

Konjunkturtrendene

Internasjonal økonomi

Internasjonalt er det økonomiske vekstbildet fortsatt blandet. Det er fremdeles høy vekst i den amerikanske økonomien. I Euroområdet var den økonomiske utviklingen svak i fjor høst, etter en moderat oppgangsperiode fra sommeren 2003. I Japan har BNP falt de tre siste kvartalene, mens den kinesiske økonomien fortsetter å vokse i stor fart. Det er fortsatt utsikter til relativt høy vekst i USA i 2005, men vi legger til grunn at konjunkturtoppen passerer i løpet av sommeren, etterfulgt av en moderat konjunkturedgang. I Euroområdet ventes moderat vekst i år, og vi legger til grunn at nedgangen i USA vil smitte over på euroøkonomien mot slutten av 2005. Dette forløpet er i tråd med anslagene fra forrige rapport i desember i fjor, og impliserer en forholdsvis svak vekst i Norges viktigste eksportmarkeder i 2006 og 2007.

USA

I 4. kvartal var BNP-veksten i USA på 3,8 prosent fra kvartalet før, sesongjustert og målt som årlig rate. Det er fortsatt husholdningenes forbruk som er den viktigste drivkraften i økonomien, men også næringslivets investeringer bidrar til veksten. Eksportutviklingen er moderat, og importen fortsetter å øke kraftig, til tross for svekkelsen av amerikanske dollar. Dermed har underskuddet i utenrikshandelen fortsatt å øke. Aksjemarkedet tok seg noe opp på slutten av fjoråret, men har siden beveget seg sidelengs.

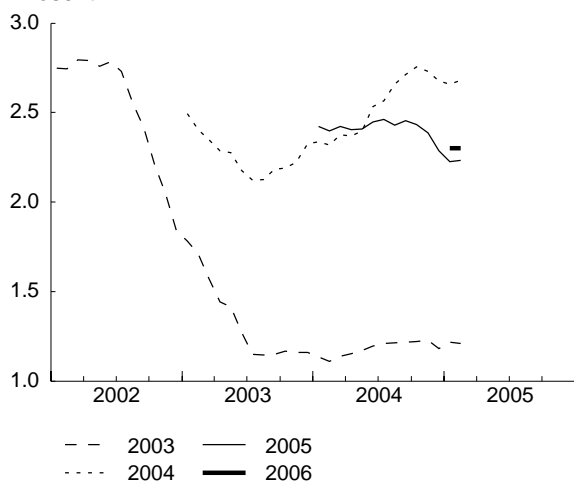
Sysselsettingsveksten tok seg opp i fjor vår, men har siden juni vist en moderat utvikling med en gjennomsnittlig tilvekst på 150 000 jobber i måneden. Det er

knapt nok til å veie opp for demografiske forhold. Det er først og fremst i tjenesteytende næringer at sysselsettingen øker. I industrien har sysselsettingsutviklingen vært svak lenge. Arbeidsledigheten har falt med 0,9 prosentpoeng siden toppen i juni 2003, og er nå rundt 5,4 prosent. Nedgangen i ledighet skyldes til dels lavt tilbud av arbeidskraft.

Husholdningenes forbruk viste høy vekst i 3. og 4. kvartal i fjor, med hhv. 5,1 og 4,2 prosent årlig rate, etter et svakt 2. kvartal. Rekordlave renter har stimulert forbruksveksten, som for en stor del har vært lånefinansiert. Gjeldsbelastningen er høy, og husholdningssektoren er sårbar for et fall i boligprisene. Rentene er nå på vei oppover. Det vil bidra til å dempe forbruksveksten framover, særlig etter boliger og varige forbruksvarer. Den høye oljeprisen har medført økt bensinpris, som gir en reduksjon i disponibel realinntekt på samme måte som en skatteøkning. Forventninger om at oljeprisen vil holde seg på et relativt høyt nivå en god stund framover, er i ferd med å feste seg i markedet. Det betyr i så fall at det ikke lenger forventes noen betydelig lettelse i «oljeskatten» framover. En økende del av forbruket rettes mot importerte varer. Det reduserer vekstimpulsene rettet mot den amerikanske økonomien. Dollarsvekkelsen vil imidlertid isolert sett bidra til en vridning av forbruket mot innenlandskproduserte varer.

