

1. Internasjonal økonomi

Verdensøkonomien har igjen begynt å vokse. Både i USA, euroområdet og Japan økte BNP i 3. kvartal i år, etter 4-5 kvartaler med nedgang. De fremvoksende økonomiene i Asia leder an i omslaget. Land som Kina, India og Sør-Korea fikk et markert oppsving i industriproduksjon og handel allerede tidlig i 2009. I OECD-området har industriproduksjonen økt relativt beskjedent siden i sommer. Svært ekspansiv økonomisk politikk har vært viktig for omslaget. Likviditetstilførsel i stor skala og renter nær null har sammen med skattelette og store offentlige investeringer bidratt til at verdensøkonomien ser ut til å være på bedringens vei. Skal veksten vare ved er det imidlertid en forutsetning at husholdningenes konsum og næringslivsinvesteringene etter hvert tar over som vekstmotorer.

Oppsvinget i asiatiske økonomier har også bidratt til kraftig vekst i råvareprisene gjennom 2009. Oljeprisen har doblet seg siden bunnen rundt årsskiftet, og var sent i november nær 75 dollar fatet. Vi legger til grunn at oljeprisen vil øke gradvis til 100 dollar fatet ved utgangen av 2012. En slik utvikling vil bidra til å dempe det internasjonale økonomiske oppsvinget. I Kina er drivstoffprisene sterkt subsidierte, og økonomien dermed mindre sårbar for svingninger i oljeprisen på kort sikt.

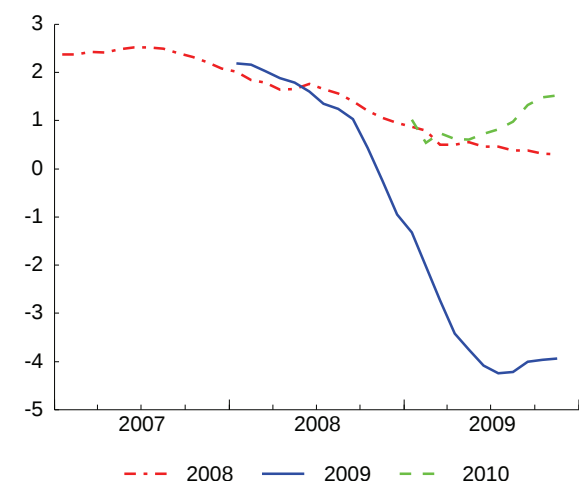
Også utviklingen i boligmarkedet tyder på at bunnen er passert i mange land. I USA, Storbritannia, Frankrike og Kina har boligprisene steget noe siden i sommer. I relativt hardt rammede Spania og Irland har imidlertid boligprisene fortsatt å falle gjennom høsten. Konsumprisene falt markert i hele OECD-området i fjor høst. Ekspansiv økonomisk politikk bidrar imidlertid nå til at inflasjonen er i ferd med å ta seg opp. Det samme gjør økningen i råvarepriser. Vi venter lav inflasjon de

nærmeste årene, men at den vil øke gradvis i tråd med tiltakende økonomisk vekst utover i prognoseperioden.

Tilstanden i internasjonale finansmarkeder er betydelig bedret siden i fjor høst. Risikopåslagene er gjennomgående tilbake på, og til dels lavere enn, nivåene før Lehman Brothers gikk konkurs i september i fjor, men er fortsatt høyere enn før urolighetene startet i finansmarkedene høsten 2007. Aksjekursene har steget kraftig over hele verden siden tidlig i 2009. Rekordlave renter og en svært ekspansiv likviditetspolitikk har bidratt til dette. Både i euroområdet og USA har de brede aksjeindeksene steget mer enn 50 prosent siden bunnen rundt årsskiftet. Den kraftige rekyl kan nok til dels forklares som en korreksjon etter det kraftige fallet i fjor høst, og de brede indeksene er både i USA og i Europa fortsatt rundt 30 prosent lavere enn toppen i 2007. Det er imidlertid mye som tyder på at finansmarkedene ikke er fullt ut normalisert. I euroområdet falt bankenes utlån til privat sektor både i september og oktober, sammenliknet med et år tidligere. Også i USA har sentralbanken pekt på at kredittrestriksjoner fortsatt gjør seg gjeldende både for husholdninger og næringsliv.

