

# Konjunkturtendensene

## Internasjonal økonomi

Internasjonalt er den økonomiske veksten fortsatt høy. Det gjelder særlig i Kina og India og noen andre land i Asia og Latin-Amerika. I euroområdet tok veksten seg markert opp i fjor, og var på det høyeste siden forrige konjunkturtopp i 2000. Veksten i den amerikanske økonomien viser imidlertid tegn til avmatning, særlig knyttet til en meget svak utvikling i boligmarkedet siden tidlig i 2006. Høyere renter vil dessuten bidra til lavere vekstimpulser framover. Vi legger til grunn at veksten avtar i OECD-området i 2007 og 2008. Avmatningen ventes å bli meget moderat i et historisk perspektiv. I 2009 legger vi til grunn at veksten tar seg opp igjen, i tråd med et tradisjonelt konjunkturmønster.

### Konjunkturmønstre i endring?

Det er knyttet betydelig usikkerhet til nedgangen vi har sett i det amerikanske boligmarkedet. Vil den lede til en markert avmatning i økonomien som helhet? I hvilken grad vil en avmatning i amerikansk økonomi smitte over på resten av verdensøkonomien? Historisk har resten av verdensøkonomien fulgt den amerikanske konjunkturutviklingen med et tidsetterslep. Globalisering og framveksten av Kina og India som viktige aktører i internasjonal økonomi kan ha bidratt til at konjunkturimpulser fra amerikansk økonomi til andre deler av verden kommer senere og svakere enn før.

Det er fortsatt risiko for brå tilpasninger til de store ubalansene i verdensøkonomien. USAs underskudd i utenrikshandelen og offentlige budsjetter fortsetter å øke. Det er dessuten tegn til prisbobler i boligmarkedet i flere land. Oljeprisen har falt markert fra toppen sommeren 2006, men nye uroligheter i Midt-Østen kan snu

om på dette. På den positive siden har aksjekursene steget markert de fleste steder gjennom 2006. Det har understøttet næringsliv og husholdninger i en periode med stigende renter.

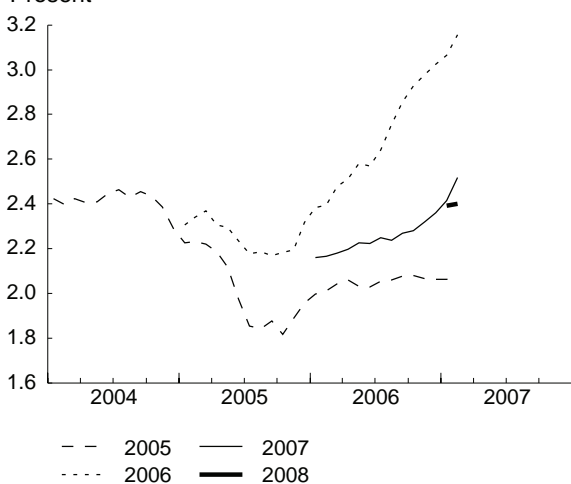
### Fortsatt lav inflasjon

Inflasjonen har holdt seg lav i OECD-området gjennom 2000-tallet, til tross for sterk prisvekst på råvarer og energi. Det skyldes i stor grad økt import og konkurranse fra lavkostland i Asia. Euroområdet har vært relativt sent ute med å høste gevinster av økt handel med lavkostland i Asia. Til gjengjeld har økt konkurranse med og tilgang på arbeidskraft fra de nye EU-medlemslandene i øst bidratt til å holde prisstigningen nede. I tillegg har konjunkturutviklingen vært svak i mesteparten av perioden.

I USA tiltok imidlertid prisstigningen i løpet av 2005. Etter at oljeprisen falt i fjor høst, har inflasjonspresset avtatt også der. Konsumprisveksten på tolv månedersbasis falt fra 4,3 prosent i juni i fjor til 2,6 prosent i desember. Justert for matvarer og energi har inflasjonen steget marginalt i den samme perioden, og også denne indeksen økte med 2,6 prosent i desember. I euroområdet har inflasjonen gjennom det meste av 2000-tallet vært relativt stabil, og i overkant av den øvre grensen for ESBs inflasjonsmål på 2 prosent. I løpet av høsten i fjor kom prisstigningen ned under 2 prosent. Vi legger til grunn en konsumprisvekst på rundt 2 prosent i euroområdet gjennom hele prognoseperioden.