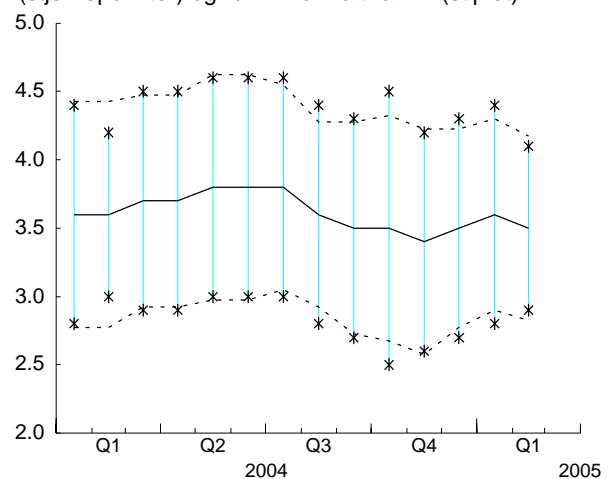
Industriproduksjonen har vokst moderat siden høsten 2003, etter en meget svak periode fra sommeren 2000. Kapasitetsutnyttelsen i industrien har økt, men

BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2003 - 2006 gitt på ulike tidspunkter
Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

BNP-vekstanslag for USA for 2005 på ulike tidsp.
Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- 2 "normalt" avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

er fortsatt lav for å være i en høykonjunktur. Det bidrar til å dempe investeringsveksten i industrien. Når det gjelder maskiner og IT-utstyr, har investeringsveksten tatt seg godt opp de siste to årene. Det har vært en viktig faktor bak oppsvinget i den amerikanske økonomien. Veksten i boliginvesteringene, som normalt leder på konjunkturforløpet, falt markert i 3. og 4. kvartal i fjor. Det kan indikere at oppgangskonjunktura nærmer seg slutten. Her spiller nok renteøkningene en rolle.

Prisstigningen har tiltatt det siste året etter en periode med lav inflasjon og lave renter. I januar steg konsumprisindeksen med 2,9 prosent fra samme måned året før. Det har sammenheng med den sterke oljeprisveksten. Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisindeksen justert for matvare- og energipriser, steg med 2,2 prosent januar. Rentene er på vei oppover. Den amerikanske sentralbankens styringsrente er satt opp gradvis med til sammen 1,5 prosentpoeng siden juni i fjor, og er nå 2,5 prosent. Markedet forventer ytterligere renteøkning framover.

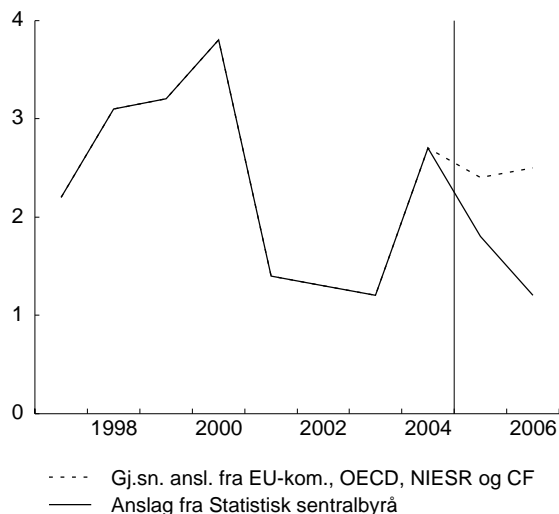
Potensialet for nye vekstimpulser fra innenlandsk etterspørsel begrenses av høy gjeldsbelastning hos husholdningene og store underskudd på offentlige budsjetter. Høyere renter vil bidra til å bremse husholdningenes forbruksvekst. Innstramming i finanspolitikken vil tvinge seg fram, og det er lenge til neste valg. Eksportveksten er moderat, selv om dollaren har sveket seg betydelig. Det har vært en fallende tendens i BNP-veksten siden høsten 2003. Vi legger til grunn at veksten fortsetter å avta framover, og at konjunkturtoppen passerer i løpet av våren. Det er i samsvar med en normal lengde på en konjunktursykel for den amerikanske økonomien, som er på om lag 5 år. Forrige konjunkturtopp var i 1. kvartal 2000. Ettersom næringslivets investeringer ikke har kommet på et høyt nivå under denne høykonjunktura, i motsetning til i forrige høykonjunktur, antar vi at nedgangen i 2006 og 2007 blir forholdsvis moderat.

