

# 1. Internasjonal økonomi

Den økonomiske veksten har avtatt den siste tiden både i Europa og USA. Statistikk for industriproduksjon og internasjonal handel viser også en klar avmatning i veksten og til dels fall siden i sommer. Etter den dramatiske nedturen i OECD-området i 2008 og 2009 ga store finanspolitiske krisepakker, renter nær null og aktiv likviditetspolitikk kraftige stimulanser til verdensøkonomien, og siden høsten 2009 har de fleste økonomier igjen vokst. Etter noen kvartaler med markert gjeninnhenting har imidlertid veksten avtatt, og arbeidsledigheten er fortsatt på svært høye nivåer. Konvensjonelle økonomiske virkemidler er i stor grad uttømt. Finanspolitikken strammes inn, mange steder tvunget igjennom av statsgjeldskrisen, mens renta allerede er nær null. I euroområdet har sentralbanken i tillegg valgt å fase ut den ekstraordinære likviditetspolitikken som har holdt korte renter svært lave. Tremåneders penge-markedsrente har således steget med 0,6 prosentpoeng siden i sommer, og er nå i overkant av 1 prosent. Når andre sentralbanker samtidig går motsatt vei – i USA, Storbritannia og Japan har de satt i gang seddelpressen – borger det for en styrking av euroen og en ytterligere svekkelse av europeisk næringsliv. Vi venter derfor at veksten i euroområdet blir meget moderat det nærmeste året. Deretter har vi lagt til grunn at veksten vil ta seg gradvis opp, slik at konjunkturoppgangen først kommer i 2013. I USA antar vi at høy gjeld og svakt arbeidsmarked demper husholdningenes etterspørsel framover, og også her må en forvente en betydelig innstramning i finanspolitikken i løpet av de nærmeste par årene. Vi ser derfor for oss en moderat vekst også i amerikansk økonomi, men markert høyere enn i euroområdet, slik at konjunkturoppgangen der kommer sommeren 2012.

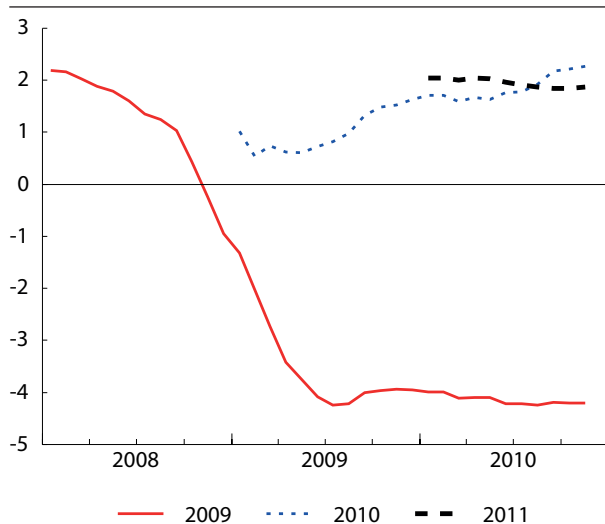
De store og raskt voksende BRIC-landene, Brasil, Russland, India og Kina, har med unntak for Russland klart

seg relativt godt gjennom finanskrisen. Vi forventer at denne utviklingen vil fortsette også i prognoseperioden. I Kina har veksten avtatt noe, men her venter vi at det kun kommer en moderat avmatning, blant annet som følge av strammere kredittpolitikk og rentehevinger. Det rapporteres dessuten om økt fokus på en balansert utvikling i kinesisk økonomi fra myndighetenes side framover, noe som også kan bidra til at veksten blir lavere framover. Kina fortsetter å være en viktig vekstmotor for verdensøkonomien i vår prognosebane. Dersom veksten i Kina blir betydelig lavere enn vi anslår kan det få negative konsekvenser også i vår del av verden. Det vil også kunne føre til at råvareprisene blir lavere enn vi har lagt til grunn i våre analyser. Norsk økonomi har i økende grad eksportert tradisjonelle varer til høyvekst-land som BRIC-landene, særlig til Kina. For en gitt etterspørselsvekst hos Norges handelspartnere blir dermed markedsveksten – og dermed impulsene mot norsk økonomi – større.

Risikomomentene for utviklingen framover er etter vår vurdering hovedsakelig på nedsiden. Vi belyser dette i en egen temaboks, gjennom en skiftberegning der vi ved hjelp av den makroøkonomiske modellen KVARTS analyserer konsekvensene for norsk økonomi av en klar svikt i etterspørselen internasjonalt.

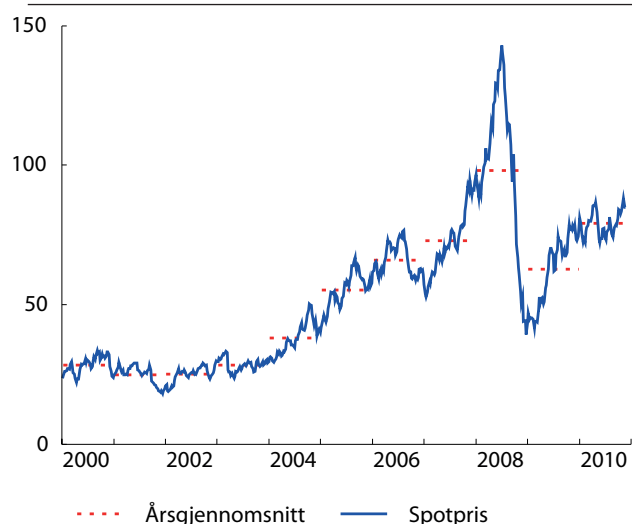
Den europeiske statsgjeldskrisen krevde sitt andre offer i slutten av november, da det ble klart at Irland, som Hellas i mai, ble nødt til å motta økonomisk krisehjelp fra EU og IMF. Prisen på forsikring mot mislighold av irsk statsgjeld hadde da nærmet seg greske høyder, og situasjonen for gjeldstyngede irske banker eskalerte da folk begynte å tømme kontoene sine. Før krisen hadde irske banker en eksepsjonell utlånsvekst, i stor grad rettet mot boligmarkedet som nå har kollapset. Irske

Figur 1.1. BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2009-2011 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

Figur 1.2. Spotprisen på råolje, Brent Blend. Dollar per fat



Kilde: Reuters EcoWin.

myndigheter har lenge prøvd å klare seg uten hjelp, fordi motkravet blant annet vil være at de må øke skattetrykket. Økte irske skatter vil utjevne konkurransevilkårene i EU og øke skatteinngangen slik at den offentlige budsjettbalansen kan styrkes. Også i Portugal har rentene på statsobligasjoner økt kraftig i høst. Håpet er nå at den irske redningspakken skal bidra til å stabilisere finansmarkedene og forhindre videre spredning. Må også Portugal ha krisehjelp kan Spania stå for tur. Hvis et stort land som Spania må reddes kan hele eurosamarbeidet stå på spill.

