

1. Internasjonal økonomi

Siden i fjor sommer har vi sett et kraftig fall i produksjon og handel internasjonalt. Hele verdensøkonomien er rammet på samme tid. Nasjonalregnskapstall for 4. kvartal i fjor og 1. kvartal i år avslører den sterkeste realøkonomiske nedturen siden 1930-tallet. Særlig land med stor bilproduksjon og -eksport, som Tyskland, Japan og Sør-Korea, er hardt rammet. BNP har falt med tiltakende styrke gjennom de 3-4 siste kvartalene i de fleste land. I 1. kvartal i år falt BNP med 1,6 prosent i USA, og med nær 4 prosent i Tyskland og Japan.

Denne våren har vi imidlertid sett enkelte lyspunkter. En sentral årsak er trolig at kraftig penge- og finanspolitiske stimulanser så smått har begynt å virke. Styringsrentene er satt ned mot null og det føres en meget ekspansiv likviditetspolitikk i de fleste land. Finanspolitiske stimulansepakker i størrelsesorden 3-5 prosent av BNP i Asia og noe mindre i USA og Europa, bidrar til å holde etterspørselen oppe, mens næringsliv og husholdninger konsoliderer sine finansielle balanser. En viktig forskjell fra depresjonen på 1930-tallet er nettopp den kraftige og relativt raske politikkkresponsen vi har sett denne gangen.

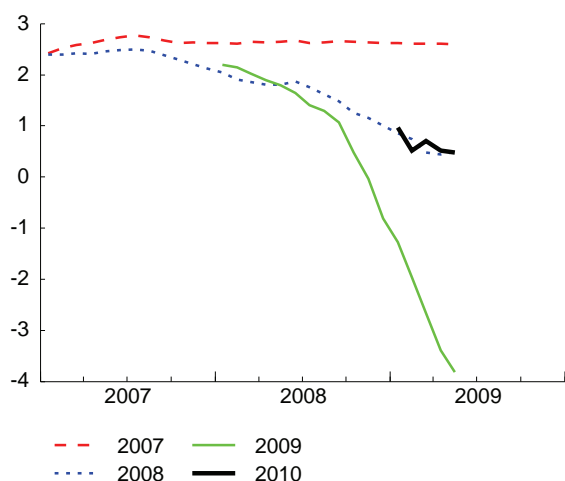
Raset i industriproduksjon det siste halvåret er delvis et resultat av en global lagerjustering, der lagre er redusert slik at industriproduksjonen har falt mye mer enn etterspørselen. Når lagrene er tømt vil det bidra til at produksjonen øker igjen. Vi har sett tegn til at produksjonen er i ferd med å ta seg opp i flere land den aller siste tiden. Finansmarkedene ser også ut til å være i bedring. Risikopremiene har falt og aksjekursene har steget de fleste steder de siste månedene. Råvarepriser og fraktrater har steget markert. Oljeprisen har økt med mer enn 50 prosent siden bunnen i desember i fjor, og var rundt 60 dollar fatet i slutten av mai. Forventnings-

undersøkelser tyder også på at næringsliv og husholdninger er noe mindre pessimistiske enn tidligere. Foreløpig er det imidlertid bare tegn til at nedgangen flater ut, og det er for tidlig å snakke om at en ny oppgang er i gang.

Ledig produksjonskapasitet vil bidra til at investeringene fortsetter å falle, mens raskt økende arbeidsledighet vil legge en demper på husholdningenes konsum en god stund framover. Ledighetsraten vil trolig passere 10 prosent i USA og euroområdet. I Spania er ledigheten nå oppe i nær 18 prosent og ventes å passere 20 prosent i løpet av året. Boligprisnedgangen har dessuten fortsatt. Det bidrar trolig også til å dempe konsumet. Enorme offentlige budsjettunderskudd fører ifølge IMF's anslag til at offentlig gjeld i OECD-området øker fra rundt 75 til 100 prosent av BNP de nærmeste tre årene. Rentene på statsobligasjoner har økt den siste tiden. Økte risikopremier på statspapirer som følge av gjeldsoppbyggingen kan ha bidratt til dette. Kredittvurderingsselskapet Standard & Poor's (S&P) signaliserte i midten av mai at den britiske statskredittverdighet kan bli degradert. Redusert kredittverdighet gir høyere lånekostnader for staten. Spania og Irland er allerede degradert av S&P tidligere i vinter. En annen, om enn relatert, årsak til renteoppgangen kan være frykt for økt inflasjon om ikke myndighetene klarer å reversere den svært ekspansive økonomiske politikken som nå føres.

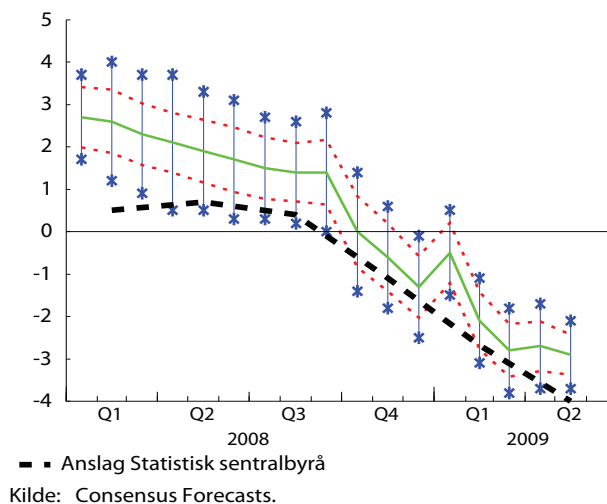
Kraftig konjunkturedgang og fall i råvarepriser har ført til svært lav eller negativ konsumprisvekst internasjonalt. Også underliggende prisvekst, målt ved konsumprisene utenom energivarer, har falt markert siden i fjor høst. Fortsatt svak økonomisk utvikling og kraftig forverring i arbeidsmarkedet vil isolert sett trekke inflasjonen ned i tiden som kommer. Svært ekspansiv