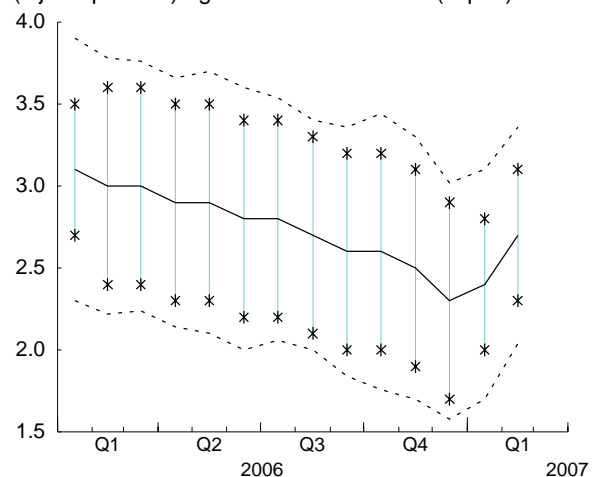
I Kina er prisstigningen fortsatt lav, til tross for en BNP-vekst oppimot 10 prosent gjennom en årrekke. Veksten

**BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2005 - 2008 gitt på ulike tidspunkter**



Kilde: Consensus Forecasts.

**BNP-vekstanslag for USA for 2007 på ulike tidsp.** Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- 2 "normalt" avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

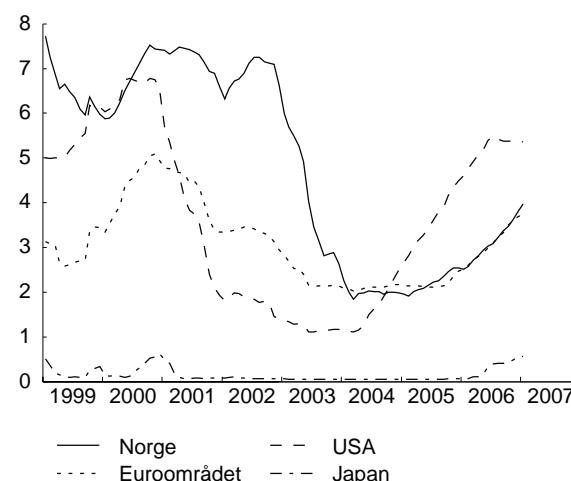
har bidratt til å drive opp prisene på råvarer og energi, men den store tilgangen på arbeidskraft fra landsbygda har holdt lønnsveksten nede. I Japan er det nå tegn til at prisene stiger, og den Japanske sentralbanken satte i fjor høst opp renta til 0,25 prosent. Justert for energi-priser er imidlertid bildet mer uklart, og ytterligere renteøkninger ser ut til å la vente på seg.

**Renteoppgangen mot slutten**

Den amerikanske sentralbanken satte opp styringsrenta med til sammen 4,25 prosentpoeng fra sommeren 2004 til sommeren 2006. Siden har den vært 5,25 prosent, og i pengemarkedet forventes det at den holder seg om lag på dette nivået framover. Den europeiske sentralbanken (ESB) har satt opp styringsrenta 5 ganger med 0,25 prosentpoeng, siste gang i desember i fjor, til 3,5 prosent. Vi legger til grunn at det kommer ytterligere en økning på 0,25 prosentpoeng i løpet av våren, og at tremåneders pengemarkedsrente deretter blir liggende på 4 prosent ut prognoseperioden. Det er noe i underkant av hva som prises inn i pengemarkedet i midten av februar. Sentralbankene i Danmark og Sverige har fulgt ESB relativt tett i rentesettingen. Bank of England satte opp styringsrenta med et kvart prosentpoeng, til 5,25 prosent, i midten av februar. Langsiktige renter er fortsatt svært lave internasjonalt, selv om de har økt noe siden bunnen i 2004. Det lave rentenivået må sees i sammenheng med lave inflasjonsforventninger samt stor etterspørsel etter langsiktige statsobligasjoner som følge av høy sparing i flere asiatiske land.