Også utenfor euroområdet går det mot strammere tider. Storbritannia har vedtatt de kraftigste kuttene siden andre verdenskrig. I USA blåser en konservativ vind i retning av innstramming i finanspolitikken. Faren er derfor betydelig for at innstrammingsene både blir for sterke og at de kommer for tidlig. Gjeninnhenting etter den kraftigste konjunkturedgangen siden andre verdenskrig virker således lite robust.

Også husholdningene i mange land har høy gjeld, samtidig som verdien av fordringene har falt dramatisk mange steder som følge av fall i boligpriser og aksjekurser. Det har skapt et betydelig konsolideringsbehov. Denne prosessen synes å være godt i gang, men erfaringsmessig tar dette lang tid, særlig når boligprisene blir værende på lave nivåer og inntektsveksten er lav. Vedvarende høy arbeidsledighet bidrar også til å svekke husholdningenes økonomi. Det er ikke vanskelig å tenke seg at etterspørselen fra husholdningene i OECD-området kan bli svakere enn hva vi har lagt til grunn for våre prognoser.

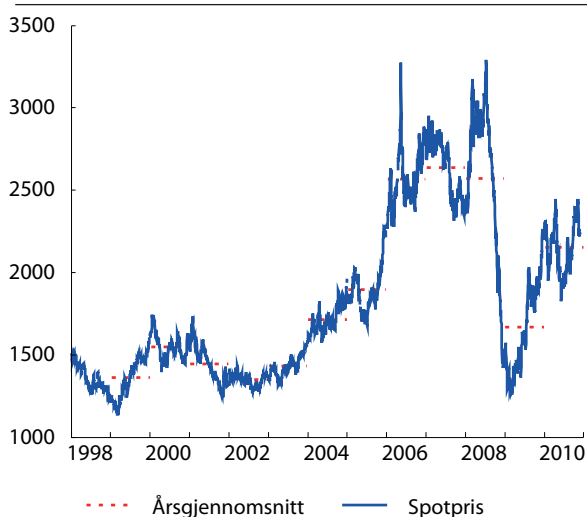
Den svake konjunktursituasjonen, kombinert med behov for konsolidering i offentlig sektor så vel som i husholdningene, gjør at mange land nå ønsker å øke eksporten for å komme seg ut av lavkonjunktoren. Det har økt fokus på fastkursregimene i mange framvoksende økonomier. Særlig Kina har lenge blitt beskyldt

for å holde sin valuta kunstig svak. Japan, Taiwan og Sør-Korea har nylig intervenert i valutamarkedet for å beskytte egen konkurransevne, delvis som en respons på den amerikanske sentralbankens ekspansive likviditetspolitikk. Sentralbanken i USA kjøper statsobligasjoner for å presse ned lange renter. Delvis er hensikten å stimulere til økt investering og konsum, og ikke minst å få fart i boligmarkedet igjen – en nødvendig forutsetning for et varig oppsving i husholdningenes etterspørsel. Trolig ligger det i dette også et håp om at dollaren skal svekke seg og bidra til økt eksport. Lykkes sentralbanken med dette, kan det skape ny vekst i verdensøkonomien som også utviklingslandene har glede av, selv om deres valutaer styrkes i prosessen.

Et mer dystert scenario kan inntreffe om internasjonal uenighet muner ut i proteksjonistiske tiltak på bred front. Ekstraordinært lave renter fører til en jakt på høyere avkastning i andre markeder, og mye av denne overfloden av billige penger finner veien til utviklingsland. Flere har allerede innført – eller vurderer – økt kapitalkontroll for å hindre at valutakursen styrkes. Brasil, som har opplevd en kraftig styrking av sin valuta real, er blant disse, og har blant annet innført avgift på valutatransaksjoner. Dersom denne typen proteksjonisme brer om seg, kan det bidra til redusert handel og lavere økonomisk vekst internasjonalt.

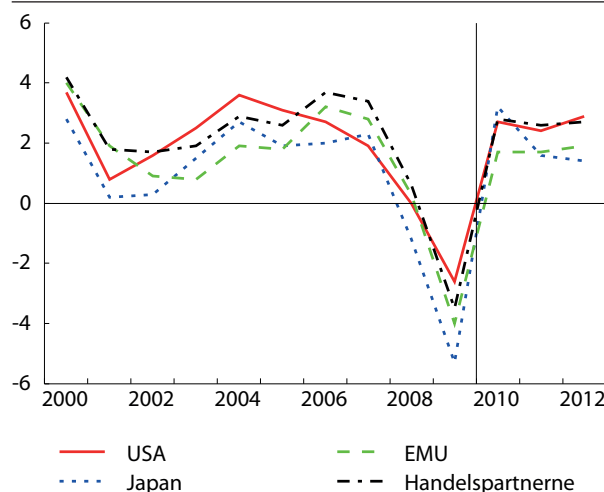
Det framtrer nå et skille mellom OECD med svak prisøkning, og utviklingsland med tiltakende inflasjonspress blant annet på grunn av stigende råvarepriser. Også matvareprisene stiger, særlig på sukker som drives opp av økt etterspørsel etter biodrivstoff, og på korn på grunn av tilbudssvikt som følge av tørke i Russland. I Europa er signalene litt sprikende, der momsøkninger sammen med stigende olje- og matvarepriser bidrar til å trekke opp inflasjonen, mens nominelle lønnskutt og svak utvikling i realøkonomien trekker ned. I Japan har deflasjonen tiltatt. Der ventes konsumprisene å falle med mer en 1 prosent for andre år på rad i år. I euroom-

Figur 1.3. Spotprisen på aluminium. Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: Reuters EcoWin.

