

1. Konjunkturtendensene internasjonalt

Uroen i internasjonale finansmarkeder har tiltatt siden i fjor høst. Problemerkene startet med nedgangen i det amerikanske boligmarkedet, som først utløste mislighold av boliglån med lav sikkerhet (såkalte sub prime-lån), og som siden har rammet internasjonale finansmarkeder på bredere basis. Vi ser nå stadig sterkere tegn til at krisen i finansmarkedene også får følger for realøkonomien. Aksjekursene har i mange land falt med mer enn ti prosent siden årsskiftet, og 20 prosent siden toppen i fjor sommer. Den amerikanske økonomien er hardest rammet, og ser ut til å være på vei inn i en markert lavkonjunktur. Den amerikanske sentralbanken har svart med flere store rentekutt, og det er vedtatt kraftige stimulanter over offentlige budsjetter.

Vi venter at nedgangen i amerikansk økonomi vil spre seg til resten av OECD-området. Også høyvekstøkonomier som Kina og India vil merke den internasjonale nedgangen. Her er imidlertid veksten i økende grad drevet av innenlandsk etterspørsel og regional handel, og ventes derfor å holde seg relativt godt oppe.

Det er tegn til økende inflasjon internasjonalt. Det har skapt bekymring for at internasjonal økonomi skal komme i en situasjon med lav vekst og høy inflasjon. Økte matvarepriser blant annet som følge av hurtig økende levestandard i Asia og subsidiering av biodrivstoff, har bidratt til økt prisstigning. Også oljeprisen har steget markert det siste året, men ventes å falle framover slik at den ikke vil bidra til ytterligere inflasjonspress på noe sikt. Enkelte andre råvarepriser ser allerede ut til å ha passert toppen. Det gjelder blant annet metallprisene. Vi venter mer moderat prisstigning i OECD-området etter hvert som konjunkturedgangen

spre seg. Styringsrentene er på vei ned i flere land. Den europeiske sentralbanken har så langt forholdt seg avventende. Vi venter imidlertid lavere styringsrenter også i euroområdet fra sommeren av, med en rentenedgang på til sammen ett prosentpoeng fram mot sommeren 2009. Vi legger denne gangen til grunn for våre prognoser at vi står overfor en mer markert internasjonal lavkonjunktur enn hva vi tidligere har sett for oss, om lag på linje med forrige internasjonale lavkonjunktur tidlig på 2000-tallet.

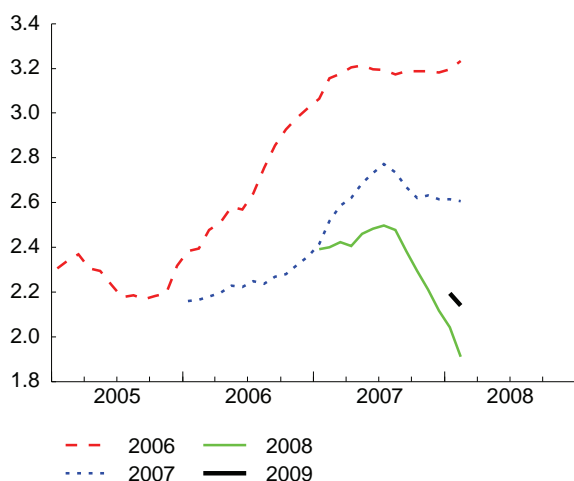
1.1. Nedgangen i amerikansk økonomi forsterkes

Den moderate konjunkturedgangen i amerikansk økonomi som har pågått siden 2006, var lenge isolert til boligmarkedet, men sprer seg nå til resten av økonomien. Husholdningenes konsumvekst avtok gjennom fjoråret. Dermed ser vi nå konturene av en mer markert lavkonjunktur.

Boligprisene har falt siden 2006. I løpet av 2007 spredte problemene seg fra mislighold av lån med dårlig sikkerhet i det amerikanske boligmarkedet til omfattende uro i internasjonale finansmarkeder. Det har blitt vanskeligere å få lån, både for næringsliv og husholdninger. Egenkapitalkravene har økt og det stilles langt strengere betingelser til dokumentasjon av inntekter og kredittverdighet. Bankene rapporterer om store tap på sine boliglånsporteføljer.

