

# Internasjonal økonomi

Amerikansk økonomi ser ut til å ha passert konjunkturtoppen i løpet av sommerhalvåret. Veksten har falt klart under trend, etter en konjunkturoppgang som da hadde vart i om lag tre år. Det er særlig i boligmarkedet pendelen nå ser ut til å ha snudd. Vi venter at den økonomiske veksten vil avta framover. I euroområdet har derimot veksten tatt seg opp gjennom det siste året. Innenlandsk etterspørsel har etter hvert bidratt til oppsvinget, men internasjonal etterspørsel er fortsatt viktig. Vi venter at veksten vil avta også her, i kjølvannet av avmatningen i amerikansk økonomi, høyere renter og sterkere euro. I Kina og India ventes fortsatt høy vekst, selv om en må påregne en liten avmatning også i disse landene.

## USA over toppen, Europa følger etter

Mens den amerikanske konjunkturoppgangen har vært drevet av husholdningenes konsum, understøttet av lave renter og sterk prisvekst i boligmarkedet, har høy arbeidsledighet og lav lønnsvekst dempet forbruksveksten i euroområdet, der den økonomiske veksten har vært svak gjennom det meste av 2000-tallet. Med svak innenlandsk etterspørsel har høy vekst internasjonalt vært den viktigste vekstimpulsen. Det siste året har imidlertid aktiviteten i næringslivet begynt å ta seg opp, og investeringene har økt markert. Arbeidsmarkedet har bedret seg, og det har også vært tegn til økende etterspørsel fra husholdningene den siste tiden.

I USA venter vi at en avmatning i husholdningenes etterspørsel vil følge omslaget i boligmarkedet. Boliginvesteringene falt kraftig i 2. og 3. kvartal, etter nullvekst i vinterhalvåret. Omsetningen av boliger går dessuten tregt, og boligprisene har stagnert og til dels falt etter mange år med høy vekst. Historiske erfaringer

ger tilsier at en markert korreksjon i boligmarkedet ofte følges av avmatning i økonomien som helhet.

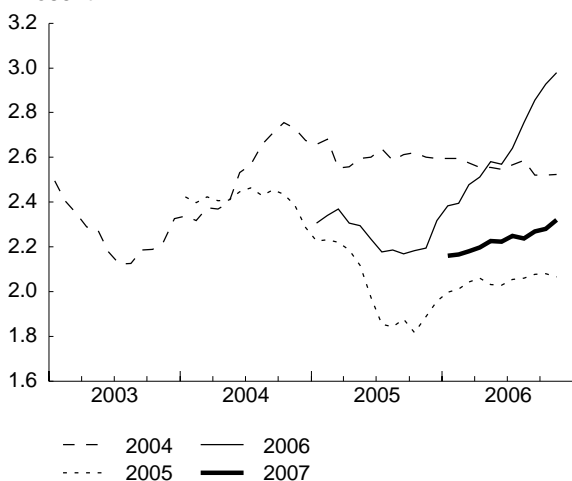
Ettersom internasjonal etterspørsel har vært sentral i det siste årets økonomiske opptur i euroområdet, er et sentralt spørsmål i hvilken grad oppgangen kan vare ved uten drahjelp fra amerikansk økonomi. Høy gjeld gjør at en ikke kan vente nye impulser over offentlige budsjetter framover. Dermed faller byrden på privat sektor. Lav lønnsvekst har bidratt til økende overskudd i næringslivet, men også til å begrense husholdningenes kjøpekraft. Etter hvert som arbeidsledigheten har falt har det også vært tegn til økt forbruk i husholdningene.