Figur 1.4. BNP-vekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



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

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

	BNP-vekst							Prisvekst						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>USA</b>														
NIESR <sup>1</sup>	1,9	0,0	-2,6	2,8	2,8	2,7	..	2,7	3,3	0,2	1,8	2,0	2,2	..
ConsF	1,9	0,0	-2,6	2,7	2,4	..	..	2,9	3,8	-0,3	1,6	1,4	..	..
OECD	1,9	0,0	-2,6	2,7	2,2	3,1	..	2,9	3,8	-0,3	1,9	1,1	..	..
IMF	1,9	0,0	-2,6	2,6	2,3	..	..	2,9	3,8	-0,3	1,6	1,1	1,1	..
SSB	1,9	0,0	-2,6	2,7	1,8	2,4	3,1	..	..	..	..	..	..	..
<b>Euroområdet</b>														
NIESR <sup>1</sup>	2,8	0,3	-4,0	1,8	2,1	1,8	..	2,1	3,3	0,3	1,4	1,5	1,7	..
ConsF	2,8	0,3	-4,0	1,6	1,4	..	..	2,1	3,3	0,3	1,5	1,6	..	..
OECD	2,8	0,3	-4,0	1,7	1,7	2,0	..	2,1	3,3	0,3	1,5	1,3	1,2	..
IMF	2,8	0,3	-4,0	1,7	1,5	..	..	2,1	3,3	0,3	1,6	1,5	..	..
SSB	2,8	0,4	-4,0	1,6	1,0	1,2	1,7	2,1	3,3	0,3	1,6	1,5	1,6	1,8
<b>Handelspartnere<sup>2</sup></b>														
NIESR <sup>1</sup>	3,5	0,7	-3,2	2,9	2,7	2,5	..	2,1	3,5	0,7	1,7	1,8	1,7	..
OECD	3,5	0,7	-3,2	3,0	2,6	2,9	..	2,4	3,5	0,2	1,7	1,5	1,3	..
IMF	3,5	0,7	-3,2	2,9	3,2	..	..	2,4	3,5	0,2	1,8	1,6	..	..
SSB	3,5	0,7	-3,2	3,2	2,2	2,0	2,6	..	..	..	..	..	..	..

<sup>1</sup> Prisanslagene fra NIESR for land utenfor EU gjelder konsumdeflatoren.

<sup>2</sup> Euroområdet, USA, Storbritannia, Sverige, Japan og Kina.

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

Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten.

rådet venter vi at prisstigningen holder seg rundt 1,5 prosent de nærmeste 2 årene, før den tar seg noe opp mot slutten av prognoseperioden. Videre har vi lagt til grunn for våre anslag at oljeprisen stiger gradvis gjennom prognoseperioden, til nær 100 dollar fatet i 2013.

Med utsikter til svært moderat prisstigning og finanspolitisk innstramming i en svak konjunktursituasjon, faller en stor byrde på pengepolitikken. En må derfor forvente lave renter de nærmeste årene, i tillegg til mer ukonvensjonelle virkemidler som kvantitative lettelser i land med store konsolideringsbehov. I euroområdet har korte renter kommet noe opp den siste tiden. Vi venter imidlertid ikke at den europeiske sentralbanken justerer sin offisielle styringsrente før i 2012, og at tremåneders pengemarkedsrente stiger gradvis til 2,4 prosent i 2013. Svært lave renter internasjonalt kan skape en jakt etter høy avkastning som øker faren for nye bobler i bolig- og finansmarkeder, selv om utviklingen i realøkonomien skulle bli svak.

### 1.1. Veksten avtar i amerikansk økonomi

Etter en markert gjeninnhenting gjennom vinterhalvåret 2009-10 har veksten dabbet av i amerikansk økonomi, mens arbeidsledigheten er blitt værende på et svært høyt nivå. Den høye veksten i vinter kan til dels tilskrives midlertidige faktorer som gjenoppbygging av lagre og finanspolitiske stimulanser. Det ventes ikke ytterligere stimulanser fra finanspolitikken, og lagereffekten nærmer seg slutten. Den svært ekspansive pengepolitikken trekker i motsatt retning. Vi venter relativt svak vekst det nærmeste året. Etter et fall på 2,6

prosent i fjor venter vi at veksten blir på 2,7 prosent i år. Den høye veksten i inneværende år skyldes delvis overhenget fra de høye vekstratene i siste kvartal i fjor og 1. kvartal i år. I 2011 venter vi en vekst på 1,8 prosent, økende til 2,4 og 3,1 prosent i prognoseperiodens siste to år. Dette er på linje med anslagene i vår forrige konjunkturrapport.

I 3. kvartal i år vokste den amerikanske økonomien med 2,5 prosent sesongjustert og målt i årlig rate. Det er en økning fra 1,7 prosent kvartalet før, men under halvparten av vekstratene fra sist vinter. Som i de fire foregående kvartalene kan minst halvparten av veksten tilskrives endringer i lagre, som nå bygges opp igjen etter en storstilet lagertømming i 2008 og 2009. Investeringsveksten i næringslivet avtok, og boliginvesteringene falt ytterligere. Eksportveksten fortsatte ned, mens importveksten holdt seg godt oppe. Nettoeksporten trakk dermed BNP-veksten ned med hele 1,8 prosentpoeng. En markert styrking av dollaren gjennom første halvår kan ha bidratt til dette. Siden har imidlertid dollaren svekket seg. Det kan ses i sammenheng med den svært ekspansive pengepolitikken i USA, og dollarsvekkelsen kan bidra til å bedre nettoeksporten framover. Husholdningenes etterspørselsvekst har økt gradvis gjennom året, og var i 3. kvartal på 2,0 prosent. Det spørs imidlertid hvor lenge en slik utvikling kan fortsette om det ikke snart kommer et omslag i bolig- og arbeidsmarkedet.

