

1. Internasjonal økonomi

Veksten i verdensøkonomien er fortsatt høy. Særlig gjelder det Kina og India, men også i en del andre asiatiske land, Latin-Amerika og Øst-Europa er veksten sterk. Det er imidlertid utsikter til at veksten vil avta framover, kanskje først og fremst i OECD-området. Nedgangen har allerede manifestert seg i amerikansk økonomi, ført an av et markert omslag i boligmarkedet. Framover venter vi en bredere internasjonal nedgang, men legger til grunn at nedturen blir moderat. En kan imidlertid ikke se bort fra mulighetene for et mer omfattende tilbakeslag i verdensøkonomien. I en egen temaboks analyseres derfor virkningene på norsk økonomi av en kraftigere internasjonal konjunkturedgang.

Internasjonale finansmarkeder har vært preget av uro siden i sommer, utløst av nedturen i det amerikanske boligmarkedet, se temaboks i ØA 4/2007 s. 9. De realøkonomiske konsekvensene av uroen er usikre, både med hensyn til styrke og varighet. Den amerikanske sentralbanken har nedjustert sine vekstanslag, og satt ned renta med 0,75 prosentpoeng siden september. Økt usikkerhet og redusert likviditet i internasjonale pengemarkeder har isolert sett bidratt til at markedrentene likevel har holdt seg godt oppe. Pengemarkedet priser inn en ytterligere rentenedgang i USA på vel ett prosentpoeng det nærmeste året. I euroområdet har markedrenta gått opp på grunn av likviditetsskvisen, selv om sentralbanken har holdt styringsrenta uendret. Markedet priser inn en nedgang i pengemarkedsrentene også i euroområdet framover, på om lag 0,5 prosentpoeng fram mot neste høst.

1.1. Mot bredere avmatning i amerikansk økonomi

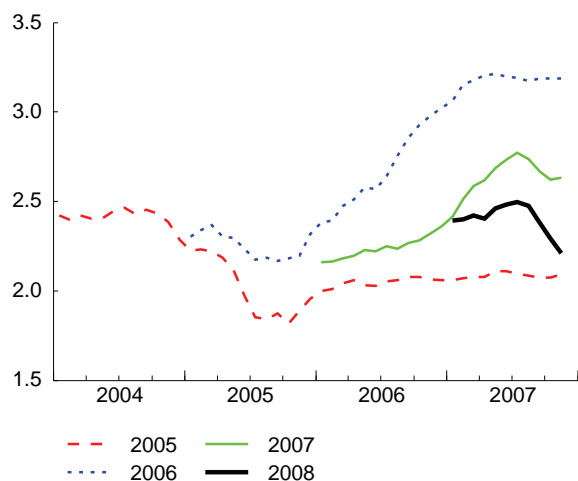
Som følge av avmatningen i boligmarkedet falt BNP-veksten godt under trend våren 2006. Det siste halvåret

har imidlertid veksten tatt seg opp igjen, til tross for at nedturen i boligmarkedet har fortsatt. Høy vekst i offentlige utgifter, i hovedsak knyttet til militæret, og et kraftig oppsving i eksportveksten understøttet av dollarsvekkelsen har bidratt til dette. Også konsumveksten tok seg noe opp i 3. kvartal etter en svak utvikling i kvartalet før. Vi legger imidlertid til grunn at nedturen i boligmarkedet vil spre seg via kredittmarkedene til husholdningenes etterspørsel. Det impliserer at nedgangskonjunkturen i amerikansk økonomi fortsetter framover. I næringslivet er imidlertid overskuddene fortsatt rekordhøye, og eksportnæringene får drahjelp av dollarsvekkelsen. Dette vil bidra til å dempe nedgangen, som vi venter blir moderat sett i et historisk perspektiv.

