

# 1. Internasjonal økonomi

Den internasjonale nedgangskonjunktoren har akserlerert gjennom høsten. Nedgangen rammer bredt, og ingen land eller områder ser ut til å kunne agere som motkraft. Kredittmarkedene fungerer ikke normalt, selv om sentralbankene har satt ned styringsrentene og tilført store mengder likviditet. Problemene startet allerede høsten 2007, men eskalerte dramatisk gjennom nasjonalisering av de amerikanske boliglånsgigantene Fannie Mae og Freddie Mac og forsikringsselskapet American International Group, og særlig da amerikanske myndigheter lot Lehman Brothers gå over ende i midten av september. Dette har bidratt til en kraftig nedgang i aksjemarkedene og en ytterligere svekkelse av tilliten i finansmarkedene. Banksektoren har store problemer. Resultatet har blitt strengere utlånspraksis og høyere lånekostnader. Til tross for at sentralbankene har økt tilførselen av likviditet, er differansen mellom styringsrenter og pengemarkedsrenter fortsatt på et meget høyt nivå. Virkemidlene i pengepolitikken er i stor grad rettet mot å få kredittmarkedene til å fungere mer normalt, og evnen til å stimulere økonomien i tradisjonell forstand er i mellomtiden svekket.

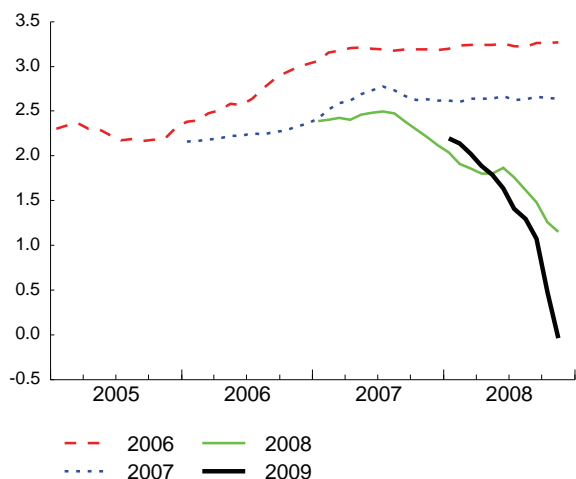
Industriproduksjonen har falt siden begynnelsen av året i de fleste OECD-land. Situasjonen er særlig kritisk for bilindustrien i USA, men også i Europa og Asia rammes denne industrien hardt. Bygg- og anleggsbransjen er kraftig rammet av nedgangen i boligmarkedet og husholdningenes forbruk svikter. De fleste OECD-land har opplevd fall i BNP i 3. kvartal i år, enkelte også i 2. kvartal. Vi venter at BNP for OECD-området vil falle på årsbasis i 2009, som i så fall blir det første året siden 2. verdenskrig med fallende BNP for industrilandene sett under ett. Under slike omstendigheter kan en også forvente at utviklingslandene rammes, både gjennom at kredittskvisen reduserer investeringene fra innen-

landske og utenlandske aktører og gjennom lavere internasjonal etterspørsel. Det er også klare tegn til at nedturen smitter til framvoksende økonomier som Kina, India, Russland og Brasil. I disse landene har børsen falt kraftig og det har vært nedgang i BNP-veksten. Forventningsindikatorer styrker inntrykket av at verdensøkonomien går inn i en synkronisert og markert lavkonjunktur.

Råvareprisene har falt kraftig gjennom høsten. Oljeprisen har falt fra en topp på 147 dollar i juli, til rundt 50 dollar fatet i slutten av november. The Economists indeks for råvarer utenom olje har falt med 40 prosent siden juli. FNs matprisindeks har falt med om lag 25 prosent i den samme perioden. Sammen med den kraftige oppbremsingen i realøkonomien, er det derfor ventet at konsumprisinflasjonen vil falle markert, særlig i USA, der oljeprisen utgjør en større andel av bensinprisen enn i de fleste OECD-land. Både i USA og Europa venter vi en periode med fallende konsumpriser neste år. I Kina, der matvarer utgjør en relativt stor andel av konsumet, hadde inflasjonen falt til 4 prosent i oktober, fra en topp på nær 9 prosent i februar. Den kraftige dollarstyrkingen trekker også i retning av lavere inflasjon i USA og land med dollartilknytning, men virker med motsatt fortegn andre steder.

