

# Internasjonal økonomi

Veksten i internasjonal økonomi har vært sterk i første halvår av 2006. Etter en sterk vekst i 1. kvartal i USA, som en følge av naturkatastrofene på slutten av fjoråret, var veksten betydelig svakere i 2. kvartal. Mindre press i boligmarkedet og tendenser til et svakere arbeidsmarked kan tyde på at vi har sett konjunkturtoppen i den amerikanske økonomien for denne gang. Euroområdet viste overraskende sterk vekst i 2. kvartal, men det er fortsatt internasjonal etterspørsel som driver utviklingen. Vekstutsiktene er relativt gode for resten av året, men vi legger til grunn at veksten avtar i 2007 i kjølvannet av avmatningen i USA. I Kina og India ventes fortsatt høy vekst, selv om Kina prøver å dempe den sterke veksten med ulike kontraktive tiltak.

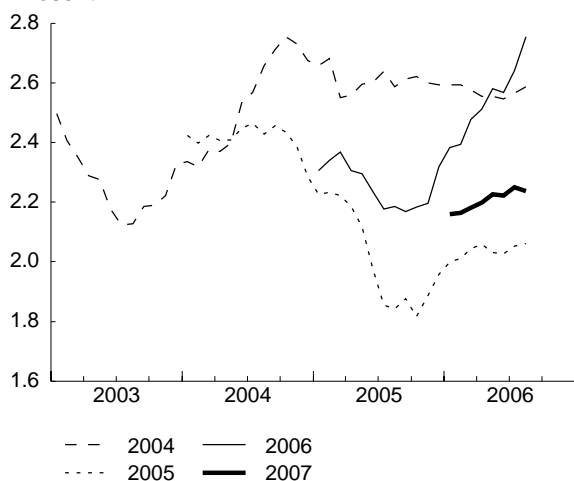
Økende tilbud av konsumvarer fra lavkostland som Kina og India, bidrar isolert sett til å trekke prisveksten ned internasjonalt. Samtidig har den økende etterspørselen etter råvarer, som olje og metaller, medført en kraftig prisstigning på slike varer. Oljeprisen målt i dollar er nå nær fire ganger høyere enn gjennomsnittet for 1990-tallet og tre ganger høyere enn i 2002. Det bidrar til å trekke opp inflasjonen internasjonalt. Konsumprisveksten har tiltatt flere steder og en stor del av den høye prisveksten kan føres tilbake til stigende energipriser. I Euroområdet ligger konsumprisveksten bare litt over 2 prosent, noe den i hovedsak har gjort siden 2000. I USA er inflasjonen imidlertid over 4 prosent. Hvis energiprisene nå er nær toppen, og deretter skal falle framover, slik vi legger til grunn, er faren for ytterligere økning i inflasjonen begrenset.

Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til utviklingen i energi- og råvarepriser. Det gjelder etterspørselsiden, representert ved den internasjonale konjunkturutviklingen, så vel som tilbudssiden preget av geopolitiske spenninger. Stadig flere analytikere tror nå at oljeprisene vil holde seg høye over lengre tid. De fleste har så langt sett for seg at råvareprisene faller markert fra toppen, men stabiliserer seg på et høyere nivå enn tidligere antatt. En kan heller ikke utelukke at prisene på olje og andre råvarer igjen vil stige. I så fall kan inflasjonen komme til å bli høyere enn vi har anslått. Spotpris for olje (Brent Blend) medio september var om lag 65 dollar fatet. Vi har lagt til grunn at oljeprisen gradvis faller ned mot 50 dollar fatet i begynnelsen av 2008 og forblir der ut prognoseperioden. Det er om lag 10 dollar lavere enn anslaget fra Consensus Forecasts, men er konsistent med at vi venter en noe svakere konjunkturutvikling internasjonalt.

