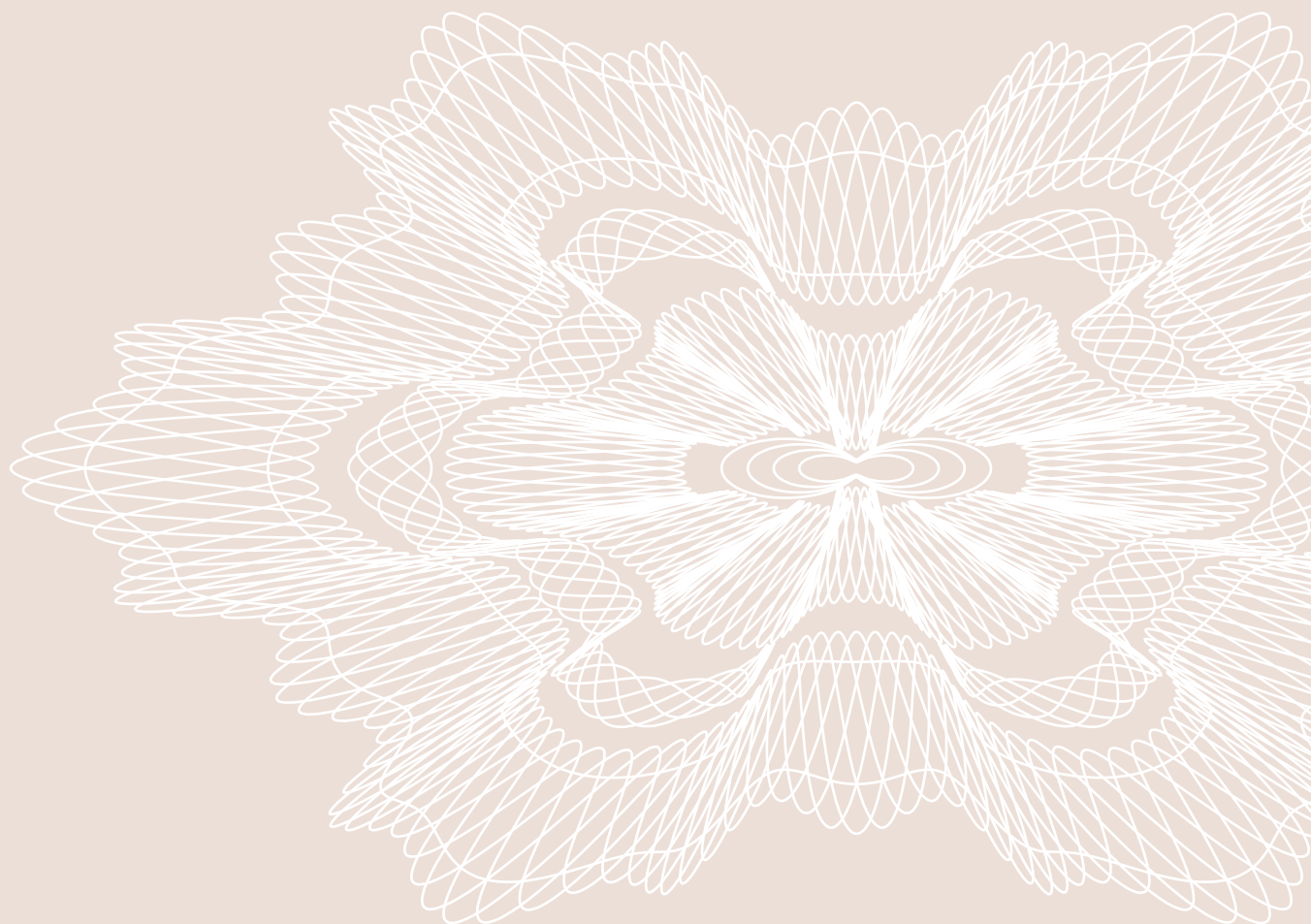




Internasjonal rapport

1
00

m a r s



Internasjonal rapport 1 / 2000

1. <i>Den globale økonomiske situasjonen</i>	3
1.1 Et mer balansert vekstbilde	3
1.2 Prisveksten tar seg opp.....	6
2. <i>Rente- og valutakursutviklingen</i>	10
3. <i>Nærmere om utviklingen i enkelt land</i>	14
3.1 USA.....	14
3.2 Euro-området.....	15
3.3 Storbritannia	18
3.4 Sverige.....	19
3.5 Japan.....	20

Rammer:

- Hvorfor er det vanskelig å forutsi hvordan
finansiell uro sprer seg?
- OPEC og oljepris
- Internasjonale rente- og valutakursforventninger

Aktuell utdyping:

- Asia – V eller W?.....

Redaksjonen avsluttet 8. mars

Internasjonal rapport 1 / 2000

Veksten i verdensøkonomien og hos våre handelspartnere ser ut til å bli noe sterkere enn vi ventet for et halvt år siden. Den økonomiske utviklingen i de kriserammede landene i Asia snudde raskere enn forventet og bidrog til at den globale produksjonen tok seg opp i løpet av første halvår av 1999.

Høykonjunkturen i USA fortsetter. I Europa bedret økonomien seg betydelig i annet halvår i fjor, og vi venter at denne utviklingen vil fortsette. Vekstbildet ser dermed ut til å bli mer balansert mellom USA og Europa. I Japan er det imidlertid ingen klare tegn til en varig oppgang.

Vi har oppjustert vekstanslaget for våre tradisjonelle handelspartnere for i år med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng til 3 prosent fra forrige internasjonale rapport, som ble lagt fram for et halvt år siden. Anslaget for veksten neste år er uendret på $2\frac{3}{4}$ prosent.

En usikkerhetsfaktor er fortsatt utviklingen i amerikansk økonomi. Store underskudd på driftsbalansen og muligheten for et markert fall i aksjekursene skaper usikkerhet om dollarkursutviklingen og veksttakten fremover. En svakere økonomisk utvikling i USA enn hva vi har lagt til grunn, vil kunne få økonomiske og finansielle konsekvenser på globalt nivå.

Den kraftige økningen i oljeprisen siden i fjor og sterkere vekst har bidratt til høyere prisstigning internasjonalt. Den europeiske sentralbanken og sentralbankene i USA, Sverige og Storbritannia har alle satt opp signalrentene. Fortsatt sterk økonomisk vekst og mulige annenrunde-effekter av høye oljepriser vil kunne føre til ytterligere innstramminger i pengepolitikken.

Siden i fjor høst har også de langsiktige rentene steget i de store industrilandene. Økt global vekst kan føre til en fortsatt oppgang i de langsiktige rentene. Et kraftig kursfall i det amerikanske aksjemarkedet vil kunne trekke i motsatt retning. En fortsatt stigning i kortsiktige og langsiktige renter kan bidra til å dempe etterspørselsveksten hos våre handelspartnere fremover.

Stabiliseringen av situasjonen i de kriserammede landene har ført til at forskjellen mellom langsiktige renter i de fremvoksende økonomiene og i USA er redusert. Lavere finansieringskostnader vil ytterligere kunne styrke vekstgrunnlaget i disse landene.

I denne rapporten omtaler vi først det globale økonomiske bildet. Deretter drøftes rente- og valutakursutviklingen. Til slutt ser vi nærmere på konjunkturutsiktene for våre handelspartnere.

1 | Den globale økonomiske situasjonen

1.1 Et mer balansert vekstbilde

Verdensøkonomien har bedret seg betraktelig de seneste månedene. I kjølvannet av de finansielle krisene de seneste tre årene ble veksten i verdensøkonomien redusert fra 4,2 prosent i 1996 til 2,5 prosent i 1998. I 1999 ser veksten ut til å ha vært om lag $3\frac{1}{4}$ prosent. Dette er vel $\frac{1}{4}$ prosentpoeng høyere enn vi la til grunn for et halvt år siden. Den positive utviklingen avspeiler at veksten i USA er blitt sterkere enn tidligere ventet, og at oppgangen i de asiatiske landene kom raskere enn antatt. Den økonomiske veksten i EU-landene er også blitt noe sterkere enn forutsatt. I 2000 og 2001 venter vi at den globale veksten blir på om lag 4 prosent.

Tabell 1. Anslag for BNP. Prosentvis vekst fra foregående år.

	1999	2000	2001	2002
USA	4,1	4	3	$3\frac{1}{4}$
Japan	$\frac{1}{2}$	$\frac{3}{4}$	$1\frac{1}{2}$	$1\frac{1}{2}$
Tyskland	1,4	$2\frac{3}{4}$	3	$2\frac{1}{4}$
Frankrike	2,7	$3\frac{1}{4}$	3	$2\frac{1}{4}$
Storbritannia	1,9	3	$2\frac{1}{2}$	$2\frac{1}{2}$
Sverige	3,8	$3\frac{3}{4}$	$3\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{2}$
Norges handelspartnere ¹⁾	2,5	3	$2\frac{3}{4}$	$2\frac{1}{2}$
Euro-området ²⁾	2,2	3	3	$2\frac{1}{2}$

¹⁾ Eksportvektor

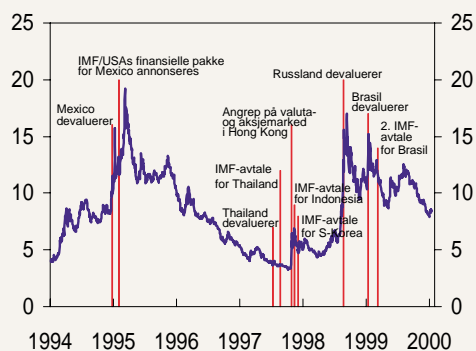
²⁾ Kjøpekraftskorrigerede BNP-vekter fra IMF

Tabell 2. Anslag for BNP i utvalgte fremvoksende økonomier. Prosentvis vekst fra foregående år.

	1998	1999	2000
Asia	3,8	6	6
Thailand	-10,4	$4\frac{1}{4}$	5
Kina	7,8	7,1	$6\frac{1}{2}$
Overgangslandene	-0,7	$2\frac{1}{2}$	3
Russland	-4,5	$3\frac{1}{4}$	2
Polen	4,8	4	5
Latin-Amerika	2,1	0	4
Brasil	0,1	$\frac{1}{2}$	4
Argentina	3,9	-3	$3\frac{1}{4}$
Mexico	4,8	3,4	$4\frac{1}{2}$
Midt-Østen	2,9	$\frac{1}{2}$	$3\frac{3}{4}$
Afrika	3,1	$2\frac{1}{4}$	$4\frac{1}{4}$

Kilde: IMF og Norges Bank

Figur 1 Rentedifferanse mellom statsobligasjoner i USA og i fremvoksende økonomier¹⁾. Prosentpoeng



¹⁾ Argentina, Brasil, Bulgaria, Ecuador, Mexico, Marokko, Nigeria, Panama, Peru, Filippinene, Polen, Russland og Venezuela

Kilde: Bloomberg

Høyere vekst hos handelspartnerne...

Gjennom annet halvår 1999 førte økt eksport til en bedring i den økonomiske utviklingen i Europa. Vekstbildet er nå noe mer balansert mellom Europa og USA. Veksttakten i de to regionene vil trolig fortsette å nærme seg hverandre. I Japan er det fortsatt få tegn til økonomisk oppgang, til tross for kraftig finanspolitisk stimulering og kortsiktige renter nær null.

For våre tradisjonelle handelspartnere venter vi at BNP-veksten i år vil bli sterkere enn i fjor. Vi anslår at BNP vil øke med 3 prosent i år og $2\frac{3}{4}$ prosent neste år. Dette skyldes i hovedsak sterkere vekst i euro-området, Sverige og Storbritannia.

...og oppgang og stabilisering i fremvoksende økonomier

Vekstbildet i de fremvoksende økonomiene var i 1999 svært blandet, se tabell 2. Den store overraskelsen var økonomiene i Øst-Asia, hvor oppgangen ble langt sterkere enn tidligere anslått. Nettoeksporten økte markert og gav et oppsving i industriproduksjonen. Med unntak av Indonesia hadde alle landene positiv BNP-vekst. I flere land vendte veksten tilbake til nivået før finanskrisen i 1997. Veksten er fortsatt høy i Kina, selv om den var noe lavere enn i 1998. Vi antar at den relativt positive konjunkturutviklingen i regionen vil fortsette i år og neste år, men det er fortsatt betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen fremover. Se aktuell utdyping for nærmere drøfting av utviklingen i Sørøst-Asia.

Utviklingen i overgangsøkonomiene var preget av ettervirkninger fra Russlands finansielle krise høsten 1998. I Russland førte bedre konkurransevne som følge av svekkelse av valutaen og høyere oljepris til den høyeste veksten siden oppløsningen av Sovjetunionen i 1992. I år venter vi en relativt gunstig økonomisk utvikling i overgangsøkonomiene. Russland nyter godt av høye olje- og

Hvorfor er det vanskelig å forutsi hvordan finansiell uro sprer seg?

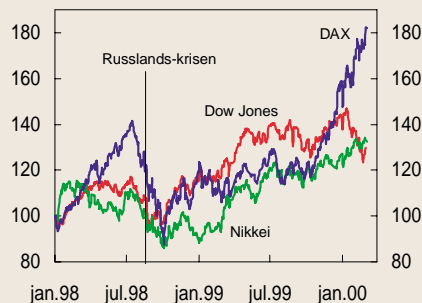
Våre anslag er basert på forutsetninger om en rekke finansielle variabler, deriblant valutakurs, renter og aksjekurser i viktige industriland. Utviklingen i disse variablene er viktige for de realøkonomiske prognosene. For eksempel påvirker valutakursene landenes konkurranseevne og virker dermed inn på veksten. I tillegg påvirker de prisbildet gjennom endringer i prisimpulsene fra utlandet. Utviklingen i renter og aksjekurser har stor betydning for privat sektors konsum- og investeringsetterspørsel, blant annet gjennom lånekostnader, kapitaltilgang og formueseffekter.

Utviklingen i finansmarkedene bestemmes av mange faktorer, og bevegelser eller uro i ett marked påvirker ofte utviklingen i andre markeder. Finansiell uro «smitter» fra marked til marked og fra land til land, men smittemønsteret er vanskelig å forutsi. I denne rammen diskuteres en inndeling av mulige teoretiske forklaringer på finansiell smitte.

På 1990-tallet har det vært mange tilfeller med spredning av finansiell uro. Valutakrisene i Europa 1992-93 spredte seg raskt fra land til land. Mexicos krise i 1994-95 fikk alvorlige konsekvenser i mange latin-amerikanske land. Asia-krisen begynte med Thailands devaluering sommeren 1997 og førte på kort tid til finansuro i nesten alle øst-asiatiske land. I august 1998 devaluerte Russland og erklærte et delvist gjeldsmoratorium. Smitten rammet ikke bare nabolandene, men også mange industriland fikk alvorlige forstyrrelser på finansmarkedene.

Figur 1 viser aksjekursutviklingen i USA, Japan og Tyskland

Figur 1 Aksjekursindekser. Januar 1998=100



siden 1. januar 1998. Selv om den realøkonomiske utviklingen har vært svært forskjellig i de tre landene, har det vært betydelig samvariasjon mellom indeksene. Russland-krisen førte til store fall i alle landene. Fallene var av ulikt omfang.

I lys av 1990-tallets mange finanskriser og spredning av finansuro over landegrensener har det vokst fram en omfattende litteratur som identifiserer kanaler for finansiell smitte. Årsaker til smitte kan inndeles i tre kategorier¹:

1. «Felles sjokk». Mange markeder utsettes for samme felles sjokk, som gjør det mindre attraktivt å investere i disse markedene. Eksempelvis vil et fall i verdensmarkedsprisen på olje ramme alle oljeeksporterende land. En renteøkning i et dominerende industriland, for eksempel USA, gjør det mindre attraktivt å låne til andre land. De underliggende fundamentale forholdene forverres og fører til finansiell uro i mange markeder samtidig.