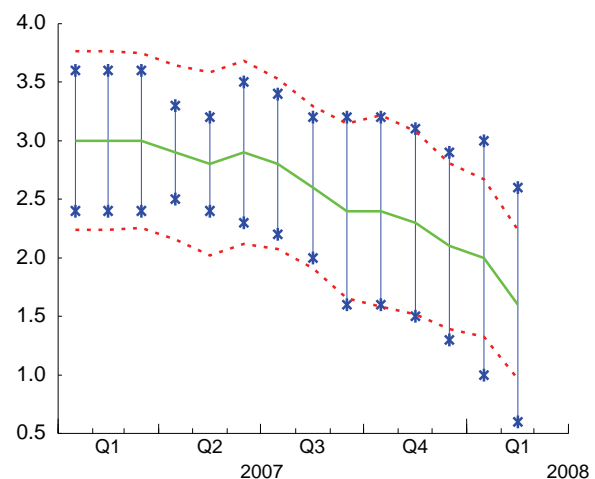
BNP-veksten falt markert i fjorårets siste kvartal, til 0,6 prosent målt som årlig rate. Fallet i boliginvesteringene fortsatte for åttende kvartal på rad, og de var nær 30 prosent lavere enn i 4. kvartal 2005. Husholdningenes

Figur 1.1. BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2006-2009 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

Figur 1.2. BNP-vekstanslag for USA for 2008 på ulike tidspunkter. Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- "normalt" avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

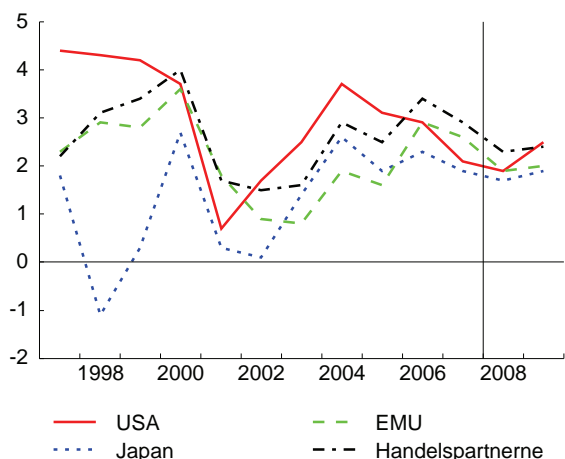
konsumvekst var meget moderat. Også veksten i næringslivets investeringer viser en fallende tendens. Nettoeksporten viser imidlertid fortsatt en positiv utvikling, understøttet av en svekket dollar.

Det har også vært en negativ utvikling i aksjemarkedet, kredittmarkedet og arbeidsmarkedet. Den brede amerikanske aksjeindeksen S&P 500 har falt med nærmere ti prosent siden nyttår. Det rammer husholdningenes formuer, og næringslivet gjennom dyrere egenkapital. Rentepåslaget låntakere må betale på lån har økt markert. Det demper næringslivets investeringer og husholdningenes forbruk. Fallende sysselsetting og stigende ledighet rammer husholdningene ytterligere. Forventningsindikatorer viser også at tilliten til økonomien har falt markert.

Den amerikanske sentralbanken (Fed) satte renta gradvis ned med 1 prosentpoeng gjennom høsten i fjor. Rentenedgangen akselererte i slutten av januar i år, da renta på kort tid ble kuttet med 1,25 prosentpoeng, i kjølvannet av det kraftige fallet i aksjemarkedet. Først ble renta satt ned med 0,75 prosentpoeng 22. januar. Det var den største rentenedsettelsen siden 1982, og kom i et ekstraordinært rentemøte, bare en drøy uke før det ordinære møtet, der Fed fulgte opp med å kutte renta med ytterligere 0,5 prosentpoeng. Dermed er styringsrenta satt ned med totalt 2,25 prosentpoeng siden september i fjor, og er nå 3,0 prosent. I midten av februar var tremåneders pengemarkedsrente om lag 3,0 prosent, og markedet for framtidige renteaftaler (FRA) tilsa forventninger om at pengemarkedsrenta skal falle til 2,5 prosent mot slutten av året.