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)



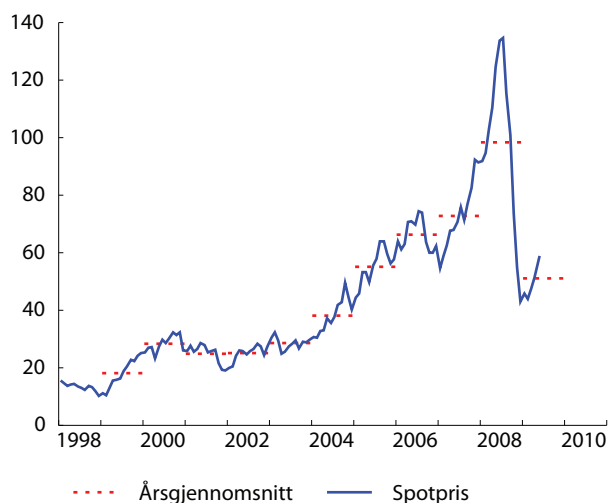
Kilde: Consensus Forecasts.

pengepolitikk bidrar imidlertid til å begrense deflasjonsfaren. Omfattende redningspakker til banksystemet har bidratt til en bedring i finansmarkedene og til at rentenivåene husholdninger og bedrifter står overfor har falt. Etter hvert som sentralbankenes styringsrenter kommer nær null, som de har gjort i USA, Storbritannia og Japan, begrenses mulighetene sentralbankene har til å stimulere økonomien ytterligere om konjunkturedgangen skulle bli verre enn ventet. I USA og Storbritannia har sentralbankene tydd til såkalte kvantitative lettelser, gjennom kjøp av offentlige og private verdipapirer. Den europeiske sentralbanken har fortsatt litt å gå på, med en styringsrente på 1 prosent. Også i de fremvoksende økonomiene i Asia er rentene satt markert ned. Sentralbankene står overfor en vanskelig balansegang der dosering og timing av virkemiddelbruken er særdeles viktig. På kort sikt kan det være fare for deflasjon om ikke verdensøkonomien snart friskmelles. I så fall kan vi få høye realrenter som vil forsterke nedturen i realøkonomien. På den annen side skaper dagens ekspansive økonomiske politikk risiko for inflasjon og oppbygging av nye bobler i bolig- og verdipapirmarkedene om ikke tiltakene reverseres i tide.

Bank for International Settlements (BIS) rapporterer at bankenes internasjonale lånevirkosomhet er redusert i stor skala. Økende proteksjonisme i finansbransjen skyldes blant annet sterkt press på bankene om å prioritere innenlandske kunder som følge av storstilt statsstøtte. Dette skaper særlig problemer i utviklingsland, men også i Øst-Europa, der mange land har vært avhengige av finansiering utenlands. Mange av disse har måttet søke bistand hos IMF, senest Polen nå i mai. I flere av disse landene har det også vært vanlig praksis at husholdningene tar opp lån i utenlandsk valuta. Når disse landenes valutakurser nå gjennomgående har svekket seg markert, øker gjeldsbelastningen for husholdningene tilsvarende. Særlig svenske og østerrikske banker har vært sterkt involvert i det østeuropeiske boliglånsmarkedet og er derfor under press.

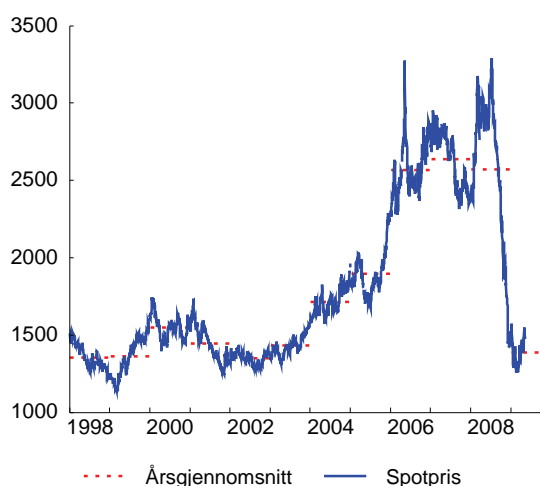
BNP-veksten internasjonalt ble svakere i 4. kvartal i fjor og 1. kvartal i år enn vi la til grunn i forrige konjunkturrapport. Det har bidratt til at våre anslag for årsveksten hos Norges handelspartnere er lavere enn sist, særlig i 2009 men også neste år. Våre anslag er også lavere enn for eksempel IMF's anslag fra april og Consensus Forecasts anslag fra mai. Vi tror imidlertid at vi er i ferd med å legge perioden med de største fall i produksjon og internasjonal handel bak oss. Ekspansiv penge- og finanspolitikk ventes å dempe nedgangen framover. Vi legger til grunn for våre prognoser at BNP vil falle mindre framover, og begynne å vokse igjen fra begynnelsen av 2010. Arbeidsledigheten vil imidlertid fortsette å øke en god stund framover, til over ti prosent av arbeidsstyrken mange steder. Anslagene våre impliserer at Norges handelspartnere passerer konjunkturbunnen i 2011, og at de ikke vil gå inn i en ny høykonjunktur før prognoseperiodens utløp.