¹ Dette følger den ofte siterte artikkelen av Paul Masson «Contagion: monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria», IMF working paper, nr. WP/98/142.

2. «Ringvirkning». Finansiell uro eller krise i ett land kan direkte smitte andre land enten via utenrikshandelen eller via finansielle kanaler. Et eksempel på en ringvirkning er en kraftig devaluering som forverrer konkurranseevnen til andre land og fører til en svakere økonomisk utvikling i disse landene. Et annet eksempel er overføring av problemer i banksektoren mellom land der banksektorene er nært knyttet sammen.

Ringvirkninger kan også skje fordi investorer som taper penger, endrer sin portefølje. Investeringsfond som taper penger i ett marked, kan velge å selge aktiva i andre markeder for å kunne innløse investorer som ønsker sine innskudd tilbake. Investorer som har stilt verdipapirer som sikkerhet for lån, kan bli bedt om å innløse lånene eller foreta såkalte marginbetalinger hvis verdipapirene faller i verdi. Resultatet kan være panikksalg av aktiva i markeder som ikke tidligere var rammet av krise.

3. «Ren smitte». Finanskriser kan også smitte utelukkende via investorenes forventninger og uten at det er noen «fundamental» sammenheng mellom finansmarkedene. Uro skyldes da at investorene forventer uro («selvoppfyllende profetier»). Av eksempler på «ren smitte» kan nevnes:

- Alle investorer baserer sin investeringsbeslutning på «tilfeldige» signaler uten relasjon til de fundamentale forholdene. Endring i signalene kan føre til finansiell uro i mange markeder.

Tendensen til slik flokkatferd forsterkes hvis det er dyrt å samle inn informasjon om den forventede lønnsomheten til investeringen. Mange uinformerte investorer kan velge å følge noen få store og aktive investorer. I en slik situasjon vil de aktive investorenes investeringsbeslutninger gi store utslag i markedet, også selv om beslutningene ikke er basert på fundamentale forhold.

- Kriser i naboland kan også virke som et «vekkesignal». Krise i ett land fører til at investorene revurderer den forventede lønnsomheten ved investering i andre land som har fellestrekk med kriselandet. Velger mange investorer å trekke seg ut av disse landene, blir det finansiell uro, mens det ikke hadde vært tilfellet hvis investorene hadde forblitt i landene.
- Det har nylig blitt pekt på at for eksempel valutakriser som fører til devaluering i ett land kan gjøre det lettere «politisk sett» å

devaluere i andre land. Publikum forventer derfor at sannsynligheten for en devaluering har økt. Resultatet kan bli at valutakriser sprer seg fra land til land selv om de fundamentale forholdene ikke er endret.

Utviklingen i ulike finansmarkeder kan påvirkes av smitte via mange kanaler. Smittemønstre som skyldes felles sjokk er trolig de letteste å identifisere. Smitte som følge av ringvirkninger er noe vanskeligere å bestemme. Dette gjelder spesielt hvis årsaken er porteføljeomlegging hos investorer med eksponering i mange markeder. Hvis smitteeffekter skyldes «ren smitte», er det i sakens natur nesten umulig å forutsi spredningsmønstrer ettersom det ikke er direkte forbundet med «fundamentale forhold» verken i hjemlandet eller utlandet.

Mange empiriske studier har undersøkt smitteeffekter i 1990-tallets finansielle kriser. Det er enighet om at finansmarkedene

spiller en stadig større rolle ved smittespredning. I tillegg peker mange analyser på muligheten for at «ren smitte» i en rekke tilfeller kan ha ligget bak spredningen av finansiell uro. Investorenes plasseringer er blitt mer internasjonale, men også svært følsomme overfor stemningsskifter.

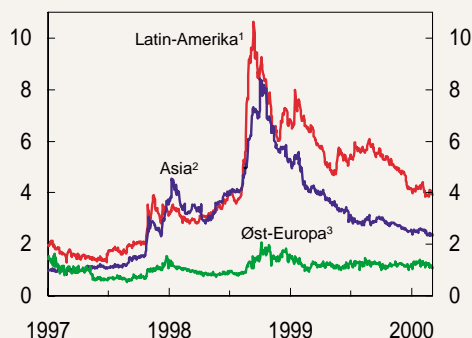
Ovenstående diskusjon illustrerer viktigheten av løpende å overvåke den internasjonale økonomiske utviklingen. Endringer i realøkonomiske eller finansielle variabler kan raskt få konsekvenser for land som i utgangspunktet ikke virker utsatt. Den økende integrasjonen betyr at den finansielle (og realøkonomiske) utviklingen i enkeltland i stigende grad avhenger av utviklingen i andre land. Dessverre er det vanskelig å identifisere enkle og stabile sammenhenger mellom utviklingen i ulike land. Smitte mellom finansielle markeder representerer derfor et vesentlig usikkerhetsmoment ved anslag for finansielle variabler.

metallpriser. Veksten i de sentraleuropeiske landene vender trolig tilbake til nivået fra før Russland-krisen.

I kjølvannet av valutakrisen i Brasil januar 1999 forverret den økonomiske situasjonen seg for en rekke land i Latin-Amerika. Valutakrisen førte til vanskelige finansieringsvilkår, og nabolandenes eksport til Brasil falt markert. Brasil hadde tilnærmet nullvekst i 1999, mens Argentina opplevde et betydelig produksjonsfall. Mexico hadde relativt høy vekst, drevet av eksport til USA. Utviklingen stabiliserte seg mot slutten av 1999. Økt vekst i verdensmarkedet og lavere renter ventes å bidra positivt til utviklingen fremover.

Uroen i de internasjonale finansmarkedene som startet i 1997, førte til kraftig kapitalutgang fra fremvoksende økonomier og inn i mer sikre verdipapirer. Dette gjorde at rentene på obligasjoner utstedt av fremvoksende økonomier steg kraftig. Den siste tiden har rentene på denne type papirer blitt betydelig redusert, noe som vil bidra til lavere finansieringskostnader blant annet for Latin-Amerika. Men fortsatt er renteforskjellen større enn i perioden før finansmarkeds-krisen startet. Renteforskjellen i dag avspeiler trolig i større grad de reelle forskjeller i risiko mellom ulike land enn det som var tilfellet på midten av

Figur 2 Rentedifferanse mellom statsobligasjoner i USA og i utvalgte fremvoksende økonomier. Prosentpoeng



¹ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Peru og Venezuela

² Kina, India, Indonesia, Sør-Korea, Malaysia, Filippinene og Thailand

³ Tsjekkia, Ungarn og Polen

Kilde: Datastream

1990-tallet. Bedret risikovurdering vil kunne bidra til økt finansiell stabilitet.

Midt-Østen og Afrika er også berørt av bevegelsene i olje- og råvarepriser. Økt oljepris har forbedret vekstutsiktene for de oljeeksporterende landene, spesielt i Midt-Østen. Afrika har hatt en relativt gunstig utvikling i de siste årene. Utviklingen i eksportprisene samt faren for sosial og politisk uro er imidlertid viktige usikkerhetsmomenter.

1.2 Prisveksten tar seg opp

Stor usikkerhet om oljeprisutviklingen

Fra 1998 til 1999 økte den gjennomsnittlige oljeprisen med i overkant av 40 prosent, og prisen økte ytterligere de første månedene i år. I begynnelsen av mars steg prisen til over 30 dollar per fat, den høyeste siden Golfkrigen i 1991. Mye av økningen skyldtes produksjonskutt fra OPEC som ble iverksatt i april i fjor. Samtidig har tilbudet av olje utenfor OPEC vist relativt liten vekst. Økt etterspørsel etter olje som følge av høyere global vekst har også bidratt til å presse oljeprisen opp.

OPECs avtale om produksjonskutt varer fram til utgangen av mars inneværende år. Det er for tiden betydelige spekulasjoner om hvorvidt OPEC vil videreføre sine kutt etter dette. Innen organisasjonen er det trolig ulike syn på hvilket nivå oljeprisen bør ligge på. Avgjørelsen tas på organisasjonens styremøte 27. mars, og den vil være retningsgivende for den videre utviklingen i oljeprisen. Det har kommet enkelte indikasjoner på at OPEC vil øke produksjonen med om lag 1 million fat per dag. OPECs rolle i oljemarkedet er nærmere omtalt i egen ramme.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil falle noe utover året. For i år anslår vi en gjennomsnittlig oljepris på om lag 25 dollar per fat. I fjor var den gjennomsnittlige oljeprisen 18 dollar per fat.

Det er usikkert hvilken virkning økningen av oljeprisen vil få på konsumprisveksten fremover. Tidligere har økt oljepris ofte blitt etterfulgt av betydelig høyere konsumprisvekst. Den kraftige økningen i oljepris på 1970-tallet førte til en lønns- og prisspiral. Det er imidlertid flere forhold som trekker i retning av at andrerunde-effektene av oljeprisøkningen blir mindre nå.

I Europa utgjør avgiftene om lag 80 prosent av utsalgsprisen på bensin, mot 25 prosent på begynnelsen av 1970-tallet. Avgiftene er i stor utstrekning volumavgifter, og øker derfor ikke proporsjonalt med prisøkningen. Tabell 3 gir en oversikt over utviklingen i bensinpriser i nasjonal valuta. I Europa har økningen i bensinpriser vært langt svakere enn i for eksempel USA, som har lave avgifter.

Samlet har likevel utslaget av oljeprisveksten vært betydelig. I euro-området bidrog energikomponenten i konsumprisindeksen 1 prosentpoeng til en konsumprisvekst på 2,0 prosent i januar 2000. Tilsvarende tall for USA var 0,8 prosentpoeng til en konsumprisvekst på 2,7.

Oljeavhengigheten i de rikeste landene er betydelig redusert siden 1970-tallet. I dag bruker disse landene 50

Figur 3 Oljepris. Brent Blend. USD per fat.



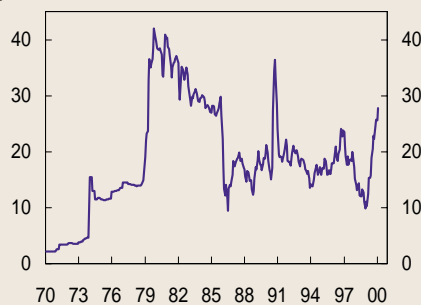
Kilde: Norges Bank

OPEC og oljeprisen

Siden februar 1999 har oljeprisen steget med over 200 prosent. Spotprisen på Brent Blend var i gjennomsnitt rundt 18 dollar per fat i fjor. Primo mars lå prisen på 30 dollar per fat, som er det høyeste siden Golf-krigen i 1991. En viktig årsak til den kraftige prisøkningen er OPECs produksjonskutt i mars 1999. I tillegg økte etterspørselen i Asia som følge av økonomisk oppgang etter krisen i 1997/98.

Organisasjonen av oljeeksporterende land (OPEC) ble grunnlagt i Bagdad i 1960. OPEC har i dag 11 medlemsland: Algerie, De forente arabiske emirater, Indonesia, Iran, Irak, Kuwait, Libya, Nigeria, Qatar, Saudi-Arabia og Venezuela. OPEC-landene står for om lag 40 prosent av verdens oljeproduksjon og omkring 60 prosent av eksporten.

Figur 1 Oljeprisutviklingen målt i USD per fat

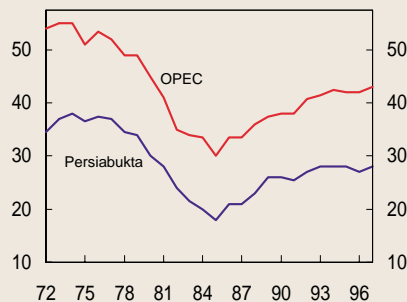


Kilde: Norges Bank

Den største delen av OPECs oljeproduksjon skjer i landene rundt Persiabukta. I 1998 produserte disse landene over 27 prosent av verdens olje, samtidig som de sitter på om lag 64 prosent av oljereservene. Særlig Japan er stor nettoimportør av olje fra Persiabukta. I 1998 importerte landet i overkant av 75 prosent av sin olje fra disse landene. Det er først og fremst

Saudi-Arabia og De forente arabiske emirater som eksporterer til Japan.

Figur 2 OPEC's og Persiabuktas andel av verdens oljeproduksjon. Prosent



Kilde: U.S. Energy Information Administration

OPECs mål er å koordinere og forene oljepolitikken blant medlemslandene for bl.a. å sikre stabile priser for oljeprodusentene. Over tid har organisasjonens natur endret seg. OPEC-landene har gjennom samarbeid seg imellom flere ganger påvirket forsyningene av olje. I 1973 førte krigen mellom Israel og Syria og Egypt til en alvorlig oljekrise ved at OPEC stoppet sin oljeeksport. På 1990-tallet har OPEC vært preget av indre uenighet og i tillegg fått redusert betydning fordi vestlige konsumentland er blitt mindre avhengige av oljen fra Midtøsten. I november 1997 vedtok OPEC å øke oljeproduksjonen, omtrent samtidig som Asia-krisen medførte redusert etterspørsel. Oljeprisen falt, og ble vinteren 1999 notert til under 10 dollar per fat. Gjennom flere avtaler i 1998 og mars 1999 har OPEC kuttet oljeproduksjonen med over 4 millioner fat per dag. Nåværende avtale om produksjonskutt, som ble iverksatt i mars 1999, er blitt karakterisert som den mest vellykkede i

¹ Irak omfattes ikke av produksjonskutt.

OPECs historie. Dette er fordi alle¹ landene nå er blitt enige om redusere sin produksjon.

Det kraftige fallet i oljeprisen i 1998 medførte kompromiss i OPEC og endring av strategi i flere OPEC-land. Venezuela har endret sin strategi fra ikke å oppfylle vedtatte produksjonsavtaler til å følge organisasjonens vedtak. Iran og Saudi-Arabia har bedret sine politiske relasjoner. Dette har gjort det mulig å oppnå enighet om produksjonskutt. Avtalen har fjernet nærmere 6 prosent av verdensproduksjonen fra markedet. Samtidig følges avtalen opp slik at en unngår situasjonen der Saudi Arabia (og dels Kuwait/De forente arabiske emirater) måtte redusere produksjonen mens de andre landene lurte seg unna.

Flere av landene i OPEC kan drive lønnsom oljeproduksjon (inkludert kapitalkostnader) helt ned mot en oljepris på 5-7 dollar per fat. Imidlertid er oljesektoren i flere av landene, inkludert Saudi-Arabia² av så stor betydning for landets økonomi at en vanskelig kan klare seg med en oljepris lavere enn 13-14 dollar per fat.

Innen OPEC har land som Algerie, Nigeria og Indonesia relativt store befolkninger og relativt små oljereserver. Disse landene har derfor hatt en tendens til å foretrekke en strategi om å maksimere inntektene på kort sikt. De har hatt en relativt liten politisk/sosial toleranse for kostnadene ved lav oljepris. På den annen side har land med små befolkninger og store oljereserver (og ofte store finansielle reserver) som Kuwait, De forente arabiske emirater og

² 70 prosent av statens inntekter kommer fra oljesektoren, og de utgjør 40 prosent av BNP.

Saudi-Arabia hatt en tilbøyelighet til å foretrekke en strategi som går ut på å maksimere inntektene på lang sikt. Disse landene har generelt vært i en sterkere posisjon når det gjelder å stå imot prisfall.