Omsetningen i detaljhandelen har hatt et oppsving siden i sommer, i tråd med nasjonalregnskapstallene for

husholdningskonsumet, og oppgangen tiltok i oktober. Det kan tyde på at konsumet ikke vil svikte i årets siste kvartal. Det er imidlertid flere faktorer som taler for en svak utvikling i konsumet framover. Høy gjeld og stort formuesfall som følge av det kraftige boligprisfallet ventes å bidra til at husholdningene vil prioritere å betale ned gjeld. Arbeidsmarkedet er fortsatt meget svakt, og arbeidsledigheten har bitt seg fast i underkant av 10 prosent, tross en nedgang i arbeidsstyrken. Mange har nå vært ledige så lenge at de har brukt opp stønadsrettighetene sine og dermed mister et incentiv til å søke arbeid, mens andre etter hvert gir opp å lete etter jobb når arbeidsmarkedet har vært vanskelig lenge. Sysselsettingen falt med 711 000 i offentlig sektor fra juni til september. Dette var i stor grad knyttet til avvikling av folketellingen, som i USA er svært arbeidskraftintensiv. Et lyspunkt er imidlertid at sysselsettingsveksten har tatt seg markert opp i privat sektor siden i sommer.

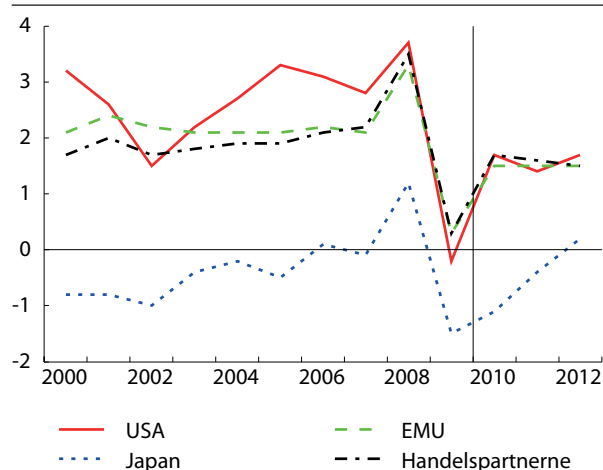
Det er vanskelig å se for seg et varig oppsving i husholdningenes konsum uten at boligmarkedet først snur. Det er ingen tegn til at dette er i ferd med å skje. Boligprisene har knapt nok steget etter fallet på nær 30 prosent gjennom 2007 og 2008. Omsetningen av boliger, både nye og i andrehåndsmarkedet, har noterte nye bunnrekorder i høst.

Industriproduksjonen flatet ut i høst, etter å ha tatt igjen om lag halvparten av nedgangen gjennom 2008 og fram til sommeren 2009. En stor del av oppgangen har gått til eksport og gjenoppbygging av lagre. Utflatingen har skjedd i kjølvannet av en markert dollarstyrking, som er reversert den siste tiden og kan bidra til at konkurranseutsatt industri får det litt enklere framover. En liten økning i ordretilgangen den siste tiden kan være et tegn på dette. Næringslivets investeringer har vokst markert hittil i år. Mye av dette skyldes gjeninnhenting. Investeringsveksten er avtakende. Kapasitetsutnyttelsen er dessuten fortsatt lav, noe som vil bidra til å dempe investeringene framover.

Inflasjonen viser en avtakende tendens. Underliggende inflasjon, målt ved 12-månedersveksten i konsumprisene uten energi og matvarer har falt jevnt og trutt de siste to årene, fra i overkant av 2 prosent før finanskrisen, til 0,6 prosent i oktober i år. Tilsvarende KPI-vekst var på 1,2 prosent. Svak lønnsutvikling vil bidra til lav inflasjon framover. Den ekstraordinære pengepolitikken trekker i motsatt retning, men det er knyttet stor usikkerhet til hvor sterk effekt den vil få på inflasjonen.

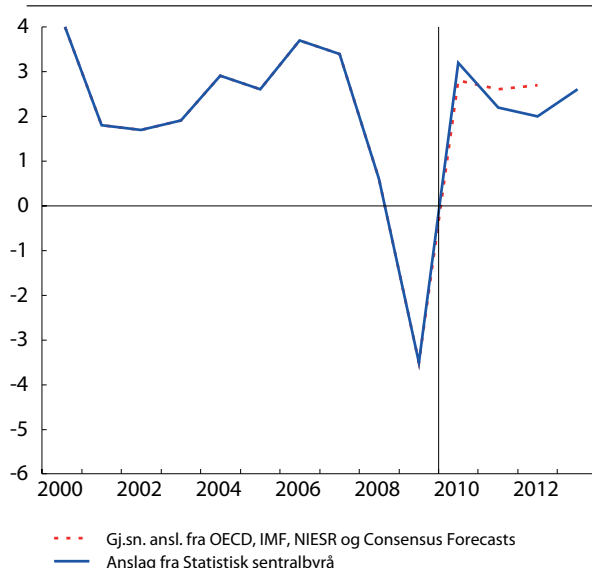
Den amerikanske sentralbanken (Fed) har vedtatt å gjennomføre en ny runde med såkalte kvantitative lettelser (QE = Quantitative Easing). Det innebærer at Fed kjøper private obligasjoner eller statsobligasjoner uten å sterilisere, det vil si at de ikke kompensere kjøpene med salg av andre eiendeler. Slik ønsker de å presse ned rentene på lån med lang løpetid. Når kjøpene ikke steriliseres, øker pengemengden. Det kan bidra ytterligere til å øke inflasjonen og svekke dollaren. Høyere inflasjon betyr lavere realrente, som vil stimulere

Figur 1.5. Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere

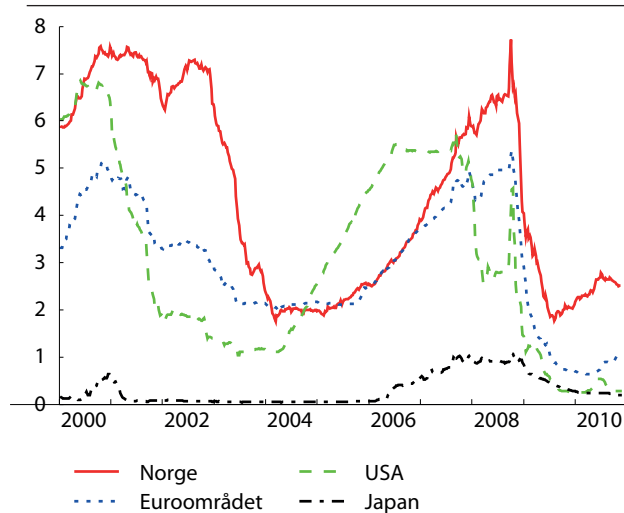


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

Figur 1.6 BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

innenlandske investeringer og husholdningenes etterspørsel og, ikke minst, boligmarkedet. En svakere dollar vil dessuten styrke næringslivets konkurransevne.

