

1. Internasjonal økonomi

Vi ser nå klare tegn til at den kraftige nedturen i internasjonal økonomi har flatet ut. I Tyskland, Frankrike og Japan økte BNP igjen i 2. kvartal i år, etter fire kvartaler på rad med til dels dramatiske fall. I USA og euroområdet falt BNP betydelig mindre enn i de foregående kvartalene. I de framvoksende økonomiene i Asia har veksten begynt å ta seg opp igjen.

Lavkonjunkturer som skyldes bobler i finans- og boligmarkeder og som rammer mange land og regioner samtidig, har en tendens til å bli langvarige. Imidlertid føres det nå en svært ekspansiv økonomisk politikk de fleste steder, med likviditetstilførsel, renter nær null, skatteletter og store offentlige investeringer. Motkonjunkturpolitikken har bidratt til at verdensøkonomien klart ser ut til å være på bedringens vei.

Usikkerheten i finansmarkedene har avtatt. Risikopremiene har falt og aksjemarkedene har vært åsted for en kraftig rekyl mange steder. Både i USA og Euroområdet har de brede aksjeindeksene steget med om lag 50 prosent siden bunnen rundt årsskiftet, men de var i slutten av august i år fortsatt ned henholdsvis 35 og 43 prosent sammenliknet med toppen i 2007. Den kraftige oppgangen hittil i år skyldes nok til dels en korreksjon etter det voldsomme fallet i fjor høst. Forventningsundersøkelser tyder på at næringsliv og husholdninger er noe mindre pessimistiske enn tidligere.

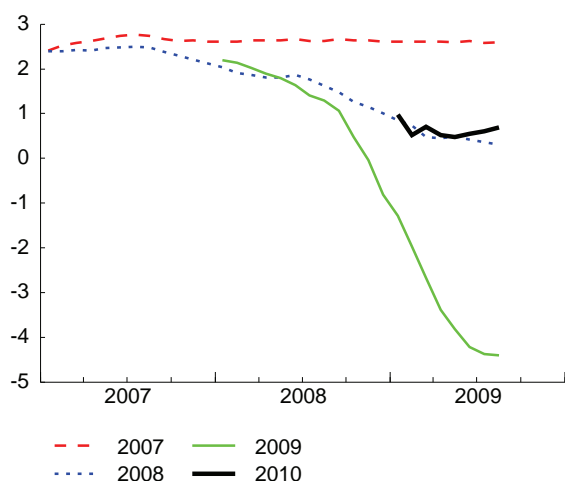
Kollapsen i industriproduksjonen som startet i fjor høst ble forsterket av en global lagerjustering. Lagerbeholdningen ble redusert slik at industriproduksjonen falt mye mer enn etterspørselen. Lagerbyggingen fortsatte gjennom første halvår. Fallet i industriproduksjonen har imidlertid stoppet opp i OECD-området, og det er tegn til oppgang de siste par månedene. Asia leder

an i omslaget, der blant andre Kina, Sør-Korea og Japan har hatt en markert oppgang i industriproduksjonen siden i vinter, om enn fra svært lave nivåer. Bedringen avspeiles i internasjonal handel, som også er i ferd med å ta seg opp. Bedring i finansmarkedene og økt kredittilgang har bidratt til dette. Når lagerkorreksjonen snur, kan det gi en markert, om enn midlertidig stimulans til industri og handel.

Oljeprisen har økt fra en bunn på mindre enn 40 dollar fatet i desember i fjor til i overkant av 70 dollar i slutten av august i år. Aluminiumsprisene har vist et tilsvarende forløp. FNs matprisindeks indikerer at nedgangen i matvareprisene har flatet ut, men det er foreløpig få tegn til prisøkning. Den sterke prisstigningen i råvaremarkedene før konjunkturedgangen kan tolkes som et signal om at den kraftige veksten i verdensøkonomien før finanskrisen ikke var bærekraftig. Veksten i land som Kina og India har vært svært høy i en årrekke. Dette kan kanskje ikke fortsette uten at råvareprisene igjen skyter i været. Den kraftige prisstigningen gjennom første halvår på blant annet olje og metaller støtter dette resonnetet. En annen forklaring kan være at prisene er korrigert etter et "overdrevel" fall i fjor høst. Vi legger til grunn for våre beregninger at oljeprisen øker gradvis gjennom prognoseperioden til nær 84 dollar fatet i 2012, etter en korreksjon ned mot 60 dollar kommende vår. Denne oljeprisbanen ligger noe lavere i 2010 og noe høyere i 2012 enn det som var priset inn i fremtidsmarkedet for olje mot slutten av august i år.