En lang periode med svært lave renter bidro til at boligmarkedet ikke stagnerte, men fortsatte ekspansjonen gjennom lavkonjunkturen tidlig på 2000-tallet. I et mer typisk konjunkturforløp ville boligmarkedet reagert negativt allerede tidlig i et konjunkturomslag. Dette bidro til å blåse opp verdiene i boligmarkedet. Boblen har nå sprukket, og kraftig nedgang i boligmarkedet har utløst uro i internasjonale finansmarkeder så vel som i amerikanske husholdninger. Omsetningen av både nye og brukte boliger har falt markert. Antall solgte boliger er på sitt høyeste nivå siden oktober 1991, og boligprisene faller.

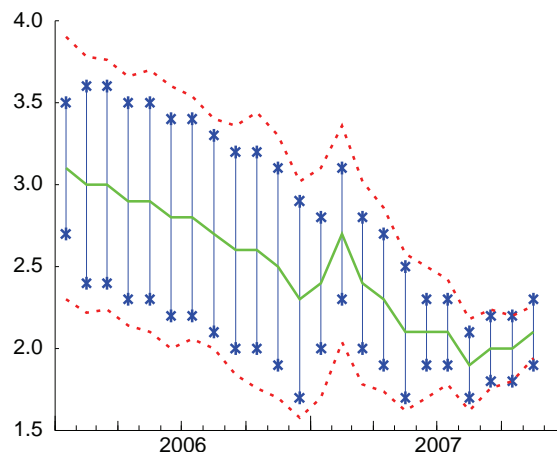
Husholdningenes forbruk har vært motoren i amerikansk økonomi, og holdt seg godt oppe også gjennom lavkonjunkturen tidlig på 2000-tallet. Refinansiering av boliglån til lave rentesatser og lånefinansiert konsum basert på stadig høyere verdi på panteobjektet – boligen – bidro til dette. Renteoppgang og etter hvert fallende boligpriser har fjernet disse finansieringskildene.

Figur 1.1. BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2005-2008 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

Figur 1.2. BNP-vekstanslag for USA for 2007 på ulike tidspunkt. Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkt) og +/- 2 «normalt» avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

Dessuten har bankene skjerpet sine krav, slik at det har blitt langt vanskeligere å få boliglån. Dette gjelder særlig såkalte sub prime-lån, som i hovedsak er lån til husholdninger som ikke kan stille god sikkerhet, ofte basert på at boligprisene skulle fortsette å stige. Slike låneavtaler er dessuten ofte utformet slik at renten er lav den første tiden, for deretter å stige markert. Fallende pris på panteobjektet og stigende renter har allerede skapt betydelige betalingsproblemer i dette segmentet, et problem som ventes å øke framover. Den siste tiden har det kommet betydelige innstramminger også i det ordinære boliglånsmarkedet. Bankene har rapportert store tap på boliglånsporteføljene sine i tredje kvartal, og flere av de internasjonale investeringsbankene har signalisert at de vil måtte gjøre store nedskrivninger også i fjerde kvartal.

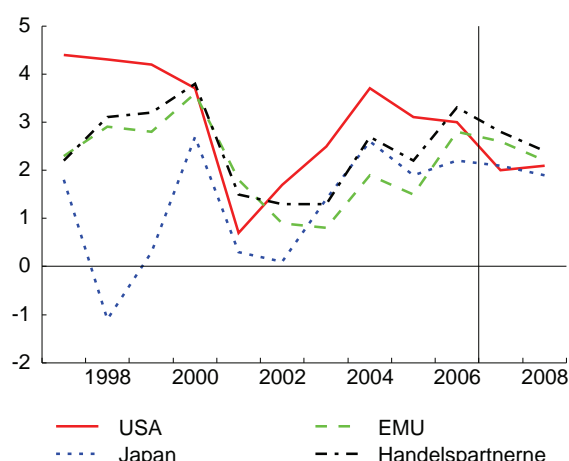
Også i arbeidsmarkedet ser vi svakhetstegn, med en klart fallende trend i sysselsettingen og økende arbeidsledighet. På toppen kommer det at stigende oljepriser har ført til en økning i prisene både på bensin og fyringsolje på 30 prosent siden august og rundt 70 prosent siden bunnen i januar, da oljeprisen var nede i 50 dollar fatet. Aksjemarkedet har også falt den siste tiden; S&P 500-indeksen har falt med i underkant av 10 prosent siden toppen i begynnelsen av oktober. I tråd med dette antyder også forventningsindikatorer at husholdningenes fremtidstro har avtatt siden i sommer. Vi legger derfor til grunn at vi får en avmatning i husholdningenes forbruk framover.