Euroområdet

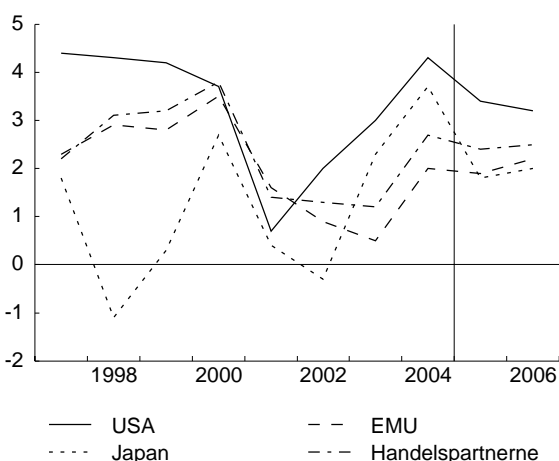
I euroområdet var veksten svak i fjor høst. I 3. kvartal vokste BNP med 0,25 prosent, og i 4. kvartal var veksten nede i 0,15 prosent. I den samme perioden falt eksporten markert. Styrkingen av euroen har bidratt til denne utviklingen. Innenlandsk etterspørsel øker fortsatt moderat, selv om husholdningenes etterspørsel tok seg noe opp i fjor høst. Særlig i Tyskland har den økonomiske utviklingen vært svak, og i 4. kvartal i fjor falt BNP med 0,2 prosent fra kvartalet før. Lav etterspørsel i Tyskland smitter over på hele euroøkonomien. Også den italienske økonomien er inne i en svak periode. I Frankrike og Spania ser det imidlertid noe lysere ut, og begge hadde en BNP-vekst på 0,8 prosent i 4. kvartal i fjor.

Arbeidsledigheten har bitt seg fast i underkant av 9 prosent i euroområdet de to siste årene. Svekkede

BNP-vekst for Norges handelspartnere

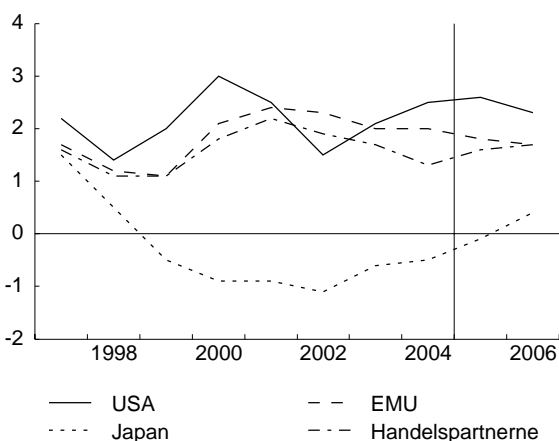


BNP-vekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



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.

Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder. Årlig endring i prosent

	BNP-vekst							Konsumprisvekst						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
USA														
NIESR	3,7	0,8	1,9	3,0	4,2	3,5	3,0	2,5	2,1	1,4	1,9	2,2	3,0	3,2
ConsF	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4	3,5	3,4	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	2,4	2,2
EU-kom	3,7	0,5	2,2	3,1	4,4	3,0	2,9	3,4	2,8	1,6	2,3	2,6	2,8	2,3
OECD	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4	3,3	3,6	2,5	2,1	1,4	1,9	2,1	1,8	1,6
Japan														
NIESR	2,8	0,2	-0,3	1,3	2,9	1,2	1,4	-1,2	-1,0	-1,2	-0,7	-0,6	0,1	0,5
ConsF	2,8	0,4	-0,5	2,5	2,9	1,1	1,8	-0,7	-0,7	-1,0	-0,3	0,0	0,0	0,3
EU-kom	2,8	0,4	-0,3	2,7	4,2	2,1	2,3	-0,7	-0,6	-0,9	-0,3	-0,2	0,2	0,3
OECD	2,8	0,4	-0,3	2,5	4,0	2,1	2,3	-1,3	-1,6	-1,3	-1,4	-1,5	-0,6	0,3
EMU														
NIESR	3,5	1,6	0,9	0,5	1,7	1,8	2,2	2,0	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6
ConsF	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	1,7	2,0	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,8	1,7
EU-kom	3,5	1,6	0,9	0,4	2,1	2,0	2,2	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,5	1,7
OECD	3,7	1,7	0,9	0,6	1,8	1,9	2,5	2,1	2,3	2,2	1,9	1,9	2,0	1,7
Handelspartnere														
NIESR	3,8	1,5	1,3	1,2	2,5	2,3	2,4	1,8	2,3	1,9	1,8	1,4	1,7	1,7
ConsF	3,8	1,5	1,3	1,3	2,7	2,3	2,3	1,8	2,2	1,8	1,7	1,3	1,5	1,7
EU-kom	3,7	1,4	1,4	1,3	2,9	2,4	2,4	1,8	2,2	1,8	1,8	1,5	1,7	1,8
OECD	3,9	1,5	1,3	1,3	2,7	2,5	2,7	1,7	2,2	1,9	1,7	1,2	1,7	1,8
SSB	3,8	1,4	1,3	1,2	2,7	1,8	1,2							

Kilder: EC fra oktober 04, OECD fra desember 04, NIESR fra januar 05, og Consensus Forecasts fra februar 05. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

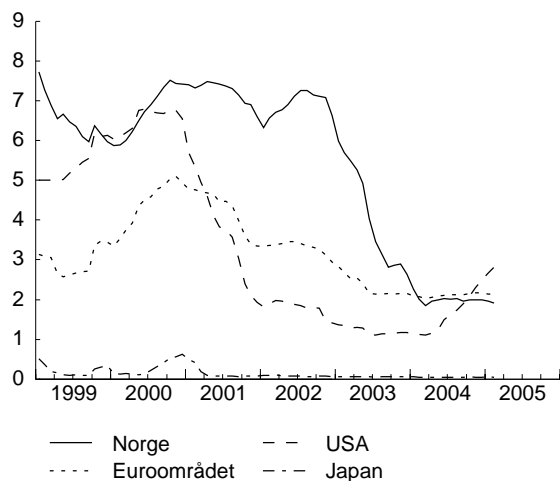
fagforeninger og økt konkurranse om arbeidsplassene fra Øst-Europa og andre steder med billigere arbeidskraft og lavere skattenivå, har bidratt til lønnsmoderasjon, og 40-timersuke uten lønnskompensasjon er gjeninnført flere steder både i Tyskland og Frankrike. Sammen med pågående reformer i arbeidsmarkedet, kan dette bidra til å dempe husholdningenes forbruksvest på kort sikt.