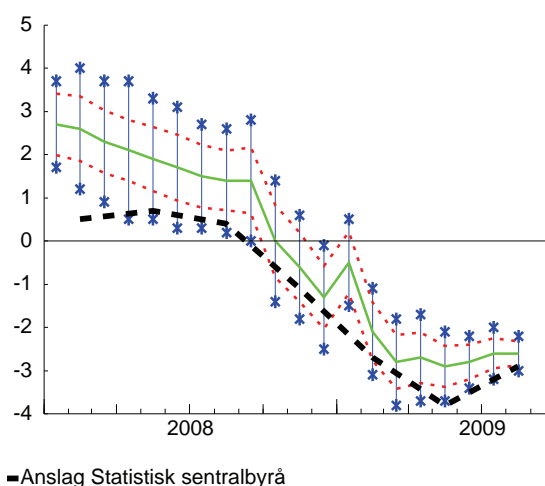
Også boligmarkedene i mange land viser klare tegn til at nedgangen nærmer seg slutten. I Kina har boligprisene begynt å stige, og i USA og Storbritannia har nedgangen flatet ut i løpet av sommeren. Andre steder har imidlertid prisene fortsatt å falle, som i Irland og

Figur 1.1. BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2007-2010 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

Figur 1.2. BNP-vekstanslag for USA for 2009 på ulike tidspunkter. Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- "normalt" avvik (stiplet)



■ Anslag Statistisk sentralbyrå
Kilde: Consensus Forecasts.

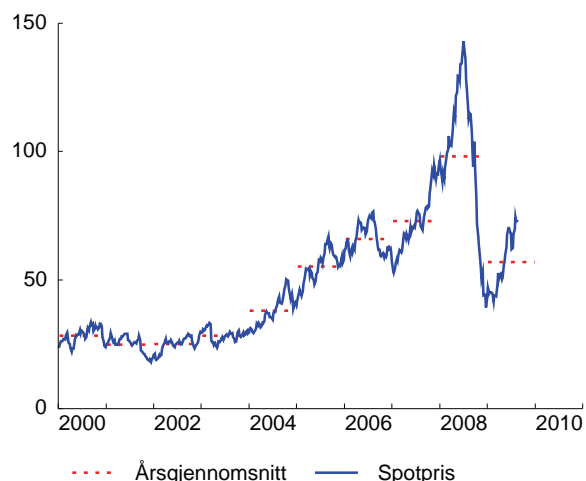
Spania. Konsumprisene falt markert både i Europa og USA i fjor høst, og inflasjonen målt ved tolv måneder-sveksten er nå negativ begge steder. Høy arbeidsledighet og lav kapasitetsutnyttelse bidrar til dette, og disse faktorene vil bidra til å trekke inflasjonen ned også i tiden som kommer. Ekspansiv økonomisk politikk demper imidlertid deflasjonsfaren. Det samme gjør økningen i råvarepriser. Vi venter at prisstigningen vil ta seg langsomt opp i tråd med at den økonomiske veksten tiltar utover i prognoseperioden.

Den siste internasjonale oppgangskonjunktoren ble stimulert av lave realrenter. Det ledet til sterk gjeldsvekst både i husholdninger og næringsliv, og forårsaket bobler i bolig- og finansmarkeder. Høy gjeld har skapt et behov for konsolidering i næringsliv og husholdninger, som kan komme til å legge en demper på den økonomiske veksten i flere år framover. Høy og stigende arbeidsledighet vil også dempe husholdningenes forbruk. Ledig produksjonskapasitet bidrar til at investeringene kan fortsette å falle enda en stund. Bank for International Settlements (BIS) rapporterte så sent som i juli at bankene fortsatt er restriktive med sine utlån både til næringsliv og husholdninger.

Den ekspansive finanspolitikken som nå føres de fleste steder fører til at gjeldsoppbygging i offentlig sektor overtar for gjeldsoppbyggingen som fant sted i privat sektor under siste konjunkturoppgang, mens privat sektor nå konsoliderer sine finansielle balanser. I mange land vokser nå statsgjelden så raskt at finanspolitikken ikke er bærekraftig selv på relativt kort sikt. Mange av tiltakene er også av midlertidig karakter. Offentlig subsidiering av arbeidsplasser og kraftig økning av vrakpant på biler betinget på kjøp av ny bil, har bidratt signifikant til å stimulere husholdningenes forbruk i Tyskland og Frankrike, men effektene av dette er snart uttømt. Også i USA er vrakpanten økt kraftig for en avgrenset periode. Den globale lagernedbyggingen nærmer seg slutten. En reversering kan gi betydelig stimulans til industriproduksjonen, men bare i et begrenset tidsrom. Det er derfor sannsynlig at vi får se et par kvartaler med relativt høy BNP-vekst den nærmeste tiden. En oppgang basert på lagerjusteringer og finanspolitikk kan imidlertid ikke vare, og videre oppgang er avhengig av at husholdningenes etterspørsel tar seg opp. Vi venter gjennomgående svak vekst de nærmeste par årene, og tror ikke Norges handelspartnere passerer konjunkturbunnen før mot slutten av 2011.