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



Kilde: Norges Bank.

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



Kilde: IMF.

1.1. Konjunkturedgangen fortsetter i USA

Den bratte konjunkturedgangen i amerikansk økonomi har fortsatt inn i 2009. For andre kvartal på rad falt BNP i 1. kvartal i år med 1,6 prosent fra kvartalet før. Det var særlig investeringene som trakk ned. Også eksporten viste en meget svak utvikling, som følge av dollarstyrking og sviktende etterspørsel internasjonalt. Husholdningenes forbruk økte noe igjen i 1. kvartal etter stor nedgang i de to foregående kvartalene.

Detaljhandelen falt imidlertid markert igjen i mars og april etter en rekyl på nyåret, og indikerer at den underliggende konsumutviklingen fortsatt er svak. Finanskrisen har tatt bort flere av finansieringskildene for den høye konsumveksten de senere årene. Subprimeboliglån har forsvunnet. Kredittkortene sitter langt fra like løst som tidligere. Husholdningenes formuer har

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

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

¹ Uten Kina.

Kilde: OECD i mars, NIESR og IMF i april og Consensus Forecasts i mai. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

falt markert som følge av nedgangen i boligpriser og aksjekurser. Sysselsettingen falt i april med mer enn 500 000 personer for sjette måned på rad. Til sammen har sysselsettingen falt med nær seks millioner siden fallet begynte tidlig i 2008. Arbeidsledighetsraten var i april steget til 8,9 prosent, opp 0,4 prosentpoeng fra måneden før og en dobling siden bunnen i mars 2007. Rentenedgang, skatteletter og tegn til bedring i kredittmarkedene vil bidra til å begrense nedturen for husholdningene. Høy gjeld, stigende arbeidsledighet og svak inntektsutvikling vil imidlertid bidra til å dempe konsumet i lang tid framover.

Konjunkturedgangen startet i boligmarkedet, og boliginvesteringene har nå falt 13 kvartaler på rad. I 1. kvartal i år var fallet på hele 11,3 prosent. Totalt har boliginvesteringene nå falt med 51 prosent. Omsetningsnedgangen for nye og brukte boliger har flatet ut siden årsskiftet. Boligprisene har imidlertid fortsatt i bratt utforbakke, og er nå redusert med om lag 30 prosent siden toppen for tre år siden. Banker har lagt ut mange boliger for tvangssalg med rabatterte priser på nyåret, noe som bidrar til å forklare både at fallet i omsetning har stoppet opp og at boligprisene har fortsatt nedover.

Investeringsnedgangen er nå bredt basert og har tiltatt i styrke. Siden i fjor sommer har også investeringer utenom bolig falt med tiltakende fart, og i 1. kvartal i år var nedgangen på 11 prosent fra kvartalet før. Dollaren er betydelig sterkere enn i fjor sommer. Det bidrar til å redusere eksportnæringenes konkurransevne. Kombinert med etterspørselssvikt internasjonalt har dette medført et kraftig fall i eksporten, på henholdsvis 6,5 og 8,5 prosent de to siste kvartalene.

Industriproduksjonen har falt sammenhengende siden januar 2008. Særlig siden i fjor høst har nedgangen vært bratt, og det er få tegn til bedring så langt. Bilindustrien, som sysselsetter svært mange, både direkte og indirekte gjennom underleverandører, er særlig hardt rammet. Flere av de store bilprodusentene er truet av konkurs. General Motors ser nå ut til å gå mot en styrt konkurs, der et statseid foretak midlertidig vil overta de deler av selskapet som har livets rett. Også bedrifter som har klart seg relativt godt har slitt med å skaffe finansiering på grunn av svikten i kredittmarkedet. Differansen mellom rentene på private obligasjoner og statsobligasjoner har falt, men er fortsatt på høye nivåer. Sammen med lav kapasitetsutnyttning peker det i retning av fortsatt svak utvikling for investeringene framover. Det kraftige fallet i industriproduksjonen skyldes til dels lagernedbygging. Når lagerbeholdningene tømmes vil produksjonen etter hvert måtte øke for å tilfredsstille etterspørselen. Aksjekursene har stabilisert seg etter det kraftige fallet i fjor høst, og volatiliteten er redusert. Indikatorer for næringslivets forventninger har tatt seg noe opp de siste par månedene, men er fortsatt på svært lave nivåer. Samlet indikerer dette at vi kanskje har lagt den verste perioden bak oss, men at utviklingen vil bli svak enda en stund framover.

Inflasjonen målt ved tolv månedersveksten i KPI, har falt fra toppnivået på mer enn 5 prosent i fjor sommer til -0,6 prosent i april i år. Dette skyldes først og fremst det kraftige fallet i internasjonale råvarepriser, særlig i olje- og bensinprisene. Underliggende inflasjon, målt ved konsumprisindeksen justert for mat- og energivarer, falt med om lag 0,5 prosentpoeng mot slutten av fjoråret, men har siden ligget i underkant av 2 prosent.