Da finanskrisen brøt ut høsten 2008 fikk bankene lån i sentralbanken i en situasjon der de kviet seg for å låne av hverandre, for å unngå at solide banker skulle gå under på grunn av kortsiktige finansieringsproblemer. Fed kjøpte statspapirer med kort løpetid for å få korte renter ned og øke likviditeten i pengemarkedet. Etter at BNP-veksten har dabbet av de siste kvartalene samtidig som arbeidsledigheten har holdt seg på svært høye nivåer kom først QE1 i sommer, der Fed kjøpte private obligasjoner, blant annet med sikte på å bedre finansinstitusjonenes balanser. Slik fikk blant annet bankene en anledning til å kvitte seg med dårlige lån knyttet til boligmarkedet. I november vedtok de QE2, der Fed kjøper statsobligasjoner for å presse ned renter med lang løpetid. Den faktiske virkningen av slike tiltak er imidlertid høyst usikker. For eksempel er både tilbud av og etterspørsel etter lån lite. I en slik situasjon er det ikke sikkert det hjelper så mye om Fed tilfører mer penger og renta faller. Som nevnt er det dessuten mange land som forsøker å motvirke en svekkelse av dollaren gjennom ulike former for kapitalkontroll og valutaintervensjoner.

## 1.2. Europa går usikre tider i møte

Styrken på den økonomiske gjeninnhenting i Europa har i det siste avtatt som følge av svakere internasjonale konjunkturer samt en gradvis utfasing av midlertidige vekst drivere som lageroppbygging og ekspansiv finanspolitikk. Sett i lys av en nært forestående intensivering av den finanspolitiske tilstrammingen i Europa samt fornyet uro i finansmarkedene, tyder mye på at veksten kommer til å forbli svak i tiden som kommer. I tillegg har ESB signalisert utfasing av den ekstraordinære tilførselen av likviditet til pengemarkedet, og de korte markedsrentene har økt i senere tid, men er fortsatt lave. Som sist ser vi derfor for oss at veksten i euroområdet i 2010 vil ligge på om lag 1,5 prosent, for så å avta til 1 prosent neste år. Veksten forutsettes deretter å ta seg noe opp som følge av bedrede internasjonale konjunkturer.

Foreløpige tall fra Eurostat viser at euroområdet vokste med relativt svake 0,4 prosent fra i 3. kvartal i år, ned fra 1 prosent kvartalet før. Som vanlig skjuler veksten for euroområdet samlet store forskjeller landene imellom. For mens den tyske økonomien – etter en eksepsjonelt sterk vekst i 2. kvartal på 2,3 prosent – fortsatte å vokse med gode 0,7 prosent i 3. kvartal, falt veksten i land som Frankrike, Italia og Spania til nivåer i området 0-0,4 prosent. Ser vi på to av landene i Europa med de svakeste statsfinansene, fortsatte gresk BNP å falle, med hele 1,1 prosent i 3. kvartal, mens Portugals økonomi vokste med 0,4 prosent. For de fleste landene i Øst-Europa ser situasjonen stadig ut til å være i bedring, med vekstrater opp i mot én prosent for Tsjekkia, Ungarn og Slovakia. Et unntak er Romania der BNP falt med hele 0,7 prosent i 3. kvartal som følge av svak

konsumutvikling i kjølvannet av IMF-pålagte offentlige sparetiltak, som 25 prosents kutt i offentlige lønninger og en momsøkning på hele 5 prosentpoeng.

Ser vi nærmere på de tyske tallene, kan veksten føres tilbake til en bredt basert vekst i etterspørselen. Bidragene fra både offentlig og privat konsum, investeringer og utenrikshandelen var omtrent av samme størrelsesorden. Etter to påfølgende kvartaler med sterke vekstbidrag fra lagerendringer, er det for øvrig verdt å merke seg at veksten denne gang kom til tross for et negativt lagerbidrag på 0,3 prosent. Dette tyder på at den private delen av tysk økonomi vil kunne være sterk nok til å drive veksten på egen hånd når lagereffekten uttømmes og de finanspolitiske stimulansene fases ut i tiden som kommer. Det negative lagerbidraget kan for øvrig være et tegn på at lagerkorreksjonen i forbindelse med den økonomiske gjeninnhenting nå er i ferd med å ebbe ut. Det er ellers verdt å merke seg at offentlig konsum vokste med hele 1,1 prosent i 3. kvartal mot et overraskende fall kvartalet før.

I Frankrike derimot fortsetter lagerkorreksjonen å gi positive vekstbidrag, skjønt bidraget i 3. kvartal ble halvert i forhold til kvartalet før. Bidraget fra nettoeksporten var derimot negativt, hovedsakelig som følge av høy importvekst da eksporten vokste med 2,5 prosent. Når BNP-veksten likevel ble såpass sterk som 0,4 prosent, skyldtes det først og fremst robust vekst i konsum og investeringer. Det innenlandske etterspørselsbidraget i 3. kvartal var på hele 0,8 prosentpoeng når en ser bort fra lagerendringer.

Ser vi på landene utenfor euroområdet, var utviklingen i 3. kvartal spesielt sterk i Sverige, der det ble rapportert om en vekst på hele 2,1 prosent. Dette er et svært høyt tall sett på bakgrunn av at svensk økonomi vokste med hele 1,7 og 2 prosent i de to forgående kvartalene. Hovedårsaken til den sterke veksten i 3. kvartal var å finne i en kombinasjon av sterk vekst i investeringer og privat konsum, med vekstbidrag på henholdsvis 0,6 og 0,7 prosentpoeng. Dessuten ble det igjen rapportert om et kraftig positivt bidrag fra lagerkorreksjon på nær 0,6 prosentpoeng, mens nettoeksportens bidrag kun var på litt i overkant av 0,2 prosentpoeng. Det kraftige lagerbidraget tyder fortsatt på at vi kan komme til å få en relativt klar avmatning i den svenske veksten i 4. kvartal.

