  
Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

**BNP-vekstanslag for USA for 2004 på ulike tidsp.**  
Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- 2 "normalt" avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

igjen, hovedsakelig som en følge av økt bilsalg, stimulert av gunstige tilbud etter svakt salg i juni. Så langt har forbruksveksten i stor grad vært lånefinansiert. Rekordlave renter har stimulert husholdningenes etterspørsel. Rentene er i ferd med å stige, og utviklingen i arbeidsmarkedet blir desto viktigere for at forbruksveksten skal holde seg oppe fremover.

Veksten i industriproduksjonen har tatt seg opp siden i fjor sommer, etter en lang periode med svak utvikling, men produksjonsnivået er fremdeles lavere enn toppen i 2000. I juni falt industriproduksjonen med 0,3 prosentpoeng, mens den økte tilsvarende i juli. Det var særlig et fall i produksjonen av forbruksvarer som forårsaket fallet i juni. Det kan relateres til den svake konsumveksten i 2. kvartal. Produksjonsveksten ventes å tilta utover høsten, hjulpet av at husholdningenes forbruk tar seg opp igjen og at veksten i næringslivets investeringer fortsetter.

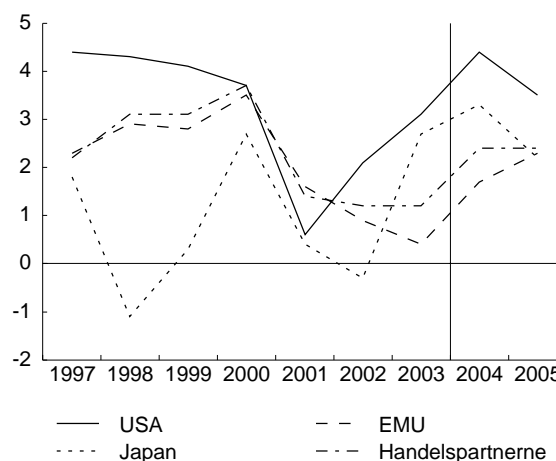
Veksten i bedriftenes investeringer tok seg godt opp igjen i 2. kvartal, etter et hvileskjær i kvartalet før. Det er i næringslivets investeringer nøkkelen til fortsatt høy vekst i den amerikanske økonomien ligger. Den finansielle situasjonen i bedriftene er god, og hvis bedriftene fortsetter å øke sine investeringer kan de avlaste husholdningene og offentlig sektor som vekstmotor innenlands.

Konsumprisindeksen falt med 0,1 prosentpoeng i juli. Det skyldes først og fremst at bensinprisene falt, etter å ha økt markert i månedene før. Sammenliknet med samme måned året før steg konsumprisene med 3 prosent. Kjerneinflasjonen, målt ved prisveksten uten energi og matvarer, økte med 1,8 prosent. Etter å ha økt kraftig i vår har prisveksten flatet ut de siste månedene, og kjerneinflasjonen er fremdeles lav i en historisk målestokk. Arbeidsledigheten er relativt høy, og kapasitetsutnyttelsen i den amerikanske økonomien er fremdeles lav. Det bidrar til å dempe prisstigningen fremover. Store underskudd på offentlige budsjetter begrenser dessuten potensialet for nye finanspolitiske stimulanser.

Den amerikanske sentralbanken har satt opp styringsrenta med 0,25 prosentpoeng to ganger i sommer, til 1,5 prosent. Fallet i BNP-veksten i 2. kvartal kan bidra til at den videre renteoppgangen kommer senere enn det som tidligere har vært priset inn i pengemarkedet. Den amerikanske sentralbanken har imidlertid signalisert at den ventet at økonomien bare tok et hvileskjær i 2. kvartal og at veksten vil ta seg opp igjen utover høsten.