Den amerikanske dollaren har svekket seg med 27 prosent handelsvektet og hele 65 prosent mot euro siden 2002. Utviklingen har akselerert i høst, blant annet som følge av finansuroen og avtakende rentedifferanse. Dollarsvekkelsen har sammen med lav lønnsvekst gitt en bedring av konkurranseevnen i amerikanske eksportnæringer. Overskuddene i næringslivet er dessuten fortsatt store. Disse forholdene kan bidra til å holde investeringsveksten utenom bolig oppe den nærmeste tiden. På den annen side bidrar dollarfallet isolert sett til økt inflasjon og redusert kjøpekraft for husholdningene.

Tolv månedersveksten økte til 3,5 prosent i oktober, blant annet som følge av akselererende oljeprisvekst og stigende matvarepriser, etter å ha beveget seg rundt et gjennomsnitt på 2,3 prosent siden i fjor sommer. Justert for energi og matvarer har inflasjonen falt gjennom den samme perioden, og var 2,1 prosent i oktober.

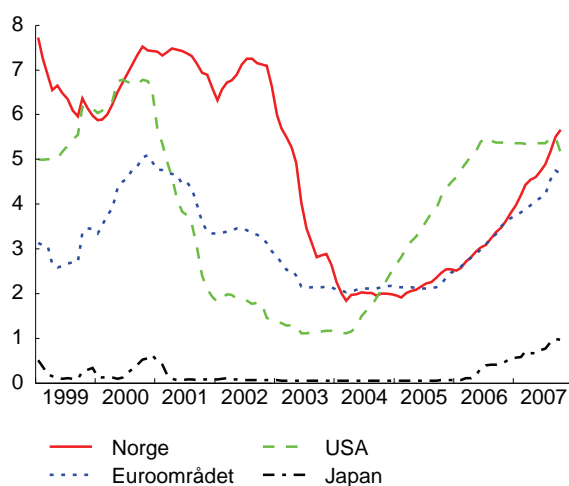
På bakgrunn av avmatningen i amerikansk økonomi, med nedkjølingen av boligmarkedet, finansuro, svakhetstegn i arbeidsmarkedet og utsikter til lavere konsum samt få tegn til inflasjonspress, ligger det an til ytterligere rentenedgang framover. Som følge av finansmarkedskrisen har sentralbanken i USA senket sin styringsrente ved to anledninger i høst, først med et halvt prosentpoeng 18. september i år og senere med et kvart prosentpoeng 31. oktober. Økt usikkerhet og redusert likviditet i pengemarkedet har blåst opp dif-

Figur 1.3. BNP-vekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



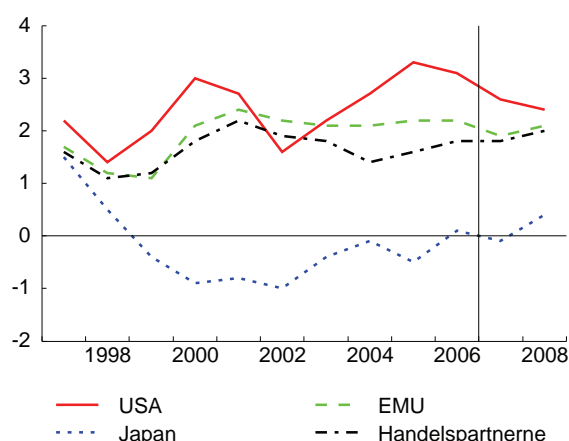
Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