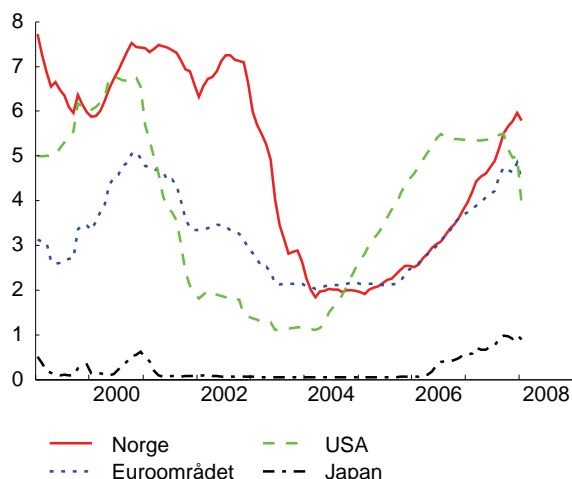
Lavere renter vil skaffe bankene billigere finansiering og senke bedrifters og husholdningers lånekostnader. I dagens situasjon kan imidlertid rentenedgangen få begrenset effekt. Bankene har tatt betydelige kapitaltap, og er mer tilbakeholdne med å finansiere risikable

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



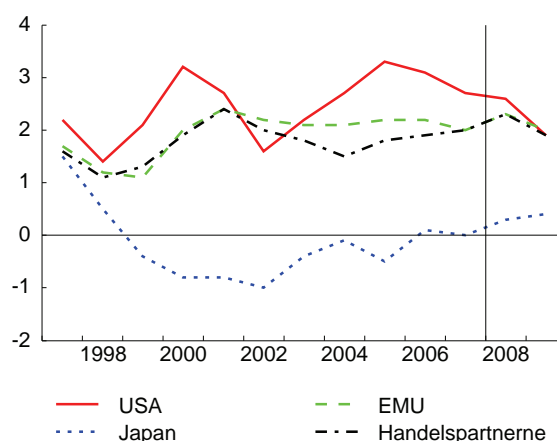
Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

Figur 1.4. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



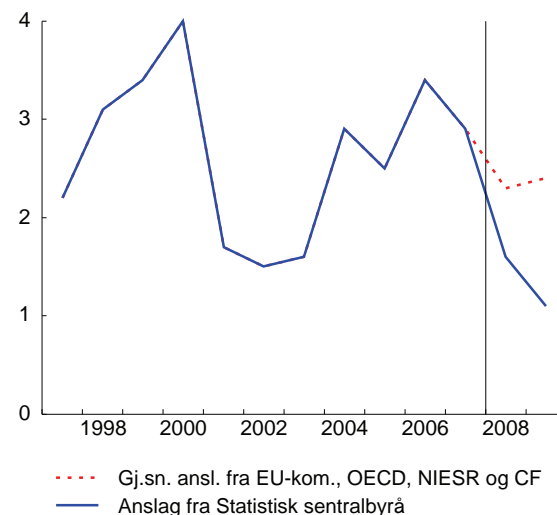
Kilde: Norges Bank.

Figur 1.5. Konsumvekst 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.

Figur 1.6. BNP-vekst for Norges handelspartnere



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

Kilde: NIESR fra jan. og Consensus Forecasts fra feb. 2008, EU-kommisjonen fra okt. og OECD fra des. 2007. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

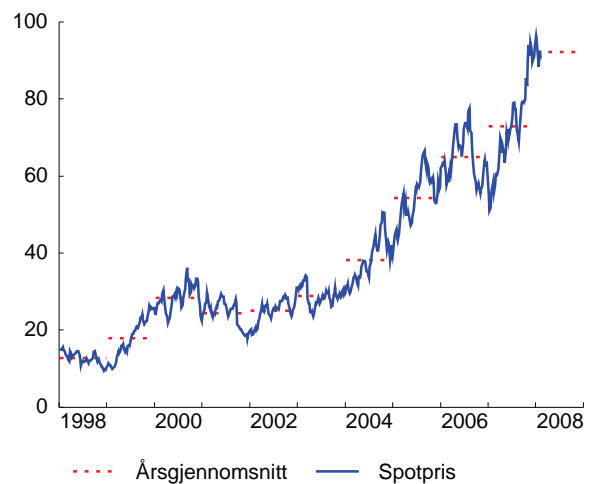
Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten

investeringer i næringslivet. Banker og finansieringsselskaper har økt sine påslag for å låne ut penger. Bedrifter så vel som husholdninger – og særlig de med høy gjeld eller svak kredittverdighet – må betale høye risikopremier på lån. Husholdningene merker nå at det er betydelig vanskeligere å finansiere boligkjøp, og mange sliter med å overholde sine løpende betalingsforpliktelser på lån til boliger som har falt i verdi. Dette bidrar til å dempe ekspansiviteten i pengepolitikken.

Det er også vedtatt en finanspolitisk pakke som skal stimulere økonomien med rundt 150 milliarder dollar, hovedsakelig gjennom skattereduksjoner og investeringsstøtte til bedrifter. Lavere renter og ekspansiv finanspolitikk virker begge med betydelige tidsetterslep. Tiltakene vil neppe være tilstrekkelige til å avverge en betydelig avmatning i økonomien, men vil etter hvert bidra til å dempe nedgangen. Vi legger til grunn en markert nedtur for amerikansk økonomi, med årsvekstrater rundt 1 prosent både i inneværende år og 2009. Deretter ventes veksten å ta seg opp igjen, i tråd med en normal konjunktursykel.

1.2. Nedgangskonjunktoren er på vei også i Europa

I vår forrige konjunkturrapport så vi for oss en viss avmatning av veksten i euroområdet, hovedsakelig som følge av finansiell uro og en forverring av de internasjonale rammebetingelsene. Siden da har imidlertid makroøkonomiske data bidratt til å konsolidere inntrykket av en amerikansk økonomi som er på vei inn i en mer

Figur 1.7. **Spotprisen på råolje, Brent Blend. Dollar per fat**

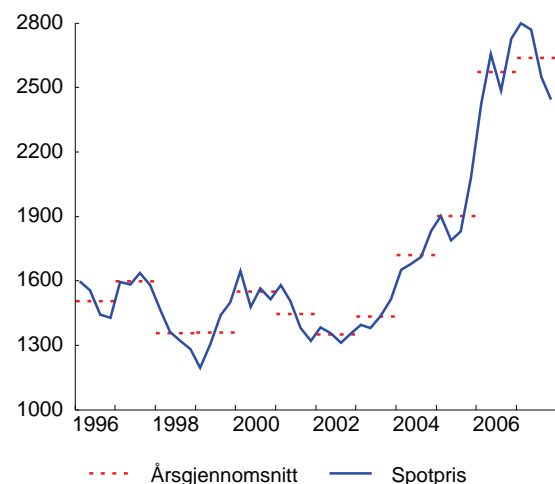
Kilde: Norges Bank.

markert lavkonjunktur. Internasjonale finansmarkeder sliter fortsatt tungt og mye tyder på at konsumveksten er i ferd med å bremse opp. Vi ser derfor for oss en klart sterkere konjunkturavmatning i euroområdet enn sist, med årlige vekstrater ned mot 1 prosent både i 2008 og 2009.

Veksten i euroområdet holdt seg godt oppe fra begynnelsen av 2006 og fram til i fjor høst. Nasjonalregnskapstall for 3. kvartal ga i seg selv liten grunn til bekymring for et nært forestående tilbakeslag, med en BNP-vekst på hele 3,2 prosent målt som årlig rate. En dekomponering av tallene viser dessuten at i tillegg til eksport og investeringer, ga også husholdningenes konsum et viktig bidrag til veksten. Kombinert med en, i kontinentaleuropeisk sammenheng, lav arbeidsledighetsrate på 7,2 prosentpoeng ga dette utsikter til en mulig etterspørselsdrevet vekstprosess framover.

