

Internasjonal økonomi

Internasjonalt er det økonomiske vekstbildet nå noe blandet. I USA har veksten vært høyere enn trend siden i fjor vår og den kinesiske økonomien fortsetter å vokse i høyt tempo. I euroområdet har vi sett en moderat oppgang det siste året, stimulert av det internasjonale oppsvinget, men veksten falt tilbake i 3. kvartal. Det er utsikter til god vekst i USA også neste år regnet på årsbasis, men vi legger fortsatt til grunn at veksten i løpet av året vil falle under trendvekst, og at en moderat konjunkturedgang da vil sette inn. I euroområdet ventes fortsatt moderat vekst neste år, men dersom amerikansk økonomi går inn i en konjunkturedgang, vil det trekke veksten ned også i Europa mot slutten av neste år. I så fall vil 2006 og 2007 kunne bli forholdsvis svake år for OECD-området, selv om vi antar en ny oppgang gjennom siste halvdel av 2007. Et slikt konjunkturforløp er så langt ikke i tråd med konsensusoppfatningen, og i en egen beregning viser vi konsekvensene for norsk økonomi av en jevnere vekstbane i tråd med konsensusoppfatningen.

Inflasjonen ser ut til å være på vei oppover i USA og Asia, stimulert av en lang periode med lave renter. Økte råvarepriser har vært en viktig faktor det siste året. Oljeprisstigningen ser i stor grad ut til å ha vært drevet av forhold på etterspørselssiden, og konsekvensene for verdensøkonomien ser derfor så langt ut til å være moderate. Oljeprisen har dessuten falt markert siden toppen i oktober, og ventes å falle ytterligere noe fremover. Pengepolitikken er fremdeles ekspansiv de fleste steder, selv om rentene er satt opp blant annet i USA.

Den amerikanske dollaren har svekket seg over lengre tid. Dollarsvekkelsen kan bidra til å redusere under-

skuddet på den amerikanske driftsbalansen, men kan også ramme veksten i andre regioner. En konjunkturedgang i USA kombinert med en ytterligere markert svekkelse av dollaren, vil kunne lede til et kraftigere tilbakeslag for verdensøkonomien enn det vi har lagt til grunn.

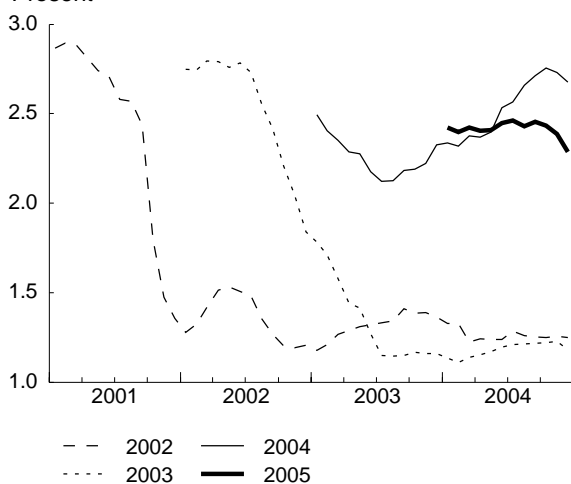
USA

BNP-veksten tok seg opp i 3. kvartal i år til 3,9 prosent årlig rate, etter å ha falt ned mot trendvekst kvartalet før. Økningen skyldes at husholdningenes etterspørsel tok seg opp igjen etter en svak utvikling foregående kvartal. Boligmarkedet er viktig for husholdningene, og er fortsatt sterkt. Næringslivets investeringer har fortsatt å øke. Høy eksportvekst, understøttet av den svake dollaren, gir også vekstimpulser til deler av industrien.