Figur 1.4. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

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



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

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

	BNP-vekst				Prisvekst			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
USA								
NIESR	2,9	2	2,2	2,4	2,8	2,4	2,4	2,2
ConsF	2,9	2,1	2,3		3,2	2,8	2,6	
EU-kom	2,9	2,1	1,7	2,6	3,2	2,7	1,9	1,5
OECD	3,3	2,1	2,5		3,2	2,6	2,6	
Japan								
NIESR	2,2	2	2	2,1	-0,3	-0,3	0,8	1,1
ConsF	2,2	2	1,8		0,2	0	0,4	
EU-kom	2,2	1,9	1,9	2,3	0,2	0	0,2	0,5
OECD	2,2	2,4	2,1		0,2	-0,3	0,3	
Euroområdet								
NIESR	2,9	2,6	2,2	2,2	2,1	1,9	2,2	2
ConsF	2,9	2,6	2		2,2	2	2,1	
EU-kom	2,8	2,6	2,2	2,1	2,2	2	2,1	2
OECD	2,8	2,7	2,3		2,2	1,8	2	

Kilde: NIESR fra okt., Consensus Forecasts fra okt., EU-kommisjonen fra oktober og OECD fra mai 2007. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren. Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten.

feransen mellom styringsrenta og pengemarkedsrenta, som bare har falt med om lag 0,35 prosentpoeng. På tross av tilførsel av likviditet og rentekutt er situasjonen i finansmarkedene fortsatt preget av stor usikkerhet. I markedet for framtidige renteavtaler ser aktørene for seg at pengemarkedsrentene vil falle med ytterligere ett prosentpoeng eller mer det nærmeste året.

1.2. Også Europa går vanskeligere tider i møte

Helt siden tidlig i fjor har de internasjonale impulsene til euroøkonomien vært under kontinuerlig forverring, med svakere vekst i USA, stadig sterkere euro og høye og etter hvert kraftig stigende oljepriser. Til tross for dette har euroområdet økonomi så langt holdt bemerkelsesverdig godt stand. Vedvarende finansiell uro kombinert med en forverring av de internasjonale rammebetingelsene, stiller imidlertid nå spørsmål ved om den innenlandske etterspørselsveksten vil være tilstrekkelig sterk til å kunne motvirke den samlede negative effekten av forholdene internasjonalt. Vi tror ikke det, og ser derfor for oss en avmatning av veksten i euroområdet i tiden som kommer.

Veksten i euroområdet har imidlertid holdt seg godt oppe siden begynnelsen av 2006. Foreløpige nasjonalregnskapstall for 3. kvartal i år bekrefter dette inntrykket, med en vekst på 2,8 prosent, målt som årlig rate. Dette tilsier at vekstfallet vi fikk i 2. kvartal hovedsakelig må betegnes som en korreksjon etter uventet høy vekst ved inngangen til 2007. Utviklingen har stort sett vært eksportdrevet som følge av gode internasjonale etterspørselsforhold, men også investeringene har tatt seg opp og gitt betydelige vekstbidrag, særlig i Tyskland. Den noe svakere veksten i første halvdel av 2007 skyldtes delvis svakere tysk konsumvekst som følge

av momsøkningen i januar i år. En dekomponering av tredjekvartalstallene indikerer imidlertid at konsumet nå har begynt å ta seg opp igjen. Sammen med økte investeringer og høyere industriproduksjon ser konsumet således ut til å ha gitt et positivt bidrag til veksten, ikke bare i 2. kvartal, men også i 3. kvartal i år. Det er grunn til å anta at konsumveksten vil tilta ytterligere framover, først og fremst som følge av at arbeidsledigheten har falt markert i euroområdet i den siste tiden. Dette understøttes dessuten av at europeiske konsumenter fortsatt har et relativt optimistisk syn på de økonomiske utsiktene framover. Det er imidlertid en betydelig nedsiderisiko forbundet med en slik antagelse, da konsumenttilliten lett kan få seg en knekk om uroen i kredittmarkedet skulle vise seg å gripe mer om seg enn det vi har lagt til grunn i vårt hovedscenario.