Den svake konjunktursituasjonen bidrar sammen med dollarstyrkingen i fjor høst til å dempe prisstigningen. Råvareprisene har den siste tiden steget igjen, og vil trolig bidra til at inflasjonen vil øke litt i løpet av året. Vi venter likevel at inflasjonen holder seg lav de nærmeste årene, og at den vender tilbake til mer normale nivåer når økonomien nærmer seg en ny høykonjunktur mot slutten av prognoseperioden. Den ekspansive pengepolitikken som nå føres med renter nær null og likviditetstilførsel i stor skala, skaper imidlertid fare for at inflasjonen kan bli svært høy lenger fram i tid om ikke pengepolitikken reverseres i tide.

Indikatorer på mistillit til bankene, som rentedifferansen mellom bankobligasjoner og statsobligasjoner og påslaget mellom styringsrenter og pengemarkedsrenter, har falt siden toppnivåene i vinter. Det er imidlertid langt igjen til nivåer som var normale før finanskrisen startet. Det kan ennå ta lang tid før bankene klarer å slanke sine balanser tilstrekkelig og at tilliten til bankene er gjenopprettet, slik at finansmarkedene igjen kan fungere tilfredsstillende. I mellomtiden strekker den amerikanske sentralbanken seg langt for å tilføre likviditet til markedet, mens de nasjonaliserte boliglån-skjempene Freddie Mac og Fannie Mae som en del av myndighetenes "Financial Stability Plan" tilbyr refinansiering og gunstige nedbetalingsbetingelser for å hjelpe folk gjennom en vanskelig periode. Den amerikanske sentralbanken har kuttet styringsrenta fra 5,25 prosent sommeren 2007 til nær null tidlig i 2009. De fleste amerikanske husholdninger har imidlertid fastrentelån knyttet opp mot obligasjonsrenter med lang løpetid. Boliglånsrentene amerikanske husholdninger står overfor har derfor falt betydelig mindre enn tilfellet har vært for eksempel i Norge, der boligeierne gjennomgående har flytende rente. I slutten av mai var boliglånsrentene hos Freddie Mac i området 4,5-5 prosent.

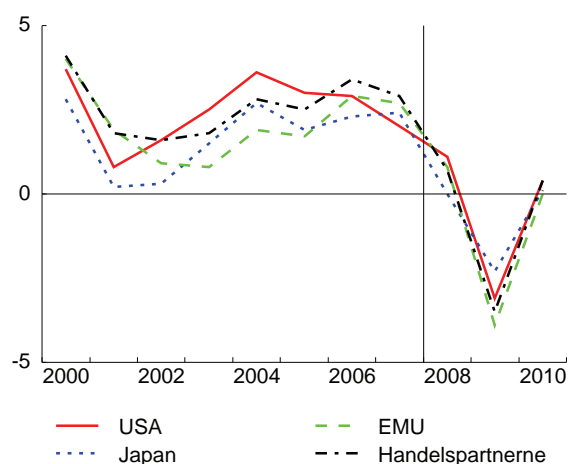
Ekspansiv finanspolitikk bidrar til å dempe nedgangen i amerikansk økonomi. Skattelette og opprustning av infrastruktur er sentrale elementer i den finanspolitiske stimuleringspakken som ble vedtatt i vinter. Størrelsen på pakken tilsvarende om lag 6 prosent av BNP, fordelt på 2009 og 2010. Den ekspansive finanspolitikken gir store budsjettunderskudd, som skaper bekymring for statens finansielle posisjon på lengre sikt.

Amerikansk økonomi er nå inne i en bratt konjunktturnedgang. Vi legger til grunn for våre prognoser at perioden med de største produksjonsfallene er passert, men at lavkonjunkturen blir relativt dyp og langvarig og at bunnen ikke passerer før i 2011. Vi anslår at BNP vil falle både i år og neste år, med henholdsvis 4 og 0,7 prosent, før veksten tar seg gradvis opp til 3,1 prosent i 2012.

1.2. Liten grunn til stor optimisme i Europa

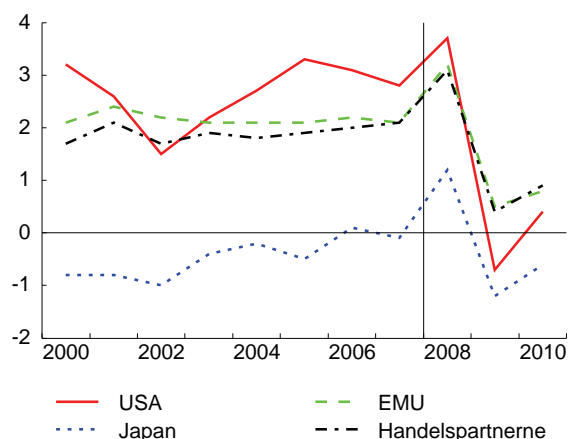
Ledende indikatorer bærer for tiden bud om at nedgangskonjunkturen i Europa kan være i ferd med å avta i styrke. Likevel er det liten grunn til stor optimisme.