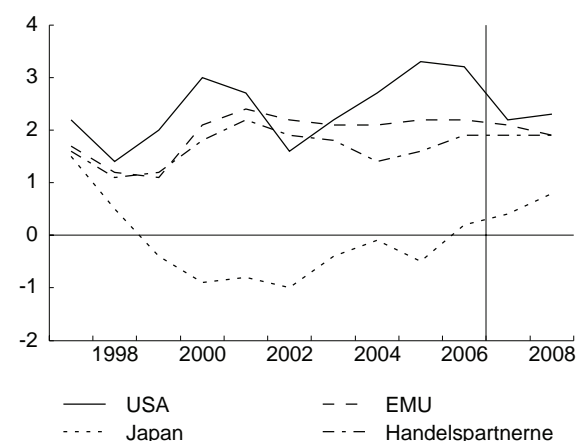
Amerikanske dollar har det siste året svekket seg med rundt 4 prosent handelsvektet og 8 prosent mot euro. Euroen har styrket seg med rundt 3 prosent handelsvektet i den samme perioden. I midten av februar var kursen om lag 1,3 dollar for én euro.

**Internasjonale renter**  
3-måneders pengemarkedsrente



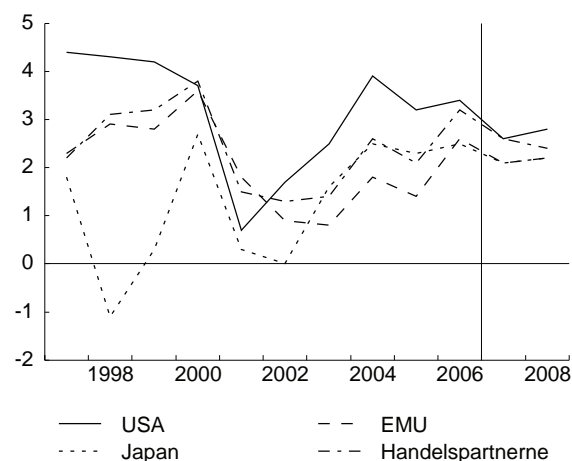
Kilde: Norges Bank.

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



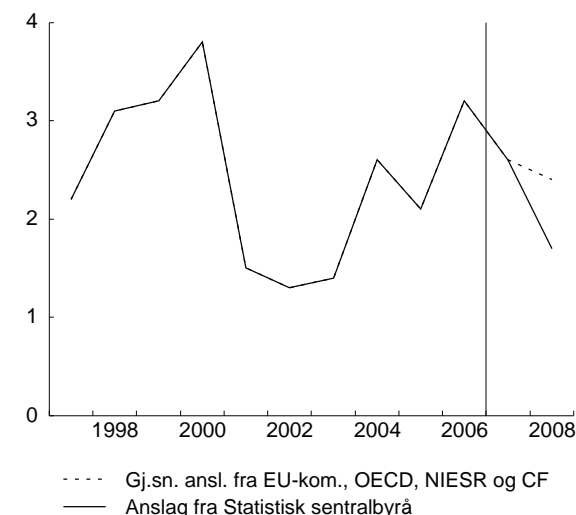
Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

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



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

**BNP-vekst for Norges handelspartnere**



## Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder. Årlig endring i prosent

	BNP-vekst								Prisvekst							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>USA</b>																
NIESR	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,4	2,9	2,5	2,1	1,4	2,0	2,6	2,9	2,7	1,7	2,6
ConsF	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,4	2,7	3,0	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	1,7	2,3
EU-kom	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,4	2,5	1,9
OECD	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3	2,4	2,7	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,3	2,3	2,3
<b>Japan</b>																
NIESR	0,2	0,1	1,5	2,7	1,9	2,2	2,4	2,5	-1,0	-1,4	-1,0	-0,6	-0,8	-0,2	0,5	0,9
ConsF	0,2	0,1	1,5	2,7	1,9	2,2	1,9	2,3	-0,7	-0,9	-0,2	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,6
EU-kom	0,4	0,1	1,5	2,7	1,9	2,2	2,3	2,1	-0,6	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,4	0,7
OECD	0,4	0,1	1,5	2,7	1,9	2,2	2,0	2,0	-0,8	-0,9	-0,3	0,0	-0,6	0,3	0,3	0,8
<b>EMU</b>																
NIESR	1,8	1,0	0,8	1,7	1,5	2,7	2,2	2,1	2,5	2,0	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
ConsF	1,8	0,9	0,8	1,7	1,5	2,7	2,1	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,0	1,9
EU-kom	1,9	0,9	0,8	2,0	1,4	2,6	2,1	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9
OECD	1,9	0,9	0,8	1,7	1,5	2,6	2,2	2,3	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	1,9	1,8
<b>Handelspartnere</b>																
NIESR	1,5	1,3	1,4	2,6	2,2	3,3	2,6	2,4	2,3	1,8	1,9	1,4	1,6	1,8	2,0	2,1
ConsF	1,4	1,3	1,3	2,7	2,2	3,3	2,6	2,4	2,2	1,9	1,7	1,3	1,6	1,8	1,8	1,9
EU-kom	1,4	1,2	1,3	2,6	2,1	3,1	2,4	2,4	2,2	1,8	1,8	1,4	1,7	1,9	1,9	1,7
OECD	1,5	1,3	1,4	2,5	2,2	3,2	2,7	2,5	2,2	1,9	1,7	1,4	1,6	1,9	1,9	1,9
SSB	1,5	1,3	1,4	2,6	2,1	3,2	2,6	1,7								