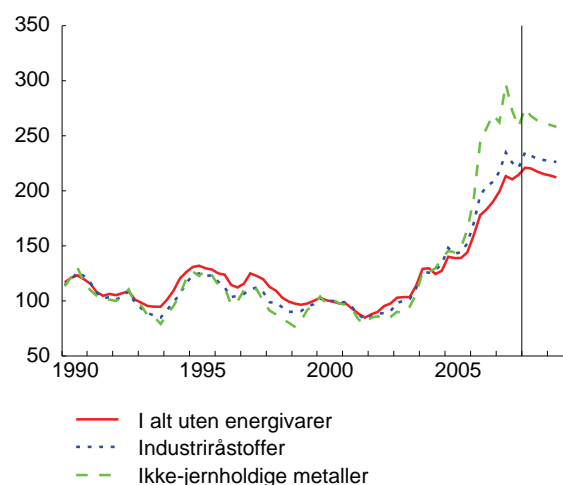
Det er imidlertid nå flere forhold som tyder på at veksten i euroområdet kan komme til å bli svakere enn tidligere forventet. Det ligger særlig an til lavere konsumvekst framover. For det første har detaljhandelen falt sammenhengende i alle de tre siste månedene av fjoråret, og dette har høyst sannsynlig vært en av driverne bak det relativt svake vekstanslaget for 4. kvartal på 1,6 prosent. For det andre har en rekke tillitsindikatorer i det siste vist en faretruende svak utvikling. For eksempel fortsatte konsumenttillitsdelen av euroområdets stemningsindikator sin negative utvikling da den i januar i år falt til et nivå på -11,5, godt under nullpunktet som representerer skillet for når konsumentene ser for seg økonomiske oppgangs- og nedgangstider. Lavere etterspørsel fra USA og en fortsatt sterk euro sammen med effektene av finansiell uro, vil i tillegg trolig bidra til et omslag i arbeidsmarkedet. Det er derfor mye som tyder på at konsumentene vil være forsiktige i tiden som kommer. Et slikt forløp understøttes dessuten av utsiktene til fortsatt høye olje- og matvarepriser, en

Figur 1.8. Spotprisen på aluminium. Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

Figur 1.9. Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.

videre innskjerpelse i bankenes betingelser for lån til bolig og konsum, samt et relativt sett høyt rentenivå.

Utsikter til en internasjonal nedgangskonjunktur, svak innenlandsk etterspørsel, fortsatt sterk eurokurs og høy oljepris, kombinert med en relativt kraftig innskjerping i utlånsbetingelsene for lån til foretak og bedrifter, har i det siste også bidratt til å svekke forventningene i næringslivet. For eksempel falt den økonomiske stemningsindikatoren til det tyske Ifo-instituttet for 1. kvartal 2008 til sitt laveste nivå siden midten av 2005, og nivået på Moody's stemningsindikator tilsier nå at euroområdet allerede er inne i en nedgangskonjunktur. Så langt har nedgangen vi ser for oss i liten grad manifestert seg i makroøkonomiske data. Industriproduksjonen i euroområdet falt imidlertid med 0,4 prosent i november og ytterligere 0,2 prosent i desember. Dette tolker vi som et signal om at konjunkturturene nå er i ferd med å snu. Vi tror derfor at euroområdet nå går betraktelig vanskeligere tider i møte.

Til tross for en sterk eurokurs og rentekutt både fra den amerikanske og den engelske sentralbanken, har ESB så langt valgt ikke å signalisere muligheten for framtidige rentekutt, med særlig henvisning til inflasjonsfaren, spesielt på bakgrunn av stigende olje- og matvarepriser. Selv om inflasjonen etter et uventet hopp i oktober, fortsatte å stige sterkt i november, tror vi imidlertid toppen nå er nådd med et foreløpig anslag for inflasjonen i januar på 3,2 prosent. Som en følge av et svakere konjunkturforløp og fallende oljepriser, tror vi så inflasjonen gradvis vil avta. Fra slutten av 2008 vil den være 2 prosent, som er den øvre grensen for ESBs inflasjonsmål. Et slikt forløp stemmer godt overens med de siste konsensusanslagene for inflasjonen i euroområdet. Den relativt kraftige nedkjølingen av euroområdets økonomi som vi nå ser for oss, gir grunn til å tro at ESB vil måtte sette ned styringsrenta opptil flere ganger i tiden som kommer. I våre beregninger har vi lagt til

grunn at de kutter styringsrenta med et kvart prosentpoeng fire ganger fra sommeren 2008 til sommeren 2009. Dette er om lag i overensstemmelse med det som i midten av februar var priset inn i markedet for framtidige renteaftaler.