Arbeidsledigheten har falt sakte, men sikkert, fra en topp på 6,3 prosent i oktober i fjor til 5,4 prosent i november i år. Sysselsettingen - som omsider har vist god vekst fra mars i år - øker fortsatt, selv om veksten har avtatt noe utover året. Det er først og fremst i tjenesteytende næringer at sysselsettingen øker, men også i industrien har det vært en økning. I industrien har produksjonsveksten vært god siden i fjor sommer. Fallende oljepriser og svakere dollar bidrar isolert sett til at utsiktene er relativt gode fremover.

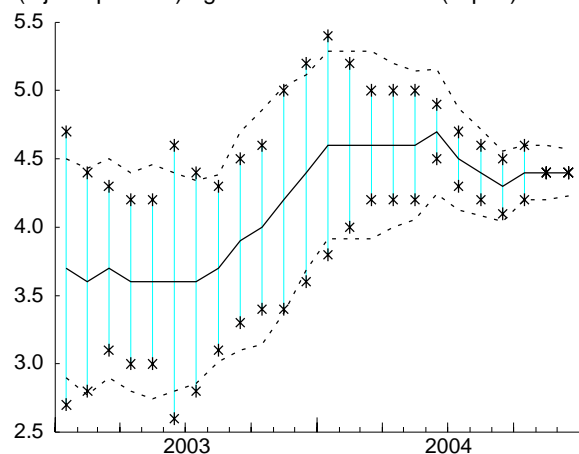
Det er fremdeles husholdningenes etterspørsel som - ikke minst på grunn av sin størrelse - er den viktigste drivkraften i amerikanske økonomi. Husholdningsetterspørselen tok seg markert opp i 3. kvartal, etter et kvartal med lav vekst blant annet pga. høye bensinpriser. Spareraten er imidlertid lav, og en stor del av for-

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.

bruket har antakelig vært lånefinansiert, stimulert av lave renter. Gjeldsbelastningen i husholdningssektoren er høy, og husholdningene er særlig sårbare for et fall i boligprisene. Inntekstveksten er fortsatt brukbar, og fallet i oljeprisen vil redusere «oljeskatten» på forbruket. Dessuten stiger aksjemarkedet igjen etter en pause tidligere i år. Rentene er imidlertid på vei oppover, samtidig som stimulansene fra rentenedgangen i 2001 og utover nå er i ferd med å bli uttømt. Det vil antakelig bidra til å dempe etterspørselsveksten markert etter hvert, særlig for boliger og varige konsumgoder.

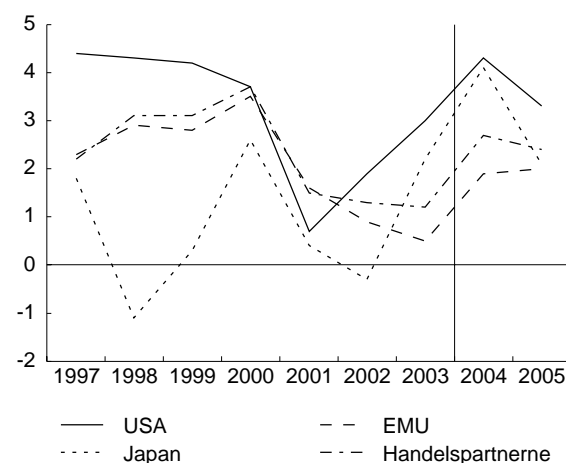
Den amerikanske dollaren har svekket seg kraftig mot de fleste valutaer siden vinteren 2002. Unntakene er noen latinamerikanske og asiatiske valutaer, herunder den kinesiske, med fast kurs mot dollar. Det spekuleres nå i om kinesiske myndigheter kommer til å la den kinesiske valutaen styrke seg noe mot dollar neste år, men det er lite trolig med store endringer. Etter å ha styrket seg noe i første halvår i år, har dollaren svekket seg igjen utover høsten. Den 13. desember kostet en euro 1,33 dollar. Fra 13. oktober hadde dollaren da svekket seg med vel 8 prosent mot euro, og fra vinteren 2002 med hele 50 prosent.