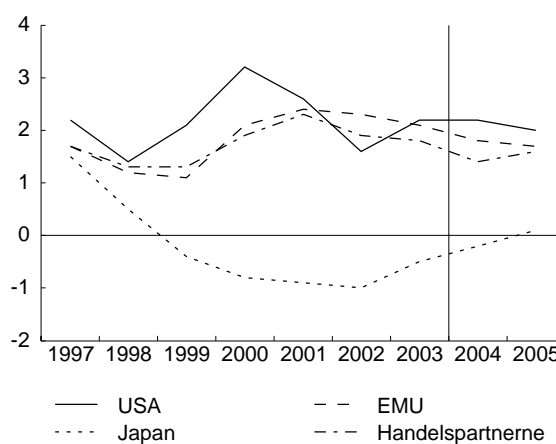
Den amerikanske dollaren svekket seg kraftig mot de fleste valutaer fra vinteren 2002 til tidlig i 2004. Handelsvektet svekket dollaren seg med rundt 30 prosent, og om lag 40 prosent mot euro. Noen latinamerikanske og asiatiske valutaer - blant annet den kinesiske - med fast kurs mot dollaren, utgjorde unntakene.

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



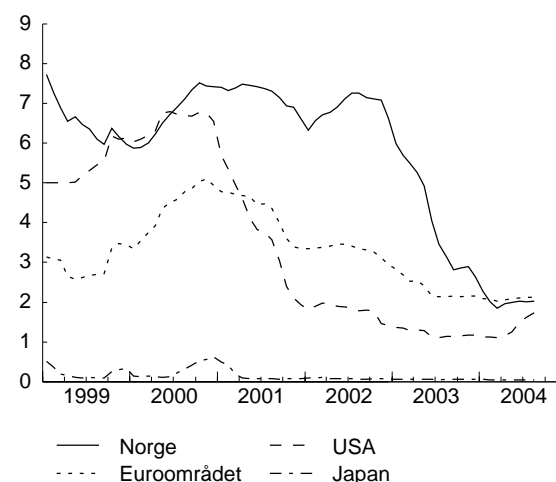
Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

### Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

### Internasjonale renter 3-måneders eurorente



Kilde: Norges Bank.

Siden februar i år har dollaren styrket seg med 2-3 prosent handelsvektet og mot euro. Vi forutsetter at dollaren vil holde seg på 1,20 mot euro ut prognoseperioden, om lag på dagens nivå.

Aksjemarkedet, som tok seg godt opp gjennom fjoråret, har stagnert i år. Stigende oljepriser har nok bidratt til å legge en demper på utviklingen. Lange renter har trukket ned blant annet som en følge av at BNP-veksten i 2. kvartal ble lavere enn ventet. Næringslivets investeringer ser ut til å være i sterk vekst. Internasjonal etterspørsel har dessuten tatt seg godt opp det siste året, og eksporten har økt markert. Store underskudd på offentlige budsjetter og høy gjeld i husholdningene gjør imidlertid at vekstpotensialet for innenlandsk etterspørsel likevel er begrenset fremover. Selv om forventningsundersøkelser indikerer fortsatt optimisme både i husholdningene og i næringslivet, er optimismen noe dempet den siste tiden. Ledende indikatorer for amerikansk økonomi peker også mot klart svakere vekst framover. Basert på en normal konjunktursykel legger vi til grunn for våre prognoser at konjunkturtoppen passerer i løpet av første halvår 2005. Det er på linje med anslagene i vår forrige konjunkturrapport. Usikkerheten ligger imidlertid nå på nedsiden, en kan ikke se bort fra at konjunkturtoppen kan passerer allerede i løpet av inneværende i år.

### **Euroområdet**

I euroområdet ser den økonomiske veksten ut til å ha fått fotfeste, men er fortsatt svak til en konjunkturoppgang å være. BNP-veksten har ligget rundt 2 prosent det siste året, etter et par år med svak vekst. Det internasjonale oppsvinget har vært drivkraften, og eksporten gir fremdeles det viktigste vekstbidraget. Veksten i husholdningenes etterspørsel tok seg opp i 1. kvartal i år, men veksten falt noe tilbake i 2. kvartal. Veksten i offentlig etterspørsel tok seg derimot sterkt opp i 2. kvartal, etter nær nullvekst kvartalet før. Et oppsving i investeringene lar fortsatt vente på seg, og arbeidsmarkedet er fortsatt svakt.

Arbeidsledigheten har vært stabil rundt 9 prosent det siste halvannet året, og det er ikke klare tegn til at den vil falle den nærmeste tiden. Det er store forskjeller internt i euroområdet. Luxembourg, Østerrike og Irland har de laveste ledighetsratene, i overkant av 4 prosent, mens Spania har den høyeste ledigheten på rundt 11 prosent. I de to største økonomiene, Tyskland, og Frankrike, var ledigheten i juli på henholdsvis 9,9 og 9,5 prosent.