OPECs kvoteavtale utgår 1. april, og ministermøtet 27. mars må således ta stilling til videre produksjonsbegrensninger. Det har fra OPEC-hold vært uttrykt at målsettingen er å stabilisere oljeprisen. En skal ikke bare fokusere på å hindre lave priser,

men at organisasjonen også må unngå så høye priser at OPEC mister markedsandeler eller at oljeprisen trekker verdens oljekonsum nedover. I tillegg vil en høy oljepris kunne gjøre det lønnsomt for land utenfor OPEC å starte opp felter som hittil ikke har vært drivverdige.

Det er liten tvil om at enigheten i OPEC er den viktigste årsak til oljeprisøkningen det siste året. Stor andel av verdensproduksjonen og høy eksportandel betyr at OPEC har avgjørende innflytelse

på oljeprisen på kort sikt. Oljeprisutviklingen fremover avhenger i stor grad av hvilke avtaler OPEC vil komme til å inngå og eventuelt klare å overholde. I tillegg er også etterspørselsiden viktig. En oppgang i verdensøkonomien har ledet til vekst i etterspørselen etter olje. Ifølge det internasjonale energibyrået (IEA) økte verdens oljeetterspørsel med 1,8 prosent i 1999. Inneværende år ventes en vekst på 2,4 prosent.

prosent mindre olje som andel av BNP sammenliknet med på 1970-tallet. Oljeimporten utgjør om lag 4 prosent av total importverdi sammenliknet med en andel på 13 prosent på begynnelsen av 1980-tallet. Fremvoksende økonomier har en langt mer oljeintensiv produksjon, og er derfor mer utsatt både for pris- og produksjonsvirkninger av økt oljepris.

Hvis oljeprisen fortsetter å stige, kan de hittil ubetydelige effektene på den globale økonomiske aktiviteten bli mer alvorlige. Spesielt vil en tilhørende økt prisvekst kunne føre til ytterligere innstramming av pengepolitikken, som igjen kan dempe veksten fremover.

Moderat økning i råvareprisene

Vi anslår en moderat oppgang i råvareprisene¹ som følge av høyere global vekst. Oppsvinget i den internasjonale industriproduksjonen har medført at prisene på metallvarer til industrien har økt kraftig siden annet kvartal i fjor. For enkelte metaller har også produksjonskutt medvirket til prisoppgang. Lagrene for flere metaller har imidlertid holdt seg høyt. Dette har trukket i retning av en mer moderat prisøkning. Det forventes at lagrene for enkelte metaller, deriblant aluminium, vil gå ned i tråd med økt etterspørsel som følge av økt global vekst. Produksjonen ventes å øke mindre enn etterspørselen, delvis som følge av at en del høykostnadsproduksjon ble lagt ned i 1999.

De internasjonale matvareprisene holder seg lave på grunn av overskuddstilbud for flere varegrupper. Etterspørselen har i liten grad blitt påvirket av lavere priser, fordi effekten har blitt motvirket av lavere inntekter i mange utviklingsland. Det kan se ut til at matvareprisene har nådd en bunn,

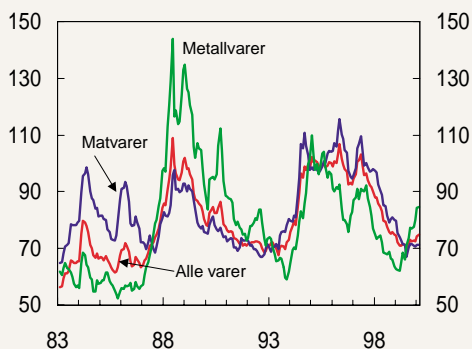
¹ The Economist har fra 1. januar 2000 revidert sin råvareprisindeks. Tidligere var vektene i indeksen basert på verdien av import i OECD-landene i 1990. Dette er nå endret til vektene basert på verdien av verdensimporten i perioden 1994-96. I tillegg har det kommet inn nye matvaregrupper, som for eksempel ris. Matvareindeksen øker sin andel av total indeksen fra 47,4 prosent til 57,5 prosent, mens metallindeksen reduserer sin andel fra 33,3 prosent til 23,0 prosent.

Tabell 3. Vekst i internasjonale bensinpriser. Tolv månedersrater januar 2000. Nasjonal valuta

	Prisvekst	Prisvekst eks. avgifter
Frankrike	15,9	78,6
Tyskland	13,1	32,2
Italia	14,9	54,2
Storbritannia	20,0	78,9
Japan	7,0	16,9
USA	32,3	53,2

Kilde: International Energy Agency

Figur 4 The Economist's råvareprisindeks. USD. 1995=100.



Kilde: The Economist

Tabell 4. Konsumpriser. Prosentvis vekst fra forrige år.

	1999	2000	2001	2002
USA	2,2	2½	2½	2¼
Japan	-0,3	0	¼	½
Tyskland	0,6	1½	1¼	1¾
Frankrike	0,6	1½	1¼	1¾
Storbritannia	2,3	2	2½	2½
Sverige	0,5	1½	2	2
Norges handelspartnere ¹⁾	1,3	1¾	2	2
Euroområdet ²⁾	1,1	1¾	1½	2

¹⁾ Konkurranssevnevekter

²⁾ Vekter fra Eurostat (landets andel av euroområdets forbruk)

Kilde: OECD og Norges Bank

og at det trolig vil bli en oppgang i disse prisene de neste årene.

En sterkere økning i råvareprisene, spesielt hvis dette kommer samtidig med at oljeprisen holder seg på et høyt nivå, vil kunne øke prisveksten ytterligere.

Konsumprisveksten tar seg opp fra et lavt nivå

Prisveksten hos våre handelspartnere er i ferd med å ta seg opp etter å ha vært nede i 1,3 prosent i 1999. De prisdempende effektene av Asia-krisen som følge av fallende priser på mange råvarer og enkelte industriprodukter er i ferd med å falle bort. Samtidig har oljeprisøkningen siden annet kvartal i fjor bidratt til at konsumprisveksten har tatt seg betydelig opp både i USA og i euro-området.

Den direkte effekten av økte oljepriser vil bli reversert mot slutten av året med vår oljeprisforutsetning. Det knytter seg imidlertid stor usikkerhet til oljeprisutviklingens mulige annenrunde-effekter via pris- og kostnadsveksten.

I USA har veksten i lønnskostnadene hittil vært overraskende lav sett på bakgrunn av den sterke oppgangen i økonomien og det store fallet i arbeidsledigheten. Det har vært tolket som at arbeidsledighetsraten kan falle til langt lavere nivåer enn tidligere antatt uten at det gir seg utslag i høyere lønnsvekst.

Etter flere år med svært lav lønnsvekst er det usikkert hvordan fallende arbeidsledighet og konjunkturoppgang vil slå ut i lønnsveksten i euro-området fremover. I Storbritannia har lønnsveksten tatt seg markert opp, og det forventes at lønnsveksten i Sverige også vil øke.

Med anslag for gjennomsnittlig lønnsvekst hos handelspartnerne på 3 prosent, forventer vi at konsumprisveksten vil øke til 1¾ prosent i år og 2 prosent neste år.

2 | Rente- og valutakursutviklingen

Økt inflasjonspress gir høyere kortsiktige renter

Sterkere vekst og tiltakende inflasjonspress har ført til at en rekke sentralbanker i OECD-området har satt opp signalrentene de siste månedene. Siden årsskiftet har Den europeiske sentralbanken og sentralbankene i USA, Storbritannia, Sverige, Danmark, Sveits, Canada, Australia og New Zealand økt renten.

Høyere renter øker investeringskostnadene og gjør lånefinansiert forbruk mer kostbart. I tillegg vil prisveksten påvirkes direkte gjennom prisforventningene. Endringer i styringsrenten vil ha ulik effekt på realøkonomien i forskjellige land. Blant annet vil virkningen avhenge av om kortsiktige eller langsiktige renter er dominerende i utlånsmarkedet, og av privat sektors formuesposisjon.

Tabell 6 oppsummerer resultatene i en undersøkelse om virkningene av pengepolitikken som er foretatt i regi av BIS (Bank for International Settlements). Pengepolitikken har gjennomgående liten realøkonomisk effekt på kort sikt. Pengepolitikken har ifølge denne undersøkelsen langt større effekt både på BNP-vekst og konsumprisvekst i USA enn i for eksempel Tyskland. I Japan ser det ut til at en renteøkning virker klart negativt på BNP-veksten, men får liten effekt på konsumprisveksten.

Figur 1 i rammen om rente- og valutakursutviklingen, viser kortsiktige terminrenter i USA, euro-området og Japan. På kort og mellomlang sikt gjenspeiler terminrentene aktørenes forventninger om konjunkturutviklingen og innretningen av pengepolitikken. Terminrentene med forfall langt fram i tid gir i større grad informasjon om tilliten til at den samlede økonomiske politikken vil gi lav inflasjon over tid, samtidig som de gjenspeiler det langsiktige globale rentenivået.

Terminrentene indikerer at markedsaktørene venter renteøkninger både i USA, Japan og euro-området. På ett års sikt ventes det en renteøkning på rundt ¼ prosentpoeng i USA, om lag 1 prosentpoeng i euro-området og ¼ prosentpoeng i Japan.

I tråd med markedsaktørenes forventninger legger vi til grunn at de kortsiktige rentene vil øke noe fremover.

Også langsiktige renter har økt siden bunnpunktet i oktober 1998.

I USA økte de langsiktige rentene med 2,1 prosentpoeng i fjor, mens økningen i Tyskland² var på 1,8 prosentpoeng. Økt prisvekst, forventninger om høyere prisvekst og om ytterligere heving av styringsrentene kan tilsa en økning i de langsiktige renter. Noe av økningen i de langsiktige rentene skyldes også en reversering av utviklingen høsten 1998, da internasjonale investorer i stor grad søkte seg over i sikre papirer i de største

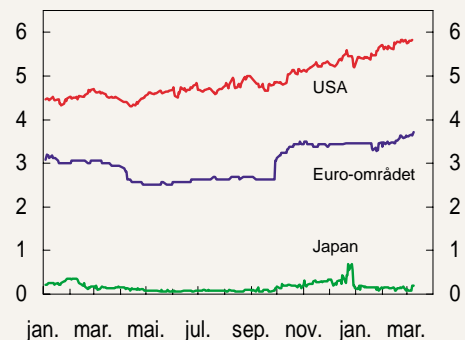
² Renten på tyske statsobligasjoner er representativ for utviklingen i lange renter i euro-området. De lange rentene varierer imidlertid fra land til land pga ulike kreditt- og likviditetspremier.

Tabell 5. Styringsrenter

	Rente-nivå	Dato for siste endring	Endring siden rentebunn
Euro-området	3,25	03.02.00	0,75
USA	5,75	02.02.00	1,00
UK	6,00	10.02.00	1,00
Sverige	3,75	04.02.00	0,85
Australia	5,50	02.02.00	0,75
New Zealand ¹	5,25	19.01.00	0,75

¹ Styringsrenten (Official Cash Rate) ble introdusert 17. mars 1999 og ble den gang satt til 4,5%.

Figur 5 Tremåneders pengemarkedsrente i USA, euro-området og Japan



Kilde: Norges Bank

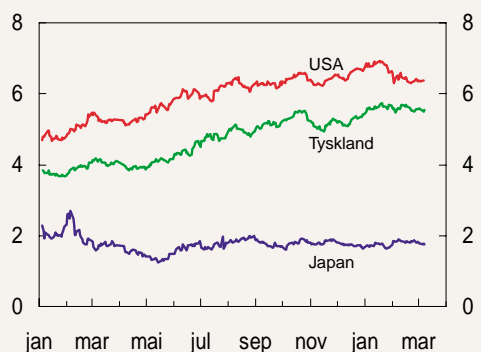
Tabell 6. Virkning av pengepolitikken*

	BNP (prosent)		KPI-vekst (prosentpoeng)	
	T+1	T+2	T+1	T+2
USA	-0,5	-1,3	-0,2	-0,7
Japan	-0,7	-1,4	-0,1	-0,3
Tyskland	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3

* Virkning på BNP og KPI-vekst av en varig en-prosentendring i styringsrenten i periode T. En periode er ett år.

Kilde: Bank for International Settlements

Figur 6 Langsiktige renter i USA, Tyskland og Japan. 10 års statsobligasjoner, effektiv.



Kilde: Norges Bank

Internasjonale rente- og valutakursforventninger

Forventningsteorien sier at de langsiktige rentene er et geometrisk gjennomsnitt av forventede kortsiktige renter i fremtiden¹. Ifølge denne teorien vil avkastningskurven, som viser renten for ulike løpetider, reflektere markedsaktørenes fremtidige renteforventninger. Dersom de langsiktige rentene er høyere (lavere) enn de kortsiktige rentene slik at avkastningskurven er stigende (fallende), forventer markedsaktørene en økning (reduksjon) i de kortsiktige rentene.

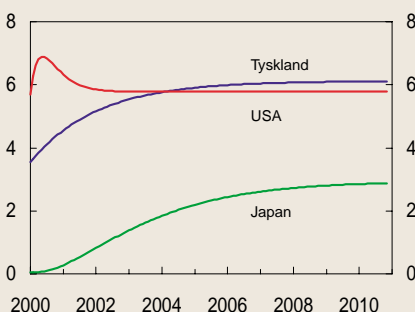
Ved å ta utgangspunkt i to renter med ulik løpetid kan vi beregne de implisitte rentene, ofte omtalt som terminrentene. For eksempel beregnes ettårsterminrenten om 9 år slik at avkastningen på en 9-årsobligasjon, når denne reinvesteres til terminrenten, gir samme avkastning som en 10-årsobligasjon. Terminrenter kan under forventningsteorien tolkes som markedets fremtidige renteforventninger².

Figur 1 viser implisitte enmåneds terminrenter for USA, Japan og euro-området fram mot 2010. Disse er beregnet med utgangspunkt i en estimert kontinuerlig avkastningskurve som er basert på observasjoner av kortsiktige pengemarkedsrenter og langsiktige obligasjonsrenter. For euro-området brukes kortsiktige euro pengemarkedsrenter og langsiktige tyske obligasjoner. Figuren viser at markedsaktørene venter relativt lave renter i Japan

sammenliknet med USA og euro-området. Årsaken kan være at de for Japan venter lav inflasjon, lav vekst og lave realrenter på lang sikt. Anslag for vekst i potensielt BNP for Japan ligger på om lag 1,5 prosent. Tilsvarende anslag for USA er rundt 3 prosent.

Terminrentene gjenspeiler helningen på avkastningskurven, som kan reagere svært forskjellig på økonomiske begivenheter

Figur 1 Terminrenter



Kilde: Norges Bank

avhengig av situasjonen. Ved stramt arbeidsmarked og økt fare for inflasjon vil de pengepolitiske myndigheter ofte heve styringsrenten. Det vil øke de kortsiktige rentene, men hvordan dette påvirker de langsiktige rentene avhenger av tilliten til pengepolitikken. Dersom pengepolitikken er troverdig, slik at markedsaktørene forventer lav inflasjon på lang sikt, vil strammere pengepolitikk ikke nødvendigvis føre til økning i de langsiktige rentene. Forventninger om strammere pengepolitikk i fremtiden vil kunne føre til en økning i renter med løpetid over den horisont innstrammingsen i pengepolitikken ventes å finne sted, men kan samtidig redusere de langsiktige rentene. Dersom pengepolitikken derimot er lite troverdig, vil høyere inflasjonsforventninger raskt kunne slå ut i

de langsiktige rentene. Vi ser at avkastningskurven reflekterer markedsaktørenes forventninger, tilliten til pengepolitikken og konjunktursituasjonen. Siden disse forholdene varierer over tid og kan være vanskelig å skille, må avkastningskurven og terminrentene tolkes med forsiktighet.