Etter en periode med lav inflasjon og historisk sett lave renter er nå inflasjonen på vei opp i USA. Den amerikanske sentralbanken har begynt å sette opp renta med små skritt. Styringsrenta er satt opp fire ganger med til sammen 1 prosentpoeng siden juni, og var i begynnelsen av desember 2 prosent. Konsumprisindeksen har steget fra 1,7 prosent i februar til 3,2 prosent i oktober, målt i forhold til samme måned året før. Den kraftige oljeprisøkningen tidligere i år forklarer en stor del av denne økningen, og oljeprisen er nå på vei ned. Dollarsvekkelsen trekker imidlertid isolert sett i retning av høyere inflasjon gjennom økte importpriser. Den underliggende prisveksten (veksten i konsumprisindeksen uten matvarer og energi) har vist en mer moderat utvikling, og var på 2,0 prosent i oktober.

En kraftig renteøkning vil utgjøre en trussel for boligmarkedet og derigjennom for husholdningenes etterspørsel. Den moderate oppgangen i arbeidsmarkedet kan også være sårbare for renteøkninger. Kapasitetsutnyttelsen i den amerikanske økonomien har økt markert det siste året, men er fortsatt moderat sammenliknet med tidligere høykonjunkturer. Det bidrar til å dempe prisstigningen fremover. Den amerikanske sentralbanken har derfor ingen hast med å sette opp renta, og det ventes en fortsatt gradvis renteoppgang fremover.

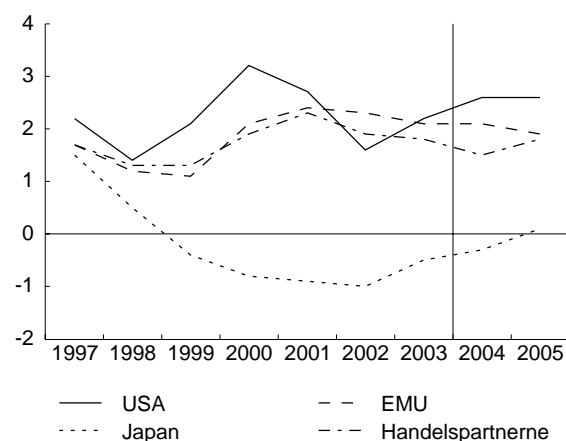
Amerikansk økonomi ser så langt ut til å ha klart seg godt gjennom en periode med svært høye oljepriser, selv om oljeprisen nok har lagt en demper på veksten. Aksjemarkedet, som stagnerte på begynnelsen av 2004, har i det siste tatt seg opp. Det kan indikere økt optimisme i amerikansk økonomi. Ubalansene i den

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



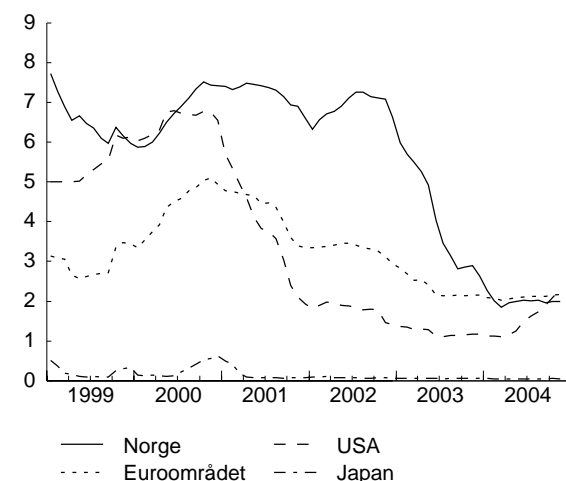
Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

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.

amerikanske økonomien består imidlertid. Store underskudd på offentlige budsjetter og høy gjeldsbelastning hos husholdningene begrenser potensialet for fortsatt høy vekst i innenlandsk etterspørsel.