Kilde: NIESR fra oktober, Consensus Forecasts fra februar 2007, EU-kommisjonen fra oktober og OECD fra november 2006. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

## Amerikansk boligmarked utløser nedgang

Den amerikanske konjunkturoppgangen har vært drevet av husholdningenes konsum, understøttet av skatteletter, lave renter og stigende boligpriser. I fjor kom en markert avmatning i boligmarkedet. Boliginvesteringene har falt kraftig siden i fjor vår. Vi har sett det kraftigste fallet i omsetningen av nye boliger siden 1979, og boligprisene har stagnert og til dels falt etter mange år med høy vekst. Fallet i boligbyggingen har medført økende ledighet i bygg- og anleggsbransjen. Nedgangen i boligmarkedet så ut til å flate litt ut mot slutten av fjoråret, men tall for januar viser at boligbyggingen igjen falt kraftig, og indikerer at nedgangen ikke er over.

Også i industrien har det vært tegn til avmatning. Produksjonen stagnerte i andre halvår, etter fire år med vekst. Kapasitetsutnyttelsen falt i januar til det laveste nivået siden februar i fjor. I tråd med dette falt også investeringene mot slutten av fjoråret. Dollarsvekkelsen har imidlertid bidratt til at konkurranseutsatt industri har gjort det relativt godt, og amerikansk eksport økte med 10 prosent i 4. kvartal i fjor målt i årlig rate.

Husholdningenes konsumvekst avtok i fjor sammenliknet med året før, til tross for et oppsving i 4. kvartal. Lavere inflasjon i kjølvannet av fallet i oljeprisene i fjor høst og sterk utvikling på børsen, stimulerte konsumet mot slutten av fjoråret, og bidro til å veie opp for nedgangen boligmarkedet. Vi venter imidlertid at renteoppgangen, fallende boligpriser, svak utvikling i bygg- og anleggsektoren og avmatningen i industrien vil bidra til at konsumveksten avtar ytterligere framover.

## Europa følger etter

I euroområdet tok veksten seg opp i 2006, til tross for høy oljepris, tilstramming i pengepolitikken og avmatningen i amerikansk økonomi gjennom sommeren. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall var årsveksten på 2,7 prosent, og hele 3,6 prosent fra 3. til 4. kvartal regnet som årlig rate. Eksporten har vært den viktigste drivkraften i oppsvinget, til tross for den sterke euroen. Lav lønnsvekst har bidratt til å dempe svekkelsen av den kostnadsmessige konkurranseevnen, og etterspørselen har vært høy internasjonalt. Også næringslivets investeringer har økt.

Sysselsettingsveksten har tatt seg markert opp. Arbeidsledigheten falt til 7,5 prosent i desember i fjor, fra et årsgjennomsnitt på 8,6 prosent i 2005. Det er lavere enn i den forrige høykonjunkturen på slutten av 1990-tallet. I Tyskland er arbeidsledigheten nå 2 prosentpoeng lavere enn toppnivået våren 2005, da 10 prosent av arbeidsstyrken var uten arbeid. Oppsvinget i arbeidsmarkedet har bidratt til å stimulere husholdningenes etterspørsel.

Den sterke veksten mot slutten av fjoråret kan delvis skyldes at tyske husholdninger økte sitt konsum i forkant av momsøkningen i januar i år. I så fall kan dette forventes å bli motsvart av svakere vekst i begynnelsen av 2007. BNP-veksten har bidratt til å styrke offentlige finanser, etter en periode med til dels store underskudd. Det er ikke grunn til å vente ekspansive bidrag over offentlige budsjetter den nærmeste tiden. Vi venter at renteoppgang, sterk euro og avmatningen i USA etter hvert vil slå ut i svakere vekst også i euroområdet.