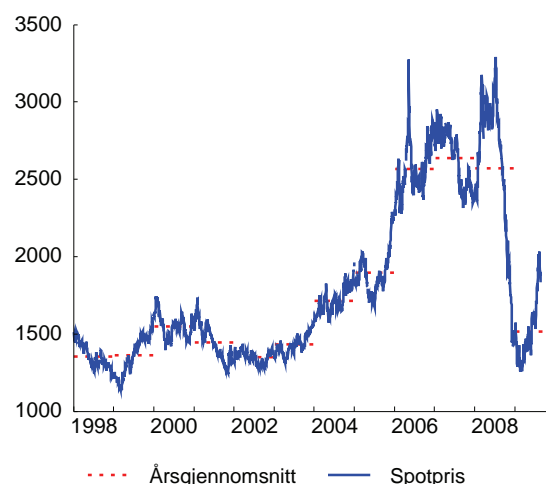
Utviklingen i vår og sommer har imidlertid vært noe bedre enn vi ventet i forrige konjunkturrapport. Det har bidratt til at våre anslag for årsveksten hos Norges handelspartnere er noe høyere enn sist, både for i år og neste år. Utviklingen den nærmeste tiden vil avhenge sterkt av den økonomiske politikken som føres. Om det strammes til før veksten i husholdninger og næringsliv tar seg opp, kan lavkonjunktoren bli lengre enn vi legger til grunn.

Figur 1.3. Spotprisen på råolje, Brent Blend. Dollar per fat



Kilde: Reuters EcoWin.

Figur 1.4. Spotprisen på aluminium. Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: Reuters EcoWin.

1.1. Amerikansk økonomi

Amerikansk økonomi er inne i en dyp lavkonjunktur. Vi venter at økonomien begynner å vokse igjen i høst, men at veksten blir meget moderat gjennom 2010 og passerer trendveksten først i andre halvår 2011. Våre anslag innebærer at BNP vil falle med 2,9 prosent i år, og at veksten tar seg opp til 1 prosent neste år.

I 2. kvartal falt BNP for fjerde kvartal på rad, men det er nå mange tegn på at fallet er i ferd med å stoppe opp. Nedgangen var på 0,25 prosent, mot 1,4 og 1,6 prosent i henholdsvis 4. kvartal i fjor og 1. kvartal i år. Det var særlig investeringene som trakk ned. Også husholdningenes konsum og eksporten fortsatte å falle, og lagernedbyggingen som startet i fjor høst holdt fram.

Detaljhandelen har vært stabil på et lavt nivå gjennom sommeren, og indikerer at den underliggende konsum-

Tabell 1.1. Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder. Årlig endring i prosent

	BNP-vekst					Prisvekst				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
USA										
NIESR	2,8	2,0	0,4	-3,2	0,6	2,8	2,6	3,3	0,2	1,2
ConsF	2,8	2,0	0,4	-2,6	2,3	3,2	2,9	3,8	-0,5	1,8
OECD	2,8	2,0	0,4	-2,8	0,9	3,2	2,9	3,8	0,2	0,8
IMF	2,8	2,0	0,4	-2,6	0,8	3,2	2,9	3,8	-0,9	-0,1
SSB	2,8	2,0	0,4	-2,9	1,0					
Euroområdet										
NIESR	3,0	2,7	0,6	-4,7	0,3	2,2	2,1	2,8	0,2	0,7
ConsF	3,0	2,7	0,6	-4,3	0,6	2,1	2,1	3,3	0,3	1,2
OECD	3,0	2,7	0,6	-4,8	0,0	2,2	2,1	3,3	0,5	0,7
IMF	3,0	2,7	0,6	-4,8	-0,3	2,2	2,1	3,3	0,4	0,6
SSB	3,0	2,7	0,6	-4,1	0,3	2,2	2,1	3,3	0,2	0,7
Handelspartnere										
NIESR	3,4	2,9	0,6	-4,1	0,9	2,1	2,1	2,9	0,2	0,6
ConsF ¹	3,4	2,9	0,6	-4,2	1,0	2,2	2,2	3,5	0,3	1,3
OECD	3,4	2,9	0,6	-3,4	0,6	2,1	2,2	3,5	0,6	0,7
IMF	3,4	2,9	0,6	-4,3	0,3	2,1	2,2	3,5	0,2	0,6
SSB	3,4	2,9	0,6	-3,9	0,6					

¹ Uten Kina.

Kilde: OECD i juni, NIESR og IMF i juli og Consensus Forecasts i august. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

utviklingen fortsatt er svak. Mange finansieringskilder for den høye konsumveksten under konjunkturoppgangen er borte i kjølvannet av finanskrisen. Sub prime boliglån har forsvunnet, og bankene er fortsatt tilbakeholdne med å innvilge boliglån. Også tilbudet av andre typer lån og kreditt er redusert betydelig. Husholdningenes formuer har falt som følge av kraftige prisfall på bolig og aksjer. Sysselsettingen har fortsatt å falle markert, og enn ikke like dramatisk som i vinter, og er redusert med 6,7 millioner siden nedgangen begynte tidlig i 2008. Arbeidsledigheten ventes å passere 10 prosent i løpet av høsten. Tillitsindikatorer for husholdningene er fortsatt på svært lave nivåer, men tyder på at pessimismen er på vikende front. Selv om boligmarkedet stabiliseres, kan husholdningenes forbruksvekst bli svak i lang tid framover fordi husholdningene prioriterer å betale ned gjeld.