Veksten i Storbritannia var på 0,8 prosent i 3. kvartal. Dette var noe lavere enn i det foregående kvartalet da veksten var så sterk som 1,2 prosent. Korrigerer vi imidlertid for at veksten i 2. kvartal var sterkt preget av dårlig vær ved starten av året, kan den underliggende veksten i de to siste kvartalene sies å være ganske lik. Den største bidragsyteren til veksten i 3. kvartal kom fra produksjon av tjenester samt bygg og anleggsvirksomhet, men også industriproduksjonen ble rapportert å gi positive bidrag. Etterspørselssiden gir imidlertid denne gang et mer positivt bilde enn sist. For selv om lagerkorreksjonen fortsatt gir positive vekstbidrag, suppleres dette i 3. kvartal med et kraftig økning i ekspor-

### Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra om lag 45 dollar per fat i begynnelsen av januar i fjor til noe under 80 dollar i begynnelsen av 2010. Deretter har oljeprisen gjennomgående variert mellom 70 og 90 dollar fatet, og lå i slutten av november på rundt 84 dollar. Som gjennomsnitt over fjoråret var prisen vel 63 dollar per fat, mens den har vært i overkant av 78 dollar i gjennomsnitt over de første elleve månedene i 2010.

En årsak til at oljeprisen steg gjennom 2009 var at OPEC reduserte oljeproduksjonen ved tre anledninger gjennom 2008. I tillegg tok også den økonomiske veksten seg etter hvert opp de fleste steder etter den internasjonale finanskrisen i 2008. På tross av store oljelagre i de fleste regioner i OECD har oljeprisen holdt seg høy gjennom 2010. Dette kan skyldes forventninger om økt framtidig etterspørsel utenfor OECD.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 2,1 millioner fat daglig fra 2009 til 2010 og med ytterligere 1,3 millioner fat i 2011. Økningen neste år er forventet å komme i Kina, India og andre asiatiske land, Midt-Østen og Brasil. IEA forventer at etterspørselen i OECD vil falle marginalt neste år etter at den nådde sin topp i 2005.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,9 millioner fat daglig fra 2009 til 2010 og med ytterligere 0,5 millioner fat i 2011. Økningen utenfor OECD neste år er spesielt forventet å komme i Brasil, i Colombia og i den kaspiske regionen. Reduksjoner i Norge, Storbritannia, Mexico og Nord-Amerika ventes å medføre at produksjonen i OECD-området sett under ett også reduseres i 2011, i likhet med åtte av de ni foregående årene.

Det er forventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC gjennom 2010 og 2011, og denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvote-

system. OPEC vedtok å redusere råoljeproduksjonen med til sammen 4,2 millioner fat daglig i 2008. Mens OPEC i fjor maktet å redusere produksjonen med 80 prosent av de varslede kuttene, har reduksjonen nå falt til rundt 55 prosent. Dette innebærer at dersom kartellet holder produksjonen av råolje på dagens nivå, vil de globale lagrene øke noe gjennom 4. kvartal i år og 1. kvartal neste år, en periode der lagrene av råolje vanligvis reduseres. Det er vanskelig å si noe om hvordan denne økningen fordeler seg i og utenfor OECD, men det kan være tilstrekkelig til å fylle lagrene av fyringsolje i OECD til vintersesongen uten at det legges et press oppover på oljeprisen. I 3. kvartal neste år vil de globale lagrene begynne å bygges noe ned. Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter over gjennomsnittet for de siste fem årene de fleste steder i OECD. Det hersker likevel usikkerhet om i hvilken grad lagersituasjonen i OECD vil påvirke oljeprisen. På tross av at oljelagrene har steget noe gjennom det siste året, har oljeprisen holdt seg relativt høy. Det er vanskelig å finne gode tall for lagrene av råolje i land utenfor OECD. Siden all økning i etterspørselen de siste årene har kommet utenfor OECD, ville pålitelige lagertall derfra gitt viktig informasjon om den framtidige markeds-situasjonen.

IEA anslår at etterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med 0,7 millioner fat daglig gjennom 2011. OPECs ledige produksjonskapasitet vurderes å være på minst 6 millioner fat per dag. I tillegg er det forventet en viss økning i kapasiteten over prognoseperioden. Dette har ført til redusert bekymring for mulige produksjonsbortfall og store prisøkninger.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil holde seg relativt høy i tiden framover og at den vil øke noe gjennom 2011 og nærme seg 100 dollar per fat ved utgangen av 2013. En slik utvikling er betinget av at den økonomiske veksten etter hvert tar seg opp internasjonalt og at OPEC begrenser sin råoljeproduksjon.

#### Tilbud og etterspørsel av råolje. Millioner fat per dag inkl. NGL

	2008	2009	Prognose			Prognose						
			2010	2011	10:1	10:2	10:3	10:4	11:1	11:2	11:3	11:4
<b>Etterspørsel</b>	<b>85,9</b>	<b>84,8</b>	<b>86,9</b>	<b>88,2</b>	<b>86,2</b>	<b>86,8</b>	<b>87,6</b>	<b>87,2</b>	<b>87,6</b>	<b>87,9</b>	<b>88,7</b>	<b>88,5</b>
OECD	47,6	45,4	45,8	45,5	45,9	45,2	46,0	45,9	45,8	44,8	45,5	45,7
Europa	15,4	14,5	14,3	14,2	14,2	14,1	14,6	14,4	14,1	14,0	14,4	14,3
Nord-Amerika	24,2	23,3	23,8	23,7	23,6	23,8	24,0	23,7	23,6	23,6	23,9	23,7
Stillehavsområdet	8,0	7,7	7,7	7,5	8,2	7,3	7,4	7,8	8,1	7,2	7,2	7,7
FSU (tidligere Sovjetunionen)	4,2	4,0	4,2	4,3	4,2	4,1	4,3	4,2	4,3	4,2	4,5	4,3
Resten av verden	35,2	35,3	37,0	38,4	36,1	37,5	37,3	37,1	37,5	38,9	38,7	38,5
<b>Tilbud</b>	<b>86,5</b>	<b>85,1</b>	<b>86,9</b>	<b>88,1</b>	<b>86,4</b>	<b>86,7</b>	<b>87,1</b>	<b>87,4</b>	<b>87,9</b>	<b>87,9</b>	<b>88,2</b>	<b>88,5</b>
OPEC	35,6	33,4	34,3	35,0	34,1	34,0	34,5	34,6	34,9	35,0	35,0	35,1
OECD	18,7	18,8	18,8	18,5	19,1	18,8	18,5	18,6	18,8	18,3	18,2	18,5
FSU (tidligere Sovjetunionen)	12,8	13,3	13,6	13,8	13,5	13,5	13,6	13,8	13,8	13,8	13,6	13,9
Resten av verden	19,4	19,6	20,2	20,8	19,7	20,4	20,5	20,4	20,4	20,8	21,4	21,0
<b>Lagerendring (og diverse)</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>
Etterspørsel rettet mot OPEC	35,1	33,2	34,4	35,1	33,9	34,0	35,0	34,4	34,6	35,0	35,5	35,1

Kilde: Oil Market Report OKTOBER 2010.