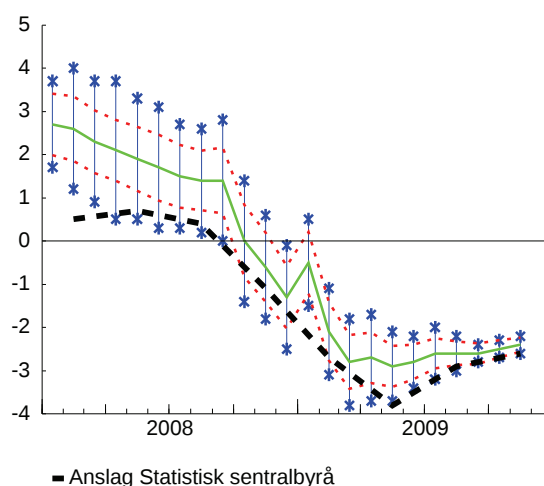
Den internasjonale oppgangskonjunktoren forut for finanskrisen ble stimulert av lave realrenter. Det ledet til sterk gjeldsvekst både i husholdninger og næringsliv, og forårsaket bobler i bolig- og finansmarkeder. Høy gjeld har skapt et behov for konsolidering i næringsliv og husholdninger. Dette kan 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 moderat investeringsvekst.

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)



Kilde: Consensus Forecasts.

Tross lyspunktene er verdensøkonomien sårbar for nye sjokk og en eventuell tidlig innstramming i den økonomiske politikken. Finanskrisen har fått stor betydning for offentlige finanser. I mange land har statsgjelda økt så mye at den legger press på statsfinansene. Dilemmaet for disse landene blir derfor hvor tidlig de kan stramme inn på budsjettene uten å sende økonomien inn i en ny nedgang. IMF advarte i november mot en for tidlig reversering av både penge- og finanspolitikken. Samtidig har blant annet den europeiske sentralbanken advart mot å stramme inn for sent, da det kan føre til oppbygging av nye bobler i finans- og boligmarkeder og høy inflasjon.

Vi venter en moderat konjunkturoppgang de nærmeste årene, og tror ikke Norges handelspartnere passerer konjunkturbunnen før mot slutten av 2011. Utviklingen er svært avhengig av den økonomiske politikken som føres, særlig på kort sikt. Dersom det strammes til før etterspørselsveksten i husholdninger og næringsliv blir mer bærekraftig, kan lavkonjunktura vare lengre enn vi har lagt til grunn. Effekter på norsk økonomi av en mer markert lavkonjunktur belyses i en skiftberegning i vår forrige konjunkturrapport (Økonomiske analyser 4/2009, side 24).

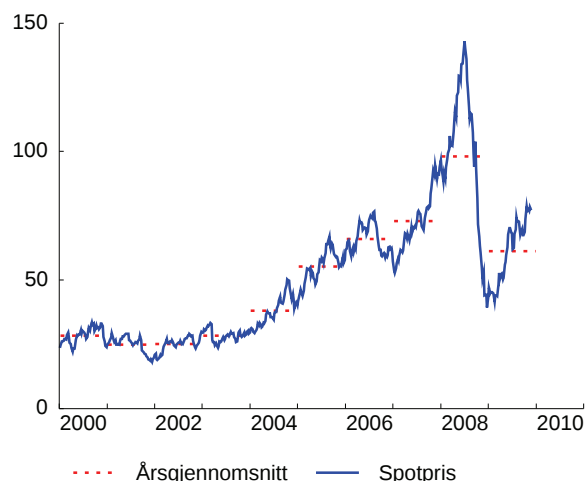
1.1. Amerikansk økonomi vokser igjen

Amerikansk økonomi er inne i en dyp lavkonjunktur. I 3. kvartal i år vokste imidlertid BNP igjen etter fem kvartaler på rad med nedgang. Vi venter at veksten blir meget moderat de to neste årene, og kommer opp på trendvekst først mot slutten av 2011. Våre anslag innebærer at BNP vil falle med 2,6 prosent fra 2008 til 2009. Neste år og i 2011 venter vi at veksten tar seg opp til henholdsvis 1,6 prosent og 2 prosent.

I 3. kvartal økte BNP med overraskende sterke 0,7 prosent fra kvartalet før. Det var særlig husholdningenes konsum som bidro til oppsvinget, blant annet som følge av økt bilsalg som i sommer ble stimulert av høy vrakpant ved kjøp av ny bil. Også boliginvesteringene steg markert etter å ha blitt mer enn halvert siden toppen sent i 2005. Gjenoppbygging av lagre etter en kraftig lagernedbygging de tre foregående kvartalene bidro til å trekke opp veksten med 0,2 prosentpoeng. Husholdningenes kjøp av varige forbruksvarer og boliginvesteringer slår ofte om tidlig i konjunktursyklusen, og styrker således inntrykket av at økonomien er på bedringens vei.