Vi tror likevel nedgangen internasjonalt vil bremse aktiviteten i euroområdet framover. Renteoppgang og styrket euro vil dessuten bidra til å dempe etterspørselen både innenlands og ute på eksportmarkedet. I tråd med et normalt konjunkturforløp legger vi til grunn for våre prognoser at veksten avtar i euroområdet neste år og inn i 2008. Dette forløpet impliserer at inneværende europeiske høykonjunktur blir relativt beskjeden. Investeringene har ikke kommet opp på et spesielt høyt nivå, og arbeidsledigheten er fortsatt høy, selv om den har falt fra en topp på nær 9 prosent i 2004 til 7,7 prosent i oktober i år.

## Inflasjonen ned

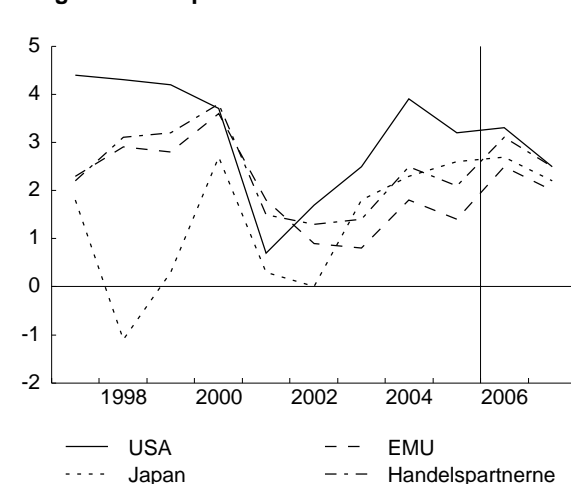
Inflasjonspresset har avtatt noe internasjonalt i løpet av høsten, etter å ha økt over lengre tid, blant annet som følge av den sterke prisveksten på råvarer og energi siden tidlig på 2000-tallet. I USA steg inflasjonen (KPI) fra i overkant av 2 prosent i 2003 til den toppet seg i juni i år med 4,3 prosent sammenliknet med samme

**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.

periode året før. Siden har prisstigningen falt til under to prosent. Prisveksten justert for energi og matvarer har falt marginalt og var i oktober 2,8 prosent.

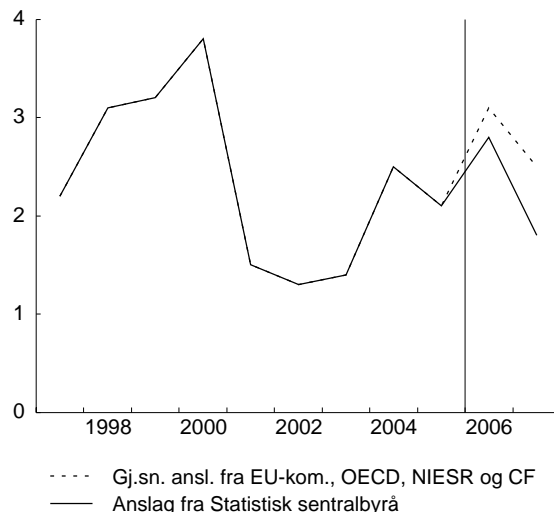
I euroområdet har inflasjonen vært mer stabil, i overkant av den øvre grensen for den europeiske sentralbankens inflasjonsmål på 2 prosent. Den underliggende prisveksten, justert for energipriser, har vært lav i euroområdet, rundt 1,5 prosent de siste to årene, men det har vært en stigende trend siden i sommer.

Ulik konjunkturutvikling forklarer en del av inflasjonsforskjellen i USA og Europa. Amerikansk økonomi har opplevd en lang konjunkturoppgang og ressursutnyttelsen er høy, mens det fortsatt er ledig kapasitet i euroområdet. I tillegg er amerikansk økonomi relativt energiintensiv, og avgiftsnivået er relativt lavt slik at det prosentvise utslaget i konsumprisene av endringer i energiprisene blir større.