Indonesia er i Resten av verden i alle år. Ecuador og Angola er i OPEC i alle år.

ten. Dessuten steg både investeringer, offentlig konsum og husholdningenes forbruk.

Ser vi på løpende månedstall og stemningsindikatorer, er signalene med hensyn til utviklingen i euroområdet for tiden tvetydige. I eurosoneen samlet sett falt både industriproduksjonen og detaljhandelen i oktober, og selv om stemningsindikatoren til det tyske senteret for økonomisk forskning (ZEW) steg relativt kraftig i november, kom denne oppgangen etter et så å si uavbrutt fall siden slutten av fjoråret. EU-kommisjonens indikatorer for stemningen i industrien og blant konsumenter har på den annen side steget kontinuerlig siden midten av fjoråret og i Tyskland ble det nylig rapportert om at stemningen i næringslivet har steget til sitt høyeste nivå på over 20 år, godt understøttet av siste tids eurosvekkelser og utsikter til høy konsumvekst som følge av relativt lav og fallende ledighet. Imidlertid, selv om ledigheten i Tyskland nå er lavere enn før finanskrisen, viste tallene for euroområdet i september at ledigheten for euroområdet samlet sett fortsatte å stige til i overkant av 10 prosent i september. Den økte ledigheten bidrar til å dempe forventningene til konsumutviklingen i Europa. Igangsatte og varslede finanspolitiske tilstramminger som preger store deler av Europa, med alt fra drastiske lønnskutt i offentlig sektor og skatteøkninger til reduserte overføringer og kutt i velferdsordningene, peker også mot en svak konsumutvikling. For euroområdet samlet sett er siste tids utvikling i boligmarkedet imidlertid ut til å kunne understøtte en positiv konsumutvikling, men i land som Storbritannia, Spania og Irland ser det dårligere ut. Sett i lys av en slik utvikling er derfor det store spørsmålet i Europa fortsatt om Tyskland vil kunne erstatte et potensielt bortfall av ekstern etterspørsel med innenlandsk etterspørsel i tiden som kommer. En fortsatt økning i det private konsumet i 3. kvartal – blant annet som følge av sterkt fallende ledighet – og siste tre ukers svekkelse av euroen, kan bidra positivt om den varer ved. Imidlertid vil en fortsatt kunne stille spørsmål ved om dette vil være nok til å demme opp for de negative effektene av den statsfinansielle konsolideringen som nå står på trappene i Tyskland og ellers i Europa.

Gjeldskrisen i Irland har i det siste økt mulighetene for at den statsfinansielle krisen skal bre ytterligere om seg i Europa. Dette kan i verste fall lede til ny kollaps i interbankmarkedet med høye rentepåslag og kredittørke som følge. Selv om det europeiske stabiliseringsfondet nok vil bidra til å dempe en slik utvikling på kort sikt, utgjør dette en betydelig nedsiderisiko for våre prognoser. Spesielt gjelder dette dersom gjeldskrisen sprer seg til den fjerde største økonomien i euroområdet, Spania. Det vil kunne true hele eurosamarbeidet via eurolandenes tett sammenvevde kapitalstruktur og muligheten for ytterligere smitte. At markedet ikke utelukker en slik mulighet vitner den generelle utviklingen i statsobligasjonsmarkedet om, der også risikopremien for italienske, franske og ikke minst spanske statsobligasjoner har økt i etterkant av den irsk-portugisiske renteoppgangen. Vi antar imidlertid at man i euroområdet vil få på plass

en permanent og traktatbasert finansiell redningsmekanisme når stabiliseringsfondet går ut på dato i 2013. Hvis ikke vil dagens relativt stabile situasjon kun representere en utsettelse av de problemene som vil følge når land som Hellas og Irland på ny skal finansiere seg i markedet. Imidlertid er det langt fra likegyldig hvordan en slik framtidig mekanisme utformes, noe som ikke minst ble klart da Angela Merkel nylig tok til orde for at investorer vil bli nødt til å ta tap ved framtidige statsgjeldskriser i euroområdet. Uttalelsen ledet til uroligheter i markedene for nasjonal gjeldsforsikring, og i statsobligasjonsmarkedet skjøt rentene på irske og portugisiske statspapirer i været. Uttalelsen til Merkel ble – antakelig som en direkte følge av markedsreaksjonen – senere moderert til kun å gjelde framtidig statsgjeld og ikke den statsgjelda som allerede er inngått. Hendelsen illustrerer hvor vanskelig det vil være å innføre en krisehåndteringsmekanisme for euroområdet der investorene blir tvunget til å dekke en del av tapet ved framtidig statsgjeldsmislighold. Problemet er at straks markedsaktørene skjønner at de vil måtte regne med å ta tap, vil dette kunne føre til reallokering av kapital fra land og banker med finansielle problemer til land og banker som oppfattes som trygge havner. Land og banker som i utgangspunktet er solvente vil på denne måten fort kunne bli insolvente, slik at andre banker og land vil måtte bokføre store tap. Det vil i sin tur kunne sette fortgang i spekulasjoner om at også disse kan få betalingsproblemer, med store rentebevegelser og ytterligere kapitalflukt som følge. I sin ytterste konsekvens vil et slikt forløp raskt kunne føre til en lammelse av det internasjonale interbankmarkedet og kapitaltørke, med store konsekvenser for euroområdet. Markedsaktørene burde selvfølgelig vite at myndighetene ikke ønsker et slikt utfall, noe som gjør trusselen om tapsdeling lite troverdig. Dette er imidlertid en spillsituasjon der investorene trenger assistanse for at utfallet skal bli optimalt, og så lenge myndighetene ikke har vært villige til eller i stand til å yte en slik hjelp i form av å gi uforbeholden støtte til europrosjektet og garantere for alle medlemslandenes gjeld, tør investorene ikke helt å ta sjansen på å bli sittende igjen med svarteper.