I desember vokste industriproduksjonen i euroområdet med 1 prosent sammenliknet med samme måned året før. På månedsbasis er utviklingen relativt volatil,

men generelt var veksten lavere i fjor høst enn i første halvår: Fra desember 2003 til juni 2004 vokste industriproduksjonen med 1,1 prosent, mens den falt med 0,1 prosent fra juni til desember 2004. Investeringsveksten viser imidlertid tegn til å øke. Det indikerer en viss optimisme i næringslivet, og kan bidra til å holde hjulene i gang i euroøkonomien enda en stund. Euroen har styrket seg jevnt og trutt mot de fleste valutaer siden sommeren 2002. Mot amerikanske dollar har euroen i denne perioden styrket seg med om lag 50 prosent, og handelsveid med 25 prosent. I begynnelsen av mars kostet én euro 1,32 dollar. Inflasjonen har beveget seg rundt 2 prosent de siste par årene, som er den øvre grensen for den europeiske sentralbankens (ESB) inflasjonsmål. I januar i år steg konsumprisindeksen med 1,9 prosent, en markert nedgang fra måneden før. Konsumprisindeksen korrigert for energipriser viser en fallende trend. Det er ikke tegn til inflasjonspress i euroøkonomien, noe som tilsier at ESB ikke setter opp renta med det første. Dersom amerikansk økonomi går inn i en konjunktur-nedgang i år, vil europeisk økonomi bli påvirket i negativ retning. Da er det liten grunn til å tro at ESB vil øke styringsrenta. Vi legger til grunn en pengemarkedsrenta på 2,1 prosent i euroområdet ut prognoseperioden. Det svarer omtrent til dagens nivå.

Asia

I Japan falt BNP for tredje kvartal på rad i 4. kvartal, etter et år med sterk vekst. Fallet er beskjedent, bare på 0,6 prosent for de tre kvartalene samlet, mot en vekst på 4 prosent gjennom de fire foregående kvartalene. Det viser likevel tydelig at den Japanske økono-

Internasjonale renter
3-måneders eurorente

Kilde: Norges Bank.

mien er inne i en svak periode, og svakere enn vi la til grunn i forrige konjunkturrapport. Internasjonal etterspørsel var en viktig drivkraft bak oppsvinget i den japanske økonomien, og det er likeledes det markerte fallet i eksporten gjennom fjoråret som forklarer den svake utviklingen den siste tiden. En viktig årsak er at yenen har styrket seg betydelig mot amerikanske dollar og kinesiske yuan. Industrien har dessuten fått merke de høye råvareprisene. Impulsene fra innenlandsk etterspørsel er fortsatt svake. Husholdningenes etterspørsel viser igjen en svak utvikling, etter en periode med god vekst i begynnelsen av fjoråret. Det ligger ikke an til økte etterspørselsimpulser over offentlige budsjetter, og rentene vil fortsatt være lave framover. Arbeidsledighetsraten flatet ut rundt 4,6 prosent i fjor sommer, etter å ha falt med om lag 1 prosentpoeng fra sommeren 2003. Prisenivået faller fortsatt, men prisfallet ser ut til å ha blitt mindre gjennom 2004. Med utsikter til svakere vekst i OECD-området og fortsatt svake etterspørselsimpulser innenlands ligger det an til en svak utvikling i den japanske økonomien også de nærmeste årene.

Den kinesiske økonomien fortsetter å vokse i stor fart. Rask industrialisering og voldsom byggevirkosomhet i de store byene har ført til overinvesteringer blant annet i sement- og stålindustrien. Myndighetene iverksatte flere tiltak i begynnelsen av 2004 for å dempe investeringsveksten, som også har avtatt noe, men fortsatt er på over 20 prosent årlig rate. BNP-veksten har vært relativt stabil mellom 9 og 10 prosent gjennom 2004. Fastkurspolitikken mot amerikanske dollar er under et visst press. Hvis kinesiske yuan styrker seg, blir kinesiske varer dyrere på verdensmarkedet og konkurranseevnen svekkes. Det vil i så fall bidra til å redusere overskuddet på handelsbalansen, som har økt kraftig siden i fjor sommer, og til å dempe BNP-veksten. Samtidig vil en styrking av valutaen bidra til å holde prisstigningen nede. Prisstigningen falt imidlertid markert i fjor høst, noe som klart reduserer sannsynligheten for en snarlig revaluering. Noen kraftig styrking er uansett ikke å forvente. Det ventes fortsatt høy vekst i den kinesiske økonomien framover, selv om lavere investeringstakt og lavere etterspørsel fra verdensmarkedet etter hvert kan bidra til å dempe veksten noe.