Det har vært noen positive signaler i boligmarkedet, selv om boliginvesteringene fortsetter å falle mye. Nedgangen var på 5,7 prosent i 2. kvartal i år, og samlet på 45 prosent siden nedturen begynte ved inngangen til 2006. Omsetningen har imidlertid sluttet å falle, både for nye og brukte boliger, og prisene har i sommer stabilisert seg – riktignok rundt 30 prosent under toppnoteringen i 2006. Tvangssalg utgjør nå nær en fjerdedel av alle boligsalg. Antallet usolgte boliger er høyt, og legger et press nedover på prisene. Høy og stigende arbeidsledighet og behov for konsolidering i husholdningssektoren tilsier også at en ny oppgang i boligmarkedet kan komme til å la vente på seg.

Investeringsnedgangen var bredt basert og bratt også i 2. kvartal, selv om fallet var mindre enn i det rekordsvake foregående kvartalet. Svært lav kapasitetsut-

nyttelse peker i retning av fortsatt svak utvikling for investeringene framover. Dollaren styrket seg markert i kjølvannet av finanskrisen, og selv om den er svekket i sommer, er dollaren fortsatt betydelig sterkere enn i fjor sommer. Denne svekkelsen i konkurransevne har sammen med internasjonal etterspørselssvikt bidratt til det kraftige fallet i eksporten det siste året. Eksporten steg imidlertid noe i juni og juli. Sviktende etterspørsel internasjonalt og nasjonalt har bidratt til at industriproduksjonen har falt med nær 20 prosent siden januar 2008. Kraftig lagernedbygging har også spilt en sentral rolle, og dette har fortsatt i sommer. Svikten i kredittmarkedet har gjort at selv bedrifter som har klart seg relativt godt har slitt med å skaffe finansiering. Situasjonen i kredittmarkedene har bedret seg, selv om det fortsatt stilles strengere betingelser enn før krisen. Når lagerbeholdningen tømmes, må etter hvert produksjonen øke for å tilfredsstille etterspørselen. Det kan gi en midlertidig sterk stimulans til økonomien. Industriproduksjonen økte noe i juli. Fallet i ordrer har stoppet opp, og indikatorer for næringslivets forventninger tyder på avtakende pessimisme. Aksjemarkedet har steget markert etter det dramatiske fallet i fjor høst, og volatiliteten er redusert. Samlet indikerer dette at perioden med fallende produksjon er tilbakelagt, men at utviklingen kan bli svak enda en stund framover.

Inflasjonen målt ved 12 måneders prisvekst falt fra 5,3 prosent i august i fjor til -1,9 i juli år. Det skyldes fjorårets kollaps i internasjonale råvarepriser, men også fallende etterspørsel og lav kapasitetsutnyttelse i økonomien. Også underliggende prisvekst, målt ved konsumprisindeksen justert for mat og energivarer, har falt markert, til 1,6 prosent i juli i år. Råvareprisene har steget en del hittil i år, og vil etter hvert bidra til å

trekke inflasjonen noe opp. Svak konjunkturutvikling vil imidlertid bidra til at inflasjonen vil holde seg lav de nærmeste årene, og den ventes først å vende tilbake til mer normale nivåer når økonomien nærmer seg en ny høykonjunktur mot slutten av prognoseperioden. Den ekspansive pengepolitikken som nå føres skaper imidlertid risiko for at inflasjonen etter hvert kan bli høy, om ikke virkemiddelbruken reverseres i tide.

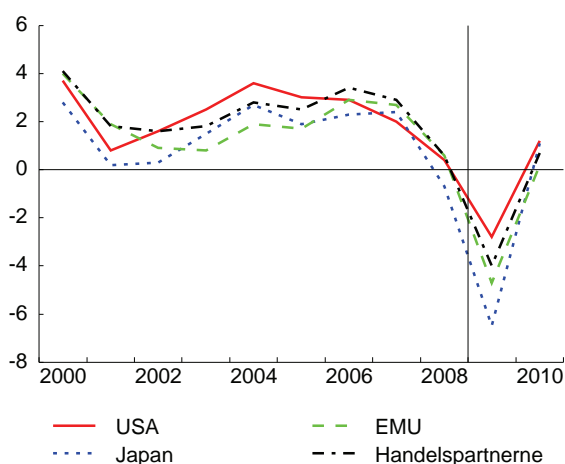
Den amerikanske sentralbanken har holdt sin styringsrente nær null siden tidlig i 2009, og driver en svært ekspansiv likviditetspolitikk. Omfattende tiltak for å normalisere forholdene i finansmarkedene har bidratt til bedre kreditttilgang for næringsliv og husholdninger, og lavere risikopremier. De to store, nasjonaliserte boliglånsinstitusjonene Freddie Mac og Fannie Mae tilbyr refinansiering og gunstige nedbetalingsbetingelser for å hjelpe boligeiere i trøbbel. Boliglånsrentene, som i stor grad er fastrenteavtaler knyttet opp mot obligasjoner med lang løpetid, falt med i overkant av ett prosentpoeng i fjor høst, men har siden stabilisert seg i overkant av 4,5 prosent for låntakere med god kredittverdighet. Amerikanske husholdninger får dermed mindre glede av sentralbankens rentekutt enn hva tilfellet for eksempel er i Norge, der de fleste har flytende rente på boliglånene som i større grad følger sentralbankens styringsrente.