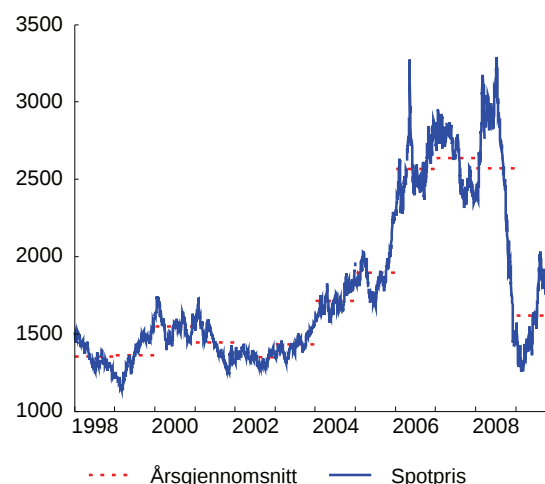
Imidlertid kan flere av faktorene bak den siste oppgangen ha midlertidige trekk. Gjenoppbyggingen av lagre som tok til i høst er nødvendigvis forbigående. Husholdningenes etterspørsel ventes å utvikle seg svakt de nærmeste årene. Arbeidsmarkedet utvikler seg svakt. Sysselsettingen faller fortsatt markert, selv om nedgangen ikke lenger er like dramatisk som sist vinter. Samlet har nedgangen i sysselsatte personer vært på 7,3 millioner siden toppen ved inngangen til 2008. Arbeidsledigheten har fortsatt å stige, til 10,2 prosent i oktober. Høy gjeld og stort formuesfall som følge av kraftig fall i

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.

boligpriser og aksjekurser bidrar til at husholdningene i større grad vil prioritere nedbetaling av gjeld framover. Mange av finansieringsmulighetene under konjunkturoppgangen forsvant også med finanskrisen. Markedet for subprime boliglån er forsvunnet. Bankene er fortsatt tilbakeholdne med boliglån også til kunder med god kredittverdighet. Også tilbudet av andre typer lån og kreditt er fortsatt mindre enn før finanskrisen. Den midlertidige vrakpanten på biler ble fjernet ved utgangen av august. Siden har bilsalget stupt med 40 prosent. Detaljhandelen har vært stabil på et lavt nivå gjennom hele høsten og indikerer at den underliggende konsumutviklingen fortsatt er svak. På den annen side har både boligmarkedet og aksjemarkedet nå snudd. Omsetningen av boliger og boligprisene har begynt å øke igjen, og de brede aksjekursindeksene har i løpet av 2009 tatt igjen halvparten av fjorårets fall. Dette reflekteres også i forventningsundersøkelser for husholdningene, som indikerer at pessimismen er i ferd med å avta noe.

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 ¹	2,8	2,0	0,4	-2,8	1,3	2,8	2,6	3,3	0,2	2,2
ConsF ²	2,8	2,0	0,4	-2,4	2,7	3,2	2,9	3,8	-0,4	2,0
OECD	2,8	2,0	0,4	-2,5	2,5	3,2	2,9	3,8	-0,4	1,7
IMF	2,8	2,0	0,4	-2,7	1,5	3,2	2,9	3,8	-0,4	1,7
SSB	2,8	2,0	0,4	-2,6	1,6					
Euroområdet										
NIESR ¹	3,0	2,7	0,6	-4,1	0,8	2,2	2,1	2,8	-0,1	0,8
ConsF ²	3,0	2,7	0,6	-3,8	1,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,1
OECD	3,0	2,7	0,6	-4,0	0,9	2,2	2,1	3,3	0,2	0,9
IMF	3,0	2,7	0,6	-4,2	0,3	2,2	2,1	3,3	0,3	0,8
SSB	3,0	2,7	0,6	-4,0	0,8	2,2	2,1	3,3	0,3	1,2
Handelspartnere										
NIESR ¹	3,4	2,9	0,6	-3,7	1,3	2,1	2,1	3,0	0,4	1,1
ConsF ²	3,4	2,9	0,6	-3,9	1,5	2,2	2,2	3,5	0,3	1,3
OECD	3,4	2,9	0,6	-3,7	2,4	2,1	2,2	3,5	0,3	1,1
IMF	3,4	2,9	0,6	-3,8	1,0	2,1	2,2	3,5	0,7	1,2
SSB	3,4	2,9	0,6	-3,7	1,2					

¹ Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.² Uten Kina

Kilde: OECD og Consensus Forecasts i november, NIESR og IMF i oktober.

Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten

Industriproduksjonen har tatt seg noe opp siden i sommer etter en nedgang på nær 15 prosent fra tidlig i 2008. Oppgangen kan i relativt stor grad tilskrives lageroppbygging og eksport. Den amerikanske dollaren ble vurdert som en "sikker havn" under finanskrisen i fjor høst, og styrket seg med rundt 15 prosent handelsvektet på kort tid. Det bidro til å forsterke nedgangen i amerikansk industri. Siden har dollaren svekket seg og nærmer seg nå det rekordsvake nivået fra i fjor sommer, med i overkant av 1,5 dollar for en euro i slutten av november. Ordrene øker og forventningsindikatorer antyder gryende optimisme i næringslivet. Foruten i bolig (og lager) var det investeringsoppgang også i IKT-sektoren i 3. kvartal. Industriinvesteringene faller imidlertid fortsatt, om enn mindre enn før. Svært lav kapasitetsutnyttelse trekker i retning av svak investeringsvekst i industrien en god stund framover.

Inflasjonen målt ved 12 måneders konsumprisvekst har vært negativ siden tidlig i 2008. Måles prisveksten fra måneden før ser man imidlertid at prisene har steget siden årsskiftet. Kjerneinflasjonen målt ved 12 måneders konsumprisvekst justert for mat og energivarer, har falt noe det siste året, men er fortsatt i overkant av 1,5 prosent. Svakt arbeidsmarked og markert fall i lønnsveksten vil bidra til lav prisvekst framover. Dollarsvekkelsen og høyere råvarepriser trekker i motsatt retning. Den ekspansive pengepolitikken som nå føres kan bidra til høy inflasjon på lengre sikt om den ikke reverseres i tide. Samlet venter vi at prisveksten vil ta seg gradvis opp til mer normale nivåer mot slutten av prognoseperioden, når økonomien ventes å gå inn i en ny konjunkturoppgang.

Den amerikanske sentralbanken har holdt styringsrenta nær null siden tidlig i 2009, og driver en svært ekspansiv likviditetspolitikk. Omfattende tiltak rettet mot finansnæringen har bidratt til å normalisere forholdene i finansmarkedene. Boliglånsrentene, som i stor grad er fastrenteavtaler knyttet opp mot obligasjoner med lang løpetid, har falt med 1 – 1½ prosentpoeng. Til sammenlikning er styringsrenta satt ned med 5 prosentpoeng. Pengepolitikken får dermed ikke samme gjennomslag til husholdningene som i land der de fleste har flytende rente på boliglånet, som er nærmere knyttet til styringsrenta.

Ekspansiv finanspolitikk har også vært viktig for å hindre en enda sterkere nedgang. Omfattende investeringer i infrastruktur og skattelette har bidratt til at økonomien har tatt seg opp det siste kvartalet. Store offentlige budsjettunderskudd følger imidlertid med på lasset, og gir grunnlag for bekymring for statens finansielle posisjon på sikt. Amerikanske myndigheter har publisert anslag som tilsier en økning av statsgjelda fra rundt 40 prosent av BNP i dag til 70 prosent i 2019. Det er imidlertid ikke spesielt høyt sammenliknet med hva som er vanlig i OECD-området. Riktig dosering av virkemidlene til rett tid er likevel svært viktig. Dersom den ekspansive politikken reverseres for tidlig kan lavkonjunkturen bli dypere og mer langvarig enn vi legger til grunn i våre anslag. På den annen side, hvis politikken opprettholdes for lenge, kan det bidra til inflasjon og nye bobler i finans- og boligmarkedene.

1.2. Europa på en knivsegg

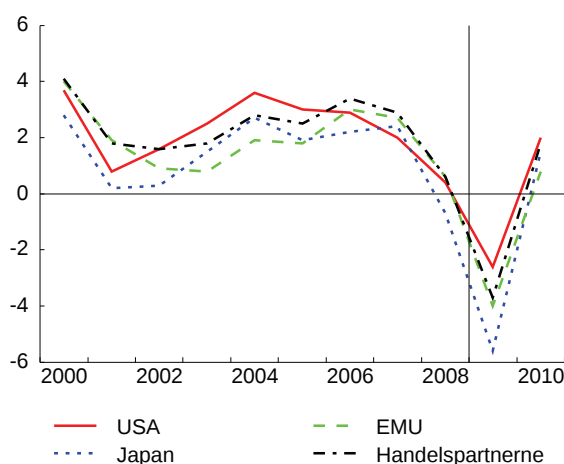
Det økonomiske omslaget brer om seg i Europa. I løpet av de siste månedene har stadig flere europeiske land rapportert om vekst. Nasjonalregnskapstallene for 3. kvartal fra land som Tyskland, Italia og Østerrike viser et markert oppsving i den økonomiske aktiviteten. Økende ordrer så vel som god stemning i næringslivet og husholdningene generelt lover dessuten godt for vekstutsiktene, i hvert fall på kort sikt.