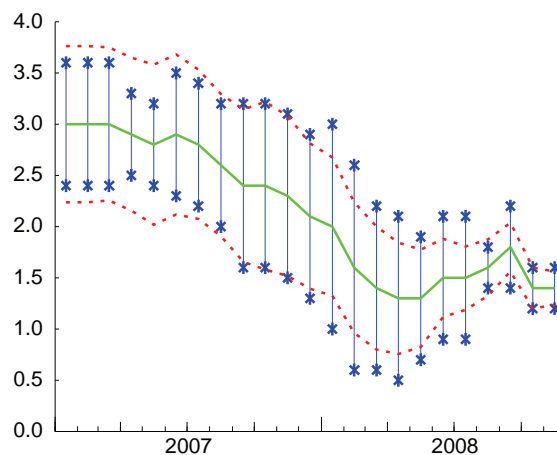
Som en respons på den globale nedturen har sentralbankene de fleste steder kuttet rentene kraftig, og mer er i vente. I tillegg kommer massive markedsoperasjoner for å øke likviditeten. Vi venter at rentene i OECD-området raskt vil falle til om lag samme nivå som under konjunkturedgangen tidlig på 2000-tallet. Vi tror imidlertid at sentralbankene vil sørge for at de stiger tidligere denne gangen, for å redusere faren for at nye bobler skal oppstå. Det er annonsert ekspansiv

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.

finanspolitikk i mange land. EU planlegger en finanspolitisk stimulanpakke i størrelsesorden 1,5 prosent av unionens BNP. Påtroppende president i USA, Barack Obama, lover også ekspansiv finanspolitikk på nyåret. Kina har store finansielle reserver og planlegger å bruke betydelige summer for å stimulere økonomien framover. Den ekstreme usikkerheten i finansmarkedene fra midten av september ser ut til å være redusert, men vi venter at betydelige usikkerhet vil fortsette å prege markedene gjennom 2009. Deretter legger vi til grunn en gradvis normalisering etter hvert som konjunktorene igjen begynner å peke oppover.

For 2009 er våre vekstanslag for internasjonal økonomi noe lavere enn det blant andre IMF, OECD og Consensus forecasts har publisert i november. Vi venter at konjunkturedgangen vil vare ved gjennom 2010, og legger nå til grunn at konjunkturbunnen først passeres ved inngangen til 2011. Dette innebærer at vi ser for oss den kraftigste konjunkturedgangen internasjonalt siden 2. verdenskrig. Vi venter at også inflasjonen normaliseres, etter hvert som den økonomiske veksten så vel som råvareprisene tar seg opp igjen, og blir mer i tråd med sentralbankenes inflasjonsmål i løpet av 2010.

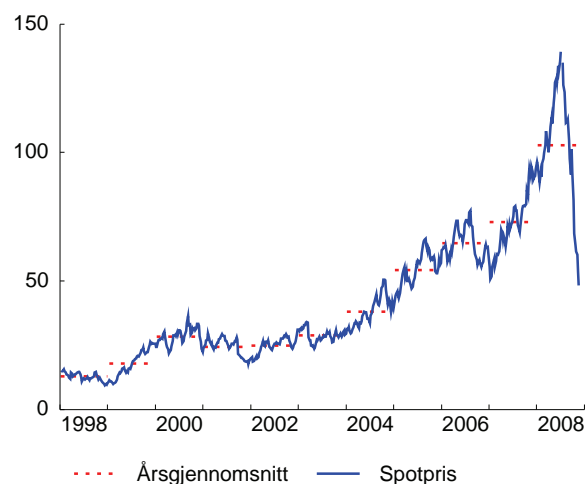
### 1.1. Konjunkturedgangen forsterkes i amerikansk økonomi

Den amerikanske konjunkturedgangen har forsterket seg. Etter et kortvarig oppsving i 2. kvartal i år, som i stor grad kan tilskrives midlertidige finanspolitiske stimulanter og kraftig vekst i eksporten og fall i importen som følge av rekordsvak dollar, falt BNP i 3. kvartal i år med 0,5 prosent målt som årlig rate. Nedgangen skyldtes særlig at husholdningenes konsum falt, for første gang siden 1991, og at investeringene fortsatte å falle. I tillegg har høstens dollarstyrking bidratt til en betydelig svekkelse av utenrikshandelen. Økt vekst i offentlig forbruk bidro til å dempe nedgangen.