Den ekspansive finanspolitikken har vært vesentlig for å holde hjulene i gang i den amerikanske økonomien og hindre at nedgangen blir enda sterkere. Investeringer i infrastruktur og skattelette er sentrale elementer i stimuleringspakken som ble vedtatt tidlig i år. Stimulansene er beregnet til om lag 6 prosent av BNP fordelt på 2009 og 2010. Dette medfører store budsjettunderskudd, som gir grunnlag for bekymring for statens finansielle posisjon på lengre sikt. Amerikanske myndigheter har nylig publisert anslag som tilsier en økning av statsgjelden til 70 prosent av BNP i 2019. Det er ikke spesielt høyt sammenliknet med hva som har vært vanlig i Europa. Myndighetene står likevel overfor en vanskelig balansegang der dosering og timing av virkemiddelbruken er viktig. Om den svært ekspansive politikken som nå føres opprettholdes for lenge, kan det på sikt føre til inflasjon og nye bobler i finans- og boligmarkeder. Om politikken reverseres før husholdninger og næringsliv er klare til å overta stafettspinnen, kan lavkonjunktoren bli mer langvarig enn vi legger til grunn i våre anslag.

1.2. Europa: Bunnen passerer først i 2011

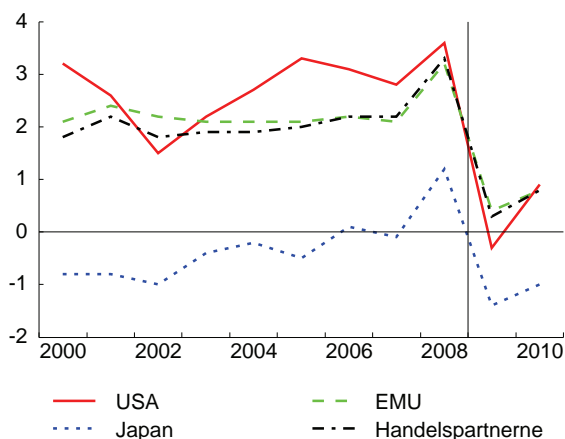
Hovedsakelig takket være ekspansiv penge- og finanspolitikk ser Europa nå ut til å gå noe lysere tider i møte enn det vi la til grunn i vår siste rapport. Vi har derfor valgt å oppjustere vår prognosebane noe. Fortsatt antar vi imidlertid et U-format konjunkturforløp hvor gjeninnhentingsprosessen vil bli langsom. Som tidligere ser vi også for oss at bunnen av nedgangskonjunktoren passerer først i 2011. I henhold til vårt reviderte anslag på konjunkturforløpet, vil euroområdet fortsatt ikke

Figur 1.5. BNP-vekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

Figur 1.6. Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere

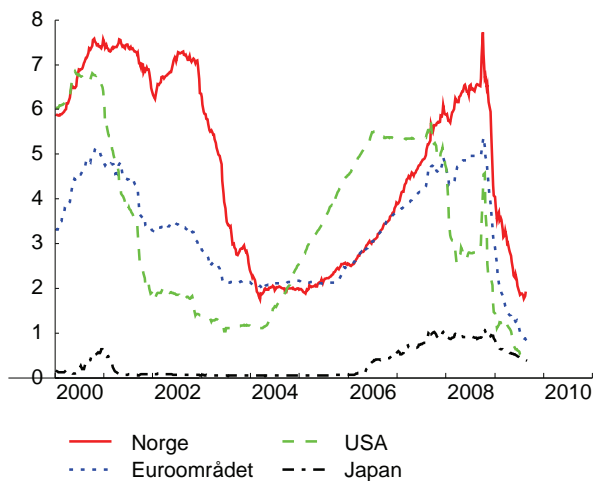


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

være ute av lavkonjunktoren før i etterkant av prognoseperioden.

Vår pessimisme skyldes hovedsakelig tre forhold. For det første vil de store løpende underskuddene på statsbudsjettene i en rekke euroland tvinge fram en tilstramning i finanspolitikken relativt snart. Den tyske regjeringens beslutning om å ikke videreføre dagens vrakpantordning er et element i en slik tilstramning. For det andre er europeiske banker fortsatt tilbakeholdne med kreditt. Kombinert med høy og stigende ledighet, samt økt sparing i husholdningene, er det liten grunn til å tro at veksten i privat konsum og investeringer skal kunne ta over for effekten av finanspolitikken når denne bortfaller. Dessuten vil den demografiske utviklingen virke hemmende når de store barnekullene fra etterkrigstiden etter hvert går ut av arbeidsstyrken.