En stor del av den veksten vi nå er vitne til skyldes midlertidige forhold som gjenoppbygging av lager og ekstraordinært ekspansiv finans- og pengepolitikk. Det store spørsmålet er således hva som vil skje når disse faktorene ikke lenger bidrar til å understøtte veksten. Vil den private etterspørselen være sterk nok til å kunne ta over finans- og pengepolitikkenes rolle som primus motor for vekstprosessen, eller vil en for tidlig reverse-ring av dagens ekspansive økonomiske politikk føre til ny nedgang med påfølgende krise?

Vi ser fortsatt for oss at oppgangen i euroområdet vil bli både svak og langsom, og at konjunkturbunnen ikke passerer før i siste halvdel av 2011. Dermed er det fortsatt slik at euroområdet i våre prognoser ikke vil være ute av lavkonjunkturen før i etterkant av prognoseperioden. Et slik forløp kan ses i lys av forskning som viser at lavkonjunkturer som skyldes bobler i finans- og boligmarkeder og som rammer mange land samtidig, har en tendens til å bli langvarige. Det virker også rime- lig sett i lys av at Europa har mistet to av driverne bak veksten de siste 25 årene – den demografiske utvik- lingen og den ekstraordinært sterke kredittveksten. Uttrykt i årsvekstrater betyr dette at vi nå ser for oss en vekst i euroområdet fra i fjor til i år på -4 prosent og en oppgang på 0,8 prosent neste år. For de to siste årene i prognoseperioden ser vi for oss at BNP vil vokse med 1,3 prosent i 2011 og 2 prosent i 2012. I lys av at BNP har falt med i overkant av 5 prosent siden begynnelsen av finanskrisen og ut 2. kvartal i år, representerer dette et heller svakt konjunkturforløp.

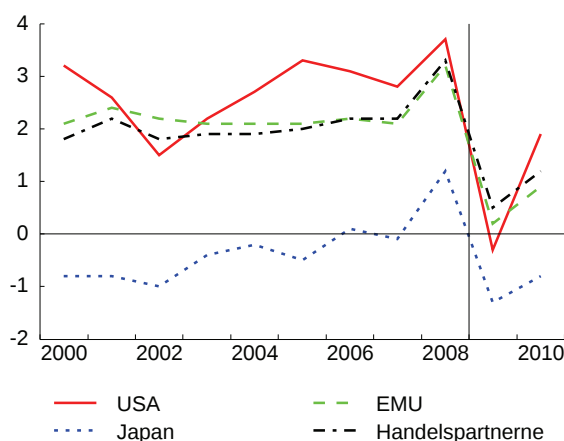
I høst kunne Eurostat for første gang på litt over ett år rapportere om overgang til positiv vekst for landene i euroområdet samlet sett. De foreløpige nasjonalregnskapstallene indikerer en kvartalsvekst på 0,4 prosent i 3. kvartal i år og tyder på at ekspansiv penge- og finanspolitikk, godt understøttet av utenrikshandelen, spilte en sentral rolle for vekstomslaget. Tallene for euroområdet skjuler imidlertid store vekstforskjeller landene imellom. For mens BNP steg med 0,6, 0,7 og 0,9 prosent i henholdsvis Italia, Tyskland og Østerrike - og slovakisk økonomi økte med hele 1,6 prosent - fortsatte BNP å falle både i Spania og Hellas. Veksten i Frankrike på 0,3 prosent var dessuten uventet svak sett på bakgrunn av en rekke tidligere publiserte ledende indikatorer og løpende tall. Ser vi på landene utenfor euroområdet, er det for øvrig verdt å merke seg at veksten i Storbritannia fortsatt er negativ. Nedgangen på 0,4 prosent i 3. kvartal var det sjette påfølgende kvar-

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



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

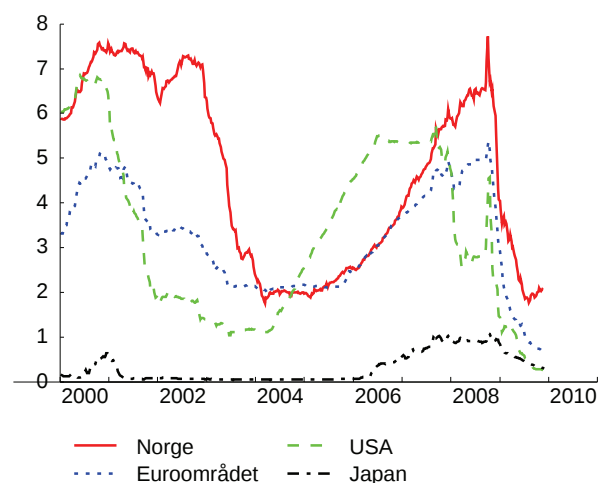
Figur 1.6. Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