Fisher-teorien sier at nominell rente er lik realrenten pluss forventet inflasjon³. Land kan ha forskjellig realrente (og dermed forskjellig nominell rente for gitte inflasjonsforventninger) avhengig av konjunktursituasjonen. Press i økonomien og inflasjonsfare krever en stram pengepolitikk med høy rente, mens nedgangstider og ledige ressurser kan tilsi lavere rente. Vi observerer derfor store forskjeller i internasjonale realrenter på kort og mellomlang sikt. På lang sikt er det imidlertid grunn til å tro at realrentene i ulike land ikke avviker vesentlig, fordi kapitalen vil strømme dit hvor realrenten er høyest og dermed utjevne slike forskjeller. De langsiktige terminrentene er dermed mindre påvirket av konjunktursituasjonen. Dette innebærer at differansen mellom innenlandske og utenlandske langsiktige terminrenter reflekterer forventet langsiktig inflasjonsdifferanse og er et relativt mål på tilliten til pengepolitikken i de to landene⁴.

Internasjonale rentebevegelser er ikke uavhengig av utviklingen i valutakurser. Udekket renteparitet sier at rentedifferansen mellom land er lik forventet

³ Det innebærer at $i = r + \pi^e$, der r og π^e er henholdsvis realrenten og forventet inflasjon.

⁴ Ved å beregne ettårsterminrenter på 9 års sikt for to land, anta lik langsiktig realrente i begge land og kombinere dette med Fisher-teorien får vi at $(i_{9,1}^e - i_{9,1}^{eu}) = \pi^e - \pi^{eu}$, der u står for utlandet.

¹ Det betyr for eksempel at 10-årsrenten i dag kan skrives som et geometrisk gjennomsnitt av forventede ettårsrenter, det vil si at $(1+i_{10})^{10} = (1+i_1)(1+i_{1,1}^e)(1+i_{2,1}^e)(1+i_{3,1}^e)(1+i_{4,1}^e)\dots(1+i_{9,1}^e)$, der i_{10} og i_1 er henholdsvis 10-års og ettårsrenten i dag, og $i_{t,1}^e$ er fremtidig forventet ettårsrente på tidspunkt t .

² Matematisk tar vi utgangspunkt i ligningen $(1+i_{10})^{10} = (1+i_0)^9(1+i_{9,1}^e)$ som er en variant av ligningen i fotnote 1. Denne gir at $i_{9,1}^e = (1+i_{10})^{10}/(1+i_0)^9 - 1$.

prosentvis endring i valutakursen mellom disse landene⁵. Dersom udekket renteparitet holder, er avkastningen av å plassere i innenlandske obligasjoner lik forventet avkastning av å plassere i utenlandske obligasjoner (målt i innenlandsk valuta). Teorien bygger på at ulik forventet avkastning mellom land vil føre til transaksjoner som reduserer den forventede avkastningsforskjellen. Dersom for eksempel den innenlandske ettårsrenten er ett prosentpoeng høyere enn den utenlandske, forventes den innenlandske valutaen å depreciere med en prosent i løpet av ett år.

Empiriske studier har i stor grad forkastet udekket renteparitet. En årsak til dette kan være at markedsaktørene krever en risikopremie og dermed høyere avkastning for å investere i en av valutaene. Høye risikopremier som i tillegg kan

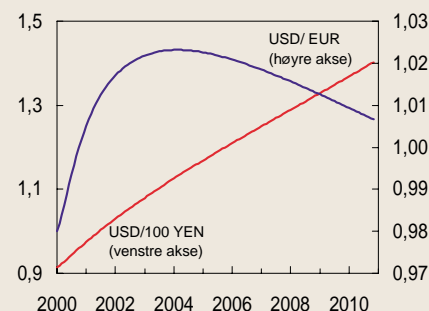
⁵ Det betyr at $(i - i^u) = \Delta v^e$, der Δv^e er forventet prosentvis endring i valutakursen.

varierte mye over tid, gjør det vanskeligere å bruke udekket renteparitet til å fremskrive baner for valutakurser. Selv om teorien imidlertid ikke holder eksakt, kan den likevel være nyttig som teoretisk bakgrunnsmodell og hjelpe oss til å forstå noen av drivkreftene bak valutakursbevegelser. Udekket renteparitet brukes derfor ofte til å angi en mulig bane for valutakursutviklingen.

I figur 2 har vi kombinert utviklingen i terminrentene med udekket renteparitet for å illustrere hvordan disse teoriene kan brukes til å fremskrive en bane for valutakursen. Vi tar utgangspunkt i dagens valutakurs og lar valutaen depreciere eller appresiere hver måned i henhold til månedens terminrentedifferanse fram til 2010. Figur 2 viser slike baner for euro og japanske yen målt mot amerikanske dollar. Vi ser at udekket renteparitet impliserer at euro skal styrke seg fram mot

2004 og deretter svekke seg. Japanske yen skal styrke seg over hele perioden. Styrkingen av japanske yen, som er et speilbilde av den negative rentedifferansen overfor amerikanske dollar, jf. figur 1, kan synes i kraftigste laget. Ulike typer risikopremier og dermed andre forutsetninger kan imidlertid gi andre baner for valutakursutviklingen⁶.

Figur 2 Valutakursbaner



Kilde: Norges Bank

⁶ En forenklet metode ville være å la spotkursen bevege seg lineært mot terminkursen (dagens pris for levering av valuta i fremtiden). Metoden over, basert på utviklingen i terminrentene, tar imidlertid hensyn til at valutaen kan depreciere eller appresiere mer i noen perioder og mindre i andre, alt avhengig av terminrentedifferansen den aktuelle perioden.

industrielandene. Dette førte til at renten på statsobligasjoner falt til rekordlave nivåer.

Renteforskjellen mellom euro-området og USA har økt noe den siste toårsperioden, sammenliknet med foregående toårsperiode. Dette kan ha flere forklaringer. Det siste året har realrenten i USA, målt ved renten på indekserte obligasjoner økt, trolig som følge av antakelser om økt underliggende vekst i amerikansk økonomi. Økende utenlandsgjeld for USA trekker også i retning av høyere renter.

I Japan har de langsiktige rentene falt noe det siste året. Dette må ses i sammenheng med de svake vekstutsiktene for Japans økonomi, og tendensene til deflasjon. Fremover vil stort statlig lånebehov trekke i retning av høyere langsiktige renter i Japan. Dette gir et betydelig tilbud av statspapirer, noe som isolert sett vil kunne bidra til å presse kursen ned og rentene opp.

Det er en rekke usikkerhetsmomenter knyttet til utviklingen i de langsiktige rentene. Ny vekst i en rekke av de fremvoksende økonomier kan bidra til sterkere kapitaltilstrømming enn ventet til disse landene. En slik utvikling kan føre til at rentene vil bli presset opp også i de industrialiserte landene.

Høyere global vekst gir i seg selv et press oppover på rentene, siden etterspørselen etter kapital vil ta seg opp. Sist det var en periode med synkronisert vekst i verdensøkonomien, var tidlig i 1994. Dette førte til frykt for at oppgangen ville bli bremsset av

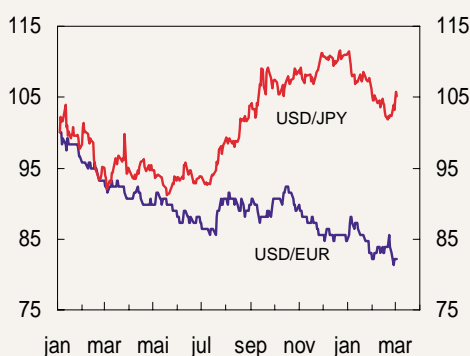
Tabell 7. Prognoser for renter på 10 års statsobligasjoner

		OECD	CF* feb
2000	USA	6,6	6,7
	Tyskland	5,6	5,7
	Japan	2,2	1,9
2001	USA	6,4	6,6
	Tyskland	5,8	5,5
	Japan	2,6	2,3

*Consensus Forecasts

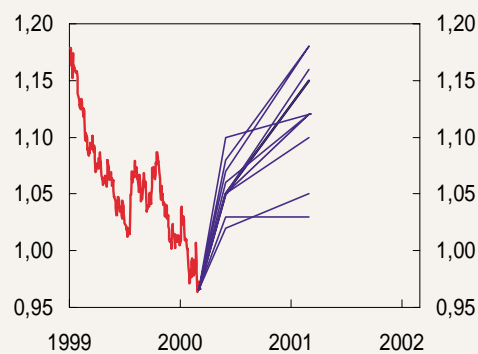
Kilde: OECD Economic Outlook 66, 1999 Consensus Forecast, februar 2000

Figur 7 Valutakurser. Indeks, 4.januar 1999=100



Kilde: Norges Bank

Figur 8 USD/EUR, kursutviklingen ifølge Consensus Forecasts



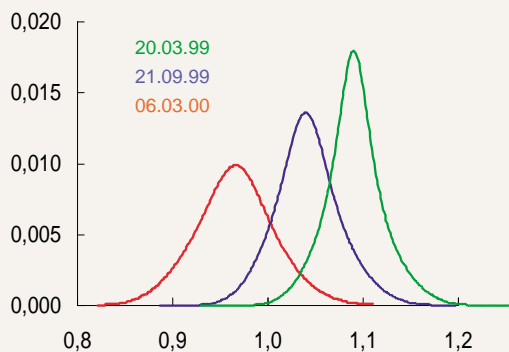
Kilde: ESB og Consensus Forecasts

for lav global sparing. De langsiktige rentene økte, og var en av årsakene til avmatning av veksten i Europa i 1995/96. En tilsvarende utvikling i dag kan, sammen med forventninger om økt inflasjon, gi press i retning av høyere langsiktige renter.

Det er også usikkerhetsmomenter som kan gi opphav til lavere renter. Et kraftig kursfall i det amerikanske aksjemarkedet vil kunne føre til at markedsaktørene flytter sine porteføljer bort fra aksjemarkedet og over i obligasjonsmarkedet. Isolert sett vil en slik utvikling bidra til et press oppover på obligasjonskursene, og dermed en nedgang i rentene. I tillegg vil redusert offentlig lånebehov i USA kunne bidra til å trekke de langsiktige rentene ned. Det er en tendens til at de langsiktige rentene i Europa og Japan følger de amerikanske, og en slik utvikling vil derfor kunne bidra til lavere langsiktige renter internasjonalt.

Vi legger til grunn for våre anslag en svak økning i de langsiktige rentene i år, men det er knyttet betydelig usikkerhet til utviklingen fremover.

Figur 9 Sannsynlighetsfordeling for USD/EUR



Kilde: Norges Bank

Store bevegelser i valutakursene

Det har vært store bevegelser i valutakursene mellom de tre største valutaene, amerikanske dollar, japanske yen og euro det siste året. Japanske yen svekket seg med 18 prosent mot dollar i perioden fra 1995 til 1998. I 1999 styrket japanske yen seg med 9 prosent mot dollar. Samtidig svekket euro seg med 13 prosent mot dollar. Hittil i år har dollaren styrket seg med vel 6 prosent mot euro, og 5 prosent mot yen.

Det er knyttet adskillig usikkerhet til kursutviklingen fremover. Teorien om udekket renteparitet, se ramme om rente- og valutakursutviklingen, tilsier at euroen styrker seg med 2 prosent mot dollar på ett års sikt, mens yen styrker seg med 9 prosent. Ifølge «Consensus forecasts» fra 14. februar i år, som er et gjennomsnitt av valutakursforventninger til en rekke analytikere, vil euroen styrke seg med nærmere 12 prosent mot USD i løpet av ett år. De blå linjene i figur 8 viser valutakursforventningene til enkeltanalytikere. Disse varierer fra en styrking av euro i tråd med teorien for udekket renteparitet til en styrking på rundt 18 prosent i år.

En annen indikasjon på hva markedet forventer om valutakursene fremover, får man ved å se på sannsynlighetskurver basert på futures-kontrakter i valutamarkedet. Figur 9 viser slike sannsynlighetsfordelinger for euro mot amerikanske dollar på tre tidspunkter. Figuren indikerer at det i dag er større usikkerhet i markedet om valutakursutviklingen enn for ett år siden. Det kan også se ut til at forventningene går noe i retning av en appresiering av euro mot amerikanske dollar.

Figur 11 viser kursutvikling ifølge «Consensus Forecasts» for japanske yen mot dollar. Her ser det ut til at det forventes om lag uendret valutakurs.

Valutakursene mellom hovedvalutaene viser store svingninger over tid. Empiriske studier har i stor grad forkastet udekket renteparitet. Det er også stor spredning i hva analytikere anslår om valutakursutviklingen fremover. Vi legger uendrede valutakurser til grunn for våre prognoser om den realøkonomiske utviklingen.

Figur 10 JPY/USD. Kursutviklingen ifølge Consensus Forecasts



Kilde: Datastream og Consensus Forecasts

3 | Nærmere om utviklingen i enkeltland

3.1 USA

Fortsatt sterk vekst...

USA er inne i historiens lengste oppgangsperiode. 1999 var det åttende året på rad med vekst. BNP økte med 4,1 prosent i fjor, drevet av kraftig oppgang i privat innenlandsk etterspørsel. Økt sysselsetting, høy reallønnsvekst og økte formuesverdier har gjennom flere år lagt grunnlag for sterk etterspørselsvekst.

Samtidig har det langsiktige vekstpotensialet for amerikansk økonomi trolig økt. Den gjennomsnittlige veksten i arbeidskraftens produktivitet har økt fra 1,3 prosent i perioden 1973-1995 til 2,8 prosent i perioden 1996-1999. Særlig har produktivetsveksten vært sterk i den delen av industrien som produserer datamaskiner. Flere empiriske undersøkelser tyder på at deler av denne økningen er permanent, slik at det langsiktige vekstpotensialet nå trolig ligger på om lag 3 prosent. Høyere vekstpotensial og sterk vekst i den innenlandske etterspørselen er årsaken til at vi i fjor høst foretok en kraftig oppjustering av anslagene for BNP-vekst i år og neste år.³

Både kortsiktige og langsiktige renter økte gjennom fjoråret og bidrog til å dempe veksten i bedriftenes realinvesteringer og i boliginvesteringene.

Lavere vekst i privat innenlandsk etterspørsel, bare svakt mer ekspansive offentlige budsjetter og om lag uendret handelsunderskudd innebærer lavere samlet etterspørselsvekst. Vi venter en BNP-vekst på om lag 4 prosent i år og 3 prosent neste år. Høy vekst i siste halvår i fjor bidrar til å trekke anslaget for årsveksten opp i år relativt til neste år til tross for om lag samme gjennomsnittlige kvartalsvekst begge årene.

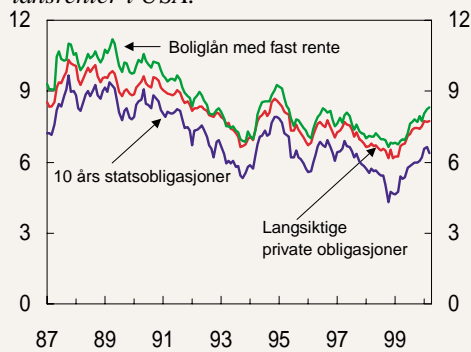
....og moderat prisvekst,...

Etter flere år med solid vekst i amerikansk økonomi er prisveksten fortsatt moderat. Prisveksten tok seg imidlertid noe opp i fjor. Målt ved konsumprisindeksen økte prisveksten fra 1,6 prosent i 1998 til 2,1 prosent i fjor. Økningen skyldes først og fremst direkte virkninger av høyere oljepris. Den underliggende konsumprisveksten, som er økningen i konsumprisene utenom energi og matvarer, falt fra 2,3 prosent i 1998 til 2,1 prosent i fjor. Kraftig vekst i prisene på innsatsvarer i produksjonen det siste halvåret indikerer at prisveksten vil ta seg opp.