Figur 1.8. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

Likevel er de økonomiske utsiktene på mange måter lysere enn sist. Tilliten til finansmarkedene ser ut til å være i bedring. Dette illustreres blant annet ved en fortsatt innsnevring av rentedifferansene mellom sikre og usikre verdipapirer. En dekomponering av de franske og tyske 2. kvartalstallene tyder dessuten på at lagerkorreksjonen fortsetter å gi negative vekstbidrag. Det franske statistikkbyrået, INSEE, estimerer vekstbidraget til å være på hele -0,6 prosent. Dette gir støtte til hypotesen om at det kraftige vekstfallet i eurosonen kan ha vært en følge av at bedrifter har kuttet mer i produksjonen enn fallet i etterspørselen skulle tilsi. I så fall bør produksjonen snart øke som følge av at produsentene må møte etterspørselen med økt produksjon i stedet for fortsatt salg fra lager. En slik mulighet blir understøttet av utviklingen i en del ledende indikatorer. For eksempel fortsatte de tyske industriordrene å stige i juni slik at disse nå ligger hele 19 prosent over nivået i februar. I juni steg dessuten tysk eksport kraftig, og selv om 2. kvartal samlet sett viste negativ vekst fra kvartalet før, tyder dette på at en korreksjon kan være på gang, dog fra svært lave nivåer. Ser vi på eurosonen under ett, steg industriordrene også der kraftig i juni, og en rekke stemningsindikatorer tyder på et klart stemningsskifte. I denne forbindelse kan nevnes at indikatorer til det internasjonale rådgivningskonsernet KPMG viste en kraftig oppgang i juli til et nivå som kan tyde på at vi nå står overfor en synkronisert opptur. En slik mulighet ble også understøttet av indeksen til det tyske forskningsinstituttet, ZEW, som i august kom inn på hele 54,9, det høyeste nivået på godt over tre år.

Foreløpige nasjonalregnskapstall for euroområdet tyder på at ekspansiv penge- og finanspolitikk, godt understøttet av utenrikshandelen, spilte en sentral rolle for vekstslaget i 2. kvartal i år. Tysk og fransk økonomi vokste begge med 0,3 prosent fra 1. kvartal, men det var ikke tilstrekkelig til å hindre et kvartalsvis fall for euroområdet sett under ett på 0,1 prosent. Bak det relativt beskjedne fallet i 2. kvartal skjuler det seg imidlertid store vekstforskjeller landene i mellom. For

mens BNP steg beskjedent i land som Tyskland, Frankrike, Portugal og Hellas, falt BNP med henholdsvis 0,5 og 1 prosent i Italia og Spania. I land som Ungarn, Estland og Litauen falt dessuten BNP med henholdsvis 2,1, 3,7 og 12,3 prosent. I tillegg falt BNP med 0,8 prosent i Storbritannia. Sverige overrasket i 2. kvartal med nullvekst. De svenske tallene må imidlertid ses på bakgrunn av et svært sterkt fall både gjennom 4. kvartal i fjor og 1. kvartal i år. BNP i siste kvartal var hele 6,3 prosent lavere enn 2. kvartal i fjor.

De foreløpige tallene for fransk og tysk økonomi tyder på at årsaken til det sterke vekstslaget hovedsakelig er å finne i ekspansive finanspolitiske tiltak samt et uventet sterkt forløp for utenrikshandelen. Selv om fransk eksport steg med 1 prosent, skyldtes oppgangen i nettohandelen med utlandet hovedsakelig sterkt fallende import. Dette tyder på at den underliggende etterspørselsveksten er svak og at årsaken til veksten i samlet konsum delvis er å finne i økt bilsalg som følge av offentlige subsidier. Dessuten var konsumet for begge lands vedkommende indirekte understøttet av ulike former for statlige arbeidsmarkedstiltak myntet på å demme opp for strømmen av tapte arbeidsplasser. Bilsalget i Tyskland har vært kraftig stimulert av en vrakpantordning som ga bileiere en rabatt på 2500 euro, eller vel 21 500 kroner, på nye og mer miljøvennlige biler. Den tyske regjeringen har imidlertid nå gjort det klart at denne ordningen ikke vil bli videreført, når pengene som er satt av til formålet, vel 43 milliarder kroner, er brukt opp. Ifølge den tyske avisen Die Welt er allerede 95 prosent av pengene brukt opp. Isolert sett vil dette gi et negativt bidrag til konsumutviklingen framover. Ellers er det verdt å merke seg at foreløpige franske tall tyder på at investeringene fortsatt faller på bred front da både næringslivsinvesteringene og investeringene i husholdningssektoren falt med henholdsvis 0,9 og 1,8 prosent i 2. kvartal. Det tyske statistikkbyrået melder imidlertid om en investeringsoppgang innen bygg- og anleggssektoren. En betydelig andel av disse investeringene utgjøres imidlertid trolig av offentlige investeringer i infrastruktur. Dette er en type investeringer som for tiden brukes svært aktivt i den tyske motkonjunkturpolitikken. Investeringene i maskiner og utstyr falt derimot med 0,5 prosent.