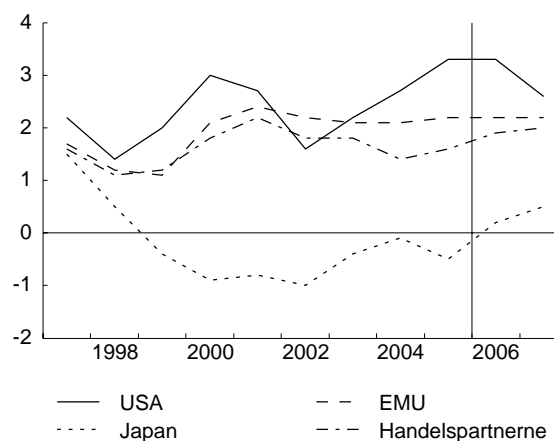
I Japan er det tegn til at prisene stiger, etter å ha falt gjennom det meste av 2000-tallet. Dersom en justerer for energipriser er det imidlertid grunn til å tro at prisene fortsatt faller, om enn mindre enn før. På bakgrunn av høykonjunktur i japansk økonomi og forventninger om at prisene er i ferd med å øke, har den japanske sentralbanken i høst satt opp styringsrenta til 0,25 prosent, og signalisert at renta skal videre opp neste år.

I Kina er inflasjonen fortsatt lav, tross prisøkningen på råvarer og energi og at økonomien fortsetter å vokse med stor fart. Den store tilgangen på billig arbeidskraft fra landsbygda bidrar til å dempe lønns- og prispresset. Det er imidlertid tegn til overoppheting i enkelte sektorer, blant annet innenfor stål- og sementindustrien. Myndighetene har siden 2004 gradvis strammet inn noe i pengepolitikken, gjennom målrettede kredittrestriksjoner, noe høyere rente og styrking av valutaen, yuan.

**BNP-vekst for Norges handelspartnere**

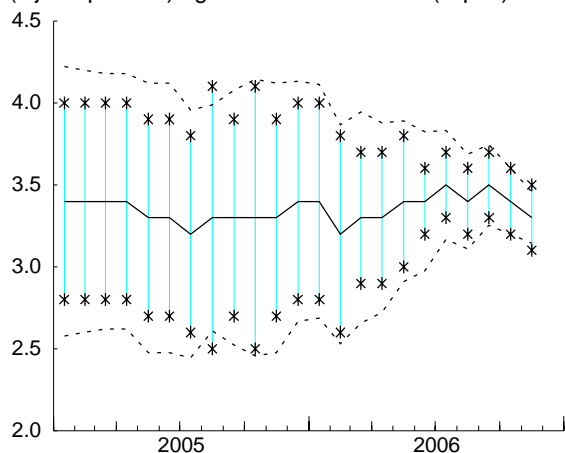


**Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere**



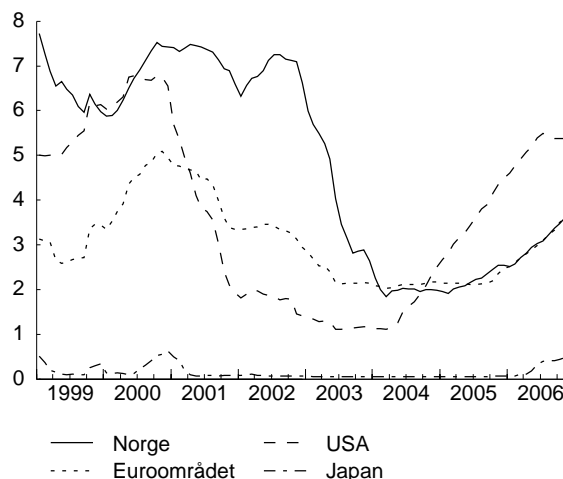
Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

**BNP-vekstanslag for USA for 2006 på ulike tidsp.**  
Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- 2 "normalt" avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