Lønnsveksten er hittil blitt lite påvirket av høyere inflasjon og lav ledighet. Veksten i de samlede arbeidskraftkostnadene, som inkluderer arbeidsgivers kostnader forbundet med helseforsikringer, pensjonspremier og

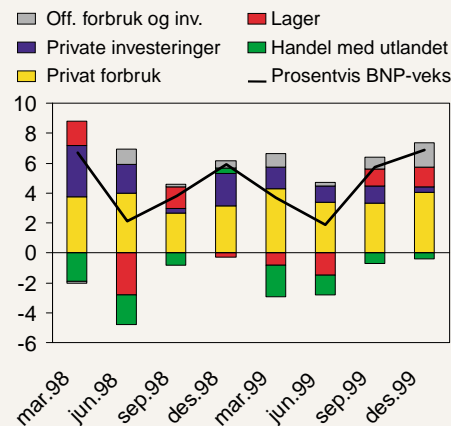
³ Utviklingen i amerikansk økonomi er nærmere beskrevet i en egen artikkel i Penger og Kredit nr. 4/1999.

Figur 11 Langsiktige renter og boliglånsrenter i USA.



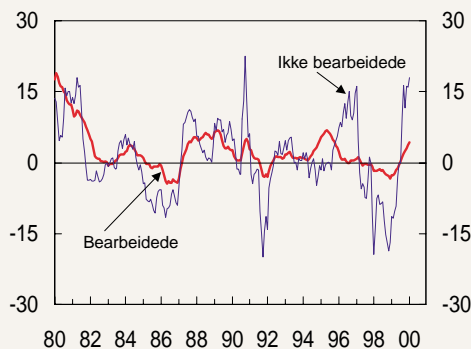
Kilde: Datastream

Figur 12 USA. Prosentvis bidrag til BNP-vekst, kvartalstall. Annualisert.



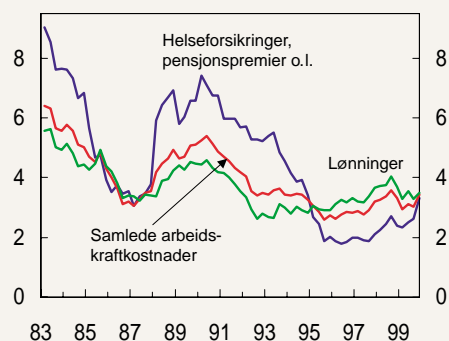
Kilde: Bureau of Economic Analystist

Figur 13 Priser på enkelte innsatsvarer i USA. Tolv månedersvekst. Prosent.



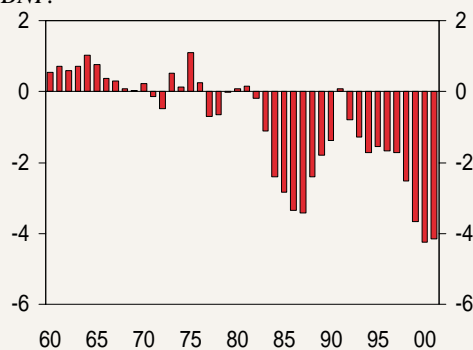
Kilde: Datastream

Figur 14 Arbeidskraftkostnader i USA. Tolv måneders vekst. Prosent.



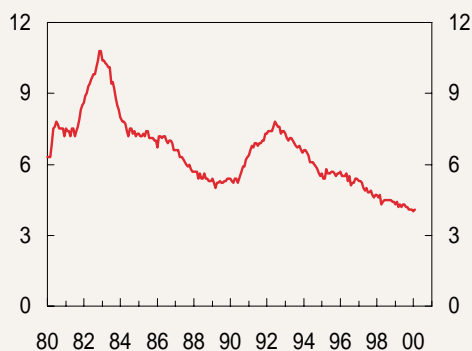
Kilde: Datastream

Figur 15 Driftsbalanse i USA. Prosent av BNP.



Kilde: OECD

Figur 16 Arbeidsledighet i USA. Prosent av arbeidsstyrken.



Kilde: Datastream

lignende i tillegg til lønn, viser bare en svak økning. Timelønnsveksten har falt. Vi venter at lønnsveksten vil ta seg noe opp i år, men venter ingen kraftig økning. Dette skyldes lave inflasjonsforventninger og at likevektsledigheten trolig har falt noe.

Fallende oljepris vil bidra til lavere inflasjon, og motvirke virkningen av noe høyere lønnsvekst og økte priser på andre importvarer enn olje. På denne bakgrunn venter vi at veksten i konsumprisene vil øke til om lag 2½ prosent i år og neste år.

....men enkelte faremomenter

Store ubalanser i amerikansk økonomi, tydeliggjort ved lav sparerate og stort underskudd på handelsbalansen, innebærer faremomenter som kan føre til en mindre gunstig økonomisk utvikling i USA og globalt enn vi venter.

Det er flere faktorer som kan bidra til høyere pris- og kostnadsvekst enn vi har lagt til grunn. Høyere oljepris vil slå direkte ut i prisveksten. Det stramme arbeidsmarkedet kan gi høyere lønnsvekst. Pris- og kostnadsveksten kan øke som følge av andrerunde-effekter av oljeprisøkningen. I tillegg innebærer det store underskuddet på driftsbalansen en usikkerhetsfaktor for prisveksten dersom det fører til en kraftig svekkelse av amerikanske dollar og høyere importprisvekst. Et fall i dollaren kan gi en så stor økning i pris- og kostnadsveksten at sentralbanken må foreta en kraftig tilstramming i pengepolitikken.

Dersom økt innenlandsk prispress møtes med strammere pengepolitikk, kan det bidra til å opprettholde tilliten til den økonomiske utviklingen. En for stor eller for sen tilstramming kan gi svekket tillit, aksjekursfall og forsterke en negativ utvikling. Det innenlandske forbrukets tilsynelatende sterke samvariasjon med aksjekursutviklingen øker utfordringene for den økonomiske politikken ytterligere.

3.2 Euro-området

Tiltakende vekst...

BNP-veksten i euro-området falt fra 2,8 prosent i 1998 til 2,2 prosent i 1999. Fra andre halvår 1999 har veksten tatt seg betydelig opp. Det er fortsatt store forskjeller i vekst-rater mellom landene i euro-området. Veksten i 1999 varierte fra 1,4 prosent i Tyskland til 8,6 prosent i Irland.

Veksten i euro-området avtok høsten 1998. Eksporten falt både som følge av redusert internasjonal etterspørsel og den kraftige appreseringen av valutaer i euro-området. Tyskland og Italia opplevde et sterkere fall i eksporten enn andre euro-land. Begge landene eksporterer i større grad enn resten av euro-området til Øst-Europa og Asia, og produksjonen er relativt mer spesialisert på innsatsvarer. Etter hvert som etterspørselen begynte å ta seg opp internasjonalt og euroen svekket seg i forhold til andre valutaer, tok industriproduksjonen og eksporten seg langsomt opp i første halvdel av 1999.

Sysselsetningsveksten har vært tilstrekkelig sterk til å redusere arbeidsledigheten betydelig, fra et gjennomsnitt på om lag 11½ prosent i 1994-97 til 10 prosent i tredje kvartal av 1999. OECD anslår at ledigheten vil falle til 9,6 prosent i år, mot 10,2 prosent i gjennomsnitt for 1999. Det er betydelige forskjeller i ledighetsratene mellom de enkelte landene. I flere av de små landene er ledigheten mellom 3 og 5 prosent av arbeidsstyrken, mens den i de større landene er på mellom 9 og 11 prosent. Spania utgjør et unntak med en ledighet på 15 prosent.

Stigende aksjekurser bidrog også til å øke innenlandsk etterspørsel. Investeringene tok seg opp, støttet av lave og fallende renter. Kredittveksten har økt, særlig til husholdningene.

Vi venter at den sterke økonomiske veksten ved utgangen av 1999 vil fortsette inn i første halvår i år. Sterk vekst internasjonalt sammen med en svekkelse av euro, vil bidra til fortsatt vekst i eksporten. Økt sysselsetting og lave renter bidrar til vekst i innenlandsk etterspørsel. Vi anslår BNP-veksten for euro-området til 3 prosent i år og neste år.

Til grunn for våre anslag ligger en moderat økning i både korte og langsiktige renter og en antakelse om uendret effektiv valutakurs. En kraftigere økning i de langsiktige rentene enn antatt kan føre til at investeringsveksten igjen avtar. Dette vil gi en svakere realøkonomisk utvikling. Et annet usikkerhetsmoment er utviklingen i valutakursen. Skulle euroen styrke seg betydelig, vil konkurransevnen forverres og eksportveksten bli svakere enn forutsatt.

Eksporten til USA fra euro-området utgjør om lag 7 prosent av den totale eksporten. Et kraftig fall i etterspørselen fra USA vil påvirke den økonomiske utviklingen direkte, men kanskje særlig gjennom andrerunde-effekter via lavere etterspørsel internasjonalt.

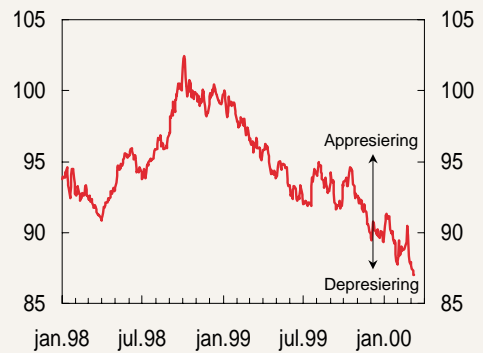
... og prisveksten vil avta gjennom året

Konvergensprosessen fram mot en felles valuta bidrog til å redusere prisveksten i euro-området til rekordlave nivåer. Fallet i olje- og råvarepriser bidrog ytterligere til å dempe prisveksten. I tillegg har økt konkurranse i en rekke tjenesteytende næringer bidratt til lavere prisvekst. I 1999 var prisveksten i euro-området 1,1 prosent, som var godt under ESBs mål om en prisvekst på 2 prosent eller lavere. ESB satte ned renten fra 3 prosent til 2,5 prosent i april i fjor på bakgrunn av den svake veksten internasjonalt og frykt for deflasjon. I november ble beslutningen reversert, og styringsrenten ble økt til 3 prosent igjen.

Som vist i figur 17 svekket euroen seg kraftig gjennom 1999. Svekkelsen av valutaen fortsatte inn i de første månedene i år. Samtidig pekte stadig flere indikatorer på at veksten hadde tatt seg opp også i Tyskland og Italia. Også pengemengdeveksten og kredittveksten var høy. På bakgrunn av dette valgte ESB å heve styringsrenten ytterligere, til 3,25 prosent i februar i år.

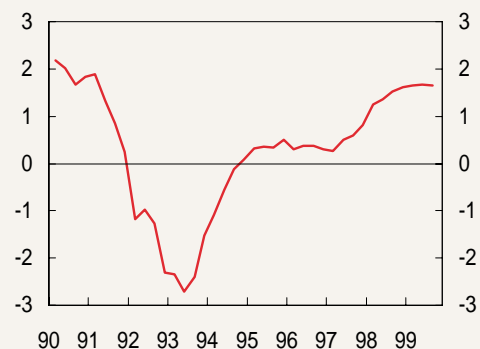
Den europeiske sentralbanken fastsetter renten ut fra en vurdering av den økonomiske situasjonen i euro-området

Figur 17 Nominell effektiv eurokurs. Indeks, 4. januar 1999=100.



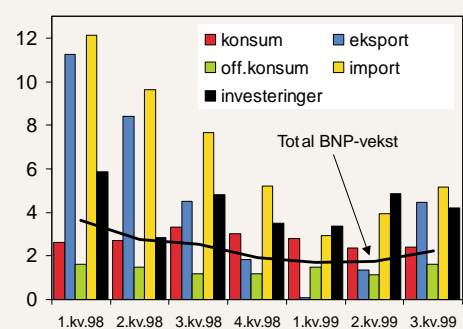
Kilde: Datastream

Figur 18 Sysselsetting i euro-området. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



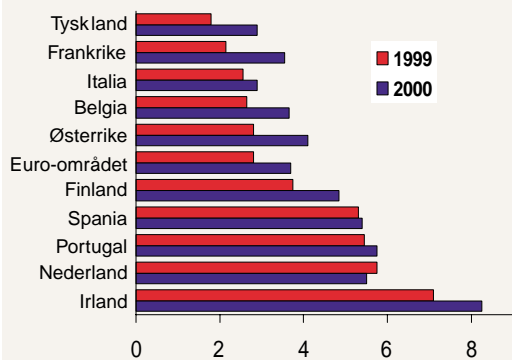
Kilde: OECD

Figur 19 Euro-området: Komponentene i BNP. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før.



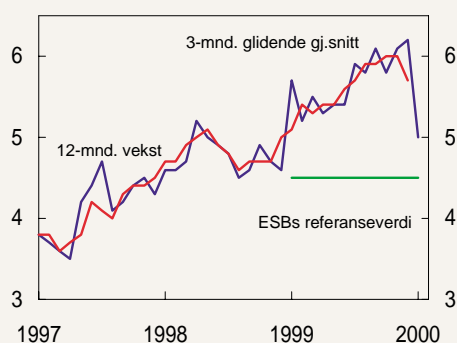
Kilde: OECD

Figur 20 Taylor-rente for euroland



Kilde: Norges Bank

Figur 21 Pengemengden (M3) i euro-området. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Datastream og ESB

samlet. Figur 20 viser såkalte Taylor-rente-beregninger for euro-området under ett, og for hvert av eurolandene. Taylor-regelen tar utgangspunkt i at målet for pengepolitikken er å begrense variasjonen i inflasjonen rundt et inflasjonsmål, og samtidig ha stor grad av stabilitet i produksjonen. Regelen gir rentenivået som en funksjon av nøytral rente, avviket mellom inflasjonen og inflasjonsmålet, samt produksjonsgapet. Dersom inflasjonen er høyere enn det man sikter mot og produksjonsgapet er positivt, gir regelen en rente som er høyere enn den nøytrale. Renten bidrar da til å bringe inflasjonen tilbake mot målet og lukke produksjonsgapet. Taylor-regelen er ikke en presis regel for hva renten til enhver tid bør være. Den kan heller ses som en indikator for konjunktursituasjonen uttrykt ved renten.

Som vi ser fra figuren, var det i 1999 betydelige forskjeller mellom hva Taylor-renten ville ha vært i de ulike landene, varierende fra rundt 2 prosent i Tyskland til 7 prosent i Irland. I Finland, Nederland, Spania og Portugal gir Taylor-regelen et rentenivå på 4–5 prosent. Det indikerer at pengepolitikken kan ha vært noe stram i forhold til hva innenlandske forhold i Tyskland skulle tilsi. Det andre ytterpunktet er Irland, der pengepolitikken var langt mer ekspansiv enn det konjunktursituasjonen innenlands tilsa.

I land med en konjunktursituasjon som avviker fra det veide gjennomsnittet i eurosonen, kan pengepolitikken isolert sett virke prosyklisk. I så fall må de andre delene av den økonomiske politikken, i første rekke finanspolitikken, sørge for stabilisering av den økonomiske utviklingen. I 2000 reduseres forskjellen mellom Taylor-rentene som følge av at veksten tar seg opp også i de landene som hittil har hatt svak vekst.