Boliginvesteringene i USA har nå falt 11 kvartaler på rad, med til sammen 45 prosent siden slutten av 2005. Boligprisene har falt med om lag 20 prosent siden toppen i 2006. Både boligbyggingen og omsetningen av nye boliger har fortsatt å falle, og er på de laveste nivåer siden tidlig på 1990-tallet. Det er få tegn til bedring i boligmarkedet. Et unntak kan en imidlertid finne i omsetningstall for brukte boliger. Der stoppet fallet opp i første halvår i år, og det er antydning til oppgang de siste månedene. Hvis denne oppgangen fortsetter, kan en vente at etterspørselen etter hvert vil øke også etter nye boliger, slik at boligbyggingen kan øke igjen. Vi venter imidlertid lav omsetning og fallende priser i boligmarkedet enda en tid framover.

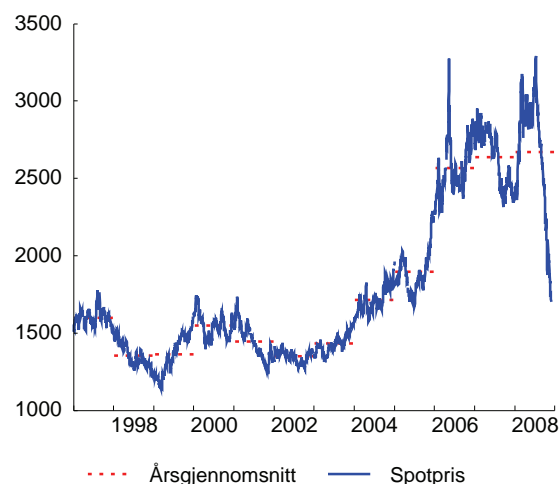
Også investeringer utenom bolig falt i 3. kvartal. Etterspørselen svikter både fra husholdningene og internasjonalt, og overskuddene i næringslivet falt for femte kvartal på rad. Amerikansk eksportindustri har lenge vært understøttet av at dollaren har svekket seg gjennom det meste av 2000-tallet. Siden i sommer har imidlertid dollaren styrket seg med hele 20 prosent

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.

mot euro. Bedriftene opplever en alvorlig ordrevikt som følge av kredittskvis og fallende salg. Dette borger for fall i investeringene framover. Bilindustrien, som sysselsetter mange både direkte og gjennom underleverandører, er særlig hardt rammet, og forhandler med myndighetene om en mulig redningspakke. Med styrket dollar og svak internasjonal etterspørsel går særlig eksportorienterte bedrifter vanskelige tider i møte.

Aksjekursene har falt kraftig det siste året. S&P 500-indeksen er nær halvert siden i fjor høst. Det meste av nedgangen har kommet de siste tre månedene. Forventningsindikatorer er gjennomgående på de laveste nivåer vi har sett på flere tiår. Dette tilsier en fortsatt svak utvikling i næringslivet framover.

Husholdningenes forbruk er redusert på grunn av høy inflasjon, kraftig fall i boligmarkedet og etter hvert i aksjemarkedet, og mindre tilgang på kreditt. Råvareprisene har falt kraftig siden i sommer, noe som allerede

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

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

<sup>1</sup> Uten Kina.<sup>2</sup> Prisvekst i euroområdet.

Kilde: NIESR fra oktober, Consensus Forecasts, IMF og OECD fra november 2008. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

viser seg i fallende konsumprisvekst. Kraftige rentekutt fra sentralbanken og massive intervensjoner for å øke likviditeten har hittil hatt begrenset effekt på realøkonomien. Kredittmarkedene fungerer fortsatt dårlig, og det er store rentepåslag og streng utlånspraksis i bankene. Det store flertallet av amerikanske husholdninger har dessuten fastrentelån til bolig, som er knyttet til obligasjoner med lang løpetid, der rentene har steget. Referanserentene på lån hos boliglånsgigantene Freddie Mac og Fannie Mae var i slutten av november om lag 5 prosent, rundt ett prosentpoeng høyere enn bunnen i januar 2008.