På den annen side begynner oppgangen nå å nå en normal varighet for amerikanske konjunkturoppganger. Normal lengde på en konjunktursykel for USA er 4-5 år, og forrige konjunkturtopp var i 1. kvartal 2000. Den siste nedgangskonjunktoren ble imidlertid uvanlig lang, bunnen ble først nådd i 1. kvartal 2003; det kan tilsi at neste konjunkturtopp først kommer et stykke ut i 2005. Veksten i boliginvesteringene - som er ledende i konjunkturforløpet, fordi de er den etterspørselskomponenten som er mest følsom for endringer i pengepolitikken - er fortsatt sterk, men veksttakten i 3. kvartal var lavere enn trendveksten. Igangsettingen av nye boliger fortsatte å øke i oktober, men nye byggetillatelser har vist en svakt fallende tendens siste halvår.

Dersom boliginvesteringene for eksempel skulle nå konjunkturtoppen allerede i 4. kvartal i år, vil et normalt konjunkturmønster tilsi at BNP når konjunkturtoppen i 2. kvartal neste år, to kvartaler etter boliginvesteringene, og ett kvartal etter husholdningenes kjøp av varige forbruksvarer. Et fall i produksjonsveksten vil raskt utløse et fall i bedriftenes investeringer i maskiner og utstyr mv. I så fall vil veksten i USA falle under trendvekst utover høsten neste år. Veksten på årsbasis for 2005 vil fortsatt bli brukbar, men vekstretene for 2006 og 2007 vil i så fall bli svake. Med mindre en sterkt fallende dollar skulle føre til et kraftig fall i husholdningenes etterspørsel gjennom økte renter og fallende boligpriser, er det dog grunn til å vente en forholdsvis moderat konjunkturedgang, siden bedriftenes investeringer ikke har kommet på noe høyt nivå i denne konjunktursyklusen, etter overinvesteringene under forrige høykonjunktur.

Euroområdet

Veksten har tatt seg moderat opp i euroområdet det siste året, men falt klart tilbake i 3. kvartal. Oppgangen har først og fremst vært drevet av det internasjonale oppsvinget, til tross for at styrkingen av euro har lagt en demper på etterspørselsveksten fra utlandet. Sammen med den høye oljeprisen og noe svakere vekst i USA i 2. kvartal i år, kan det ha bidratt til den svakere veksten i 3. kvartal. Oljeprisen er nå på vei ned. Eurostyrkingen bidrar til å holde inflasjonen i sjakk, slik at rentene kan holdes lave lengre for å stimulere innenlandsk etterspørsel. Den sterke veksten i USA i 3. kvartal kan også gi nye impulser til Europa for inneværende kvartal.

Arbeidsledigheten har ligget stabilt på 8,9 prosent siden mars 2003. Det er store forskjeller internt i euroområdet: Lavest ledighet er det i Luxemburg med 4,3 prosent, Irland med 4,4 prosent og Østerrike med

4,5 prosent. Den høyeste ledigheten finner vi i Spania med 10,5 prosent. Den vedvarende høye ledigheten i euroområdet kan reflektere stor usikkerhet knyttet til det skjøre oppsvinget i euroområdet, og derfor liten vilje til nyansettelser.

Den høye arbeidsledigheten bidrar sammen med svak vekst i disponibel realinntekt til å legge en demper på husholdningenes etterspørsel. Etter et oppsving i 1. kvartal i år falt etterspørselsveksten tilbake i 2. og 3. kvartal. Veksten i husholdningenes etterspørsel ser likevel ut til å bli noe høyere i år enn i fjor. Veksten i offentlig etterspørsel har vist en fallende tendens; i 3. kvartal økte imidlertid offentlig etterspørselsvekst markert. Dette vurderes som midlertidig sett i lys av at flere av de store landene er under press for å redusere sine budsjettunderskudd, og det ventes ikke nye stimulanter fra finanspolitikken fremover.