## Har amerikansk økonomi passert konjunkturtoppen?

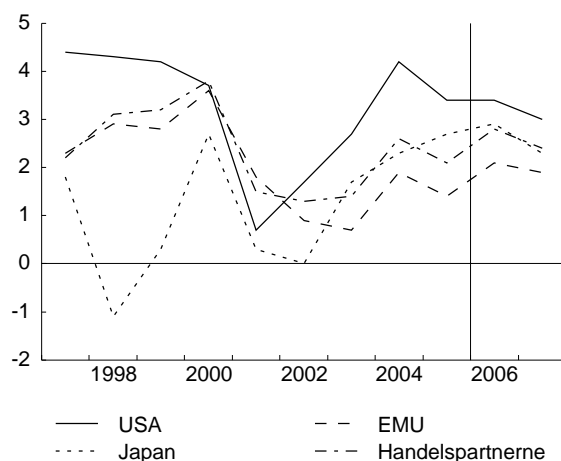
Amerikansk økonomi har vært inne i en periode med meget stabil vekst i overkant av trend siden sommeren 2003. Konjunkturoppgangen har vart lenge, men har sammenliknet med tidligere konjunkturoppganger til gjengjeld vært moderat. I 4. kvartal i fjor avtok veksten markert, blant annet som følge av orkanene i Mexico-golfen. Den svake utviklingen på slutten av fjoråret ble – som ventet – etterfulgt av sterk vekst i årets første kvartal. I 2. kvartal ble imidlertid veksten nær halvert, mye grunnet den fortsatt svake utviklingen i boligmarkedet. Salget av brukte boliger i juli gikk ned med over 4 prosent. Også nyboligsalget, som kanskje er en mer presis indikator for aktiviteten i boligmarkedet, falt med over 5 prosent i forhold til

**BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2004 - 2007 gitt på ulike tidspunkter**  
Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

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



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

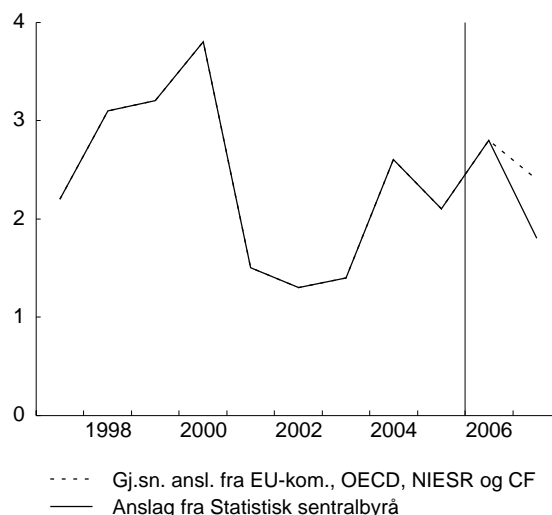
perioden før. Boligprisene har hittil ikke falt så markert som boligsalget, men den svake etterspørselen etter boliger er ventet å slå sterkere ut i prisene etter hvert.

Veksten i konsumprisindeksen (KPI) har økt markert i USA det siste året, og årsveksten i juli var 4,2 prosent, den høyeste siden april 1995. Den amerikanske sentralbanken har en «comfort zone» på 1-2 prosent som de gjerne ser at kjerneinflasjonen ligger innenfor. I juli lå kjerneinflasjonen på 2,7 prosent og dermed godt utenfor sentralbankens målsone. Den amerikanske økonomien er også mer oljeintensiv og dermed mer sårbar for stigende oljepriser enn euroøkonomien. National Institute of Economic and Social Research (NIESR) anslår at en 10 dollar permanent økning i oljeprisen vil føre til mellom 0,2 og 0,4 prosentpoeng høyere inflasjon i USA i fire år framover, mens effekten i euroområdet er svakere og i Storbritannia nesten fraværende. Vi legger til grunn at de høye energiprisene, og spesielt oljeprisen (se egen boks), vil synke noe i årene framover, med en oljepris på 50 dollar per fat i begynnelsen av 2008 og en stabil pris ut prognoseperioden. Dette vil kunne bidra til lavere inflasjon.

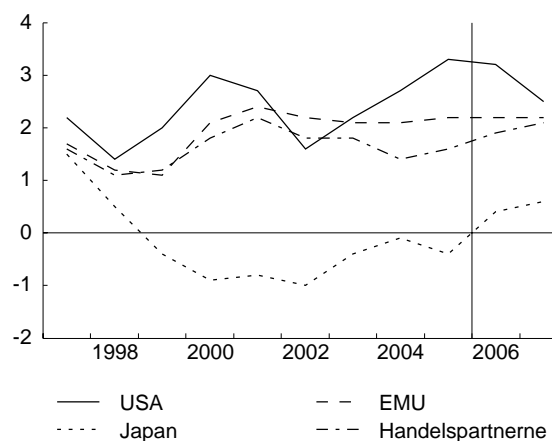
Den amerikanske sentralbanken (Fed) holdt renten på 5,25 ved rentemøtet i august og stoppet dermed opp på 17 suksessive rentehevinger siden bunnen i 2004. I det sist publiserte møtereferatet til FOMC (Federal Open Market Committee) anser de det for mindre risikabelt for økonomien å ta en pause i den over to år lange rentehevingssyklusen enn det er å heve renten ytterligere. Med unntak av en moderat sterkere dollar i mai og juni, har dollaren fortsatt svekkelsen i forhold til euroen, og en EURUSD kurs på 1,30 er ikke utenkelig med den ventede nedgangen i amerikansk økonomi. Globale ubalanser og spesielt USAs store underskudd på handelsbalansen og i offentlige budsjetter taler for en fortsatt svekkelse av dollaren.