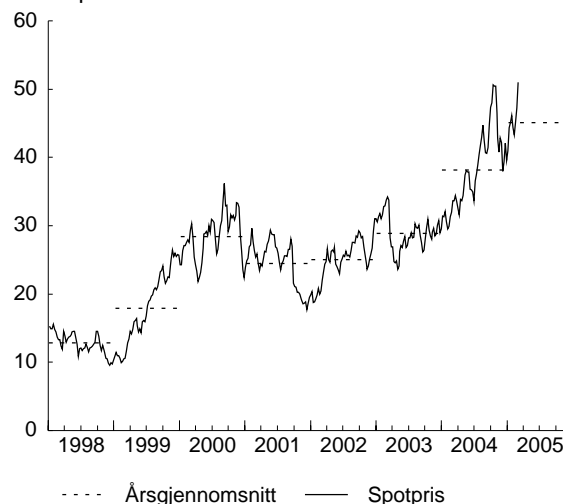
Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra om lag 30 dollar per fat i slutten av desember i 2003 til om lag 51 dollar fatet i midten av oktober i fjor. Etter at oljeprisen falt til i underkant av 39 dollar per fat i begynnelsen av desember, har den steget og lå i begynnelsen av mars på vel 50 dollar. Som gjennomsnitt over årets første to måneder har prisen vært i overkant av 43 dollar fatet, mot vel 38 dollar som årsgjennomsnitt i 2004.

Flere forhold har bidratt til det høye oljeprisenivået de siste to månedene og gjennom store deler av fjoråret. For det første har den økonomiske veksten og dermed

Spotprisen råolje, Brent Blend. 1998-2005

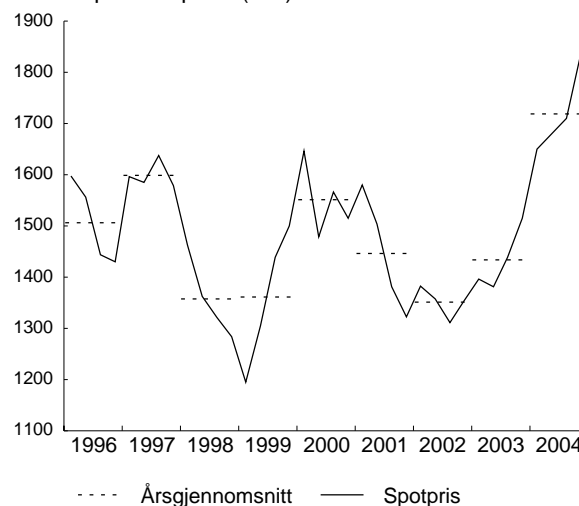
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

Spotprisen på aluminium. 1996-2004

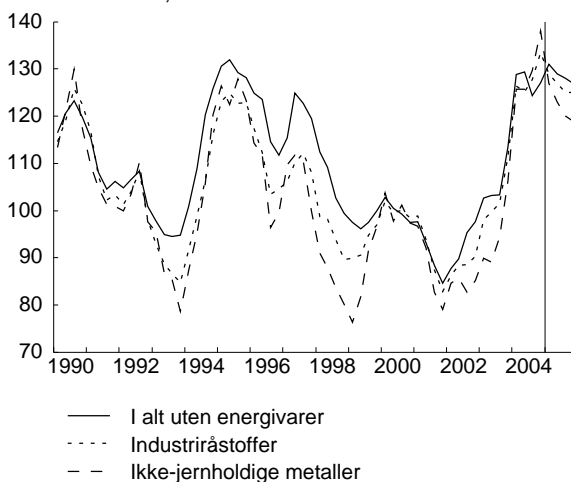
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2005