Industriproduksjonen går fortsatt tregt. Den sterke euroen har svekket konkurransevnen, og relativt eksportintensive økonomier, som den tyske, rammes i særlig grad. Også den høye oljeprisen har lagt en demper på veksten i industrien. Investeringene er lave i forhold til bedriftenes inntjening, og investeringsveksten kan derfor ventes å ta seg opp. På den annen side synes det som om produsenter i euroområdet til en viss grad har vært beskyttet fra økt konkurranse fra Kina, og en kan derfor ikke se bort fra at god inntjening hjemme like gjerne kan slå ut i økte investeringer ute.

Inflasjonen steg kraftig i vår og har siden april vært over to prosent, som er den øvre grensen for den europeiske sentralbankens (ESB) inflasjonsmål. Utviklingen i råvarepriser - særlig på olje - har spilt en viktig rolle her. Prisstigningen, målt ved den harmoniserte konsumprisindeksen (HCPI), ser imidlertid ut til å ha stabilisert seg i underkant av 2,5 prosent siden i sommer. Kjerneinflasjonen, HCPI uten matvarer og energi, har ligget stabilt i underkant av 2 prosent gjennom 2004. Eurostyrkingen bidrar til lavere importprisvekst. Styrkingen mot dollar har også begrenset prisoppgangen på olje målt i euro. Oljeprisen er dessuten på vei nedover igjen. Økt import fra lavkostland, blant annet fra Asia og de nye EU-medlemmene, bidrar også til å holde inflasjonen i sjakk. Inflasjonen ventes derfor å falle under den øvre grensen for ESBs mål neste år. Utsikter til lav inflasjon og moderat vekst gjør at ESB ikke kommer til å sette opp renta med det første.

Veksten i euroområdet er fortsatt eksportledet. Så lenge husholdningenes etterspørselsvekst ikke tar seg opp, vil internasjonal etterspørsel være den viktigste drivkraften fremover. Med utsikter til et konjunktur-omslag i USA neste år og fortsatt sterk euro, legger vi til grunn at også veksten i euroområdet vil avta fremover.

Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder. Årlig endring i prosent

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

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

Asia

I Kina har sterk investeringsvekst bidratt til overinvesteringer i blant annet stål- og sementindustrien. Det reflekterer den raske industrialiseringen og byggevirk-somheten i de store byene. Inflasjonen har også økt. I første halvår i år iverksatte kinesiske myndigheter tiltak for å dempe investeringsveksten, som så avtok noe i 2. og 3. kvartal. Eksportveksten økte imidlertid i samme periode, noe som bidro til at BNP-veksten holdt seg godt oppe gjennom årets tre første kvartaler.

Kinesiske myndigheter har i lang tid intervenert i valutamarkedet for å hindre at kinesiske yuan styrker seg mot amerikanske dollar. Fastkurspolitikken er nå under press. Hvis myndighetene lar den kinesiske valutaen styrke seg, vil kinesiske varer bli dyrere på verdensmarkedet, og konkurranseevnen bli svekket. Imidlertid vil den kraftige prisveksten på råvarer, som også kan skade kinesiske eksportører, motvirkes av en eventuell yuan-styrking, og den tiltakende inflasjonen vil dempes. Noen kraftig styrking er ikke å forvente. Til det er risikoen for at veksten skal rammes i betydelig grad for stor. Det ventes fortsatt høy vekst i den kinesiske økonomien, selv om tilstrammingstiltakene kan komme til å dempe veksten noe.