Arbeidsmarkedet har svekket seg betydelig. Sysselsettingen har falt hver eneste måned siden januar, og arbeidsledigheten skyter i været. Fra en bunn på 4,4 prosent i fjor var ledigheten i oktober i år kommet opp i 6,5 prosent, og utviklingen har akselerert gjennom høsten. Et svakere arbeidsmarked rammer husholdningenes inntekter og forbruk. Forventningsundersøkelser bærer bud om fortsatt fall i husholdningskonsumet når vi beveger oss inn i 2009.

Inflasjonen har falt markert siden toppen i sommer. I oktober var tolv månedersveksten i konsumprisene 3,7 prosent, mot 5,5 prosent i juli. Hovedårsaken er fallet i råvarepriser generelt, og oljeprisen spesielt. Konsumprisveksten vil fortsette å falle framover. Den svake konjunkturutviklingen bidrar til at vi kan vente fallende konsumpriser neste år. Høstens dollarstyrking trekker i samme retning. Deretter ventes det en normalisering av inflasjonen mot slutten av 2010.

Den amerikanske sentralbanken kuttet styringsrenta fra 5,25 prosentpoeng i september 2007 til 2 prosent i februar i år. Renta ble liggende på dette nivået fram til i høst. Etter at finanskrisen eskalerte i september har sentralbanken kuttet styringsrenta ytterligere to ganger, med til sammen 1 prosentpoeng. Omfattende krisepakker til bankene har hittil ikke lyktes med å normalisere forholdene i finansmarkedene, som fortsatt preges av stor usikkerhet. Bankene er mindre villige til å ta risiko og lånemarkedet er i ulage. Det gjør det vanskeligere å finansiere boligkjøp så vel som næringslivsinvesteringer, og bidrar til å redusere pengepolitikens gjennomslagskraft. Sentralbanken signaliserer derfor at den vil gå lenger i sin bruk av utradisjonelle virkemidler framover, blant annet gjennom kjøp av statsobligasjoner.

Sentralbanken håper at rentekutt sammen med ekstraordinære tiltak for å øke likviditeten og stabilisere finansmarkedene, etter hvert vil bidra til at den økonomiske veksten vil tilta. Sentralbanken har antydnet at renta vil bli satt ytterligere ned. Gulvet er imidlertid snart nådd og ytterligere pengepolitiske stimulanser må eventuelt komme gjennom likviditetsstyringen, i påvente av at situasjonen skal stabilisere seg i kredittmarkedene. De finansielle redningspakkene er siden 12. november utvidet til også å omfatte billån, studielån og kredittkortgjeld. Dette reflekterer økende bekymring for husholdningenes konsum. Finanspolitiske tiltak i stor skala er derfor på trappene, og påtroppende president Obama lanserte sent i november en ny krisepakke for amerikansk økonomi, der skattelette, veibygging og alternativ energi står sentralt for å holde amerikanerne i arbeid.

Vi venter at nedturen i amerikansk økonomi fortsetter, med fallende BNP-vekst gjennom 2009. Videre legger vi til grunn at lavkonjunktoren blir relativt langvarig og at konjunkturbunnen først passerer mot slutten av 2010, etter hvert som pengepolitikken begynner å virke og kredittmarkedet normaliseres, boligmarkedet snur til oppgang og husholdningenes konsum begynner å vokse. Våre anslag gir årsvekstrater på -1,1 neste år og 0 i 2010, før veksten tar seg opp til 2 prosent i 2011.

## 1.2. Dystre utsikter for Europa

Etter å ha vist god vekst fram til inngangen av 2008, har BNP i euroområdet falt sammenhengende med totalt 0,4 prosent fra 1. til 3. kvartal i år. Den økonomiske nedgangskonjunktoren var således godt i gang før finanskrisen økte i omfang i kjølvannet av Lehman Brothers konkursen midt i september. Svake makrotall og en sterkt dalende framtidstro blant konsumenter så vel som i næringslivet generelt, tyder også på at vi så langt trolig kun har sett opptakten til en markert konjunkturedgang. For euroområdet ser vi derfor for oss svak vekst i årene som kommer, med en vekstrate på noe i overkant av -1 prosent neste år fulgt av omlag nullvekst i 2010. Selv om vi ser for oss at veksten vil ta seg ytterligere opp i 2011, innebærer våre framskrivninger at euroområdet ikke vil være ute av lavkonjunktoren.

turen før et stykke ut i 2012. De svake konjunktorene, både regionalt og globalt, vil bidra til at inflasjonen i euroområdet etter hvert vil komme inn betydelig under det som er konsistent med inflasjonsmålet til den europeiske sentralbanken (ESB). Markedsrentene er i tråd med dette ventet å falle betraktelig i nærmeste framtid, hovedsakelig som følge av store kutt i styringsrentene til ESB. Realrentene vil derimot falle mindre som følge av vesentlig lavere inflasjon.