Imidlertid er ulik konjunktursituasjon innenfor enkeltregioner i et valutaområde ikke noe som er unikt for euro-området. Også innen et land som for eksempel USA kan konjunktursituasjonen variere betydelig. Et fleksibelt arbeids- og produktmarked, der ressursene raskt flyttes til områder der etterspørselen er størst, vil bidra til å utjevne konjunktursvingninger. Flere forhold, blant annet språkforskjeller, gjør imidlertid at arbeidsmarkedet i euro-området er mindre fleksibelt enn i USA. Med en felles pengepolitikk øker dette utfordringene for de andre delene av den økonomiske politikken.

Den underliggende prisveksten, målt som prisveksten unntatt matvarer og energi, har holdt seg relativt stabil det siste året. Hovedårsakene til at prisveksten har tatt seg opp de seneste månedene, har vært den kraftige økningen i oljeprisen. Gitt våre anslag for utviklingen i oljeprisen fremover, vil bidraget fra energipriser til konsumprisveksten avta.

Den kraftige svekkelsen av euro bidrar også til å øke prisveksten. OECD har beregnet at en 10 prosents depresiering av den effektive eurokursen vil øke konsumprisveksten med 0,6 prosentpoeng på ett års sikt. I 1999 svekket den effektive kursen seg med nesten 12 prosent.

Lønnsveksten i euro-området har vært relativt moderat de seneste årene. Høy arbeidsledighet har bidratt til dette. Denne effekten bør imidlertid ikke overvurderes, gitt den

høye andelen av langtidsledige og høy strukturell ledighet i mange land. Forventninger om høyere prisvekst og mangel på arbeidskraft innenfor enkeltsektorer, også land i euro-området med svært høy arbeidsledighet, kan føre til økt lønnspress fremover. Så langt er det imidlertid kommet få indikasjoner på tiltakende lønnsvekst i euro-området.

Deregulering av en rekke markeder, blant annet telekommunikasjon og elektrisitetsforsyning, har ført til prisfall på en del produkter. Dereguleringen skjer i ulikt tempo i ulike land, og også innenfor enkeltland. Effektene av dette på prisene fremover er usikker. Vi antar at denne utviklingen fortsatt vil føre til prisfall på en del varer og tjenester, og dermed bidra til å dempe prisveksten.

Vi antar at prisveksten vil bli om lag 1¾ prosent i år og 1½ prosent neste år.

3.3 Storbritannia

Stagnasjonen som ikke kom

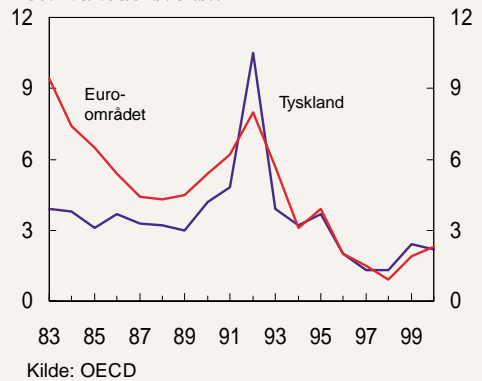
Etter flere år med høy vekst kom det sent i 1998 og tidlig i 1999 indikasjoner på et omslag i britisk økonomi. Et sterkt pund og lavere etterspørsel internasjonalt førte til at man ventet svakere vekst i Storbritannia. Veksten tok seg imidlertid kraftig opp gjennom 1999, og vekstanslagene ble oppjustert en rekke ganger gjennom året.

Bank of England satte ned styringsrenten en rekke ganger, og dette bidrog til at veksten tok seg opp igjen. I løpet av ett år ble styringsrenten satt ned med 2½ prosentpoeng. I kjølvannet av disse rentenedsettelsene økte investeringene, arbeidsledigheten falt, og boligprisene og aksjekursene steg kraftig. Fra høsten 1999 til februar 2000 er styringsrenten satt opp med 1 prosentpoeng. Markedet forventer at styringsrenten vil øke ytterligere gjennom året. Markedet forventer også at langsiktige renter vil fortsette å stige gjennom året. Dette reflekterer dels forventninger om høyere inflasjon og dels økte renter internasjonalt.

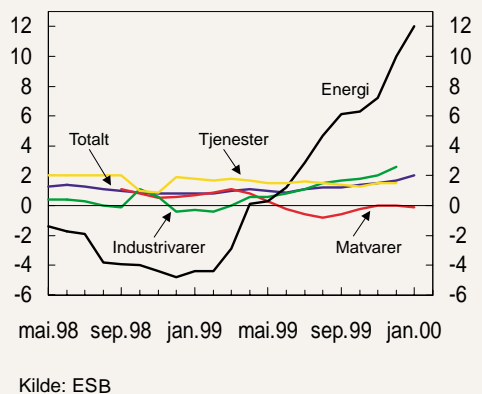
Etter en svekkelse året før, styrket det britiske pundet seg gjennom 1999. Eksporten ble lite berørt av at pundet styrket seg, idet økt internasjonal etterspørsel i stor grad motvirket effekten av valutaappresieringen. I tillegg har eksportbedriftene redusert fortjenestemarginene. I de nærmeste to årene venter Bank of England at pundet vil svekke seg. Dette vil isolert kunne bidra til å stimulere eksporten og den økonomiske veksten. Renteøkningene fra sentralbanken vil på den annen side bidra til å dempe veksten gjennom reduserte investeringer og konsum. Men det tar tid før en renteøkning slår ut i realøkonomien. Ifølge den pengepolitiske komiteen i Bank of England⁴ vil en renteøkning på ett prosentpoeng etter ett år gi en reduksjon i veksten på 0,2 - 0,35 prosentpoeng, og etter enda et år redusere prisstigningen med 0,2 - 0,4 prosentpoeng. Våre

⁴ Bank of England (1999) «The transmission mechanism of monetary policy», The Monetary Policy Committee.

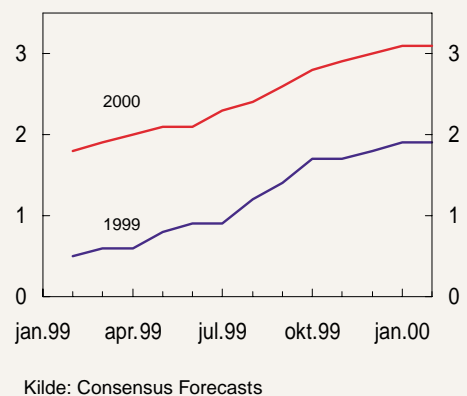
Figur 22 Lønnskostnader per sysselsatt. Tolvmånedersvekst.



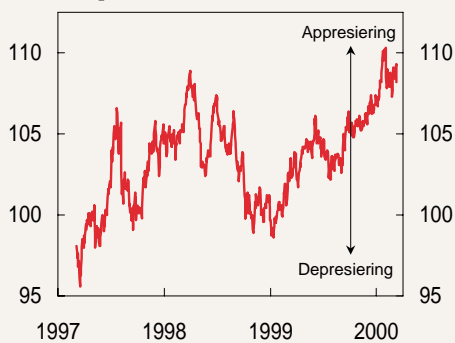
Figur 23 Harmoniserte konsumpriser for euro-området (HICP). Delkomponenter. Tolvmånedersvekst.



Figur 24 Storbritannia. Utvikling i anslag på BNP-vekst fra Consensus Forecasts Prosent.

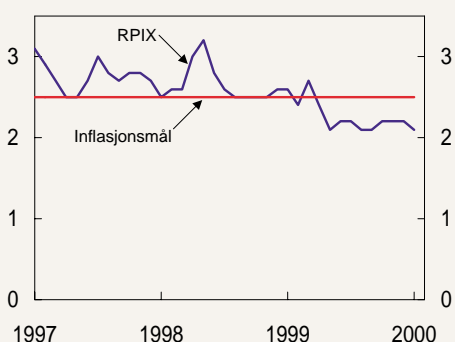


Figur 25 Nominell effektiv valutakurs. Britiske pund. Indeks, 1990=100.



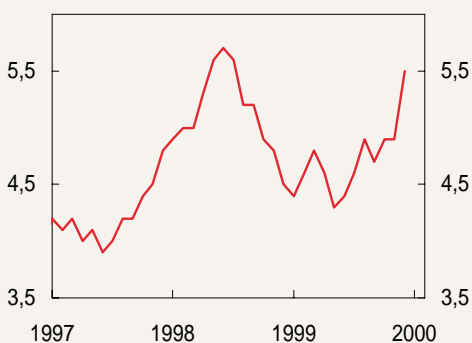
Kilde: Datastream

Figur 26 Underliggende inflasjon i Storbritannia (RPIX). Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Datastream

Figur 27 Gjennomsnittlig lønn i Storbritannia. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Datastream

anslag for BNP-veksten i år og neste år er henholdsvis 3 og 2½ prosent.

Prisveksten er fortsatt lav i Storbritannia

Bank of England styrer pengepolitikken etter underliggende inflasjon, definert som endringen i konsumprisindeksen eksklusiv boliglånsrenter. Underliggende inflasjon skal ifølge målet være 2,5 prosent +/- 1 prosentpoeng. Målet er oppfylt med god margin.

Til tross for at veksten i Storbritannia har økt, har den underliggende prisveksten så langt holdt seg lav og stabil. Høyere lønnsvekst har i liten grad slått ut i prisene. En årsak til det, er økt produktivitet. Men enda viktigere er det sterke pundet og den sterkere konkurransen mellom bedriftene. Det sterke pundet bidrar til å dempe importprisveksten. Deregulering og økt konkurranse har slått ut i reduserte fortjenestemarginer. I januar i år var underliggende inflasjon 2,1 prosent. Arbeidsledigheten var samme måned 4 prosent, som var den laveste registrerte ledigheten på 20 år. Den gjennomsnittlige lønnsveksten har økt det siste året og var i desember 5,5 prosent. Høye bonusutbetalinger bidrog til den sterke lønnsveksten. Hvis pundet svekker seg i tiden fremover, vil det isolert bidra til å forsterke prispresset. Det samme vil en fortsatt høy oljepris og et fortsatt stramt arbeidsmarked. Renteøkningene til sentralbanken og den økte konkurransen mellom bedriftene vil på sin side virke bremsende på den underliggende prisveksten. Våre anslag for prisveksten i år og til neste år er henholdsvis 2 og 2½ prosent.

3.4 Sverige

Veksten fortsetter

Veksten i innenlandsk etterspørsel i Sverige holder seg sterk. I 1999 vokste BNP med 3,8 prosent, som var en økning på ½ prosentpoeng fra året før.

Den svenske Riksbanken foretok en serie reduksjoner i styringsrenten fra sommeren 1998 til våren 1999. Til sammen ble reporenten senket med nærmere 2½ prosentpoeng. Rentekuttene bidrog til økte investeringer, økt forbruk og sysselsetting og høyere boligpriser. I tillegg har finanspolitikken blitt mer ekspansiv, og aksjekursene har steget kraftig. For å dempe et tiltakende press i økonomien har Riksbanken satt opp styringsrenten siden november i fjor med 0,85 prosentpoeng. Markedet forventer at renten vil øke ytterligere gjennom året. En endring i reporenten får full effekt på realøkonomien først etter ett til to år. Renteøkningene vil dermed virke dempende på veksten i Sverige de nærmeste par årene.

Etter å ha blitt svekket året før, styrket den svenske kronen seg med 5 prosent gjennom 1999. Riksbanken forventer at den svenske kronen vil fortsette å styrke seg innværende år.

Vi anslår en BNP-vekst i Sverige på 3¾ prosent i år og 3¼ prosent til neste år.

Tiltakende, men fortsatt lav prisstigning i Sverige

Riksbanken styrer for tiden pengepolitikken etter underliggende inflasjon, definert som konsumpriser eksklusiv indirekte skatter, subsidier og rentekostnader. Til tross for sterkere vekst i Sverige, har underliggende inflasjon så langt holdt seg lav.

I januar var underliggende inflasjon 1,3 prosent og konsumprisindeksen 0,9 prosent. Inflasjonsmålet på 2 prosent +/- 1 prosentpoeng er dermed fortsatt oppfylt med god margin. Inflasjonsmålet og den økte forståelsen for dette har bidratt til å holde inflasjonsforventningene nede.

Til tross for at prisveksten fortsatt er lav, er det tegn til økende prispress i Sverige. Sysselsettingen stiger og arbeidsledigheten faller. I inflasjonsrapporten fra desember påpekte Riksbanken at veksten i etterspørselen vil føre til at lønnsveksten blir mellom 4 og 4,5 prosent i år og til neste år. Redusert arbeidsledighet og økt lønnsvekst vil sammen med høye oljepriser kunne bidra til sterkere prispress. På den annen side vil en sterkere krone, økt konkurranse og høyere renter bidra til å dempe dette. Likevel vil prisutviklingen på importerte varer trolig i mindre grad enn tidligere motvirke det innenlandske prispresset. Våre anslag for prisveksten i Sverige for i år og neste år er henholdsvis 1½ prosent og 2 prosent.

3.5 Japan

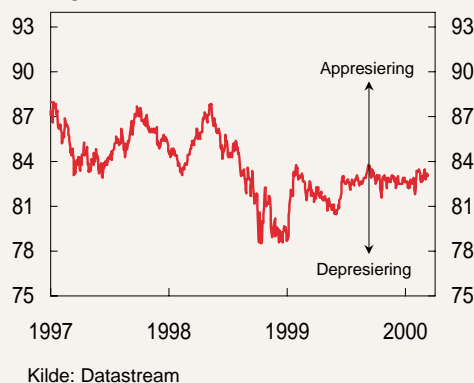
Ingen klare tegn til varig oppgang.

Japan opplevde uventet sterk vekst i første halvår i fjor. Imidlertid falt BNP med 1 prosent fra andre til tredje kvartal. Fallet kom som følge av nedgang i offentlige investeringer, etter at disse tidligere hadde økt som følge av omfattende finanspolitiske stimulerings tiltak. Det var kun nettoeksporten som gav et positivt bidrag til BNP-veksten i tredje kvartal. Til tross for en kraftig appresiering av japanske yen mot amerikanske dollar har eksporten tatt seg opp som følge av vekstoppgang i resten av Asia. Det er fortsatt ingen klare tegn på bedre vekstutsikter i privat sektor i Japan. Det er imidlertid enkelte positive tegn når det gjelder utviklingen i industriproduksjonen. Det har kommet uttalelser fra japanske myndigheter om at BNP-tallene for fjerde kvartal i 1999 trolig også vil være negative.

Den japanske sentralbanken har helt siden midten av 1991 ført en ekspansiv pengepolitikk. Til tross for dette, har den økonomiske aktiviteten i Japan vært svak gjennom mesteparten av 1990-tallet. Den ekspansive pengepolitikken har ikke gitt utslag i noen vesentlig økning i utlån fra bankene, jf. figur 32. I den grad bankene har reagert på egne vanskeligheter ved å redusere sin kreditt til privat sektor, har dette trolig redusert effekten av den ekspansive pengepolitikken. Ytterligere bedring av bankenes situasjon er derfor viktig for at pengepolitikken skal støtte opp under den økonomiske aktiviteten.

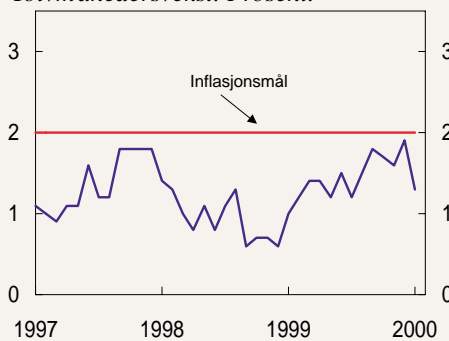
Aksjekursene i Japan steg kraftig i 1999, noe som kan ha bidratt til at privat konsum tok seg opp i første halvår i fjor.

Figur 28 Nominell effektiv kronekurs i Sverige. Indeks, 1990=100.