I Japan falt BNP-veksten markert i 2. og 3. kvartal i år etter fire kvartaler med høy - men nedjustert - vekst. Prisveksten var så vidt positiv i oktober, for første gang på tolv måneder, men det skyldes først og fremst høye energipriser; det er ikke utsikter til noe inflasjonspress. Rentene vil fortsatt holdes lave fremover. Eksporten har avtatt markert gjennom 2004. Det skyldes blant annet at japanske yen har styrket seg mot

amerikanske dollar og kinesiske yuan. Industrien har også fått merke de høye råvareprisene, og industriproduksjonen har falt med nær 3 prosent siden mai i år. Arbeidsledigheten er fortsatt lav, men nedgangen fra begynnelsen av 2003 stoppet opp i sommer og i oktober økte ledigheten med 0,1 prosentpoeng, til 4,7 prosent. Veksten i husholdningenes etterspørsel tok seg godt opp gjennom fjoråret, men har avtatt noe siden toppen i 1. kvartal i år. Det er heller ikke utsikter til økt etterspørsel over offentlige budsjetter. De viktigste vekstimpulsene ventes dermed fortsatt å komme fra internasjonal etterspørsel. Med lavere vekst internasjonalt fremover, går det mot moderat vekst i den japanske økonomien neste år.

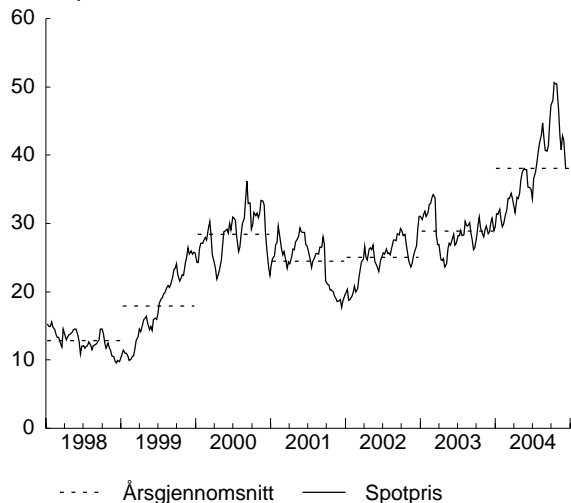
Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra om lag 30 dollar per fat i slutten av desember i fjor til om lag 51 dollar fatet i midten av oktober i år. Siden har oljeprisen falt og lå i begynnelsen av desember på i underkant av 39 dollar per fat. Som gjennomsnitt over årets første 11 måneder har prisen vært om lag 38 dollar fatet, mot noe under 29 dollar for samme periode i 2003.

Flere forhold har bidratt til det kraftige fallet i oljeprisen den siste tiden. For det første ser det ut til at den økonomiske veksten og dermed oljeetterspørselen blir lavere enn tidligere forventet i flere deler av verden. I tillegg har lagrene av både råolje og ferdigprodukter økt noe. En så langt mild vinter har ført til større lagre av fyringsolje i USA, selv om lagrene fortsatt er lavere enn på mange år nå i desember. Dessuten har oljeproduksjonen i Mexicogulften tatt seg opp etter at orkanen Ivan førte til stans i produksjonen på flere platt-

Spotprisen råolje, Brent Blend. 1998-2004

Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

former tidligere i høst. Det ser også ut til at de som spekulerte i en fortsatt økning i oljeprisen og foretok store innkjøp på futuresmarkedet for olje, nå selger seg ut av markedet.