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



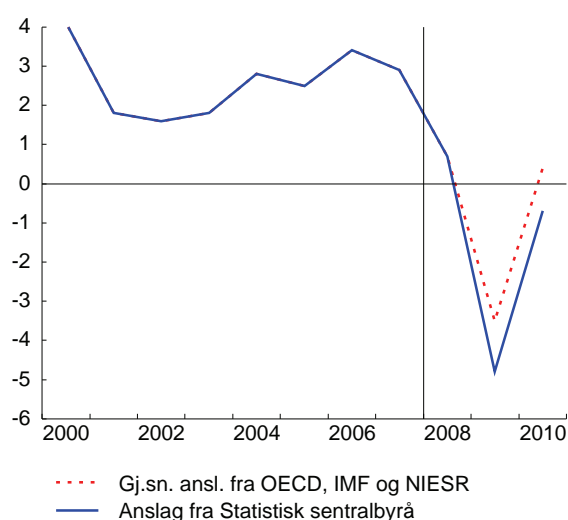
Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

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

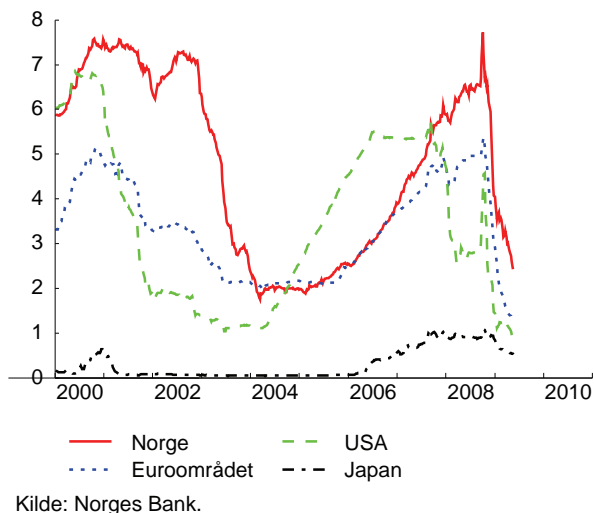


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

Figur 1.7. BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.8. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Euroområdet BNP falt med hele 2,5 prosent fra 4. kvartal i fjor til 1. kvartal i år. Selv om produksjonsfallet vil avta vesentlig i tiden som kommer – både som følge av tekniske korreksjoner og mindre fart i nedbyggingen av lager – er det vanskelig å se for seg at nye vekstimpulser på kort sikt vil klare å oppveie for den samlede effekten av svake internasjonale utsikter, husholdninger og bedrifter som ønsker å redusere sine gjeldforpliktelser samt banker som må slanke sine balanser. Selv om vi ser for oss at perioden med de største produksjonsfallene nå er passert, innebærer dette at gjeninnhentingene nok vil være svært svak i tiden som kommer og at det vil ta tid før økonomien kan sies å være på fote igjen. I våre prognoser gir dette seg utslag i et vekstanslag som for 2009 er justert ned til -4,9 prosent, fulgt av fortsatt negativ vekst på -0,8 prosent i 2010. Vi ser imidlertid for oss at nedgangskonjunkturen i Europa vil passere bunnen i løpet av 2011 slik at veksten vil ta seg opp til henholdsvis 0,6 og 1,8 prosent i 2011 og 2012. Til tross for dette vil euroområdet i våre prognoser ikke være ute av lavkonjunkturen i løpet av prognoseperioden.

Foreløpige tall for BNP i euroområdet i 1. kvartal i år ga inntrykk av en økonomi i nærmest fritt fall, med en nedgang fra kvartalet før på 2,5 prosent. Bak dette fallet finner vi et historisk stort fall i tysk økonomi på hele 3,8 prosent. Det er kun landene i Baltikum som kan vise til svakere vekst i Europa. Alle landene i euroområdet, med unntak av Kypros der det var nullvekst, opplevde negativ kvartalsvekst i første kvartal. Det er imidlertid fortsatt store vekstforskjeller landene imellom. BNP falt med 11,2 prosent i Slovakia, og Storbritannia, Spania og Italia var alle ned med rundt 2 prosent. Frankrike derimot klarte seg noe bedre med et fall på 1,2 prosent. Veksten var gjennomgående negativ i alle østeuropeiske land. For eksempel falt aktiviteten både i Ungarn og Bulgaria med rundt 2,5 prosent og Tsjekkia opplevde et fall fra samme kvartal året før på 3,4 prosent. Foreløpige tall for fransk og tysk økonomi tyder på at det fortsatt er sviktende investeringer og sterkt fallende eksport som har bidratt til den svake utviklingen. Til

forskjell fra Tyskland var imidlertid investeringsfallet betydelig svakere i Frankrike. Kombinert med et sterkere fall i fransk import og dermed et svakere negativt bidrag fra utenrikshandelen, forklarer dette noe av den store vekstforskjellen disse landene mellom. Imidlertid er det verdt å merke seg at konsumet bidrar positivt til veksten for begge lands vedkommende.

Når det gjelder våre to naboland Danmark og Sverige, så blir nasjonalregnskapstallene for 1. kvartal i år først publisert etter at denne rapporten har gått i trykken. Imidlertid var tallene for 4. kvartal i fjor svært svake for begge lands vedkommende og viste kvartalsvise BNP-fall på henholdsvis 2 og 2,4 prosent. Ser vi på utviklingen gjennom siste kvartal i fjor, vil dessuten svak detaljhandel og fallende investeringer bidra til å trekke veksten ned i begge land også i 1. kvartal i år. Dessuten har både svensk og dansk industriproduksjon fortsatt å falle med uforminskert styrke i samtlige måneder frem til mars i år. Til forskjell fra Danmark, skyldtes imidlertid en vesentlig del av den svake 4. kvartalsveksten i Sverige en relativt kraftig lagerkorreksjon. Sammen med detaljhandelstall som viser vekst fra 4. kvartal i fjor til 1. kvartal i år, kan dette bidra til å bremse det forventede fallet i første kvartal noe. Imidlertid skal vi her ikke ha for store forhåpninger da antall førstegangsregistrerte biler forsetter å falle og tjenestekonsumet, basert på ikke sesongjusterte tall, viser relativt svak utvikling. I Danmark kan en lagerkorreksjon ha bidratt til et betydelig aktivitetsfall i 1. kvartal i år. På den annen side har nybilsalg og detaljhandel tatt seg noe opp de siste månedene.