Korte renter har i det siste vært høyere enn lange i USA. En fallende rentekurve er historisk sett en god indikator på økonomisk nedgang. Den vanligste økonomiske forklaringen på dette er at lange renter gjenspeiler forventninger om korte renter i framtiden. Svakere tro på framtidig økonomisk utvikling gir dermed forventninger om lavere korte renter i framtiden. Dessuten følger det ofte svakere vekst etter en periode med stram pengepolitikk - gjennom høye renter i dag. Asiatiske sentralbankers kjøp av amerikanske statsobligasjoner i stor skala har lenge bidratt til å holde lange renter på et lavt nivå. I det siste har vi sett en mindre restriktiv kinesisk valutapolitikk i et forsøk på å gradvis styrke den kinesiske valutaen og dermed dempe den økonomiske veksten. Euroen kan stige og dollaren kan svekke seg på forventninger om spredning av valutakjøp i Asia. For å oppnå en ønsket valutakursutvikling, har People's Bank of China vært tvunget til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner og dermed bidra til å finansiere det enorme amerikanske

### BNP-vekst for Norges handelspartnere

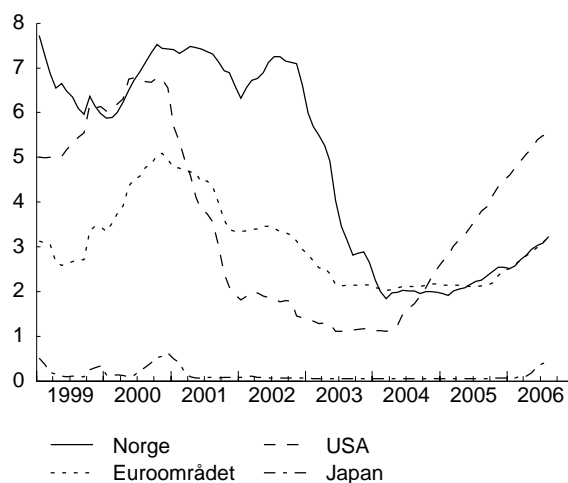


### Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



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

### Internasjonale renter 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

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

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

Kilder: NIESR fra juli, Consensus Forecasts fra august, EU-kommisjonen fra april og OECD fra mai 2006. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

handelsunderskuddet og holde dollarkursen oppe. Dersom Kina skulle endre strategi og ikke være villige til å øke sine dollaraktiva, kan dette føre til en mye svakere dollarkurs.

Utviklingen i den amerikanske økonomien den senere tid har underbygget våre tidligere antagelser om at en mild resesjon er underveis. Arbeidsledigheten steg med 0,2 prosentpoeng til 4,8 fra juni til juli i år. Nedgangen i boligmarkedet og boligprisene vil på sikt påvirke personlig forbruk negativt gjennom en formueseffekt, men både personlig forbruk og disponibel inntekt viste svakt økende vekst i juli. Vi tror at et relativt robust personlig forbruk samt en fortsatt sterk eksportsektor vil kunne dempe nedgangen noe. Den amerikanske sentralbanken vil trolig legge mer vekt på et svakere arbeidsmarked og boligmarked enn den noe høye, men dog fallende, inflasjonen. Det kan dermed ligge an til at den amerikanske sentralbanken senker renten tidlig neste år. Vi legger til grunn relativt svake veksttall for andre halvår 2006 og fortsatt moderat vekst under trend i 2007 og 2008 - som alt i alt vil gi en relativt myk landing i amerikansk økonomi. Vi venter med andre ord en lavkonjunktur på linje med den relativt moderate nedgangen i 2001, men da med et rentenivå som blir liggende en god del over rentene den gangen.