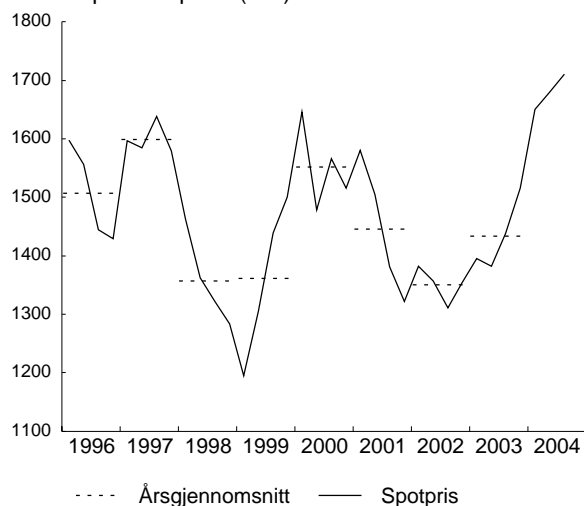
Det internasjonale energibyrået (International Energy Agency, IEA) forventer at oljeetterspørselen vil øke med 1,4 millioner fat per dag fra 2004 til 2005. Oppgangen er først og fremst forventet å komme i Asia og Midtøsten. Samtidig forventer IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 1,2 millioner fat daglig, og da spesielt i det tidligere Sovjetunionen, Vest-Afrika og Latin-Amerika. Dette fører til at residualetterspørselen som er rettet mot OPEC øker litt neste år, slik at kartellet i liten grad mister markedsandeler til andre produsenter.

Som følge av høy OPEC-produksjon, har det vært lite ledig produksjonskapasitet i kartellet og dette har bidratt til bekymring for konsekvensene av produksjonsbortfall for eksempel i Irak, Venezuela eller Nigeria. Ifølge IEA stiger lagrene av råolje i OECD-området, slik at de nå snart er på gjennomsnittet av de siste fem årene. OPEC har nylig besluttet å kutte produksjonen med 1 million fat per dag fra årskiftet. Dersom OPEC hadde holdt produksjonen på dagens nivå gjennom vinteren, ser det ut til at de globale lagrene av råolje i tredje kvartal i år og første kvartal neste år sett under ett ville kunne ha økt med noe over en million fat per dag. Dette er en periode der lagrene normalt reduseres med mellom 0,5 og 1 million fat per dag. Lenger ut i 2005 ser det ut til å være rom for at OPEC kan redusere produksjonen ytterligere uten at det får negative konsekvenser for lagersituasjonen for råolje. Dette vil føre til at kartellet får større ledig produksjonskapasitet, slik at bekymringene for konsekvensene av et produksjonsbortfall svekkes.

OPEC har ikke offisielt endret sitt prismål, som sier at oljeprisen på en kurv av OPEC-oljer skal ligge mellom 22 og 28 dollar fatet, som tilsvarer 23 og 29 dollar per fat for Brent Blend. Oljeprisen har i over ett år ligget over det ønskede intervall. Enkelte signaler fra sentrale OPEC-medlemmer tyder på at kartellet vil øke prismålet når markedet er mer stabilt. Med forutsetning om at kartellets reelle prismål vil bli økt og at lagersituasjonen gir rom for en fortsatt nedgang i oljeprisen, legger vi til grunn en oljepris på 35 dollar per fat fremover i prognoseperioden. Vi kan likevel oppleve en periode med høyere oljepris, dersom vinteren i USA blir mer enn normalt kald og etterspørselen etter fyringsolje tilsvarende stor.

Spotprisen på aluminium. 1996-2004

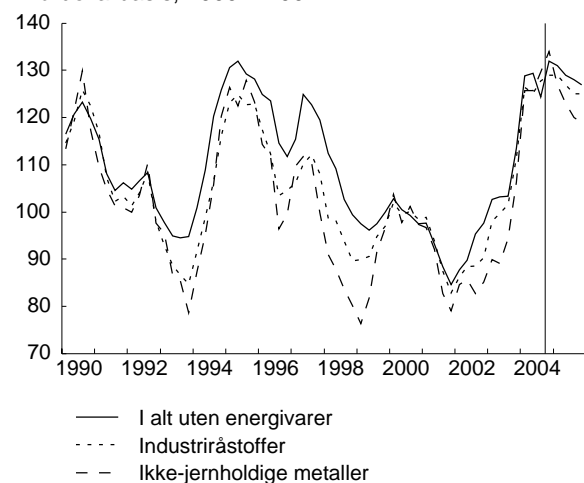
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2005

På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.