Også i Norges nærmeste naboland utenfor euroområdet har veksten vært høy i 2006. I Sverige økte BNP med hele 4,7 prosent i fjor. Etterspørselen etter svenskproduserte varer var høy internasjonalt, og næringslivets investeringer økte kraftig. Etter en lengre periode med stagnasjon i arbeidsmarkedet, økte sysselsettingen markert, og bidro til at husholdningenes forbruk tok seg opp. I Danmark var BNP-veksten på 3,3 prosent i fjor. Lav arbeidsledighet, høy realinntektsvekst, lave renter og høy prisstigning i boligmarkedet har stimulert husholdningenes forbruk. Ekspansiv finanspolitikk har også bidratt til å stimulere økonomien. Vi forventer imidlertid at veksten vil avta noe i også i Sverige og Danmark i kjølvannet av renteøkninger og svakere internasjonal etterspørsel.

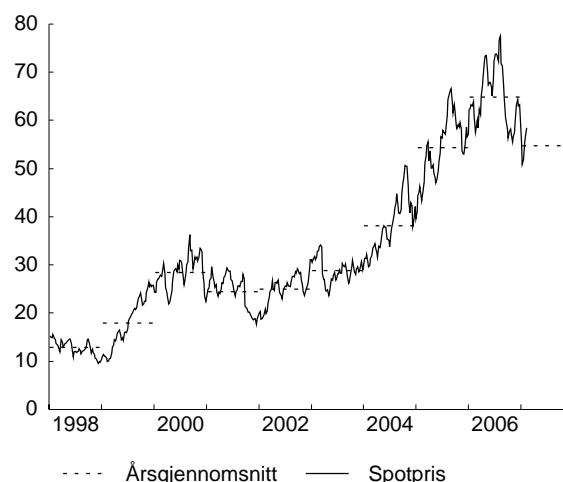
I Storbritannia falt årsveksten i boligprisene fra rundt 20 prosent til 0 på svært kort tid i kjølvannet av renteøkningene i 2004. BNP-veksten avtok også, til 1,9 prosent i 2005 sammenliknet med året før. I 2006 tiltok imidlertid BNP-veksten igjen, til 2,7 prosent, og i 4. kvartal var veksten på 3,4 prosent målt i årlig rate. Boligprisveksten er igjen oppe i 10 prosent. Historisk har konjunkturomslagene i britisk og amerikansk økonomi vært relativt nært sammenfallende i tid. Denne gangen ser de to økonomiene ut til å være mer i ufase, men vi venter en avmatning framover også i den britiske økonomien, etter hvert som aktiviteten avtar internasjonalt.

### Men nedgangen blir moderat

Internasjonalt var den økonomiske veksten sterkere i 2006 enn i 2005. Vi forutsetter imidlertid at amerikansk økonomi har passert konjunkturtoppen, og at nedgangen vil spre seg internasjonalt. Vi legger nå til grunn at konjunkturtoppen internasjonalt passeres tidlig i 2007. Våre anslag på markedsveksten er oppjustert siden forrige konjunkturrapport i desember. Det gjelder særlig for euroområdet i 2007, der veksten var høyere enn forventet på slutten av fjoråret. Nedgangen antas å bli meget moderat, men likevel sterkere enn anslått av OECD og Consensus forecasts. Videre forutsetter vi at veksten tiltar igjen i 2009, i tråd med en normal konjunktursyklus.

### Spotprisen råolje, Brent Blend. 1998-2007

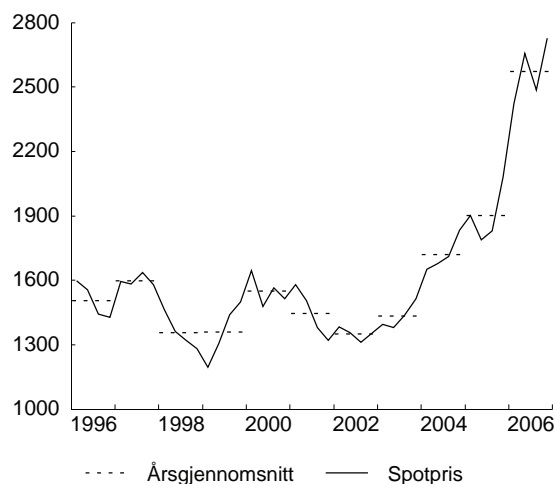
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