1.3. Noe lavere vekst også i Kina og India

Også høyvekstøkonomiene utenfor OECD-området er sårbare for en nedtur i amerikansk økonomi. I mange utviklingsland er imidlertid veksten i større grad enn tidligere drevet av innenlandsk etterspørsel og regional handel. Mange av landene har også bygget opp betydelige valutareserver som følge av store eksportoverskudd gjennom flere år, noen på grunn av høy oljepris, andre på grunn av høy eksport av konsumvarer. Så langt har også veksten holdt seg på et meget høyt nivå i mange utviklingsland. Både Kina og India kan vise til BNP-vekstrater rundt 10 prosent i 2007. Handelen med OECD-land er imidlertid fortsatt viktig, og vi venter at veksten vil avta noe også i disse landene i kjølvannet av den internasjonale nedgangen. Strammere økonomisk politikk for å kjøle ned overopphetede sektorer i økonomien og motvirke tiltakende inflasjon, vil også bidra til lavere vekst framover.

Temaboks 1.1. Utviklingen på oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra noe over 50 dollar per fat i begynnelsen av januar i fjor til over 95 dollar fatet i begynnelsen av 2008. De siste to månedene har prisen svingt rundt 90 dollar men lå i midten av februar i år igjen på 95 dollar. Som gjennomsnitt over fjoråret har prisen vært om lag 73 dollar per fat, mot 65 dollar som årsgjennomsnitt i 2006.

Flere forhold bidro til at oljeprisen steg gjennom 2007. For det første var det kaldt 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 var etterspørselen etter bensin høy. OPEC har utover vinteren økt produksjonen med mer enn 0,5 millioner fat per dag, slik de vedtok 1. november, og dette har trolig bidratt til at oljeprisen ikke har steget ytterligere.

Ifølge IEA (International Energy Agency) er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter i de fleste regioner i OECD på et normalt nivå. Siden vi går mot slutten av vinteren på den nordlige halvkule, ser det ut til at lagrene av fyringsolje er tilstrekkelige til å møte etterspørselen i nær framtid. Dersom OPEC holder produksjonen av råolje på dagens nivå i tiden framover, ser det ut til at de globale lagrene vil øke en god del utover andre og tredje kvartal i år. Det er ikke unormalt med en viss lageroppbygging i denne perioden, blant annet for å fylle opp lagrene av bensin til sommersesongen.

IEA forventer at oljeetterspørselen vil øke med 1,8 millioner fat per dag fra 2007 til 2008, som er en viss nedgang fra tidligere anslag og først og fremst skyldes lavere forventet etterspørsel 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 vanskelig å erstatte oljebruken i transportsektoren. En dypere konjunkturedgang i USA vil trolig gi lavere etterspørsel både i USA og andre land enn det IEA legger til grunn i sine prognoser.

Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC går opp med 0,6 millioner fat daglig. Økningen er spesielt forventet å komme i Russland, den kaspiske regionen og Brasil. Økningen i produksjonen i Nord-Amerika vil bli motvirket av reduksjoner i Norge, Storbritannia og Mexico, slik at produksjonen i OECD-området samlet sett reduseres i 2008.

Det hersker usikkerhet om hvor stor ledig produksjonskapasitet OPEC har, men de fleste anslag ligger mellom 2 og 3 millioner fat per dag. Flere analytikere forventer en viss økning i produksjonskapasiteten de nærmeste to årene og at dette kan føre til redusert bekymring for mulige produksjonsbortfall og ytterligere prisøkninger.

Vi legger til grunn at oljeprisen faller gradvis til 75 dollar fatet tidlig i 2009, og at den blir liggende på det nivået ut prognoseperioden. Dette er noe lavere enn det som prises inn i framtidsmarkedet for olje, og i tråd med vår forutsetning om en markert økonomisk avmatning internasjonalt.