Ser vi litt nærmere på utviklingen i euroområdet gjennom 1. kvartal i år skjuler tallene en uvanlig sterk og vedvarende nedgang i industriproduksjonen. Industriproduksjonen falt med i overkant av 2 prosent i samtlige av kvartalets tre måneder. Detaljhandelstallene for mars viste dessuten at den pågående korreksjonen i detaljhandelen er akselererende. Alt i alt vil en slik kvartalsutviklingen gi et negativt bidrag til veksten også i 2. kvartal. Den stadig høyere arbeidsledigheten vil også bidra til å holde konsumveksten nede i tiden som kommer. Arbeidsledigheten i euroområdet var i mars 8,9 prosent. Med de vekstutsiktene vi legger til grunn i våre prognoser og gitt det faktum at arbeidsledighetstallene bare så vidt har begynt å reflektere styrken i nedgangskonjunkturen det siste halve året, vil trolig ledigheten snart overstige rekordnivået i 1994 på 10,8 prosent.

De svært svake 1. kvartalstallene øker dessuten frykten for at de europeiske finansmarkedet kan stå overfor en ny bølge med finansrelaterte problemer. Den sterkt negative veksten vil slå ut i økte tap i tiden som kommer, både via en økning i antall misligholdte lån og en økning i antall konkurser. Dette vil kunne lede til en forsterking av dagens kredittørke og en ond sirkel der kredittskvisen og nedgangskonjunkturen virker gjensidig forsterkende på hverandre. Spesielt utsatt i så måte er de østeuropeiske landene der bankvesenet i stor grad

er både drevet og eid av banker fra Vest-Europa. En vesentlig økning i tapene i denne regionen vil derfor kunne lede til kapitalflukt, selv om statlige garantier og direkte støtte fra internasjonale institusjoner som IMF, European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), Den Europeiske Investeringsbanken (EIB) og Verdensbanken så langt har bidratt til å stabilisere utviklingen.

Et problem knyttet til tilbudet av kreditt på litt lenger sikt, er at bankene i euroområdet, og da spesielt Tyskland, så langt i liten grad har bokført tapene som skriver seg fra bortfallet av markedet for såkalte strukturelle finansielle produkter. I Tyskland blir det for tiden utarbeidet en plan der bankene blir gitt anledning til på frivillig basis å opprette sin egen "bad bank" – et datterselskap opprettet med det for øye å avlaste hovedbankens regnskaper for de ukurante strukturelle produktene. Dette datterselskapet er så ment å kjøpe ukurante strukturelle produkter fra hovedbanken for 90 prosent av bokført verdi. Som betaling vil så staten gi datterselskapet muligheten til å utstede statsgaranterte verdipapirer, papirer som hovedbanken på sin side kan bruke for å tiltrekke seg mer kapital. Hadde staten fungert som garantist for fremtidige tap på den strukturelle produktporteføljen til datterselskapene, ville dette kunne fungert som et utlånsinsentiv for de bankene som velger å ta del i ordningen. I følge planen er det imidlertid bankene selv, og ikke staten, som er fullt ut ansvarlig for eventuelle fremtidige tap på porteføljen. Hvis datterselskapene i fremtiden vil måtte selge strukturelle produkter med et tap, vil således bankene måtte dekke dette ved å trekke på egne midler. Dette betyr at en usikker andel av fremtidige inntekter vil måtte settes av for å kunne betjene fremtidige tap, et forhold som neppe vil gi bankene et påskudd i dag til å blåse opp balansene ved å delta i ordningen.

Et annet forhold som legger en klar demper på vekstutsiktene framover, er utviklingen i Europas samlede statsgjeld. Som følge av finanskrisen og behovet for å føre ekspansiv finanspolitikk, vil flere land i euroområdet se en dobling av statsgjelda som andel av BNP i åra som kommer. Eurosonens vekst- og stabilitetspakt – som setter en grense for statsgjelda som andel av BNP på 60 prosent – vil, sammen med frykten for at enkelte land regelrett skal gå konkurs, således tvinge fram en finansiell konsolidering i åra som kommer. Enkeltstatenes soliditet ble ikke minst aktualisert med S&Ps nylige advarsel om en mulig forestående nedgradering av britisk statsgjeld. Fra før vet vi at både Spania og Irland har opplevd å få degradert sin statsgjeld av S&P.