Når vi ser for oss en svekkelse av økonomien i årene som kommer, skyldes det flere forhold. Blant annet har euroen siden begynnelsen av 2006 styrket seg med i overkant av 25 prosent mot dollar. Selv om styrkelsen handelsvektet i samme periode har vært på mer beskjedne 10 prosent, er det vanskelig å se for seg at dette ikke vil få klare negative effekter for euroområdet i form av redusert eksport og høyere importandeler. Også utsiktene til fortsatt høye oljepriser vil etter hvert gi seg utslag på bunnlinjen til europeisk industri, og via høyere kostnader bidra til en nedskalering av produksjonen. Også konsumentene vil etter hvert merke de høye oljeprisene. Flere boligmarkeder i eurosonen er dessuten kjennetegnet ved bobleliknende tilstander. Noen av disse er for tiden i en korreksjonsprosess hvor det er lite som tyder på at prisen vil stoppe opp med det første, ikke minst som følge av selvforsterkende effekter relatert til boligkjøp som utsettes i påvente av ytterligere prisnedgang. En slik utvikling rammer bygge- og anleggssektoren via reduserte investeringer. Selv om det så langt bare gjelder et fåtall land, vil vekstbidraget være negativt. Den mest umiddelbare og alvorlige trusselen for vekstutsiktene framover har som tidligere nevnt sammenheng med konsekvensene av siste tids uroligheter i de internasjonale finansmarkedene. En utvalgsundersøkelse for banklån i euroområdet viste da også en kraftig innskjerpelse av utlånsbetingelsene for lån til foretak og bedrifter i 3. kvartal i år. I samme retning trekker en uttalelse fra Bank of England nylig om at urolighetene i de globale finansmarkedene vil komme til å ramme Storbritannias vekst hardt i første halvdel av 2008. Legger man til at sykliske vendepunkter i amerikansk økonomi historisk sett har en tendens til å bli etterfulgt av omslag i europeisk økonomi, er det derfor mye som taler for at euroområdet går vanskeligere tider i møte.

Til tross for at rentene er på vei nedover i USA og en sterk euro, har ESB så langt ikke signalisert framtidige rentekutt. Den har så langt begrunnet dette med at stigende olje- og matvarepriser representerer økt inflasjonsfare. Selv om konsumpristallene for oktober delvis bekrefter berettigelsen av en slik frykt, er det imidlertid flere forhold som kan trekke i motsatt retning. Ser man