### Er den europeiske økonomien sterk nok til å stå på egne ben?

Euroøkonomien har fortsatt den gode utviklingen og veksten i 2. kvartal i år var den sterkeste siden våren 2000. I all hovedsak er det sterk eksportvekst som har

drevet denne utviklingen. Frankrike kunne vise til en sterkere vekst enn ventet i 2. kvartal. Personlig forbruk økte sterkt, mens eksporten viste svak vekst i forhold til 1. kvartal. En viktig grunn til det sistnevnte er at fransk industri leverer en stor andel av sin eksport til andre land i euroområdet, der veksten lenge var relativt beskjeden. Husholdningenes etterspørsel bidrar imidlertid relativt mer til samlet vekst i Frankrike, og dette viser seg også i økende import.

Sentrale indekser for tiltroen til tysk økonomi har falt den siste perioden, men ligger likevel godt over nøytralt nivå. Nedgangen i indeksene kan ha sammenheng med at momsen skal økes fra 16 til 19 prosent fra nyttår, samtidig med at utsiktene for internasjonal etterspørsel er på vei ned. Den tyske økonomien viste likevel relativt sterk vekst i 2. kvartal i år, der verdensmesterskapet i fotball nok bidro til veksten. Til tross for svak utvikling i offentlig og privat forbruk og beskjeden eksportvekst, klarte høy vekst i investeringene å dra opp produksjonsveksten i Tyskland. Tyskland opplever en sterkere tilvekst av billig arbeidskraft fra de nye EU-medlemmene i øst enn Frankrike, og dette bidrar til lavere lønnsvekst i Tyskland enn nabolandet.

Den tredje største økonomien i eurosonen, Italia, fortsatte å være det svake leddet i 2. kvartal med BNP-vekst på 0,5 prosent. Tiltroen blant forbrukere og bedrifter er fallende. Italiensk eksport, som tradisjonelt har hatt et betydelig innslag av tekstiler, har stagnert som følge av hard konkurranse fra lavkostland som Kina. Den politiske situasjonen i Italia er også ustabil, og neste måned skal det forhandles om et

### Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend har steget fra i overkant av 40 dollar per fat i begynnelsen av januar 2005 til om lag 77 dollar fatet i begynnelsen av august i år. Siden har oljeprisen falt, og lå medio september på rundt 65 dollar fatet. Som gjennomsnitt over årets første åtte måneder har prisen vært i overkant av 67 dollar fatet, mot vel 54 dollar som årgjennomsnitt i 2005.

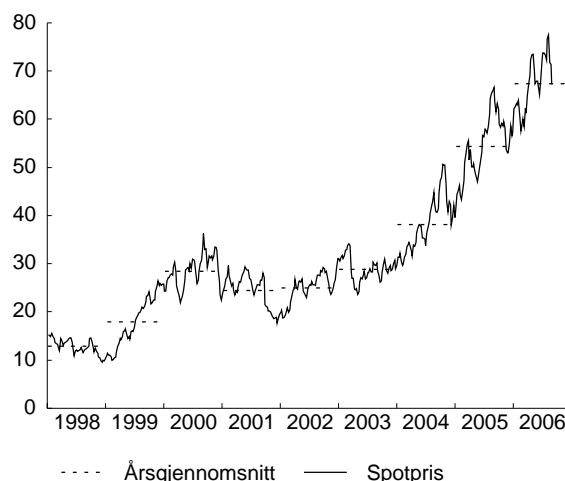
Flere forhold har bidratt til at oljeprisen økte kraftig gjennom store deler av 2005 og at den har holdt seg høy i innværende år. For det første har oljeetterspørselen fortsatt å øke i flere deler av verden. Dessuten har oljeproduksjonen blitt redusert i flere områder, som Irak, Nigeria og Alaska. I tillegg har OPEC hatt lite ledig produksjonskapasitet. Dette har bidratt til økt bekymring for konsekvensene av et produksjonsbortfall og ført til store innkjøp på futuresmarkedet for olje. I tillegg har etterspørselen etter bensin vært høy, først og fremst på grunn av sommersesongen for bilkjøring i USA som varer fra april til oktober. Det er flere årsaker til at oljeprisen har sunket de siste ukene. For det første ble inngått en våpenhvile i Midt-Østen. Det er også håp om at situasjonen rundt Irans atomvåpenprogram kan løses med fredelige midler og ikke fører til konflikt og en eventuell reduksjon i produksjonen hos OPECs nest største oljeeksportør. Dessuten går kjøresesongen i USA mot slutten og dette gir lavere etterspørsel etter bensin.