Dette til tross, rentedifferansene mellom tyske og andre europeiske lands statsobligasjoner har i det siste skrumpet betydelig inn. For eksempel har rentedifferansen mellom irske og tyske statsobligasjoner siden 1. april i år krympet med i underkant av 0,7 prosentpoeng, og ser vi på italienske og spanske statsobligasjoner har de tilsvarende rentedifferansene i samme periode gått ned med i overkant av 0,4 prosentpoeng. Årsaken til dette

er delvis å finne i siste tids markedsrally som i tillegg til en oppgang på børsen, har ført til en markert økning i etterspørselen etter statsobligasjonene til land som det i utgangspunktet ble stilt spørsmål ved kredittverdigheten til grunnet høy gjeldsandel. Dessuten har rentene på tyske statsobligasjoner steget i det siste, både som følge av svake makrotall og frykt for hva som kan skje hvis nedgangskonjunkturen varer ved. Når alt kommer til alt ser derfor innsnevringen av rentedifferansene ovenfor Tyskland ut til å ha vært drevet av en relativ svekkelse i tilliten til tysk økonomi.

Imidlertid er bildet for tiden langt fra helsvart. Tilliten til finansmarkedene ser ut til å være på bedringens vei. Dette illustreres blant annet ved den siste tidens innsnevring av rentedifferansene mellom sikre og usikre verdipapirer. En dekomponering av de franske og tyske 1. kvartalstallene tyder dessuten på at det foregikk en relativt kraftig lagerkorleksjon i 1. kvartal i år. Dette indikerer at vekstfallet i eurosonen kan ha vært en følge av at bedriftene har kuttet produksjonen mer enn fallet i etterspørselen. I så fall bør vi snart kunne få se en økning i produksjonen som følge av at produsentene vil måtte begynne å møte etterspørselen med økt produksjon i stedet for fortsatt salg fra lager. En slik mulighet blir dessuten understøttet av utviklingen i en del ledende indikatorer. For eksempel steg både tyske industriordrer og tysk eksport i mars, og i april steg stemningen i det tyske næringslivet, riktignok fra det laveste nivået på 26 år. I følge indeksen til det tyske forskningsinstituttet, ZEW, som er basert på en spørreundersøkelse blant institusjonelle investorer og finansanalytikere, fortsatte denne utviklingen i mai da indeksen steg til sitt høyeste nivå på tre år. Når det gjelder euroområdet sett under ett, har stemningen i det europeiske næringslivet, målt ved den såkalte innkjøpssjefsindeksen, steget i april.

Inflasjonen i euroområdet har fortsatt å falle på nyåret og lå i april på 0,6 prosent, klart under ESBs inflasjonsmål. Selv om hovedårsaken til fallet i begynnelsen av året var relatert til lave og fallende priser på råolje og jordbruksprodukter, tyder fallende kjerneinflasjon nå på at årsaken til fallet er bredt basert. Gitt vår forutsetning om en moderat økning i oljeprisen gjennom 2009, samt våre relativt dystre prognoser for den framtidige konjunkturutviklingen, vil inflasjonen være svak også i tiden som kommer. Dette vil blant annet skje som følge av lavere importpriser, økt konkurranse og den modererende effekten en etter hvert klart høyere ledighet vil ha på både lønnsvekst og marginer. Som tidligere ser vi derfor for oss at tolv månedersveksten i konsumprisene vil kunne bli negativ i enkelte måneder av inneværende år. Vi legger imidlertid til grunn at prisveksten, blant annet som følge av høyere oljepriser, ekspansiv penge- og finanspolitikk og et mer velfungerende kredittmarked, vil ta seg gradvis opp igjen i siste del av 2009 og i 2010. Vi ser imidlertid ikke for oss at inflasjonen vil være i overensstemmelse med ESBs inflasjonsmål før i slutten av prognoseperioden. Et slikt inflasjonsbilde vil

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend falt fra om lag 146 dollar fatet i begynnelsen av juli i fjor til om lag 45 dollar i begynnelsen av januar i år. Siden har oljeprisen steget gradvis og var i slutten av mai knapt 60 dollar fatet. Gjennomsnittsprisen i 2008 var 96 dollar per fat, mot noe over 72 dollar i 2007. Som gjennomsnitt av årets fem første måneder var prisen noe under 48 dollar.

Den viktigste grunnen til det kraftige oljeprisfallet gjennom siste halvår i fjor var den internasjonale finanskrisen som reduserte etterspørselen i OECD, både i USA, Europa og Japan. Krisen spredte seg til andre land og førte til en relativt stor nedjustering av etterspørselen i land utenfor OECD, slik som Kina og India. At oljeprisen har steget gjennom våren forklares først og fremst gjennom OPECs kutt i oljeproduksjonen, men det er nok også en korleksjon etter det kraftige fallet i høst.

Den globale etterspørselen etter råolje falt med 0,4 millioner fat per dag fra 2007 til 2008, etter å ha steget siden begynnelsen av 1980-tallet. IEA (International Energy Agency) forventer at oljeetterspørselen vil falle videre med 2,6 millioner fat per dag fra 2008 til 2009, som tilsvarer et fall på 3 prosent. Dette representerer en kraftig revisjon nedover i forhold til tidligere anslag. Nedjusteringen er først og fremst knyttet til etterspørselen i OECD. I tillegg er det i 2009 bare forventet en marginal økning i etterspørselen i Midt-Østen, mens etterspørselen er forventet å holde seg konstant i Kina og India. EIA (Energy Information Administration) forventer at den globale etterspørselen vil ta seg opp med 0,7 millioner fat per dag fra 2009 til 2010.

Samtidig anslår IEA produksjonen utenfor OPEC går ned med 0,3 millioner fat daglig. Økningen utenfor OECD er spesielt forventet å komme i Brasil. Dessuten forventes det at 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 2009, i likhet med de syv foregående årene. EIA forventer at oljeproduksjonen utenfor OPEC bare vil øke marginalt fra 2009 til 2010.