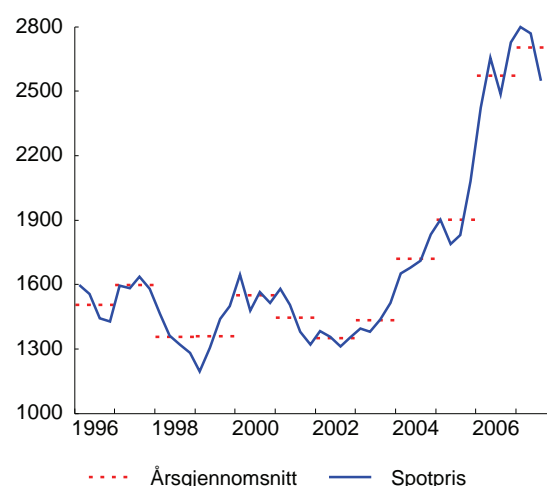
på inflasjonstillene fram til oktober, kan neppe hele oppgangen i konsumprisinflasjonen for euroområdet tilskrives økte priser på mat og olje alene. Det kraftige energiprisfallet i september og oktober i fjor bør også ha spilt en rolle da denne effekten ble uttømt i oktober i år. Likeledes var det en relativt kraftig oppgang i inflasjonen i november i fjor. Kombinert med negative effekter av en sterk euro kurs er det derfor mye som tyder på at vi for november og desember i år kan komme til å få en reduksjon i inflasjonsraten. Ser vi litt fram i tid, vil dessuten både det at den direkte effekten av den tyske momsøkningen uttømmes i januar 2008, eurostyrking og litt lavere oljepriser framover bidra til at inflasjonen vil kunne komme inn under målet fra begynnelsen av 2008 og framover. Når det gjelder renteutsiktene, priser markedet for framtidige rentekontrakter nå inn at renta skal falle framover. Mulighetene for et slikt forløp kan ikke sies å ha blitt svekket av at Bank of England nylig har meldt at den vedvarende krisen i internasjonale finansmarkeder vil kreve minst to nært forestående rentekutt fra bankens side dersom den skal kunne nå sitt inflasjonsmål på 2 prosent. Vi legger til grunn en nedgang i pengemarkedsrenta i euroområdet i løpet av første halvdel neste år på 0,5 prosentpoeng, til 4,2 prosent. Det er i tråd med det som prises inn i pengemarkedet i slutten av november. Nedgangen antas å komme som en følge av at påslaget på styringsrenta normaliseres, etter hvert som usikkerheten i kredittmarkedene avtar.

1.3. Tiltakende inflasjon i Kina og India

I Kina har den økonomiske veksten tiltatt ytterligere, og var over 11 prosent på årsbasis i årets tre første kvartaler. Husholdningenes sparing er høy blant annet på grunn av et lite utviklet offentlig sosialt sikkerhetsnett. Veksten er særlig drevet av investeringer og eksport. Inflasjonen har skutt i været. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen var i august oppe i 6,5 prosent, mot om lag 1,5 prosent ett år tidligere. De siste månedene har imidlertid inflasjonen vært stabil på dette nivået. Det er særlig økende matvarepriser som presser opp inflasjonen. Sterk subsidiering av bensin og fyringsolje har hittil motvirket effekten av prisoppgangen på råolje. Nylig besluttet kinesiske myndigheter å øke maksimalprisene på raffinerte oljeprodukter. Det vil bidra til at inflasjonen øker noe framover. Myndighetene har latt valutakursen styrke seg noe de siste to årene. Det trekker isolert sett inflasjonen ned. Tiltakende inflasjon øker sannsynligheten for at de tillater en ytterligere styrking av yuan. Den kinesiske sentralbanken har økt renta gradvis siden april i fjor, for å holde inflasjonen i sjakk og hindre overoppheting av økonomien. Realrenta er imidlertid fortsatt svært lav, og ytterligere renteøkninger ventes framover.

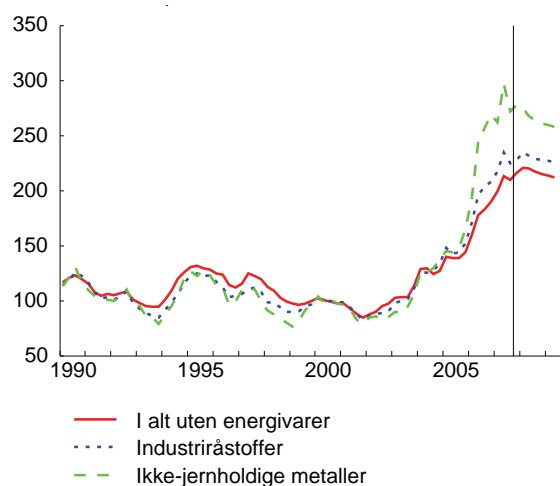
Også i India har inflasjonen tiltatt de siste par årene, og ligger nå på 6-7 prosent. BNP-veksten har ligget rundt 9 prosent de siste fire årene. Høyere renter og en tilstrømming av finanspolitikken er ventet framover. Det vil bidra til å kjøle ned økonomien. Lavere vekst i OECD-

Figur 1.6. Spotprisen på aluminium. 1996-2007. Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

Figur 1.7. Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990-2009. På dollarbasis, 2000=100



Kilde: AIECE.

området framover vil trolig også bidra til å dempe veksten noe i de asiatiske høyvekstøkonomiene.