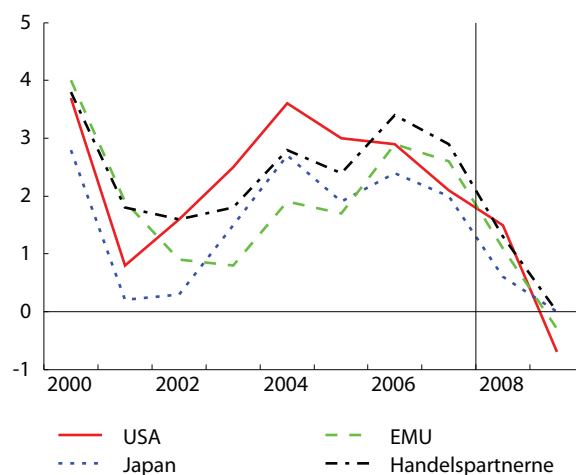
Nasjonalregnskapstallene for 3. kvartal i år bekreftet våre antagelser fra forrige konjunkturrapport om at BNP i euroområdet kom til å falle for andre kvartal på rad. Det er første gang på 15 år at dette skjer. De svake tallene for euroområdet under ett skjuler imidlertid fortsatt store vekstforskjeller landene imellom. Mens veksten i store land som Tyskland, Italia og Spania var negativ, var veksten fortsatt positiv i land som Hellas, Kypros og Østerrike. Med unntak av Frankrike, der den kvartalsvise veksten tok seg opp fra -0,4 til 0,1 prosent, faller imidlertid veksten fra 2. til 3. kvartal for samtlige land i euroområdet.

Også i Storbritannia har veksten avtatt kraftig i det siste, og var i 3. kvartal på -0,5 prosent. Også i våre naboland Sverige og Danmark, er situasjonen alt annet enn rosenrød. De svenske nasjonalregnskapstallene for 3. kvartal viser at BNP også der nå har falt i to kvartaler på rad. I Danmark økte BNP i 2. kvartal riktignok med 0,5 prosent etter å ha falt sammenhengende i de to foregående kvartalene. De nylig publiserte tallene for 3. kvartal, viste imidlertid at denne oppgangen kun var et midlertidig blaff. Med et fall på 0,5 prosent er BNP tilbake på nivået før oppgangen i 2. kvartal. Dette illustrerer at Danmark fortsatt har store problemer.

Ser vi på faktorene bak den svake BNP-utviklingen, varierer bildet en del fra land til land i euroområdet. Dekomponeringen av de tyske nasjonalregnskapstallene tyder for eksempel på at det først og fremst er svak vekst i nettoeksporten på grunn av både svak eksportvekst og sterk importvekst, samt lav investeringsvekst som forklarer den dårlige utviklingen. Den sterke importveksten har sammenheng med en sterkere euro og fortsatt konsumvekst, sistnevnte forhold formodentlig som følge av lav og fortsatt fallende ledighet samt en kraftig nedgang i prisene på varer som mat og olje. I Spania falt imidlertid konsumveksten kraftig. En viktig årsak til vekstoppgangen i Frankrike var dessuten en oppgang i eksporten på 1,9 prosent. Realinvesteringene i fransk næringsliv kom også inn positivt. Investeringene totalt falt imidlertid som følge av svake boliginvesteringer. I Spania derimot falt investeringene kraftig både som følge av en kraftig korreksjon i boliginvesteringene samt fall i næringslivsinvesteringene.