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

talet med fall, og gir grunn til å tvile på om Storbritannia på kort sikt vil kunne spille en ledende rolle i den europeiske gjeninnhentingprosessen. Et annet land som fortsatt sliter er vårt naboland Sverige. Riktig nok viste tredje-kvartalstallene positiv vekst over kvartalet for andre kvartal på rad, men veksten var svært svak og skyldtes utelukkende vekst i samlet konsum. En økning i offentlig konsum på 0,5 prosent var en viktig bidrags- yter til denne veksten. Sett i lys av at husholdningenes konsum i perioden var understøttet av skattelette og svært lave renter, tyder dette på at veksten i stor grad kom som følge av ekspansiv penge- og finanspolitikk. Investeringer og eksport falt for øvrig kraftig med henholdsvis 2,7 og 1,7 prosent og lagerbeholdningen ble ytterligere redusert fra kvartalet før, sistnevnte er et forhold som kan bære bud om en forestående lagerkor- reksjon.

Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

Ser vi på landene i Øst-Europa, er situasjonen langt fra avklart. For mens land som Slovakia og Tsjekkia er i vekst, var 3. kvartalsveksten fortsatt sterkt negativ i Ungarn og Romania. På den positive siden er det forøvrig verdt å merke seg at 3. kvartalstallene viste klare tegn til bedring for de baltiske statenes vedkommende. Estland rapporterte riktignok om nok et kraftig fall, men fallet var langt svakere enn i de foregående to kvartalene og Litauen rapporterte om en vekst på hele 6 prosent.

Ser vi nærmere på tallene for Tyskland og Frankrike, er det et fellestrekk at begge lands økonomier viser en gjennomgående svak konsumutvikling, til tross for aktiv bruk av arbeidsmarkedstiltak og offentlige subsidier. Et annet fellestrekk synes å være en kraftig økning i eksporten, noe som må tilskrives en generell bedring av markedsforholdene globalt. Her stopper imidlertid likhetspunktene: Nasjonalregnskapstall viser at investeringene fortsetter å falle på bred front og med uforminsket styrke i Frankrike, mens de for Tysklands del ser ut til å bidra sterkt positivt til utviklingen. En viktig årsak til dette kan være forskjeller i landenes finanspolitiske innretning. Sterkt negativ offentlig investeringsvekst i Frankrike tyder på at den motsykliske finanspolitikken først og fremst føres via offentlig konsum. I Tyskland, derimot, rapporterer det tyske statistikkbyrået om fortsatt investeringsoppgang innen bygg og anlegg. En betydelig andel av disse investeringene utgjøres trolig fortsatt av offentlige investeringer i infrastruktur. Sterkt fallende investeringer i de franske boliginvesteringene, tyder dessuten på at en annen årsak til divergensen de to landene i mellom har sin rot i det franske boligmarkedet. Franske husholdninger opplever vanskelige finansieringsforhold og fallende boligpriser. Imidlertid steg boligprisene med i underkant av 2 prosent fra juni til september i år, og igangsettingstallene viste en ikke-sesongjustert oppgang på i overkant av 11 prosent i september. Dette tyder på at perioden med negativ boliginvesteringsvekst nå kan være over for Frankrikes del. En dekomponering av de franske tallene tyder dessuten

på at lagerkorreksjonen fortsetter å gi svakt negative bidrag til veksten i Frankrike. Det tyske statistikkbyrået rapporterer på den annen side at lageroppbyggingens bidrag til veksten var på hele 1,5 prosentpoeng i 3. kvartal. En god del av denne lageroppbyggingen manifesterte seg imidlertid i form av økt import slik at bidraget når en korrigerer for dette, er svakere.

Lageroppbyggingen i euroområdet er antakelig fortsatt inne i en tidlig fase, et forhold som ikke minst understrekes av en fortsatt økning av industriordrene i september. Kombinert med utsikter til at stadig flere produsenter vil bli tvunget til å møte fremtidig etterspørsel med økt produksjon fremfor å fortsette sitt salg fra et stadig mindre velassortert lager, regner vi med et relativt markert bidrag fra lageroppbyggingen i 4. kvartal. Et slikt forløp blir dessuten understøttet av innkjøpsjefindeksen for euroområdet i oktober, der den økonomiske veksten blir estimert til å være på sitt sterkeste på nær to år. Foruten sterke ordretall bærer en rekke stemningsindikatorer for næringslivet for tiden bud om at eksport- og investeringsetterspørselen vil fortsette å ta seg opp i nær framtid. Dette til tross, tallene for produksjonen i industri og bygg og anlegg viser flat utvikling gjennom 3. kvartal i år. Dessuten falt detaljhandelen gjennom kvartalet, hovedsaklig som følge av et uventet sterkt fall i september. Isolert sett vil et slikt månedsforløp gjennom 3. kvartal derfor gi et negativt bidrag til veksten i 4. kvartal. Effekten vil imidlertid denne gangen være svak sammenliknet med tidligere kvartaler og derfor neppe kunne bidra til å motvirke effekten av midlertidige nivåkorreksjoner i vesentlig grad. Et forhold som imidlertid vil kunne bidra til å redusere veksten fremover er fortsatt svak konsumvekst. Den svake konsumveksten i 3. kvartal kom til tross for at konsumet var understøttet av både offentlige subsidier og statlige arbeidsmarkedstiltak. Det er tydelig at den høye arbeidsledigheten nå har begynt å legge en demper på folks vilje til å bruke penger.