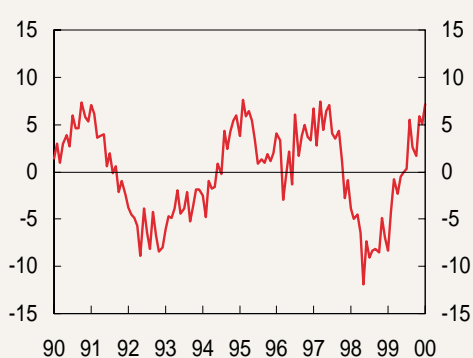
Kilde: Datastream

Figur 29 Underliggende inflasjon i Sverige. Tolvmånedersvekst. Prosent.



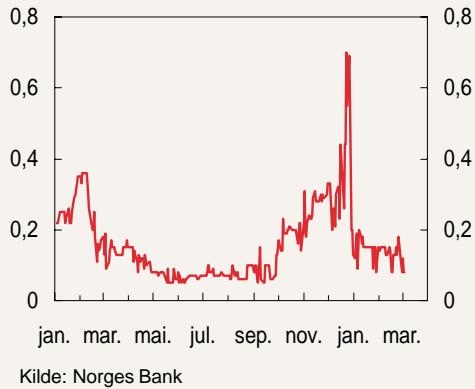
Kilde: Datastream og Riksbanken

Figur 30 Industriproduksjon i Japan. Tolvmånedersvekst. Prosent.

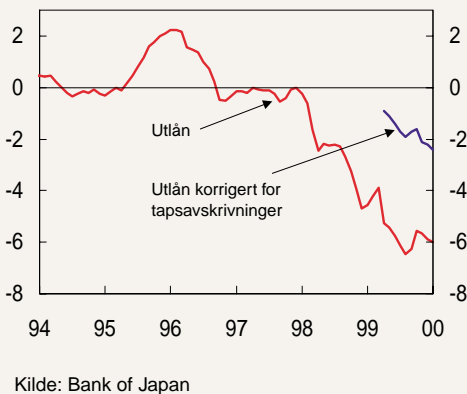


Kilde: Ministry of International Trade and Industry, Japan

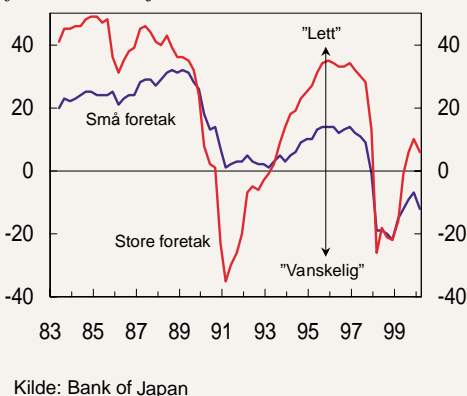
Figur 31 Tremåneders pengemarkedsrente i Japan.



Figur 32 Utlån fra innenlandske banker i Japan. Tolvmånedersvekst. Prosent.



Figur 33 Hvor lett er det å få låne fra finansinstitusjonene? Indeks.



I tillegg kan mindre usikkerhet omkring situasjonen i banksystemet ha bidratt til økt optimisme hos husholdningene.

Den markerte nedgangen i private investeringer i 1990-årene har bidratt til lavere vekst i produksjonspotensialet. Ser en fremover, vil trolig den trendmessige veksten i Japan også bli negativt påvirket av demografiske endringer, som vil redusere andelen yrkesaktive. For å motvirke disse negative effektene og øke produktivitetsveksten er deregulering og andre strukturelle reformer trolig nødvendig.

For inneværende år ser det ut til at BNP-veksten blir svak, anslagsvis på linje med fjoråret. Nettoeksporten vil kun i liten grad bidra til veksten. Veksten kommer dels fra offentlige investeringer som følge av nye tiltakspakker og dels fra det private konsumet, som ventes å vokse. Svak lønnsutvikling og stigende ledighet inneværende år vil imidlertid dempe konsumveksten. Arbeidsledigheten avtok noe mot slutten av fjoråret, men ligger fortsatt på et historisk høyt nivå. Med stor grad av oversysselsetting i næringslivet, vil gjennomføring av reformer trolig føre til at ledigheten holder seg høy. Dette vil bidra til at spareraten forblir høy. Den kommende eldrebølgen bidrar også til høy sparing og dermed lav konsumvekst i Japan.

Usikkerhetsmomentene fremover knytter seg særlig til landets vanskelige statsfinansielle situasjon, som reduserer den finanspolitiske handlefriheten. Den japanske statsgjelden utgjør om lag 130 prosent av BNP. Selv om offentlig sektor samlet sitter med betydelig aktiva, er verdivurderingen av disse aktiva svært usikker. Trolig er en god del av aktivaene lite likvide. Nettogjelden for offentlig sektor er på om lag 40 prosent av BNP. For at gjeldsandelen skal stabiliseres over en tidshorisont på 10 år kreves trolig en finanspolitisk konsolidering på en tosifret andel av BNP ifølge OECD⁵. For å oppnå dette kreves ikke bare utgiftskutt, men trolig også en økning av budsjettets inntektsside gjennom skatteøkninger.

Den sterke yenen kan hindre videre ekspansjon for japansk eksportindustri. Så langt ser det ut til at noe av denne effekten kan ha blitt redusert som følge av oppgang i resten av Asia. Fra 1998 til 1999 falt overskuddet på handelsbalansen med 12,2 prosent etter en oppgang på 40,2 prosent i 1998.

Vi anslår BNP-veksten i inneværende år til $\frac{3}{4}$ prosent, og neste år antar vi at BNP-veksten vil bli på om lag $1\frac{1}{2}$ prosent.

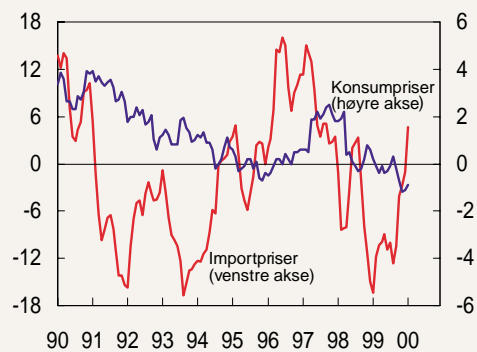
Deflasjonstendenser ...

I Japan falt konsumprisene med 0,3 prosent fra 1998 til 1999. Som følge av appresieringen av japanske yen mot amerikanske dollar siden august 1998, har importprisene falt betydelig. Dette fallet er imidlertid i ferd med å avta, blant annet som følge av økningen i oljeprisen. Undersøkelser foretatt av Bank for International Settlements har vist at valutakursendringer historisk sett har hatt lite

⁵ OECD Economic Surveys Japan 1999

gjennomslag i japanske konsumpriser. Dette skyldes trolig at Japan er en relativt lukket økonomi. Manglende innenlandsk etterspørselsvekst vil bidra til å holde konsumprisene nede. Oppgangen i den internasjonale oljeprisen motvirker noe av deflasjonstendensene. Vi venter nullvekst i prisene inneværende år. For neste år venter vi at prisveksten vil bli om lag ¼ prosent.

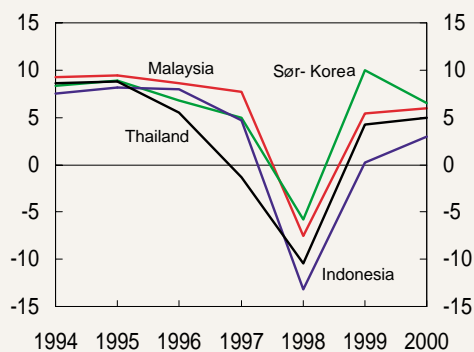
Figur 34 Vekst i import- og konsumpriser i Japan. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistics Bureau and Statistics Centre, Japan

Aktuell utdyping: Asia - V eller W?

Figur 1 BNP-vekst i utvalgte asiatiske land. Prosentvis årlig vekst



Kilde: IMF og Norges Bank

Tabell 1. Kortsiktig utenlandsgjeld som andel av valutareservene. Prosent

	Indonesia	Sør-Korea	Malaysia	Thailand
1993	159,7	199,1	25,5	92,5
1994	160,4	227,6	24,3	99,5
1995	189,4	240,7	30,6	114,2
1996	176,6	340,2	41,0	99,7
Juni-97	158,5	395,3	41,6	119,9
Sep-97	159,0	446,5	49,9	131,4
Des-97	217,1	751,6	71,9	133,1

Kilde: IMF

Figur 2 Valutakursutvikling mot USD. Malaysia (Ringgit/USD)



Kilde: Datastream

1 Bakgrunn

Denne utdypingen drøfter den økonomiske situasjonen i Øst-Asia godt og vel 2 år etter at regionen ble rammet av finanskrisen. Innledningsvis beskrives kort årsakene til krisen. Deretter redegjøres det for den kraftige oppgangen som skjedde i 1999. Fjorårets oppgang kom raskere og sterkere enn hva de fleste hadde ventet. Det er fortsatt usikkert om den kraftige vekstoppgangen kun er midlertidig eller om landene igjen går inn i en periode med like sterk vekst som før.

2 Hva gikk galt?

Før krisen ble den økonomiske utviklingen i de øst-asiatiske landene sett på som en suksess. Den sterke veksten over mange år hadde bidratt til en bedring i levekårene. Samtidig var inflasjonen lav, statsfinansene gode, investeringene høye og eksportveksten solid. Mot denne bakgrunn var det liten oppmerksomhet om de faktorer som senere bidro til krisen.

På 1990-tallet fant det sted en betydelig kapitalinngang til flere land i Øst-Asia. Mesteparten av kapitalinngangen, led-saget av kraftig investeringsoppgang, ble formidlet gjennom innenlandske finansinstitusjoner. Liberalisering av innenlandske finansmarkeder hadde ikke blitt fulgt opp med tilstrekkelig tilsyn og regulering. Flere av finansinstitusjonene var underkapitalisert, og kredittvurderingene var i mange tilfeller mangelfull. Lengre perioder med makroøkonomisk stabilitet og høy vekst hadde ledet til manglende realisme i risikovurderingen hos utenlandske kreditorer, låntakere og myndigheter.

De fleste landene klarte lenge å unngå en betydelig appresiering av valutaen slik en har sett i andre land som har opplevd kraftig kapitalinngang. Dette ble oppnådd gjennom uformell binding av valutakursen og en pengepolitikk basert på sterilisering av kapitalinngangen.

Uformell binding til amerikanske dollar ble tatt som en implisitt garanti for en fast nominell valutakurs. Dette sammen med et rentenivå som var høyere enn dollarrenten, ansporet foretaks- og finanssektoren til å finansiere langsiktige investeringer med kortsiktig utenlandsopplåning. Låneopptakene økte i en allerede sterkt belånt foretakssektor. De faste valutakursene resulterte i svekket konkurransevne etter hvert som amerikanske dollar stadig ble sterkere mot blant annet japanske yen etter 1995. En konsekvens av dette var at flere av de asiatiske landene fikk nedgang i eksportinntektene, målt i dollar, samt økende underskudd på driftsbalansen i årene før krisen.

Et kollaps fulgte da avtakende avkastning, dårligere vekstutsikter, svekkelse av driftsbalansen og voksende tvil om valutakursregimet førte til en rask endring i investorenes

tillit og klare tendenser til flokkadferd (se egen ramme om finansiell uro). Investorene ble urolige og var ikke lenger villige til å rullere landenes kortsiktige utenlandsgjeld. I flere land, særlig Sør-Korea, Thailand, Indonesia, Malaysia og i noe mindre grad Filippinene, utviklet det som i utgangspunktet var en valutakrise seg raskt til en krise i hele det finansielle systemet. Høy grad av intra-regional handel betydde at virkninger av et fall i etterspørselen raskt smittet over til andre land i regionen, inkludert Hongkong, Singapore, Kina og i noe mindre grad Taiwan.

BNP-fallene i 1998 ble større enn hva en i utgangspunktet forventet. I Indonesia, som var hardest rammet, falt BNP med 13,2 prosent, og inflasjonen steg en periode til 80 prosent. Grunnen til de kraftige BNP-fallene var blant annet at valutadepresiering og nedgang i aksjekursene førte til et meget kraftig fall i privat sektors formue. Problemene i banksektoren bidro til sviktende tillit i privat sektor. Manglende sosiale sikkerhetsnett førte til et kraftig fall i privat konsum. Dette bidro sammen med svekkelsen av valutaene og manglende internasjonal finansiering til kraftig nedgang i importen. I Sør-Korea falt privat konsum med 9,6 prosent, mens importen falt med 22 prosent i 1998.

3 Rask oppgang

I 1999 var det en overraskende sterk oppgang i de øst-asiatiske landene. BNP-veksten i Sør-Korea var om lag 10 prosent etter et fall på 5,8 prosent i 1998. Tilsvarende tall for Thailand var et fall på 10,4 prosent og en oppgang på 4 prosent i 1999. En god del av oppgangen reflekterer trolig at det er en tendens til at økonomiene henter seg inn igjen etter et sterkt tilbakeslag i etterspørselen. Etter hvert som situasjonen stabiliserte seg vendte utenlandsk kapital tilbake. Selv om dette bidro til en betydelig appresiering gjennom 1998 og 1999, er valutakursene fortsatt mellom 24 og 68 prosent svakere enn før krisen. Dette førte til at konkurranseevnen ble dramatisk forbedret, noe som la grunnlag for eksportvekst.

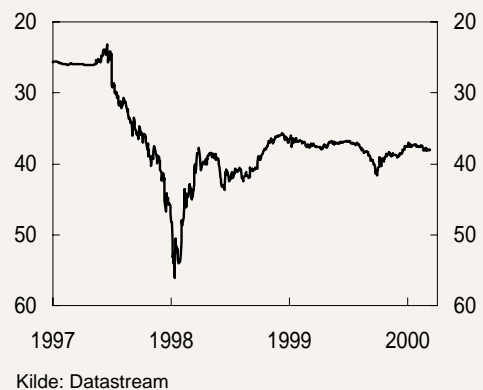
Økonomiens tilbudsside var intakt

Tilbudssiden ble lite påvirket av krisen, med unntak av investeringene, som falt og deretter flatet ut i 1999. Tallene for Sør-Korea viser et fall i investeringene på 21 prosent i 1998 og en antatt vekst ifølge OECD på 5 prosent i 1999. Kapitalbeholdningen, arbeidskraften og teknologien var – i motsetning til i transformasjonslandene i Øst- og Sentral-Europa – fortsatt anvendelig. På kort sikt var således skranken på veksten hele den produksjonskapasiteten som ikke ble benyttet i 1998. Denne skranken var neppe begrensende for veksten i 1999.

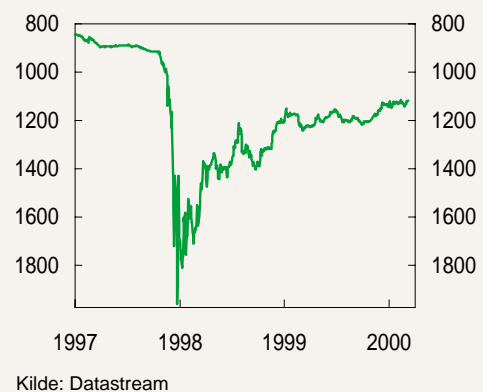
Eksportvekst som følge av styrket konkurranseevne

Flere etterspørselskomponenter økte. Et viktig trekk ved oppgangen var eksportveksten, som bidro til betydelig

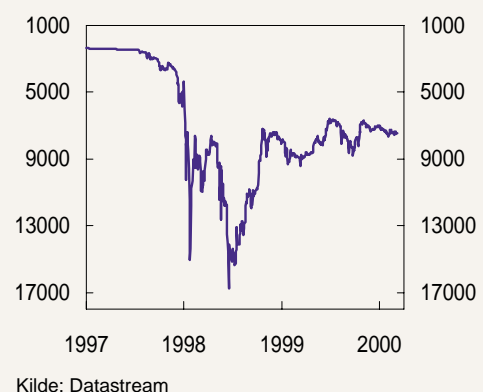
Figur 3 Valutakursutvikling mot USD.
Thailand (Baht/USD)



Figur 4 Valutakursutvikling mot USD.
Sør-Korea (Won/USD)



Figur 5 Valutakursutvikling mot USD.
Indonesia (Rupiah/USD)



økning i industriproduksjonen. Både bedret konkurranseevne etter kraftige valutadepresieringer og vekst i den eksterne etterspørselen bidrog til oppsvinget i eksporten.