Veksten i husholdningenes etterspørsel har tatt seg noe opp siden i fjor sommer. 1. kvartal i år viste den sterkeste veksten på tre år, på 0,6 prosent sammenliknet med kvartalet før. Veksten falt imidlertid tilbake til 0,3 prosent i 2. kvartal. Den svake utviklingen i arbeidsmarkedet legger imidlertid en demper på husholdningenes kjøpelyst.

Mens husholdningenes etterspørsel har økt gjennom det siste året, har veksten i offentlig etterspørsel vist en fallende tendens. I 2. kvartal økte imidlertid offentlig konsum med 0,6 prosent. Det ventes likevel ikke nye impulser fra finanspolitikken fremover. Det skyldes at offentlige budsjetter er under press etter en lang periode med store underskudd.

Industriproduksjonen falt i juni, etter å ha tatt seg opp utover i første halvår i år, hjulpet av det økonomiske oppsvinget internasjonalt. Tall for enkelte land for juli gir et noe blandet inntrykk, men en klar vekst i tysk industriproduksjon denne måneden vil opplagt måtte bidra godt til samlet industriproduksjon i euroområdet. Eksporten fra euroområdet har økt markert det siste halvåret, til tross for den sterke euroen. I 2. kvartal økte eksporten med 3,7 prosent, det vil si tilsvarende en årlig rate på over 15 prosent. Det er vareeksporten som øker, mens eksporten av tjenester har falt siden slutten av 2002. Etter hvert som industrien nærmer seg kapasitetsgrensen er det ventet at deres investeringer tiltar. I tillegg skaper dyr arbeidskraft et press for å bedre produktiviteten. Imidlertid vil det være et alternativ for mange bedrifter å investere utenfor euroområdet, i så fall vil oppsvinget i investeringene utebli, og dermed reduseres potensialet for videre konjunkturoppgang.

På begynnelsen av 1990-tallet reduserte Tyskland arbeidsuken fra 40 til 35 timer, og Frankrike fulgte etter i 2000. De store fagforeningene - som tyske IG-metall - er svekket, og trusselen om flytting av arbeidsplasser til Øst-Europa og andre steder med billigere arbeidskraft og lavere skattenivå har ført til at de ansatte flere steder nå har gått med på å utvide arbeidsuken til 40 timer igjen uten lønnskompensasjon. Pågående arbeidsmarkedsreformer skal gjøre arbeidsmarkedet i euroområdet mer fleksibelt. Det skal bli lettere å si opp arbeidstakere, og mindre attraktivt å heve ledighetstrygd.

Fortsatt produktivitetsvekst vil bidra til å begrense veksten i sysselsettingen fremover. Veksten i husholdningenes forbruk, som har tatt seg opp siden i fjor sommer, ventes å øke ytterligere fremover. Det vil etter hvert bidra til økt sysselsetting i produksjon av forbruksvarer og i tjenesteytende næringer.

Konsumprisene steg kraftig i vår som følge av stigende oljepris, og har siden april vært høyere enn 2 prosent, som danner en øvre grense for inflasjonsmålet til den europeiske sentralbanken (ESB). I juni og juli har imidlertid prisstigningen avtatt. I juli var prisstigningen på 2,3 prosent, sammenliknet med samme måned året før, ned fra 2,5 prosent i mai. Det skyldes hovedsakelig fall i klesprisene, men utviklingen i sommermånedene kan tyde på at inflasjonen har stabilisert seg noe. Kjerneinflasjonen - inflasjonen justert for energi, matvarer, alkohol og tobakk - har vært relativt stabil i underkant av 2 prosent så langt i år, etter å ha

**Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder**

Årlig endring i prosent

	BNP-vekst						Konsumprisvekst					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>USA</b>												
NIESR	3,7	0,5	2,2	3,1	4,3	3,1	2,5	2,0	1,4	1,8	2,5	2,3
ConsF	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4	3,6	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	2,4
EU-kom	3,7	0,5	2,2	3,1	4,2	3,2	3,4	2,8	1,6	2,3	1,4	1,2
OECD	3,7	0,5	2,2	3,1	4,7	3,7	3,4	2,8	1,6	2,3	2,3	2,0
<b>Japan</b>												
NIESR	2,8	0,4	-0,3	2,7	2,5	2,1	-1,2	-1,6	-1,3	-1,4	-0,3	0,3
ConsF	2,8	0,4	-0,3	2,5	4,3	1,9	-0,7	-0,7	-1,0	-0,3	-0,1	0,0
EU-kom	2,8	0,4	-0,3	2,7	3,4	2,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	0,2
OECD	2,8	0,4	-0,3	2,7	3,0	2,8	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2	0,1
<b>EMU</b>												
NIESR	3,5	1,6	0,9	0,4	1,8	2,3	2,0	2,4	2,3	2,1	1,6	1,8
ConsF	3,5	1,6	0,9	0,5	1,8	2,1	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,8
EU-kom	3,5	1,6	0,9	0,4	1,7	2,3	2,1	2,4	2,3	2,1	1,8	1,8
OECD	3,5	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,1	2,4	2,3	2,1	1,7	1,4
<b>Handelspartnere</b>												
NIESR	3,7	1,4	1,2	1,1	2,3	2,5	1,8	2,2	1,9	1,8	1,5	1,8
ConsF	3,7	1,5	1,3	1,2	2,7	2,4	1,9	2,2	1,9	1,7	1,5	1,7
EU-kom	3,6	1,4	1,3	1,1	2,3	2,4	1,9	2,3	1,9	1,8	1,4	1,5
OECD	3,7	1,4	1,3	1,2	2,3	2,7	1,9	2,3	1,9	1,8	1,3	1,5

Kilder: EC fra april 04, OECD fra mai 04, NIESR fra april 04, og Consensus Forecasts fra august 04. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

økt noe i fjor høst. Det ser dermed ikke ut til å være noen fare for at inflasjonen skal komme ut av kontroll. Styrkingen av euro og økt import fra lavkostland trekker i samme retning.

Forventningsundersøkelser indikerer at optimismen har bedret seg noe i husholdningene og i næringslivet. Husholdningenes etterspørselsvekst har økt noe siste halvår, men det ventes ikke nye etterspørselsimpulser over offentlige budsjetter og samlet innenlandsk etterspørsel er moderat. Euroområdet er avhengig av fortsatt høy internasjonal etterspørsel for at oppsvinget skal fortsette. Det kan stimulere til økt investering i næringslivet og generere nye arbeidsplasser. Vi legger til grunn at veksten fortsetter å ta seg opp fremover, men at oppsvinget blir moderat, og at euroøkonomien passerer konjunkturtoppen mot slutten av 2005.

ESBs styringsrente har ligget fast på 2 prosent siden juni i fjor. Selv om inflasjonen har ligget over inflasjonsmålet den siste tiden er det mye som trekker i retning av at ESB ikke vil sette opp renta med det første. Den økonomiske veksten er fortsatt moderat, arbeidsmarkedet svakt, og svake tall for 2. kvartal blant annet i USA og Japan skaper større usikkerhet omkring styrken på det internasjonale oppsvinget. Den videre utviklingen i oljeprisen er også viktig. En fortsatt høy oljepris vil isolert sett bidra til å trekke opp inflasjonen. På den andre siden vil høy oljepris dempe den økonomiske veksten, og lavere vekst vil isolert sett bidra til å dempe inflasjonsimpulsene. Vi legger til grunn for våre prognoser at renten settes opp med 0,4 prosentpoeng i første halvår neste år, og

at den blir satt ned igjen med 0,2 prosentpoeng høsten 2006, når euroøkonomien forutsettes å bli preget av en ny lavkonjunktur. Den beskjedne renteoppgangen må sees i sammenheng med at konjunkturoppgangen i euroområdet blir moderat. I en egen alternativberegning ser vi på konsekvensene for norsk økonomi av en sterkere renteoppgang både i euroområdet og Norge.