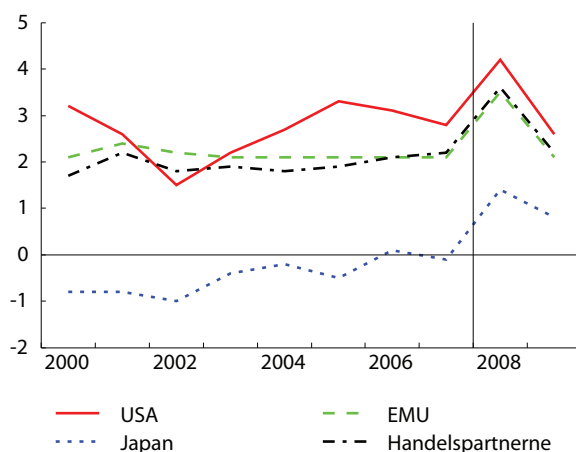
Selv om årsakene til den svake veksten varierer på tvers av landene i euroområdet, er det en del felles forhold som helt klart preger utviklingen. For eksempel har svekkelsen i bytteforholdet ovenfor utlandet i første halvår i år hatt negative følger for europeisk eksport og

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



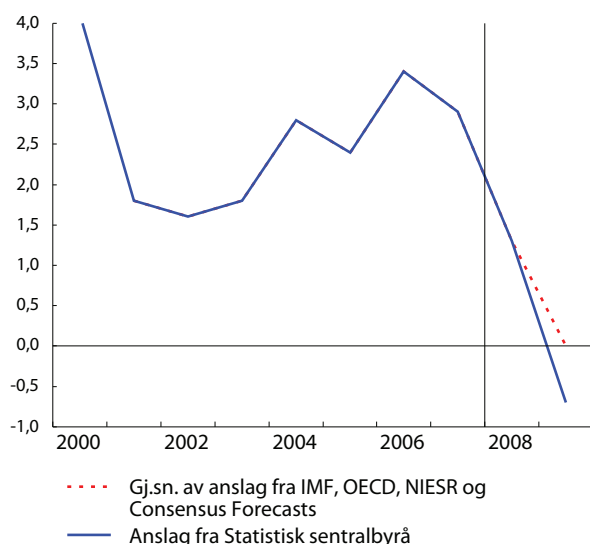
Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

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

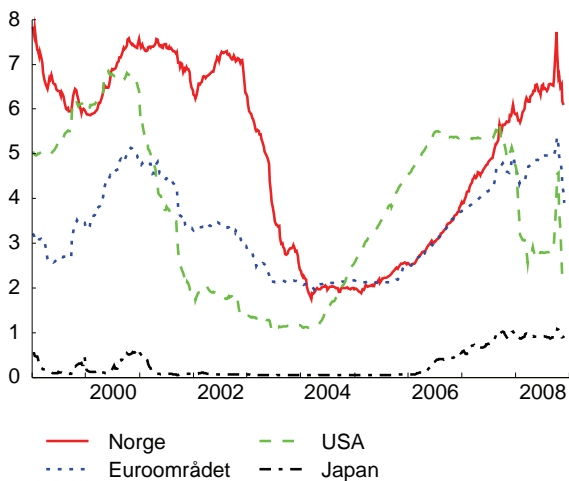


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

Figur 1.7. BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.8. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

stimulert importen. Korreksjonen i en rekke av euroområdet boligmarkeder, økt pessimisme, kombinert med en svekkelse av de internasjonale rammebetingelsene, høye utlånsrenter og en klar innstramning i muligheten for å ta opp kreditt, har dessuten bidratt til å dempe så vel konsum som investeringer.

Etter at finanskrisen eskalerte i september, har den økonomiske situasjonen i Europa forverret seg markert. Sterkt stigende risikopremier og tegn til kredittørke – spesielt for små og mellomstore foretak – kjennetegner utviklingen de siste to månedene. Det er også klar tendens til fall i viktige indikatorer som industriproduksjon og detaljhandel. For industriproduksjonens vedkommende ble dette bekreftet av industri- og ordretilgangstallene for oktober. Utviklingen i en rekke stemningsindikatorer – både for konsumenter og næringslivet – har i det siste dessuten vært foruroligende svake. I følge Reuters har tilliten til den fremtidige utviklingen ikke vært lavere på over 15 år. Et fall fra september til november i EU-kommisjonens tillitsindeks er et av de største som noensinne er registrert. Arbeidsledigheten i euroområdet har dessuten steget med 0,5 prosentpoeng fra mars i år til 7,7 prosent i november. Sammen med klart fallende fremtidstro samt redusert tilgang og høyere priser på kreditt, vil dette legge en demper på konsumutviklingen i tiden som kommer. En mulig tiltakspakke på 200 milliarder euro, tilsvarende 1,5 prosent av BNP, vil kunne avhjelpe situasjonen noe, men vil antakelig ikke komme tidlig nok til å kunne endre bildet på kort sikt. På litt lenger sikt er det imidlertid å vente at tiltakspakken vil få effekt, ikke minst som følge av at den vil innebære en koordinasjon av medlemslandenes finanspolitiske respons til finanskrisen. Subsidier, momskutt og ikke minst støtte til fattige og arbeidsledige, er alle tiltak som bør gi mye konsum per euro i forhold til alternativ anvendelse av tiltaksmidlene. Dessuten inneholder pakken et forslag om penger til investeringer i små og mellomstore firmaer. Dette er et tiltak som synes spesielt fornuftig i en situasjon hvor