Økningen i etterspørselen ble i utgangspunktet drevet fram av økt internasjonal etterspørsel etter elektronikkvarer¹, særlig halvledere. Etterspørselen steg trolig som følge av frykt for problemer i forbindelse med tusenårsskiftet samt økt internasjonal satsing på Internett. Elektronikk- etterspørselen vil antakeligvis holde seg sterk også i 2000. Eksporten vil også dra fordel av oppgang i den globale veksten, i tillegg til økning i intra-regional handel.

Ekspansiv penge- og finanspolitikk ...

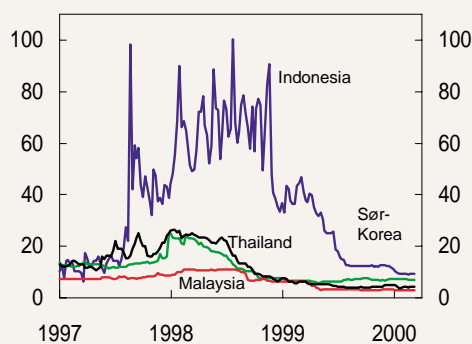
Den makroøkonomiske politikken har bidratt til å støtte opp under oppgangen. Raskt avtakende inflasjon og en delvis reversering av valutakursfallet gjorde det mulig for de asiatiske sentralbankene å sette ned styringsrentene til historiske bunnivåer. Med unntak av Malaysia, har alle kriselandene fortsatt med en pengepolitikk som innebærer flytende valutakurs og opprettholdelse av tidligere kapitalliberalisering. Malaysia introduserte et fastkursregime og selektiv kontroll av kapitalbevegelser i september 1998. Selv om det er blitt foretatt gradvise lettelser i kontrollen på porteføljestrømmer, opprettholdes fortsatt valutakontrollen.

Pengepolitikken vil trolig fortsatt kunne bidra til å støtte opp under den økonomiske veksten. Til tross for kraftig økonomisk vekst, ser ikke landene ut til å stå overfor omfattende inflasjonspress. Dette må ses på bakgrunn av at det fortsatt er ledige ressurser i økonomiene.

Den umiddelbare finanspolitiske reaksjonen på krisen var å vedta enkelte kontraktive tiltak. IMF (Det internasjonale valutafondet) krevde et budsjettoverskudd på 1 prosent av BNP som betingelse for å gi lån til landene. IMF argumenterte for at en tilstramning i finanspolitikken var nødvendig for å redusere underskuddene på driftsbalansen. I tillegg ble det antatt at en stram finanspolitikk ville bidra til å styrke tiltroen til landenes økonomier og dermed hindre videre valutadepresiering og tiltakende prisstigning. Etter hvert som størrelsen på problemene, spesielt i finanssektoren, ble klarlagt, ble finanspolitikken lagt om i mer ekspansiv retning. Thailand, Sør-Korea, Malaysia og Indonesia hadde budsjettunderskudd på mellom 3 og 6 prosent av BNP i 1999. Før krisen hadde landene budsjettoverskudd i størrelsesorden 1-2½ prosent av BNP. De finanspolitiske tiltakene har variert fra rekapitalisering av finanssektoren til bedring av det sosiale sikkerhetsnettet (Sør-Korea og Indonesia) og mer tradisjonell politikk som kutt i indirekte skatter (Thailand).

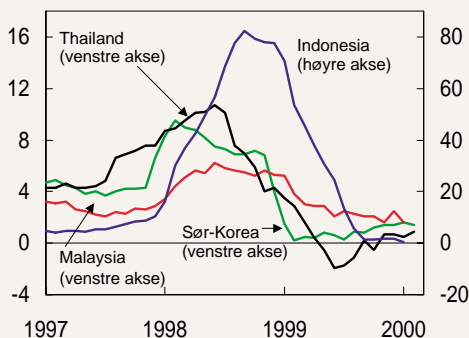
Ifølge OECD (Economic Outlook 66) kan de offentlige utgiftene til restrukturering av finanssektoren beløpe seg fra en tredel av BNP i Thailand til 50 prosent i Indonesia.

Figur 6 Kortsiktige renter



Kilde: Datastream

Figur 7 Konsumprisutvikling. Tolv-månedersvekst. Prosent



Kilde: Datastream

¹ Av totale eksport utgjør elektronikkvarer mer enn 50 prosent i Malaysia, 45 prosent i Filippinene, nærmere 40 prosent i Sør-Korea og omtrent en tredel i Thailand.

... har bidratt til økt konsum

De positive effektene av en ekspansiv penge- og finanspolitikk har særlig vist seg i form av bedring i næringslivets og konsumentenes tillit til den økonomiske utviklingen samt høyere aksjekurser. Dette har gitt positive formueseffekter. Disse faktorene bidrar til å motvirke de negative effektene på konsumet av høy arbeidsledighet og svak lønnsutvikling. I 1999 økte privat konsum med henholdsvis 9 prosent i Sør-Korea og 2,5 prosent i Malaysia.

4 Utsiktene fremover

4.1 Vil oppgangen fortsette?

Så langt har oppgangen vært V-formet. Dette var også det mønsteret en så i forbindelse med Mexico-krisen i 1994/95. Trolig vil veksttakten avta i 2000 etter hvert som gjeninnhentingseffektene etter det kraftige BNP-fallet i 1998 reduseres. OECD venter at BNP-veksten i Sør-Korea inneværende år blir 6,5 prosent.

Landene er trolig blitt mindre sårbare overfor eksterne sjokk, men oppgangen er skjør. På helt kort sikt er det vanskelig å forestille seg en likviditetskrise lik den i 1997-98. Den kortsiktige utenlandsgjelda har i stor grad blitt nedbetalt. Samtidig har store handelsoverskudd gjort det mulig for kriselandene å bygge opp betydelige valutareserver.

Fortsatt oppgang vil avhenge av flere forhold: oppgang i Japan, fortsatt sterk amerikansk økonomi og opprettholdelse av politisk stabilitet i regionen.

Avtakende bidrag fra nettoeksporten – privat konsum overtar

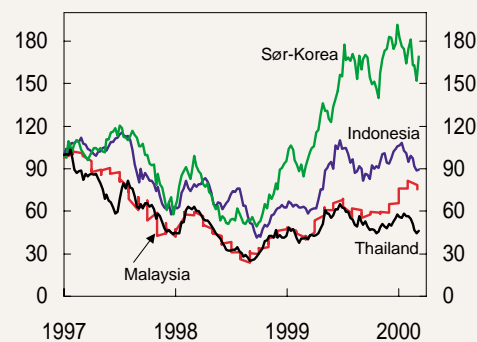
Bidraget til BNP-veksten fra nettoeksporten vil ventelig avta i mesteparten av regionen. Det ventes fortsatt overskudd på handels- og driftsbalansene. Overskuddene vil imidlertid falle etter hvert som importen tar seg opp. Allerede i 1999 ble bidragene til BNP-veksten fra nettoeksporten betydelig redusert, mens bidragene fra privat konsum og lageroppbygging tok seg opp.

Det største vekstbidraget ventes å komme fra privat konsum. Husholdningene ble i mindre grad enn foretakssektoren rammet av krisen. Både sysselsetting og lønninger er nå i ferd med å stige, og husholdningenes tiltro til den økonomiske utviklingen styrkes. Med høye sparerater i utgangspunktet gir dette rom for økt konsumtilbøyelighet og økt konsum. Et tegn på dette er bilsalget, som typisk leder an en konsumoppgang. Bilsalget viste sterk vekst mot slutten av fjoråret.

Nye utfordringer for finanspolitikken

Den finanspolitiske stimuleringen ventes å avta. Dette vil trolig ikke endre utsiktene i betydelig grad, siden denne faktoren i utgangspunktet aldri var en hoveddrivkraft bak veksten.

Figur 8 Børsindekser. Uke 1 1997=100



Kilde: Datastream

Offentlige budsjettunderskudd og offentlig gjeld har økt etter hvert som myndighetene har satt i gang tiltak for å styrke innenlandsk etterspørsel og refinansiere banksektoren. Landene hadde gode statsfinanser før krisen, noe som gav muligheter for å føre en ekspansiv finanspolitikk etter krisen. Manøvreringsmulighetene i finanspolitikken er nå blitt mindre. Det er fortsatt usikkert hva de totale kostnadene etter finanskrisen vil bli.

Endret pengepolitikk – redusert fare for spekulative angrep?

Omleggingen av pengepolitikken med overgang til flytende valuta kan bidra til å redusere grunnlaget for spekulative angrep fremover. Fleksible valutakurser kan være mer utsatt for kortsiktig volatilitet, mens faste valutakurser vil være mer mottakelige for store skift når de ikke lenger kan forsvares. Både Thailands og Sør-Koreas forsøk på forsvare valutakursen gjennom intervensjoner førte til at valutareserverne ble brukt opp uten at kursene stabiliserte seg, og endte til slutt med en kraftig depresiering av valutaen.

Basert på erfaringene de siste årene ser det i økende grad ut til at valget for fremvoksende økonomier enten står mellom å oppgi en selvstendig pengepolitikk helt ved å benytte et annet lands valuta eller innføre et seddelfond, eller å gå til den andre ytterlighet og innføre et flytekursregime.

Den raske oppgangen – et hinder for videre strukturreformer?

Det er fra flere hold, blant annet IMF, uttrykt bekymring for at den raske oppgangen vil gjøre landene «selvtilfredse» og redusere støtten til strukturreformer. Den raske oppgangen vil kunne tolkes som at krisen er over, og at det ikke lenger er fare for en ny krise.

Krisen har så langt ikke ledet til fundamentale strukturreformer i landene. Det er imidlertid gjort fremgang i tilsynet av banksektoren. I foretakssektoren har reformtiltakene så langt fokusert på å forbedre konkurslovgivningen. Det er fortsatt behov for strukturreformer for å unngå nye kriser, samt legge grunnlaget for vekst på lang sikt.

Sammenliknet med andre fremvoksende markeder spiller bankenes utlån en betydelig rolle i Øst-Asia. Mye ledig kapasitet og svak innenlandsk etterspørsel de to siste årene har medført at bankenes problemer og manglende finansiering trolig ikke har utgjort en begrensning for foretakssektoren. Næringslivets etterspørsel etter investeringskapital har vært lav, men etter hvert som innenlandsk etterspørsel tar seg opp, vil disse foretakene trenge ny kapital. Dersom bankene ikke er i stand til å låne ut, vil oppgangen kunne bremses. En løsning av problemene i banksektoren er derfor viktig.

4.2 Vil de høye vekstratene kunne vende tilbake?

Mange vil oppfatte oppgang i Asia som en tilbakevending til veksttakten på begynnelsen av 1990-tallet. Flere av faktorene som gav de høye vekstratene i Øst-Asia er fortsatt til stede, og utenlandsk kapital strømmer igjen tilbake til regionen.

Standard økonomisk teori antar at økonomisk vekst er en funksjon av kapital- og arbeidsinnsats og såkalt total faktorproduktivitet. Økning i total faktorproduktivitet krever bedring i utnyttelsen av innsatsfaktorene og organiseringen av produksjonen. Over flere år har det vært en debatt om betydningen av de ulike faktorene når det gjelder det asiatiske vekstmiraklet.

Flere økonomer, blant annet amerikaneren Paul Krugman, har siden midten av 1990-tallet hevdet at den raske veksten i Asia i hovedsak var et resultat av betydelig kapitalinnsats og rask vekst i arbeidsstyrken, og ikke en bedring i den totale faktorproduktiviteten. På denne måten hadde prosessen noe til felles med erfaringene fra de tidligere planøkonomiene. Veksten kunne holdes oppe ved økende kapital- og arbeidskraftinnsats, men ville etter hvert begrenses ved stadig avtakende avkastning. Kort sagt kan en si at Krugman-skolen så på det asiatiske vekstmiraklet som en illusjon, og mente det snart ville ta slutt, så sant ikke balansen mellom de ulike vekstfaktorene endret seg.

Asia-krisen ble av mange tolket som at Krugmans spådom var riktig, selv om Krugman selv aldri eksplisitt forutså en slik krise.

Trolig var ikke den raske veksten i kapitaldannelsen på 1990-tallet bærekraftig. I perioden nådde investeringene meget høye nivåer. Bruttoinvesteringene i Sør-Korea, Malaysia og Thailand oversteg 40 prosent av BNP før krisen. Det kunne i økende grad stilles spørsmål ved avkastningen på disse investeringene. En del av investeringene, blant annet i fast eiendom, var klart spekulativt basert.

På den annen side er de asiatiske landene mye mindre kapitalintensive enn de tradisjonelle industrilandene. Thailand, Indonesia og Malaysia har kun opplevd to tiår med rask vekst, og deres kapitalbeholdning i forhold til BNP er lav sammenlignet med utviklede industriland.

Det samme gjelder utdanning. Det kan derfor fortsatt være høy avkastning på økte investeringer i utdanning (særlig i Thailand og Indonesia).

Dette impliserer at vekstbidraget fra økt kapital- og arbeidsinnsats sannsynligvis ikke er oppbrukt. Det vil trolig bli en utflating av den økonomiske veksten i Asia over tid etter hvert som ledig arbeidskraft sysselsettes og kapitalbeholdningen når nivåer på linje med mer utviklede økonomier. Men veksten i Asia vil kunne holde seg høyere enn i de utviklede landene for en tid, også uten sterk økning i produktiviteten.

På lengre sikt vil potensialet for kapital- og arbeidskraft som drivkraft bak den økonomiske veksten avta, og veksten vil i større grad måtte være avhengig av økning i produktiviteten. Dette vil kreve reformer. Hvis asiatiske myndigheter derfor ikke lykkes med de lofte reformene, vil det svekke grunnlaget for raskere vekst i produktiviteten.

5 OPPSUMMERING

Deler av produksjonsgapet i de asiatiske økonomiene er redusert, men det er trolig fortsatt rom for høy vekst i en periode før produksjonsgapet er lukket. Privat konsum er i ferd med å ta seg opp, men veksten i de private investeringene er fortsatt lav, noe som må ses på bakgrunn av betydelig ledig produksjonskapasitet. Eksporten påvirkes av konkurranseevnen, som fortsatt er god, selv om valutaene har styrket seg. Ytterligere styrking av valutaene kan imidlertid bli en begrensende faktor for den økonomiske veksten. Høy vekst lenger fremover vil kreve investeringer og økt produktivitet.

Det kan ikke utelukkes at landene vil kunne få en W-formet økonomisk utvikling. Dette kan bli resultatet dersom innenlandske investeringer og konsum ikke tar seg opp, eller det kommer en ny tillitskrise. Bankenes problemer kan redusere tilgangen på kapital og slik sett begrense investeringene. Mangelfull omlegging av strukturpolitikken kan være en mulig kandidat for å utløse en tillitskrise.