1.4. Mild nedgang internasjonalt

Ettersom avmatningen i amerikansk økonomi hittil i stor grad har vært avgrenset til boligmarkedet, har ringvirkningene internasjonalt vært begrenset. Imidlertid ser vi nå tegn til at nedgangen er i ferd med å bre seg. Det er tegn til avmatning i amerikanske husholdningers konsum, som i tillegg til boligmarkedet nå rammes av svakere arbeidsmarked og kraftig vekst i energiprisene. Internasjonale finansmarkeder er rammet av nedturen i det amerikanske boligmarkedet og en tillitskrise som er knyttet til vurderingen og verdsettingen av risiko. Historisk har amerikansk økonomi ligget i forkant av konjunkturutviklingen internasjonalt. Euroområdet har i gjennomsnitt fulgt amerikansk økonomi med et etterslep på rundt to kvartaler. Det har ikke vært tilfelle

Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra noe over 50 dollar per fat i begynnelsen av januar i år til noe over 90 dollar fatet i begynnelsen av november. Siden har oljeprisen holdt seg noenlunde på samme nivå, og lå i slutten av november på rundt 94-95 dollar. Som gjennomsnitt så langt i 2007 har prisen vært noe over 70 dollar per fat, mot 65 dollar som årsgjennomsnitt i 2006.

Flere forhold bidro til at oljeprisen steg gjennom året. For det første ble det kaldere vær på den nordlige halvkule utover i første kvartal, noe som førte til økt etterspørsel etter fyringsolje. Dessuten vedtok OPEC å redusere produksjonen ved to anledninger, med til sammen 1,7 millioner fat daglig. I tillegg har etterspørselen etter bensin vært høy, først og fremst på grunn av sommersesongen for bilkjøring i USA som varer fra april til oktober. OPEC vedtok å øke produksjonen med 0,5 millioner fat per dag fra 1. november, noe som trolig har bidratt til at oljeprisen ikke har steget ytterligere. Siden dollaren har falt i forhold til andre valutaer de siste månedene, er ikke økningen i oljeprisen like høy i andre lands valutaer.

Ifølge IEA (International Energy Agency) er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter i de fleste regioner i OECD på et normalt nivå. Det gjelder imidlertid ikke lagrene av råolje i Japan og til dels Europa, som er lavere enn gjennomsnittet for de fem siste årene. Dersom OPEC holder produksjonen av råolje på dagens nivå i tiden fremover, ser det ut til at de globale lagrene vil falle en god del i inneværende kvartal og første kvartal neste år. Det er ikke unormalt med trekk i råoljelagrene i denne perioden, fordi lagrene av fyringsolje bygges opp for å tilfredsstille etterspørselen på den nordlige halvkule. Det er likevel usikkert om det vil være tilstrekkelig med fyringsolje, spesielt dersom det skulle bli en kald vinter.

IEA forventer at oljeetterspørselen vil øke med 2,0 millioner fat per dag fra 2007 til 2008, som er en viss nedgang fra tidligere anslag og først og fremst skyldes lavere forventet etterspørsel blant annet i USA og Europa. Oppgangen er i første rekke ventet å komme i Asia og Midt-Østen. Det er etterspørselen etter transportoljer som fortsatt utgjør hoveddelen av økningen i oljeetterspørselen, siden det er få substitusjonsmuligheter for olje i denne sektoren. IEA påpeker at det fortsatt hersker usikkerhet rundt situasjonen på finansmarkedene i USA og om dette vil føre til lavere økonomisk vekst og lavere etterspørsel etter olje i tiden fremover, både i USA og andre land.