International Energy Agency (IEA) forventer at oljeetterspørselen vil øke med 1,6 millioner fat per dag fra 2006 til 2007. Oppgangen er først og fremst ventet å komme i Asia, Midt-Østen og til en viss grad Nord-Amerika. Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 1,9 millioner fat daglig. Økningen er spesielt forventet å komme i det tidligere Sovjetunionen, Angola og Brasil. Dette vil føre til at etterspørselen rettet mot OPEC faktisk synker noe neste år etter å ha økt gjennom fire år. Enkelte analytikere mener at etterspørselen kan synke mer enn det IEA har antatt, blant annet som følge av en mulig konjunkturedgang i USA.

Dersom OPEC holder produksjonen av råolje på dagens nivå i tiden fremover, ser det ut til at de globale lagrene av råolje øker noe i tiden fremover mot vinteren. Dette kan føre til at det er tilstrekkelig med fyringsolje til vinteren, selv om flere analytikere peker på manglende raffineringsskapasitet i produksjonen av ferdigprodukter i OECD og spesielt i USA. Dersom vi både får en bedring i lagersituasjonen og en viss økning i OPECs produksjonskapasitet i tiden fremover, vil dette kunne legge en demper på den videre prisutviklingen. Vi legger til grunn at oljeprisen vil holde seg relativt høy i tiden fremover, men at den faller gjennom 2007 og blir liggende på 50 dollar fatet fra begynnelsen av 2008 og ut prognoseperioden. En slik utvikling er blant annet betinget av at det ikke blir flere produksjonsbortfall i råoljemarkedet. Dessuten forutsetter vi at OPEC ikke er interessert i å redusere produksjonen for å holde oljeprisen på dagens nivå.

### Spotprisen råolje, Brent Blend. 1998-2006

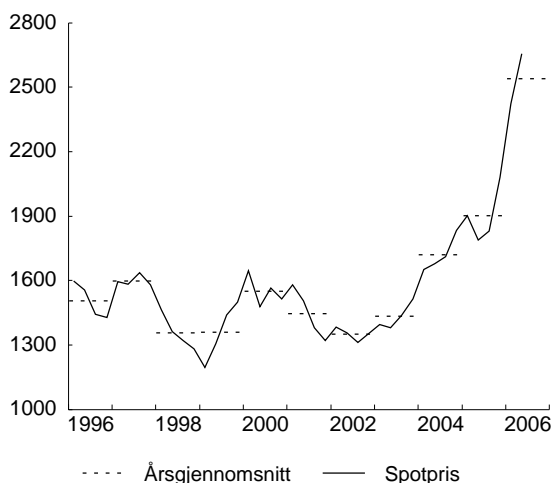
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

### Spotprisen på aluminium. 1996-2006

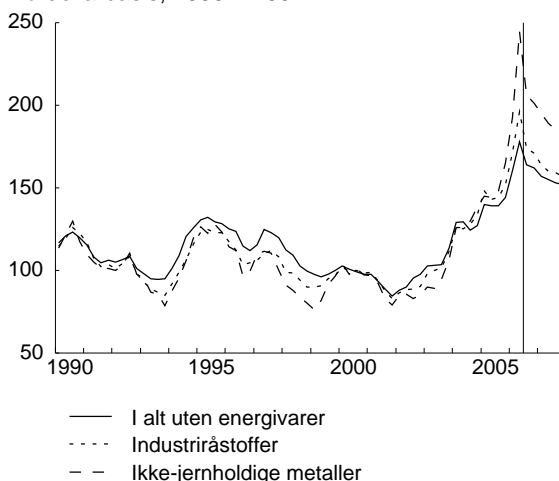
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

### Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2007

På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.

budsjettkutt på 20 milliarder euro for å tilfredsstill EUs krav til budsjettbalansen. Det ligger dermed an til en kontraktiv finanspolitikk i både Tyskland og Italia neste år, og dersom dette forsterkes av en ytterligere tilstramming i pengepolitikken kan det få uheldige følger for veksten i euroøkonomien på kort sikt.

Inflasjonen i euroområdet ligger fortsatt et stykke over den europeiske sentralbankens (ESB) mål om en inflasjon under (men nær opptil) 2 prosent, selv om styrkingen av euroen har dratt ned prisveksten i det siste. En moderat lønnsvekst og betydelig ledig kapasitet i økonomien bidrar også til å dempe inflasjonen til en viss grad. Siden i fjor sommer har vi sett en klar nedgang i ledighetsraten i euroområdet, men den ligger likevel på et høyt nivå (7,8 prosent i juli). Fallende forventningsindekser og svakere utsikter for økonomien kan tyde på at stagnasjonen i ledighetsnedgangen vi så fra juni til juli måned signaliserer økt ledighet.