det nettopp er denne delen av bedriftssegmentet som er rammet av utlånsrasjoneringen.

Inflasjonen i euroområdet steg sterkt i første halvdel av inneværende år, men har siden avtatt kraftig etter at den nådde en topp på i overkant av 4 prosent i juli 2008. Nye foreløpige tall fra Eurostat for november i år, viste at inflasjonen i euroområdet har kommet ned på 2,1 prosent. Inflasjonen ligger nå derfor kun marginalt høyere enn det som er konsistent med ESBs inflasjonsmål. Hovedårsaken til det kraftige fallet i inflasjonstakten er først og fremst knyttet til siste måneders reduksjon i råoljepriser og priser på jordbruksprodukter. Gitt at denne tendensen ikke reverseres, samt at de dystre prognosene med hensyn til den fremtidige konjunkturutviklingen slår til, vil inflasjonen avta videre også i tiden som kommer. Ikke minst som følge av lavere importpriser, økt konkurranse og den modererende effekten en etter hvert klart høyere ledighet vil ha på lønnsvekst og marginer. I våre prognoser ser vi således for oss at inflasjonen vil kunne falle til under 1 prosent i løpet av første halvdel neste år. Når vi kommer ut i andre halvdel av neste år innebærer dessuten våre prognoser en periode med negativ tolv månedersvekst. Vi legger imidlertid til grunn at prisveksten, blant annet som følge av høyere oljepriser, vil ta seg godt opp igjen gjennom 2010, til et nivå som er i overensstemmelse med ESBs inflasjonsmål. Det svake inflasjonsbildet vil understøtte kjøpekraften og således konsumet, og dermed bidra til å reversere de negative impulsene fra sterkt stigende olje- og matvarepriser tidligere i år.

Om ESB tidligere i høst stod ovenfor et dilemma mellom høy inflasjon og lav BNP-vekst, så er dette på ingen måte lenger tilfelle med det inflasjonsbildet man nå ser for seg. Alt tyder dessuten på at økonomien i euroområdet er på full fart inn i en lavkonjunktur som fort kan vise seg å bli svært dyp om ikke ESB lykkes med å bedre finansmarkedenes funksjonsmåte, sikre den finansielle stabiliteten og å stimulere økonomien ved å gjøre penger rimeligere. Ser vi på påslaget på styringsrenta til tremåneders pengemarkedsrente, ligger denne for tiden på noe i underkant av 0,6 prosentpoeng. Siden tremåneders pengemarkedsrente har blitt betydelig redusert av forventninger om en betydelig nedgang i styringsrenta er risikopremien betydelig høyere enn dette. I markedet for fremtidige renteavtaler prises det for tiden inn en tremåneders pengemarkedsrente på rundt 2,5 prosent i september neste år. Med en risikopremie på 0,5 prosentpoeng tilsvarende dette en styringsrenta på om lag 2 prosent. I tråd med et slikt utviklingsforløp har vi i våre prognoser lagt til grunn at ESB innen utgangen av 1. kvartal neste år har redusert styringsrenta fra dagens nivå på 3,25 til 2 prosent, men at den fra da av vil velge å se situasjonen an før den eventuelt velger å sette renta ytterligere ned. Skulle for eksempel inflasjonsforløpet bli svakere eller konjunkturedgangen dypere enn det vi har lagt til grunn i våre prognoser, vil ESB ikke nødvendigvis stoppe der. Utviklingen i markedsrenta er i våre prognoser antatt å følge utviklingen i risikopremien fra 2. kvartal 2009 og ut året. I våre

prognoser er denne antatt å skrumpe gradvis inn slik at markedsrenta ved inngangen til 2010 ligger på 2,5 prosent. Vi ser deretter for oss en relativt flat utvikling før konjunktorene antas å snu mot slutten av 2010. Deretter ser vi for oss en gradvis økning i pengemarkedsrenta opp til 4 prosent ved utgangen av 2011.