På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.

oljeetterspørselen vært høy i flere deler av verden. I tillegg har lagrene av både råolje og ferdigprodukter vært lave, først og fremst i USA. Som følge av høy OPEC-produksjon har det vært lite ledig produksjonskapasitet i kartellet. Dette har bidratt til bekymring for konsekvensene av et produksjonsbortfall og ført til store innkjøp på futuresmarkedet for olje. Det har dessuten i det siste vært en relativ kald vinter på deler av den nordlige halvkulen, noe som har ført til økt etterspørsel etter fyringsolje.

International Energy Agency (IEA) forventer at oljeetterspørselen vil øke med 1,6 millioner fat per dag fra 2004 til 2005. Oppgangen er først og fremst ventet å komme i Asia, Midt-Østen og til dels Nord-Amerika. Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 1 million fat daglig, da spesielt i Russland, Vest-Afrika og Latin-Amerika. Dette fører til at restetterspørselen rettet mot OPEC øker noe i 2005, slik at kartellet kan øke produksjonen og i hvert fall beholde sin markedsandel i forhold til andre produsenter. Dersom oljeprisen holder seg på samme nivå i år som i fjor, vil dermed OPECs samlede inntekter øke noe.

OPEC vedtok å redusere produksjonen med en million fat per dag fra og med januar i år. Det har bidratt til den høye oljeprisen den siste tiden. Likevel har det også ført til noe større ledig produksjonskapasitet i kartellet og dermed mindre bekymring for konsekvensene av et produksjonsbortfall for eksempel i Irak. Ifølge IEA har lagrene av råolje i OECD-området økt og er nå større enn gjennomsnittet av de siste fem årene. Selv om lagrene av fyringsolje fortsatt er rela-

tivt små, er det nå mindre bekymring for dette siden vinteren snart er over på den nordlige halvkule. Dersom OPEC holder produksjonen på dagens nivå i tiden framover, ser det ut til at de globale lagrene av råolje i andre og tredje kvartal vil øke med noe over en millioner fat per dag. Dette er en periode der lagrene av råolje i OECD-området normalt øker med mellom 0,5 og 1 million fat per dag, først for å fylle opp lagrene av bensin til sommersesongen og siden sørge for at det er tilstrekkelig med fyringsolje til vinteren. Det ser derfor ut til at lagersituasjonen vil kunne legge en demper på den videre prisutviklingen.

I januar i år suspenderte OPEC sitt prismål, som sier at prisen på en kurv av OPEC-oljer skal ligge mellom 22 og 28 dollar fatet, som tilsvarer om lag 23 og 29 dollar per fat for Brent Blend. Oljeprisen har i over ett år ligget over dette intervallet. Signaler fra sentrale OPEC-medlemmer tyder på at kartellet vil øke sitt prismål, men at det først skal fastsettes etter at nye studier av oljemarkedet er utført. Spesielt er det knyttet interesse til hvordan den høye oljeprisen virker inn på den økonomiske veksten. Noe som bidrar til at OPEC ønsker et høyere prismål er at medlemslandene har tapt kjøpekraft de siste to-tre årene, fordi dollaren har falt i forhold til andre valutaer som for eksempel euro og yen. Med en forutsetning om at kartellets ambisjonsnivå har økt og at lagersituasjonen gir rom for en nedgang i oljeprisen, legger vi til grunn en oljepris på i underkant av 40 dollar per fat framover i prognoseperioden. En slik utvikling er betinget av at OPEC ikke ønsker en enda høyere oljepris og dermed foretar ytterligere kutt i produksjonen.