Men det er ikke kun problemer relatert til finansmarkedsuro som skaper nedsiderisiko til våre prognoser. I Europa har det i det siste nærmest gått mote i å foreta dramatiske kutt i de offentlige utgiftene. Hellas, og nå også Irland, har blitt tvunget til å foreta sterke finanspolitiske innstramminger i tråd med vilkårene for EU/IMF-administrerte redningspakker. Spania og Portugal har også vært nødt til å foreta dype kutt i både offentlige utgifter og overføringer samt å heve en rekke skatter og avgifter for å hindre utestenging fra internasjonale lånemarkeder. Det portugisiske statsbudsjettet for 2011 innebærer for eksempel lønnskutt i offentlig sektor på i gjennomsnitt 5 prosent, frysing av pensjonsutbetalingene, økte skatter og reduserte offentlige velferdsytelser. Også Italia har godkjent en finansiell innstrammingspakke basert på utgiftskutt og avgiftøkninger myntet på å redusere underskuddet på statsbudsjettet til under 3 prosent innen 2012. Samtidig planlegger

også land med sterkere statsfinanser finanspolitiske innstramminger i tiden som kommer. Tyskland har for eksempel et uttalt mål om å være tilbake på vekst- og stabilitetspaktens 3 prosentregel for underskudd på statsbudsjettet innen 2013 og i Frankrike meldes det om tiltak for å redusere underskuddet som vil løpe over en treårsperiode. Også utenfor euroområdet går det mot strammere tider. Storbritannia har vedtatt de kraftigste kuttene siden andre verdenskrig, der offentlige utgifter skal reduseres med hele 760 milliarder kroner, som tilsvarer seks prosent av BNP i 2010, innen 2015. Selv om høy gjeld før eller siden naturlig nok må få konsekvenser for utgiftsbruken til de enkelte landene i Europa, medfører en kontraktiv finanspolitikk så tidlig i gjeninnhentingprosessen en klar fare for å kvele gjeninnhenting allerede før den har fått befestet seg. Nedbemanningen i offentlig sektor i Storbritannia ville tilsvart en reduksjon i norsk offentlig sysselsetting på om lag 40 000 personer. Beregner vi effekten av dette i Norge ved hjelp av SSBs makroøkonomiske modell KVARTS, ville BNP Fastlands-Norge vært én prosent lavere i 2013 og samlet sysselsetting ville vært redusert med 50 000 personer.

ESBs månedlige utvalgsundersøkelse for bankutlån viste at innstramming i bedriftsmarkedets kredittbetingelser fortsatte i 3. kvartal, skjønt med langt mindre fart enn i foregående kvartal, der den prosentvise forskjellen i andelen av bankene som rapporterte om en innstramming i forhold til banker som rapporterer om en lettelse, steg fra 3 til 11 prosent. Når det gjelder lån til husholdningene, ble det rapportert om at kredittbetingelsene ikke ble ytterligere skjerpet for lån til bolig og konsum. Utvalgsundersøkelsen rapporterte ellers om at bankene ser for seg at skjerpelsen i bedriftenes kredittbetingelser vil være relativt stabil i tiden som kommer men at vi kan få en lettelse i kredittbetingelsene for både bolig- og forbrukslån.

Ifølge foreløpige tall for euroområdet var inflasjonen målt ved tolv måneders konsumprisvekst 1,9 prosent i oktober i år, opp fra 1,8 prosent måneden før. Oppgangen fra måneden før kommer først og fremst som følge av sterk prisvekst i land som Spania og Italia, noe som tyder på at momsøkningene i Sør-Europa fortsetter å sette sitt preg på inflasjonen. Når det gjelder utviklingen framover er signalene imidlertid litt sprikende, i hvert fall på helt kort sikt, der momsøkninger sammen med høyere olje og matvarepriser og nå også svaker euro vil bidra til å trekke opp inflasjonen, mens lønnskutt og svak realøkonomisk utvikling vil trekke ned. Et par kvartaler fram i tid ser vi imidlertid for oss at et fortsatt svakt konjunkturforløp, økt konkurranse og den modererende effekten en fortsatt høy ledighet kombinert med statsfinansiell konsolidering vil ha på lønnsveksten, vil bidra til at inflasjonen holder seg lav framover. En fortsatt svekkelse av eurokursen vil imidlertid kunne endre på dette bildet selv om vi i vårt hovedscenario ikke ser for oss at en slik trend vil vare ved særlig lenge, gitt at myndighetene i euroområdet klarer å få bukt med statsgjeldsproblematikken.

Inflasjonen i euroområdet er for tiden i tråd med ESBs inflasjonsmål. Sammen med svake internasjonale makrotall, fortsatt uro relatert til statsfinansene til enkelte land i euroområdet samt en pågående konsolidering av offentlige budsjetter, skaper dette rom for at ESB kan opprettholde sin ekspansive pengepolitiske innretning med lav styringsrente og tilførsel av store mengder med likviditet i pengemarkedet. De helt korte rentene i over-natten-markedet ligger for tiden på ca. 0,5-0,6 prosent. Det er fortsatt under midtpunktet på 1 prosent i ESBs styringsintervall, men er høyere enn i juni og er et tegn på at ESB nå har begynt å stramme inn noe på likviditetstilførselen, selv om siste tids utvikling på statsgjeldsfronten kan bety at ESB må revurdere tidspunktet for sin tilbaketrekningsstrategi. Tremåneders pengemarkedsrente har fortsatt å øke noe siden sist, og lå i slutten av november på noe i overkant av 1 prosent.

I våre prognoser har vi lagt til grunn at tre måneders pengemarkedsrente vil holde seg nær dagens nivå det kommende året. Deretter venter vi en gradvis økning til rundt 3 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Våre prognoser innebærer fortsatt en pengemarkedsrente som ligger noe under markedets renteforventninger. Økningen i pengemarkedsrenta ventes i første omgang å komme som følge av en ytterligere normalisering av likviditetspolitikken. Vi ser ikke for oss en heving av ESBs styringsrente før tidligst i 2012. Fra og med begynnelsen av 2012 og ut prognoseperioden ser vi imidlertid for oss en periode med renteøkninger, men ikke mer enn at pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet ligger på om lag 3 prosent ved prognoseperiodens slutt i 2013.