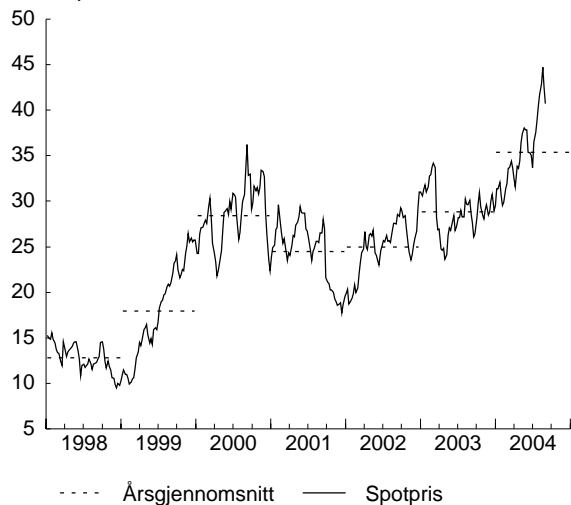
**Asia**

Høye oljepriser utgjør en trussel for den økonomiske veksten i en rekke asiatiske land. Den kraftige veksten i denne regionen, og særlig i Kina, har skapt stor etterspørsel etter olje, noe som har bidratt til å presse oljeprisene oppover. Det har medvirket til at inflasjonen har begynt å ta seg opp. Sterk investeringsvekst har imidlertid ført til overkapasitet i flere næringer. Sammen med stor tilgang på arbeidskraft bidrar det til å bremse inflasjonen. I Kina var inflasjonen på over 5 prosent i juni, den høyeste siden 1997. I andre asiatiske land er den høyere. Det legger press på pengepolitikken. Spesielt kan det bli vanskelig å opprettholde fastkurspolitikken mot amerikanske dollar.

Kina har sammen med USA vært den viktigste drivkraften bak det økonomiske oppsvinget internasjonalt. Den kinesiske økonomien fortsetter å vokse i høyt tempo, til tross for at myndighetene har iverksatt tiltak for å kjøle ned økonomien. Det har blant annet vært igangsatt tiltak for å begrense investeringene i sektorer der det er fare for overoppheting, særlig i bil-, stål- og sementindustrien. Likevel har investeringsveksten fortsatt gjennom første halvår i år. Vi

**Spotprisen råolje, Brent Blend. 1998-2004**

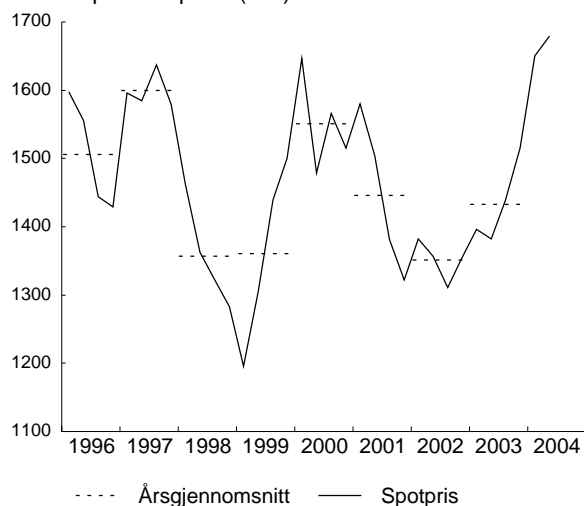
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

**Spotprisen på aluminium. 1996-2004**

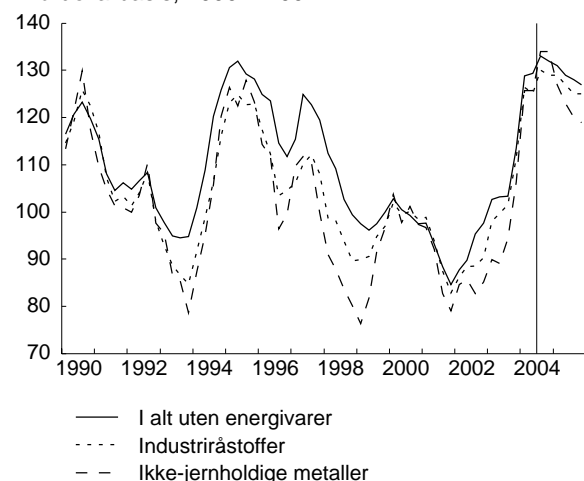
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

**Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2005**

På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.

legger til grunn fortsatt sterk vekst i den kinesiske økonomien fremover.