### Spotprisen på aluminium. 1996-2006

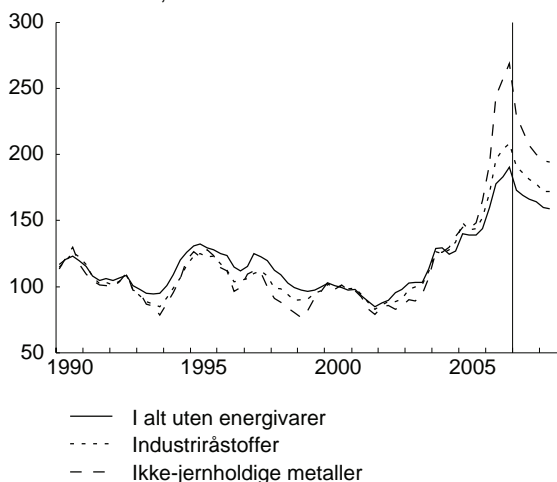
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

### Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2008

På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.

### Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra om lag 57 dollar per fat i begynnelsen av januar 2006 til om lag 77 dollar fatet i midten av august i fjor. Siden har oljeprisen falt, og lå i midten av februar i år på 56-57 dollar. Som gjennomsnitt over årets første seks uker har prisen vært noe over 55 dollar fatet, mot vel 65 dollar som årsgjennomsnitt i 2006.

Flere forhold har bidratt til at oljeprisen nå er lavere enn i august i fjor. For det første har det så langt vært en relativt mild høst og vinter på den nordlige halvkule, noe som har ført til at etterspørselen etter fyringsolje ikke har vært spesielt høy. Dessuten ble det inngått en våpenhvile i Midt-Østen, og dette reduserte frykten for at urolighetene skulle spre seg og påvirke oljeproduksjonen i regionen. OPEC har imidlertid ved to anledninger redusert produksjonen, noe som har bidratt til å begrense fallet i oljeprisen. Fordi OPEC produserer mindre enn tidligere, har kartellets ledige produksjonskapasitet økt. Dette har ført til mindre bekymring for konsekvensene av et produksjonsbortfall og til redusert etterspørsel i futuresmarkedet for olje.

IEA (International Energy Agency) forventer at oljeetterspørselen vil øke med 1,4 millioner fat per dag fra 2006 til 2007. Oppgangen er først og fremst ventet i Asia, Midt-Østen og Nord-Amerika. Noen analytikere mener at konjunkturedgangen i USA vil gi enda lavere etterspørsel enn det IEA legger til grunn i sine prognoser. Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 1,2 millioner fat daglig. Dette er lavere enn deres tidligere prognoser, og skyldes at Angola ble medlem i OPEC 1. januar i år. Økningen er spesielt forventet å komme i Russland, Aserbajdsjan og Brasil. Dette vil føre til at etterspørselen rettet mot

OPEC øker svakt neste år. Det ser derfor ikke ut til å være nødvendig for kartellet å redusere produksjonen ytterligere.

Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og de fleste ferdigprodukter i OECD på et normalt nivå. Dette gjelder imidlertid ikke lagrene av bensin i USA, som er noe lavere enn gjennomsnittet for de fem siste årene. Siden vi går mot slutten av vinteren på den nordlige halvkule, ser det ut til at lagrene av fyringsolje er tilstrekkelige til å møte etterspørselen i nær framtid.

Det er usikkert i hvilken grad OPEC vil gjennomføre vedtatte produksjonsbegrensninger, på til sammen 1,7 millioner fat per dag. Dersom kartellet gjennomfører to tredjedeler av de varslede kuttene, ser det ut til at de globale lagrene av råolje vil holde seg noenlunde konstante gjennom 2007. Bak en slik utvikling ligger en sesongmessig lageroppbygging i andre og tredje kvartal for å fylle opp lagrene av bensin til sommersesongen, fylle opp lagrene av fyringsolje og et lagertrekk i fjerde kvartal når etterspørselen etter fyringsolje er stor.

Tilfredsstillende størrelse på lagrene av råolje og ferdigprodukter i OECD-området og en fortsatt relativt stor ledig produksjonskapasitet i OPEC sammenlignet med de siste årene, vil bidra til at oljeprisen holder seg noenlunde stabil i tiden framover. Vi legger derfor til grunn at oljeprisen vil holde seg rundt 55 dollar de nærmeste årene, og at den blir liggende på det nivået ut prognoseperioden. Dette er i tråd med vår forutsetning om en moderat økonomisk avmatning i OECD-området. Det er imidlertid betydelig usikkerhet knyttet til situasjonen i Midt-Østen og oljeproduksjonen i regionen.