Ved tre anledninger i 2008 vedtok OPEC å redusere produksjonen med til sammen 4,2 millioner fat daglig. Det ser ut til at OPEC gjennomgående har maktet å redusere produksjonen med 80 prosent av de varslede kuttene. Dersom OPEC holder produksjonen på nåværende nivå, vil de globale lagrene av råolje i 3. kvartal falle med om lag 0,6 millioner fat daglig. Dette er en periode der lagrene normalt bygges opp, først og fremst for å fylle opp lagrene av fyringsolje til vintersesongen. Ifølge IEA er lagrene av råolje i de fleste regioner i OECD over gjennomsnittet for de siste fem årene. Dersom lagrene faller noe i tiden fremover, kan dette føre til at lagersituasjonen ikke legger en demper på den videre prisutviklingen.

Vi antar at oljeprisen holder seg noenlunde uendret i tiden fremover, slik at årsgjennomsnittet for 2009 blir om lag 55 dollar fatet. Vi antar videre at oljeprisen vil øke gradvis til 80 dollar per fat i 2012.

understøtte kjøpekraften og således konsumet i tiden som kommer.

Det gjøres for tiden mye fra myndighetenes side for å få økonomien på fote igjen. I tillegg til å sette av penger for direkte kapitalinnsprøytning i likviditetsskrapte banker, har myndighetene i en rekke land valgt å gi bankvesenet betydelige låne- og kredittgarantier. I Tyskland planlegger dessuten regjeringen nå å følge Storbritannias eksempel ved å forberede seg på nasjonalisering av banker som får akutte problemer, selv om dette neppe vil være aktuell politikk før i etterkant av valget i september. På rentesiden har ESB siden oktober i fjor redusert sitt midtmål for styringsrenta med 3,25 prosentpoeng slik at dette nå ligger på rekordlave 1 prosent. Inntil nylig ble dessuten den faktiske styringsrenta holdt et stykke ned mot gulvet av det nye styringsrenteintervallet på +/- 0,75 prosent ved tilførsel av likviditet. ESB har imidlertid i det siste normalisert likviditetstilførselen da den effektive styringsrenta, gitt ved renta i den helt korte enden av det indekserte swapmarkedet, nå kun avviker marginalt fra midtmålet for styringsrenta på én prosent. Med en tremåneders pengemarkedsrente på noe i underkant av 1,3 prosent impliserer dette et påslag på rundt 0,3 prosentpoeng. Selv om Swaprenter med tre til seks måneders løpetid priser inn muligheten for ytterligere pengepolitisk stimulans i tiden som kommer, representerer dette en

betydelig nedgang siden februar i år da dette påslaget lå på nærmere 0,7 prosentpoeng.

I tråd med et svakt konjunkturtelt utviklingsforløp, tror vi markedsrentene vil fortsette å holde seg lave i tiden som kommer. Imidlertid ser vi ikke for oss ytterligere rentekutt fra ESB. Dette er for øvrig i overensstemmelse med det som er priset inn i markedet for fremtidige renteavtaler der det, om noe, er priset inn en mulighet for en 0,25 prosent økning i styringsrenten på ett års sikt. Det at likviditetstilførselen har normalisert seg, tyder også på at ESB nå ser for seg at styringsrenta har nådd sin bunn. I tråd med dette antas tre måneders pengemarkedsrente i våre prognoser å bli liggende stabilt på 1,3 prosent til et godt stykke ut i 2010. Fra annen halvdel av 2010 av og ut prognoseperioden ser vi imidlertid for oss en gradvis renteøkning, slik at tre måneders pengemarkedsrente blir liggende på 3,8 prosent ved prognoseperiodens slutt. Med en inflasjon på rundt 1,8 prosent tilsvarer det en realrente på 2 prosent.

1.3. Asia fortsatt tilkoblet

I Kina og India har BNP fortsatt å vokse, selv om veksten har avtatt betydelig også der, mens det har vært et markert fall i resten av Asia de siste to kvartalene. I Kina tyder nasjonalregnskapstall på at veksten har tatt seg opp i 1. kvartal, først og fremst drevet av investeringer i infrastruktur. Også i Sør-Korea stoppet fallet i BNP i 1. kvartal, mens Singapore og Japan opplevde en

forsterket nedtur, med fall i BNP på henholdsvis 5 og 4 prosent. Kollapsen i internasjonal handel har rammet hardt i Asia. Jo mer eksportorientert landet er, og jo mer orientert eksporten er mot sykliske produkter som biler, desto brattere har nedturen vært. Månedstatiske viser at eksport og produksjon har tatt seg noe opp de siste månedene. Svake vekstutsikter i USA og resten av OECD-området vil imidlertid bidra til å legge en demper på veksten også i Asia framover.

Noen faktorer kan imidlertid trekke i retning av en relativt rask opptur i Asia. Land med omfattende produksjon av sykliske varer som biler, elektronikk og maskiner fikk en kraftig nedtur, men det kan også gi en kraftig opptur. Det er generelt mer rom for, og også vedtatt mer ekspansiv finanspolitikk. Med unntak for Japan har de store økonomiene rom for sterk vekst i offentlig konsum og investeringer over en lengre periode. Lavere gjeld både i husholdninger og næringsliv gir dessuten mindre behov for finansiell konsolidering.