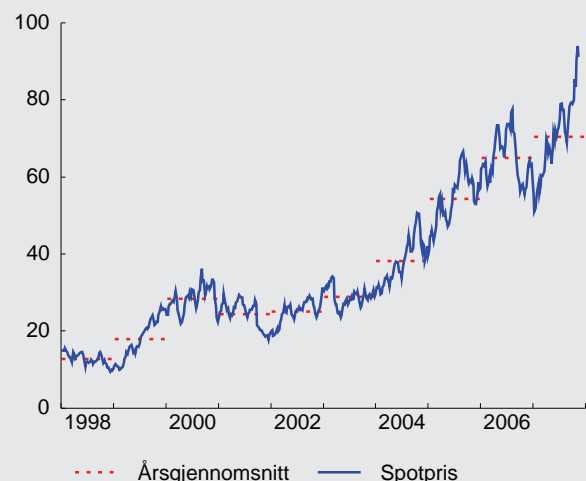
i inneværende sykel. Veksten i amerikansk økonomi falt under trend tidlig i 2006, mens euroøkonomien vokste raskere enn trendveksten gjennom 2006 og hittil i 2007. Spørsmålet har derfor meldt seg om etterslepet er større denne gangen, eller om forhold som globalisering, europeisk markedsintegrasjon og framveksten av nye økonomiske stormakter i Asia har bidratt til en internasjonal "frikobling" fra den amerikanske konjunktursykel.

Vi holder fast på vårt bilde fra forrige konjunkturrapport, og legger til grunn at konjunkturedgangen i

Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 1,0 millioner fat daglig. Økningen er spesielt forventet å komme i Russland, Aserbajdsjan og Brasil. Denne økningen vil bli motvirket av reduksjoner i produksjonen i OECD, da spesielt i Norge, Storbritannia og Mexico. Alt i alt vil dette føre til at etterspørselen rettet mot OPEC øker med noe under 1 million fat per dag neste år. Dette er lavere enn IEA sine tidligere prognoser og skyldes blant annet at Angola ble medlem av OPEC i år. Det hersker usikkerhet om hvor stor ledig produksjonskapasitet OPEC nå har, men de fleste anslag varierer mellom 2 og 3 millioner fat per dag. En økning av produksjonen vil føre til mindre ledig produksjonskapasitet og enkelte analytikere mener dette kan føre til økte bekymringer for mulige produksjonsbortfall og dermed ytterligere prisøkninger.

Vi legger til grunn at oljeprisen faller gradvis fra dagens nivå til 80 dollar tidlig i 2009, og at den blir liggende på dette nivået ut prognoseperioden. Dette er om lag på linje med det som nå prises inn i fremtidsmarkedet for olje. En slik utvikling er trolig betinget av at OPEC øker produksjonen noe fremover og – på helt kort sikt – at ikke vinteren blir uvanlig kald på den nordlige halvkule.

Spotprisen på råolje. Brent Blend. 1998-2007. Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

amerikansk økonomi fortsetter på bredere basis. Da venter vi at veksten vil avta også i Europa og resten av verdensøkonomien framover. Målt ved SSBs eksportmarkedsindikator for norsk økonomi passerer den internasjonale konjunkturtoppen i første halvår 2008. Avmatningen ventes å bli moderat i et historisk perspektiv, men likevel noe mer markert enn det som følger av anslagene fra IMF og Consensus forecasts. De fleste prognosemakere har nedjustert sine vekstanslag siden i sommer, og med det nærmet seg våre anslag. Videre forutsetter vi ny oppgang fra 2009, i tråd med en normal konjunktursykel.