### 1.3. Kina

I Kina merkes etterspørselssvikten i eksportmarkedene. Håpet er at innenlandsk etterspørsel skal kompensere i noen grad. Husholdningene er tradisjonelt forsiktige. Et lite utbygd velferdssystem gjør at sparingen fortsatt er meget høy. Kina har imidlertid hatt store overskudd på handelsbalansen gjennom en årrekke, og statsfinansene gir rom for kraftig motkonjunkturpolitikk. Også pengepolitikken er aktiv, med flere rentekutt gjennom høsten. Noe av den lavere veksten de siste kvartalene kan tilskrives at det er slutt på de store investeringer i forbindelse med OL. Det er planer om å erstatte disse

med investeringer i infrastruktur, og intensivering av gjenoppbyggingen etter fjorårets jordskjelv.

Inflasjonen er nær halvert i år, til om lag 5 prosent i oktober. Kina reduserte styringsrenta med 1,08 prosentpoeng til 5,58 prosent i slutten av november – det største kuttet på 11 år. I tillegg er blant annet bankenes reservekrav redusert i et forsøk på å frigjøre kapital. Kina er en åpen økonomi og ventes å merke den lave veksten i resten av verden framover. Vi legger til grunn at veksten faller fra 10-11 prosent de siste årene, ned mot 7 prosent i 2009 og 2010. Det er en noe svakere vekst enn ved konjunkturedgangen tidlig på 2000-tallet. Det skyldes både at den internasjonale nedgangen ventes å bli sterkere denne gangen og at Kina er ytterligere integrert i verdensøkonomien. Myndighetene signaliserer imidlertid at de vil strekke seg meget langt for å avverge et større fall.

#### Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra 90 dollar fatet i midten av februar i år til om lag 147 dollar fatet i begynnelsen av juli. Siden har oljeprisen falt og lå i slutten av november rundt 50 dollar fatet. Som gjennomsnitt over årets første elleve måneder har prisen vært om lag 102 dollar per fat, mot noe over 72 dollar som årsgjennomsnitt i 2007.

Det er flere årsaker til at oljeprisen økte kraftig gjennom store deler av første halvår. For det første fortsatte oljeetterspørselen å øke i Kina, India, Midt-Østen og Latin-Amerika. Samtidig var oljeproduksjonen lavere enn forventet i flere områder som Irak, Nigeria og Nordsjøen. Årsaken til det kraftige oljeprisfallet siden juli er først og fremst at etterspørselen nå faller i OECD, og spesielt i USA. Finanskrisen sprer seg nå til andre land og demper etterpørselen også utenfor OECD.

IEA (International Energy Agency) forventer at oljeetterspørselen vil øke med 0,3 millioner fat per dag fra 2008 til 2009. Dette representerer en nedgang fra tidligere anslag, som først og fremst skyldes en forventet reduksjon i etterspørselen i OECD for fjerde året på rad. Økt etterspørsel er i første rekke ventet å komme fra Kina, India, Midt-Østen og Latin-Amerika.

Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor OPEC øker med 0,6 millioner fat daglig. Økningen utenfor OECD er spesielt forventet å komme i den kaspiske regionen og Brasil. 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. OPEC vedtok å redusere produksjonskvotene med 1,5 millioner fat per dag fra og med november. Dersom kartellet makter å gjennomføre 80 prosent av de varslede kuttene, vil de globale lagrene av råolje øke med 0,7 millioner fat daglig neste år. Ifølge IEA er lagrene av råolje og ferdigprodukter i de fleste regioner i OECD noe over gjennomsnittet for de siste fem årene.

Vi legger til grunn at oljeprisen holder seg rundt 45 dollar fatet i første halvår 2009, og at den deretter vil øke gradvis til 80 dollar per fat mot slutten av 2011. Dette er basert på en forutsetning om at veksten i verdensøkonomien tar seg opp i 2010 og 2011, og at veksten i oljetilbudet blir moderat.