**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	2,5	3,9	3,2	3,3	2,6	2,1	1,4	2,0	2,6	2,9	3,0	2,8
ConsF	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3	2,5	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,4	2,3
EU-kom	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,4	2,3	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,4	2,5
OECD	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3	2,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,3	2,3
<b>Japan</b>														
NIESR	0,2	0,1	1,8	2,3	2,6	2,7	2,6	-1,0	-1,4	-1,0	-0,6	-0,8	0,1	0,8
ConsF	0,2	0,1	2,0	2,1	2,7	2,7	2,0	-0,7	-0,9	-0,2	0,0	-0,3	0,2	0,4
EU-kom	0,4	0,1	1,8	2,3	2,6	2,7	2,3	-0,6	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,4
OECD	0,4	0,1	1,8	2,3	2,7	2,8	2,0	-0,8	-0,9	-0,3	0,0	-0,6	0,3	0,3
<b>EMU</b>														
NIESR	1,8	1,0	0,8	1,7	1,5	2,5	2,0	2,5	2,0	2,1	2,0	2,0	2,3	2,4
ConsF	1,8	0,9	0,8	1,7	1,5	2,6	1,9	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1
EU-kom	1,9	0,9	0,8	2,0	1,4	2,6	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1
OECD	1,9	0,9	0,8	1,7	1,5	2,6	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	1,9
<b>Handelspartnere</b>														
NIESR	1,5	1,3	1,4	2,5	2,2	3,1	2,4	2,3	1,8	1,9	1,4	1,6	1,9	2,1
ConsF	1,4	1,3	1,4	2,6	2,2	3,1	2,4	2,2	1,9	1,7	1,3	1,6	1,9	2,0
EU-kom	1,4	1,2	1,3	2,6	2,1	3,1	2,4	2,2	1,8	1,8	1,4	1,7	1,9	1,9
OECD	1,5	1,3	1,4	2,5	2,2	3,2	2,7	2,2	1,9	1,7	1,4	1,6	1,9	1,9
SSB	1,5	1,3	1,4	2,5	2,1	2,9	1,8							

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

**Svekket dollar**

Den amerikanske sentralbanken har siden sommeren 2004 hevet styringsrenta med 4 prosentpoeng, og renta er nå 5,25 prosent. Perioden med rentehevinger ser ut til å være over, og pengemarkedet priser nå inn en forsiktig rentenedgang neste år. Den europeiske sentralbanken startet sine rentehevinger i desember i fjor. Styringsrenta er økt med til sammen 1,5 prosentpoeng. Siste renteheving var 7. desember, og styringsrenta er nå 3,5 prosent. Vi legger til grunn at det ikke kommer ytterligere renteøkninger i 2007 og at renta settes ned med 0,5 prosentpoeng i løpet av første halvår 2008.

Relativt høye amerikanske renter har, sammen med asiatiske sentralbankers investeringer i amerikanske rentepapirer, bidratt til å holde dollarkursen oppe de siste to årene, etter en markert svekkelse fra 2002 til 2004. Rentedifferansen er imidlertid redusert det siste halvåret, og dollaren har nylig svekket seg markert. En svakere konjunkturutvikling enn tidligere ventet har også bidratt til svekkelsen. Ettersom mange asiatiske land i ulik grad har knyttet verdien av sin valuta til amerikanske dollar, har svekkelsen særlig skjedd mot europeiske valutaer. Siden oktober har dollaren svekket seg med om lag 6 prosent mot euro og 2 prosent handelsveid. Når høye renter i mindre grad er et argument for å investere i dollar, kan de store underskuddene på den amerikanske handelsbalansen komme til å bli tillagt større vekt i valutamarkedet. Den kinesiske sentralbanken har dessuten løsnet på fastkurspolitikken mot dollar, og har tillatt yuan å styrke seg med nær 5 prosent mot dollar siden i fjor sommer. Flere asiatiske sentralbanker er tungt vektet i dollar, og enkelte har signalisert at de vurderer å diversifisere

sine porteføljer. Også Russland og OPEC-landene har redusert sin eksponering i dollar, til fordel for euro, yen og britiske pund. Dette kan tale for at dollaren skal svekke seg ytterligere i tiden som kommer. Svake vekst i amerikanske husholdningers etterspørsel vil på den annen side redusere underskuddet på handelsbalansen, og kan redusere presset mot dollaren. Vi legger til grunn at dollaren holder seg om lag på dagens nivå ut prognoseperioden.