Euroen har styrket seg rundt 40 prosent mot dollar siden 2002. Det innebærer at oljeprisen har økt langt mindre når en måler i euro i stedet for i dollar. På bakgrunn av tiltagende vekst i euroområdet det siste året og frykt for andrerundeeffekter av de stigende råvareprisene, har ESB økt renten med til sammen 0,75 prosentpoeng siden desember i fjor. Før det hadde styringsrenten ligget fast på 2 prosent siden juni 2003. ESB vedtok imidlertid å holde renten på 3 prosent på rentemøtet i august. Vi legger til grunn at den øker til 3,25 prosent i vinter, og at den forblir på det nivået ut prognoseperioden.

I hvilken grad euroøkonomien klarer å «stå imot» en internasjonal nedgang avhenger av om innenlandsk etterspørsel tar seg opp framover. Det har vært antydninger til økt privat forbruk og tiltakende investeringer, men det gjenstår å se om dette vil vare ved. Noe høyere renter ventes å legge en demper på innenlandsk etterspørsel også framover. Selv om inntjeningen og investeringslysten i industrien er solid og vi aner et lysere arbeidsmarked, tror vi at nedgangen i utenlandsk etterspørsel vil tyng økonomiene framover. I tråd med forutsetningen om en svakere konjunkturutvikling i USA, legger vi til grunn at euroøkonomien følger etter i løpet av 2007.

Utenfor euroområdet er det høy vekst flere steder. Sverige har hatt en vekst på nærmere 6 prosent i årlig rate i første halvår 2006, og oppgangen er bredt basert. Svært lave renter har stimulert husholdningenes forbruk og det har vært et kraftig oppsving i eksporten. Gode resultater og økende kapasitetsutnyttelse i industrien har gitt økte investeringer. Etter hvert har også arbeidsmarkedet slått følge, noe som vil understøtte konsumet framover. Inflasjonen er fortsatt lav, men ser ut til å være på vei oppover og Riksbanken satte derfor opp reporäntan til 2,50 prosent i august. Gode konjunkturutsikter peker i retning av ytterligere

renteoppgang, og renten ventes å nærme seg nivået i euroområdet framover.

Også i Danmark er veksten høy. Næringslivet har gode tider og arbeidsledigheten er den laveste på 30 år. Ekspansiv finanspolitikk kombinert med lave renter som følger renten i euroområdet, har bidratt til høy temperatur i dansk økonomi. Tilstrammingen i arbeidsmarkedet og et presset boligmarked har ført til at mange observatører peker på behov for en mindre ekspansiv økonomisk politikk for å holde den økende lønnsveksten og prisveksten nede.

Storbritannia opplevde overraskende sterk vekst i 2. kvartal med indikasjoner på høy innenlandsk etterspørsel og stigende optimisme i industrien. Likevel var det en betydelig nedgang i husholdningenes disponible inntekter. Sammen med høyere sparerate og økte skatter og avgifter vil dette trolig legge en demper på utviklingen i husholdningenes forbruk. Historisk sett følger Storbritannia den amerikanske økonomien tett, og vi legger derfor til grunn en nedgang i den økonomiske veksten på øyriket framover.

### **Myk landing i internasjonal økonomi**

Vi har oppjustert våre utsikter for inneværende år i tråd med den seneste utviklingen i internasjonal økonomi. Like fullt tror vi den amerikanske konjunkturtoppen er passert, og at den internasjonale økonomien vil merke dette i tiltakende styrke neste år. Den påfølgende lavkonjunktoren antas imidlertid å bli meget moderat i et historisk perspektiv, og mildere enn lavkonjunktoren tidlig på 2000-tallet. Et usikkerhetsmoment ligger i den videre utviklingen i energiprisene, og da spesielt oljeprisen. Selv om den kraftige prisstigningen i all hovedsak skyldes økt etterspørsel, er det også en del geopolitiske tilbudsaspekter som kan tale for fortsatt høy oljepris. Videre legger vi til grunn at internasjonale konjunkturer igjen peker oppover mot slutten av prognoseperioden, i tråd med en normal konjunktursykel.