I Japan falt BNP-veksten kraftig i 2. kvartal i år, etter fire kvartaler med sterk vekst. Eksportveksten er fortsatt god, og har vært den viktigste drivkraften bak oppsvinget i den japanske økonomien, til tross for at japanske yen har styrket seg kraftig både mot amerikanske dollar og kinesiske yuan. Investeringsveksten har imidlertid avtatt de siste to kvartalene, og husholdningenes forbruk, som overrasket de fleste med en sterk utvikling mot slutten av fjoråret og inn i 1. kvartal, viste igjen svak vekst i 2. kvartal. Internasjonal etterspørsel vil bidra til å holde veksten oppe fremover, og vi legger til grunn at konjunkturtoppen passerer i første halvår 2005.

**Utviklingen på oljemarkedet**

Spotprisen på Brent Blend steg fra om lag 30 dollar per fat i slutten av desember i fjor til i overkant av 45 dollar per fat i midten av august. Siden har oljeprisen falt noe og lå i begynnelsen av september på vel 40 dollar per fat. Som gjennomsnitt over årets første 8 måneder har prisen vært om lag 35 dollar per fat, mot noe under 29 dollar i 2003.

Flere forhold har bidratt til den kraftige økningen i oljeprisen. For det første har den økonomiske veksten og dermed oljeetterspørselen tatt seg opp i flere deler av verden. I tillegg var lagrene av både råolje og ferdigprodukter lave, først og fremst i USA. Som følge av høy OPEC-produksjon har det vært lite ledig produksjonskapasitet i kartellet. Dette har bidratt til økt bekymring for konsekvensene av et produksjonsbortfall i Irak, Venezuela, Nigeria eller Russland og ført til store innkjøp på futuresmarkedet for olje. Oljeprisen har falt etter at OPEC ga forsikringer om at de vil øke sin produksjonskapasitet. Dessuten har produksjonen tatt seg noe opp i Irak og situasjonen i Venezuela og Nigeria er mer stabil.

International Energy Agency (IEA) forventer at oljeetterspørselen vil øke med 1,8 millioner fat per dag fra 2004 til 2005. Oppgangen er først og fremst forventet å komme i Asia og Midt-Østen. Samtidig forventer IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 1,2 millioner fat daglig, da spesielt i det tidligere Sovjetunionen, Vest-Afrika og Latin-Amerika. Dette fører til at residualetterspørselen som er rettet mot OPEC, vil øke noe neste år, slik at kartellet kan kapre markedsandeler fra andre produsenter.

OPEC har ikke offisielt endret sitt ønskede prismål, som sier at oljeprisen for en kurv av OPEC-oljer skal ligge mellom 22 og 28 dollar per fat, som tilsvarer 23 og 29 dollar per fat for Brent Blend. Oljeprisen har i hele år ligget over det ønskede intervall. Enkelte signaler fra sentrale OPEC-medlemmer tyder på at kartellet vil øke sitt prismål til mellom 28 og 35 dollar per fat.

Ifølge IEA stiger lagrene av råolje i OECD-området, slik at de nå er på gjennomsnittet av de siste fem årene. Dersom OPEC-landene fortsetter å produsere om lag en million fat over OPECs produksjonsmål, ser det ut til at lagrene av råolje i tredje kvartal i år vil øke med om lag to millioner fat per dag. Denne lageroppbyggingen er noe over det som er normalt i denne perioden av året og ser ut til å være tilstrekkelig til å sørge for at det er nok fyringsolje til vinteren. Dersom vinteren blir normalt kald, forventes det en liten økning i lagrene av råolje når vi ser siste kvartal i år og første kvartal neste år under ett, en periode der lagrene vanligvis reduseres mye. Det ser derfor ut til at oljeprisen kan falle til kartellets antatt nye ønskede intervall de nærmeste månedene. Fremover i prognoseperioden forventer vi derfor at oljeprisen vil ligge på om lag 32,5 dollar fatet. En slik utvikling er blant annet betinget av at OPEC fortsatt makter å øke sin produksjonskapasitet, slik at dagens bekymringer for konsekvensene av et produksjonsbortfall svekkes.