Lange renter har falt markert i høst: Etter at rentene på ti års statsobligasjoner steg med om lag 1 prosentpoeng – fra et historisk bunnivå – sommeren 2005 til sist sommer både i USA og i Tyskland, har de igjen falt på begge sider av Atlanteren. I USA har disse rentene falt med i overkant av 0,5 prosentpoeng, noe mindre i Europa. Det kan indikere at langsiktige inflasjonsforventninger er nedjustert.

**Moderat nedtur**

Våre forutsetninger for internasjonal økonomi innebærer at markedsveksten blir klart høyere i år enn i 2005. Vi tror at amerikansk økonomi har passert konjunkturtoppen, og at nedgangen vil spre seg internasjonalt. Målt ved markedsindikatoren passerer konjunkturtoppen internasjonalt rundt årsskiftet. Lavkonjunktoren antas å bli moderat i et historisk perspektiv, og sammenlignbar i styrke med forrige internasjonale lavkonjunktur tidlig på 2000-tallet. Nedgangen antas likevel å bli kraftigere enn anslått av OECD og Consensus forecasts. Videre forutsetter vi at konjunkturrene snur mot slutten av prognoseperioden, i tråd med en normal konjunktursykel. Dette er på linje med bildet vi har tegnet av internasjonale konjunkturer siden sist vinter.

### Utviklingen på oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg 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 i begynnelsen av desember på 63-64 dollar. Som gjennomsnitt over årets første elleve måneder har prisen vært i overkant av 65 dollar fatet, mot vel 54 dollar som årsgjennomsnitt i 2005.

Det er flere årsaker til at oljeprisen økte kraftig gjennom 2005 og at den har holdt seg høy i inneværende år. For det første har oljeetterspørselen fortsatt å øke i Asia og i Midt-Østen. For det andre har oljeproduksjonen vært lavere enn forventet i flere områder, som Irak, Nigeria og Alaska. Dessuten har OPEC hatt lite ledig produksjonskapasitet, noe som har bidratt til økt bekymring for konsekvensene av et produksjonsbortfall og store innkjøp på futuresmarkedet for olje. Flere forhold har bidratt til at oljeprisen nå er lavere enn i august. For det første hersker det mindre bekymring for produksjonsbortfall. Ved siden av at det ble inngått en våpenhvile i Midt-Østen, synes det også å være større håp om at situasjonen rundt Irans atomvåpenprogram kan løses med fredelige midler. Det har i tillegg så langt i år vært en relativt mild høst og vinter på den nordlige halvkule, noe som har ført til at etterspørselen etter fyringsolje har vært lav.

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 å komme i Asia, Midt-Østen og til en viss grad Nord-Amerika. Økningen i etterspørselen i Midt-Østen forventes å være nesten like stor som i Kina, etter at høye oljepriser har generert store inntekter gjennom flere år. Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 1,7 millioner fat daglig neste år. Økningen er spesielt forventet å komme i Russland, Aserbajdsjan, Angola og Brasil. Dette vil føre til at etterspørselen rettet mot OPEC synker noe neste år etter å ha økt gjennom fire år. Dersom etterspørselen stiger mindre enn det IEA har antatt, som følge av en konjunkturturnedgang i USA slik vi legger til grunn i våre prognoser, kan det føre til at den ledige produksjonskapasiteten i OPEC øker noe i 2007. Dette vil redusere bekymringene for konsekvensene av framtidige produksjonsbortfall og føre til noe lavere oljepriser.