Ser vi litt lenger frem i tid er utsiktene svært usikre. Statsgjelden i mange land vokser nå så raskt at dagens finanspolitikk ikke er bærekraftig, og en videreføring av dagens ekstraordinære likviditetspolitikk risikerer å blåse liv i nye bobler. Dessuten vil effekten av den pågående lager- og eksportkorreksjonen neppe vare ved særlig lenge. Når effekten fra disse midlertidige forhold er uttømt, vil en rekke forhold bidra til å trekke veksten ned. En av disse er at dagens situasjon med mye ledig kapasitet neppe vil friste næringslivet til å øke sine investeringer. ESBs utlånsundersøkelse for oktober viste at fallet i utlånsveksten nå er tiltagende og at mesteparten av dette kunne tilskrives et uventet sterkt fall i bankenes næringslivsutlån. Dette kan tyde på at selv bedrifter med økonomisk evne og vilje til å investere for tiden sliter med å få finansiering. I så fall kan situasjonen bli langt verre dersom europeiske banker blir tvunget til å ta nye store tap. En indikasjon på hva som her kan være på trappene er IMF's anslag på bankenes realiserende tap som andel av de forventede for europeiske banker totalt. Denne ligger på 40 prosent,

noe som er lavt sammenliknet med tilsvarende andel for USA som ligger på 60 prosent. At utlånene faller kan selvfølgelig også skyldes redusert kredittetterspørsel. Imidlertid vil nye uventede tap uansett ha negative konsekvenser for investeringene, ikke minst via økte risikopremier og høyere pris på kreditt. Dette er en effekt som i så fall vil komme i tillegg til den permanente prisøkningen en ser for seg som følge av finanskrisen generelt. Et annet veksthemmende forhold er den høye og stigende arbeidsledigheten. Kombinert med et fortsatt behov for finansiell konsolidering blant husholdningene, hovedsaklig som følge av tidligere eksesser og formuesfallet som ledet til sterkt svekkede balanser, vil dette redusere konsumveksten framover.

Sett i lys av hva som er sagt ovenfor er det mange grunner til å være avventende med hensyn til til det fremtidige konjunkturforløpet i Europa. Det en kan håpe på er at myndighetene vil vente med utfasingen av ekspansive makropolitisk tiltak til man ser sikre tegn på at den private delen av etterspørselen har tilstrekkelig moment og styrke til å drive veksten på egen hånd.

Uansett hvordan utviklingsforløpet blir framover, er det grunn til å regne med at finanskrisen vil få følger for den fremtidige realøkonomiske utviklingen. Av de mer permanente kan nevnes at den samlede produksjonen i Europa vil ligge på et vedvarende lavere nivå enn det man så for seg i forkant av finanskrisen. Dette underbygges blant annet av to separate studier utarbeidet av henholdsvis IMF og OECD. På bakgrunn av en analyse av 88 observerte bankkriser i perioden 1970 – 2002, konkluderer IMF med at syv år etter kriseutbruddet, lå BNP for de land som ble berørt av krisen, i gjennomsnitt 10 prosent lavere enn dersom BNP hadde fulgt et vanlig trendforløp. I OECD-studien blir den umiddelbare effekten av dagens finanskrisen estimert til å tilsvare en reduksjon i nivået for potensiell produksjon på 3,5 prosent. Imidlertid tas det her ikke hensyn til at veksten fortsatt ligger godt under trend og at lavkonjunktoren nok vil vare ved enda en god stund. Sterkt svekkede offentlige finanser og økt innslag av langsiktig ledighet vil i tillegg kunne ha uønskede fordelingseffekter. Ifølge EU-kommisjonens fremskrivninger vil ledigheten ligge på rundt 11 prosent av arbeidstyrken ved utgangen av 2011. Med et offentlig budsjettunderskudd som estimeres til å utgjøre hele 6,9 prosent av BNP i 2010 er det trolig lite som kan gjøres for å hindre Reinhardt og Rogoffs dystre prognoser for kriserammede økonomier om en doubling av realgjeldsnivået¹.