Ser vi litt nærmere på utviklingen i euroområdet gjennom 2. kvartal i år viser tallene en fortsatt tendens til fallende industriproduksjon, selv om perioden med månedlige fall på i overkant av 2 prosent nå er over og vi ser en klar tendens til utflatning. Siden mars i år har industriproduksjonen falt med 1,3 prosent og trenden er fortsatt svakt negativ. Detaljhandelstallene for mai og juni viste dessuten en fortsatt svak utvikling. Siden mars i år har detaljhandelen falt med nær 1 prosent. Alt i alt vil en slik månedsutvikling i industriproduksjon og detaljhandel fortsatt gi et negativt bidrag til veksten også i 3. kvartal, skjønt denne effekten vil nå være langt svakere enn hva som var tilfellet i de to foregående kvartalene. Den stadig høyere arbeidsledigheten vil også bidra til å holde konsumveksten nede i tiden som

kommer. Arbeidsledigheten i euroområdet lå i juli på 9,5 prosent og så langt tyder alt på at den vil fortsette å stige framover. I Tyskland vil fjerning av vrakpanteordningen kunne bidra til å forsterke en slik prosess.

Etter flere år med sterk vekst falt utlånsveksten til bedrifter og husholdninger i Europa kraftig i 2008 og første del av 2009. I første del av 2009 var den gjennomsnittlige kvartalsveksten knapt positiv. Nye tall fra ESB tyder nå også på at bankutlånene i eurosonen ble ytterligere strammet inn i juni og juli i år, til tross for tegn til bedring av den økonomiske situasjonen og kredittstimulerende tiltak fra ESB. I henhold til offentlig statistikk fortsetter bedrifter å betale tilbake på gjeld. Når det gjelder husholdningene, rapporteres det om nullvekst i utlånene gjennom de siste tolv månedene fram til juli. Imidlertid sier dette lite om årsaken til fallet i utlånsveksten ettersom denne både kan være etterspørsels- og tilbudsdrivet. Regjeringen i Tyskland vurderer imidlertid nå å tilby banker statsgaranterte lån på 10 milliarder euro for å forhindre at landets næringsliv strupes som følge av manglende tilgang på lån. Dette er i tråd med ESBs bankutlånsutvalgsundersøkelse der rundt 60 prosent av bankene i 2. kvartal forventet positive effekter på lånetilgangen i interbankmarkedet av myndighetenes politikk. Resultatene av en rekke utvalgsundersøkelser tyder dessuten også på at bankenes utlånsvilkår kan ha blitt noe mindre strenge i løpet av de siste ukene. Både indeksene for stramheten i kredittvilkårene samt differansen mellom utlånsrenter og statsobligasjonsrenter har falt noe tilbake i det siste. Det er imidlertid for tidlig å konkludere med at bankene vil øke tilbudet av kreditt. Faktisk er bankenes utlånspraksis fortsatt svært streng og ifølge BIS er det fremdeles flere banker som rapporterer om en tilstramning av kredittvilkårene enn det motsatte. Et problem knyttet til tilbudet av kreditt på litt lenger sikt og som vil kunne bidra til å legge en demper på utviklingen framover i tid, er at bankene i euroområdet, spesielt Tyskland, så langt i liten grad har bokført tapene som skriver seg fra bortfallet av markedet for såkalte strukturelle finansielle produkter.

Som ventet har inflasjonen i euroområdet fortsatt å falle, og i mai ble det for første gang registrert negativ tolv månedersvekst i konsumprisindeksen. Den negative tendensen fortsatte i juni hvor tolv månedersveksten ble registrert til -0,7. Selv om hovedårsaken til fallet i begynnelsen av året var relatert til lave og fallende priser på råolje og jordbruksprodukter, tyder sterkt fallende kjerneinflasjon på at årsaken til fallet nå er bredt basert. Gitt vår forutsetning om en moderat økning i oljeprisen gjennom 2009, samt vår relativt pessimistiske prognose for den framtidige konjunkturutviklingen, vil inflasjonen være svært lav også i tiden som kommer. Dette vil blant annet skje som følge av fortsatt lave importpriser, økt konkurranse og den modererende effekten en etter hvert klart høyere ledighet vil ha på både lønnsvekst og fortjenestemarginer. Imidlertid ser vi for oss at tiden med negativ tolv månedersvekst vil være kort og forbigående og at prisveksten, blant annet

som følge av høyere oljepriser, ekspansiv penge- og finanspolitikk og et mer velfungerende kredittmarked, vil ta seg gradvis opp igjen i siste del av 2009 og i 2010. Det at Flash estimatet for inflasjonen i euroområdet kom inn på -0,2 prosent for juli og dermed steg sammenliknet med juni, kan være et første tegn på en slik utvikling. Som tidligere ser vi imidlertid ikke for oss at inflasjonen vil komme opp mot ESBs inflasjonsmål før i slutten av prognoseperioden. Et slikt inflasjonsbilde vil fortsatt understøtte kjøpekraften og således konsumet i tiden som kommer.