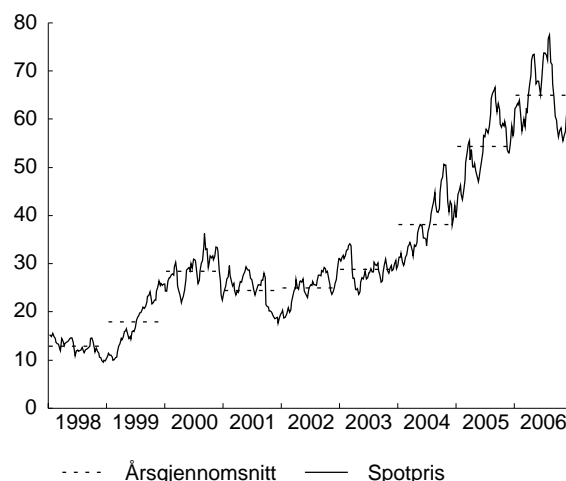
Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter i OECD over gjennomsnittet for de fem siste årene. Dette kan føre til at det er tilstrekkelig med fyringsolje, dersom ikke vinteren skulle bli spesielt kald.

OPEC vedtok å redusere produksjonen med 1,2 millioner fat per dag fra 1. november. Det er usikkert i hvilken grad de oppnår det. For flere av medlemslandene er det uklart hvilket produksjonsnivå som danner utgangspunktet for kuttet i produksjonen. Dersom kartellet makter halvparten av de varslede kuttene, ser det likevel ut til at lagrene av råolje vil øke med nesten to millioner fat daglig gjennom andre og tredje kvartal neste år.

Fortsatt relativt store lagre av råolje og ferdigprodukter i OECD-området og en viss økning i OPECs ledige produksjonskapasitet i tiden framover ventes sammen med vår forutsetning om konjunkturavmatningen internasjonalt, å legge en demper på den videre prisutviklingen. Vi legger til grunn at oljeprisen vil holde seg relativt høy i tiden framover, men at den faller gjennom 2007 til om lag 50 dollar fatet ved inngangen til 2008, og at den blir liggende på dette nivået ut prognoseperioden.

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

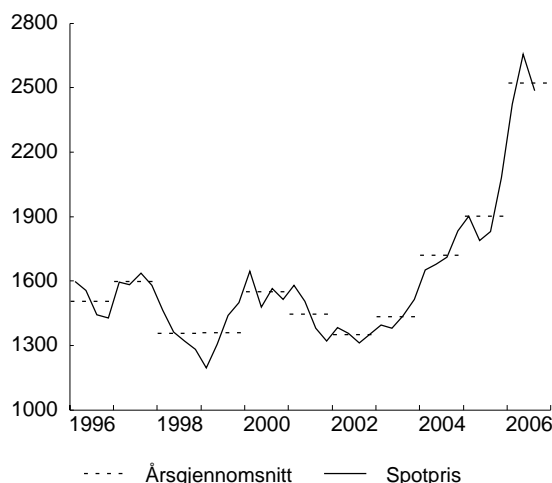
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

### Spotprisen på aluminium. 1996-2006

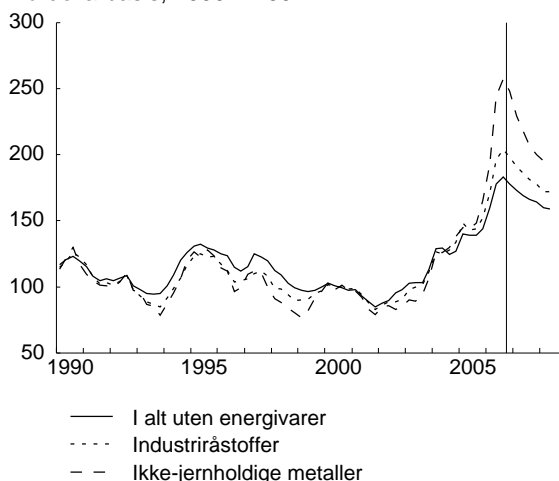
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

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

På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.