Ifølge foreløpige tall for eurosonen var inflasjonen målt ved 12 måneders konsumprisvekst 0,6 prosent i november. Med dette må en sammenhengende periode med negativ tolv månedersvekst antas å være over for denne gang. Ser man på prisnivået er det imidlertid klart at prisene har steget siden årsskiftet. Årsaken til

den relativt kraftige oppgangen i tolv månedersveksten i november skyldes til dels den sterke nedgangen vi observerte i samme periode i fjor som følge av fallende priser på råolje og jordbruksprodukter. Høyere energipriser og bedre konjunkturutvikling bidrar også til å trekke inflasjonen opp. Et svakt konjunkturforløp, lave importpriser, økt konkurranse og den modererende effekten en etter hvert klart høyere ledighet vil ha på både lønnsvekst og fortjenestemarginer bidrar til at inflasjonen forventes å holde seg lav fremover. På den annen side vil høyere råvarepriser, spesielt på olje, kombinert med ekspansiv penge- og finanspolitikk og et mer velfungerende kredittmarked, bidra til at inflasjonen tar seg gradvis opp til 2 prosent mot 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 tegn til 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 0,35 prosent, godt under midtpunktet på 1 prosent i ESBs styringsintervall. Ettersom pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet for tiden ligger på rundt 0,7 prosent, innebærer dette et påslag på om lag 0,35 prosentpoeng. I våre prognoser har vi lagt til grunn at tremåneders pengemarkedsrenter vil utvikle seg noe svakere enn det som er priset inn i markedet for framtidige renteavtaler. Dette markedet indikerer en tremåneders pengemarkedsrente på ca. 1,7 prosent i september neste år. Dersom ESBs pengetilførsel normaliseres innen den tid, slik at den effektive styringsrenten havner i midten av intervallet, samt at påslaget mellom styringsrenta og tremåneders pengemarkedsrente opprettholdes noenlunde på dagens nivå, indikerer dette en økning i styringsrenta på 0,25 prosentpoeng innen september neste år. Våre prognoser baserer seg på en markedsrente som vil ligge på ca. 1,40 ved utgangen av 2010. Til forskjell fra markedet ser vi derfor ikke for oss en renteheving fra ESB før ved inngangen til 2011. Fra og med 2011 og ut prognoseperioden ser vi imidlertid for oss en relativt langvarig periode med renteøkninger fra ESBs side, men ikke mer enn at pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet ligger på ca. 3,7 prosent ved prognoseperiodens slutt i 2012.

¹ This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton, 2009.

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 november rundt 75 dollar fatet. Som gjennomsnitt over fjoråret var prisen vel 95 dollar per fat, mot noe over 70 dollar i 2007. Gjennom de elleve første månedene i 2009 har prisen vært om lag 60 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-området. Krisen spredte seg også til andre land og førte til en relativt stor nedjustering av etterspørselen også utenfor OECD, som i Kina og India. En viktig årsak til at oljeprisen igjen har steget siden årsskiftet er at OPEC har redusert oljeproduksjonen. Etter hvert har også den økonomiske veksten tatt seg opp de fleste steder. I tillegg forventer flere analytikere at oljeetterspørselen i tiden fremover vil øke mer enn tidligere antatt.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale råoljeetterspørselen vil falle med 1,5 millioner fat per dag fra 2008 til 2009. En liten økning i etterspørselen utenfor OECD motvirkes av en større reduksjon i etterspørselen i USA, Europa og Japan. IEA forventer videre at etterspørselen vil øke med 1,3 millioner fat daglig fra 2009 til 2010. Økningen er forventet å komme 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.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,9 millioner fat daglig fra 2009 til 2010. Økningen utenfor OECD er spesielt forventet 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 produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) 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 marginalt i 4. kvartal i år og 1. kvartal neste år, en periode der lagrene av råolje vanligvis reduseres.

Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet, men flere analytikere mener den er på mellom 5 og 7 millioner fat per dag. Dette har ført til redusert bekymring for mulige produksjonsbortfall og store prisøkninger på kort sikt.

Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter over gjennomsnittet for de siste fem årene de fleste steder i OECD. Relativt store råoljelagre kan bety at det vil være tilstrekkelig med olje i markedet til å tilfredsstille etterspørselen etter fyringsolje i OECD i vintermånedene uten at dette fører til store prisøkninger.

Vi legger til grunn at oljeprisen øker gradvis til 100 dollar per fat ved utgangen av 2012. En slik utvikling er betinget av at OPEC fortsetter å begrense sin råoljeproduksjon og at den økonomiske veksten tar seg opp internasjonalt.