Inflasjonen i euroområdet ligger for tiden langt under det som er forenlig med ESBs inflasjonsmål. Kombinert med svake makrotall og fortsatt kredittskvis har dette fått ESB til å opprettholde sin ekspansive pengepolitiske innretning med lav styringsrente og tilførsel av store mengder med likviditet i pengemarkedet. Som følge av dette ligger de helt korte rentene i slutten av august ned mot 0,3 prosent, godt under midten av ESBs styringsintervall som er 1 prosent. Gitt at pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet for tiden ligger på rundt 0,8 prosent innebærer dette et påslag på noe i underkant av 0,5 prosentpoeng. I våre prognoser har vi lagt til grunn at tremåneders pengemarkedsrenter vil utvikle seg i tråd med hva som er priset inn i markedet for framtidige renteavtaler. Junikontrakten i dette markedet indikerer en tremåneders pengemarkedsrente på om lag 1,75 prosent. Dersom ESBs pengetilførsel normaliseres innen den tid slik at den effektive styringsrenten havner i midten av intervallet, slik ESB normalt ønsker, samt at påslaget mellom styringsrenta og tremåneders pengemarkedsrente opprettholdes noenlunde på dagens nivå, indikerer dette en økning i styringsrenta på 0,25 prosentpoeng innen juni neste år. Fra og med andre halvår neste år og ut prognoseperioden ser vi for oss en relativt langvarig periode med renteøkninger fra ESBs side, men ikke mer enn at pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet ligger på om lag 4 prosent ved prognoseperiodens slutt.

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend falt fra om lag 146 dollar fatet i begynnelsen av juli i fjor til noe over 45 dollar i begynnelsen av januar i år. Siden har oljeprisen steget og lå i slutten av august på noe over 70 dollar fatet. Som gjennomsnitt over fjoråret var prisen vel 96 dollar per fat, mot noe over 72 dollar i 2007. De åtte første månedene i 2009 har prisen vært om lag 56 dollar i gjennomsnitt.

Hovedårsaken til det kraftige oljeprisfallet gjennom det siste halvåret i fjor var den internasjonale finanskrisen som førte til at etterspørselen falt relativt mye i OECD, både i USA, Europa og Japan. Krisen spredte seg også til andre land og førte til en relativt stor nedgang i etterspørselen utenfor OECD, som i Kina og India. En viktig årsak til at oljeprisen har steget siden årsskiftet er at OPEC har redusert oljeproduksjonen. I tillegg forventer flere analytikere at oljeetterspørselen i tiden framover vil øke mer enn tidligere antatt.

IEA (International Energy Agency) regner med at den globale råoljeetterspørselen vil falle med 2,4 millioner fat per dag fra i fjor til i år. Deretter forventer de at den vil øke med 1,4 millioner fat daglig fra 2009 til 2010. Oppjusteringen er først og fremst knyttet til etterspørselen i Asia, Midt-Østen og til dels Latin-Amerika. IEA forventer at etterspørselen i OECD vil holde seg noenlunde konstant fra 2009 til 2010, etter å ha falt i fire år.

Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 0,4 millioner fat daglig. Denne økningen er spesielt ventet å komme i Brasil og til dels Kina og India. En økning i produksjonen i Nord-Amerika vil bli mer enn motvirket av reduksjoner i Norge, Storbritannia og Mexico, slik at produksjonen i OECD-området reduseres også i 2010, i likhet med de åtte foregående årene.

Det er forventet en viss økning i kondensatsproduksjonen i OPEC gjennom 2009 og 2010, og denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem. Ved tre anledninger i 2008 vedtok OPEC å redusere råoljeproduksjonen med til sammen 4,2 millioner fat daglig. Mens OPEC tidligere i år maktet å redusere produksjonen med 80 prosent av de varslede kuttene, har reduksjonen nå falt til om lag 65 prosent. Det innebærer at dersom kartellet holder produksjonen av råolje på dagens nivå, vil de globale lagrene øke noe i fjerde kvartal i år og første kvartal neste år, en periode der lagrene av råolje vanligvis reduseres. Det vil ligge et press nedover på prisene fra dagens nivå på vel 70 dollar fatet.

Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter over gjennomsnittet for de siste fem årene i de fleste regionene i OECD. En økning av råoljelagrene betyr at det vil være mer enn tilstrekkelig med olje i markedet til å tilfredsstille etterspørselen etter fyringsolje i OECD i vintermånedene og dette kan legge en demper på den videre prisutviklingen.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil falle noe i tiden fremover, slik at årsgjennomsnittet for 2009 vil ligge på noe under 60 dollar fatet. Vi antar videre at oljeprisen vil fortsette å øke til nær 84 dollar per fat i 2012. Dette er basert på en forutsetning om at veksten i verdensøkonomien blir positiv fra tidlig 2010 og tar seg opp mot slutten av prognoseperioden.

Oljepris. USD

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
66,1	72,7	98,5	59,9	64,5	73,7	83,8