

# 1. Internasjonal økonomi

Den siste tiden har vi sett en sprikende utvikling i internasjonal økonomi, med avtakende vekst i USA og Asia, og tiltakende vekst i Europa. Vi ser også tegn til en todeling i Europa, med høy vekst i nord og lav vekst i sør. I Europa viste særlig tysk økonomi friske takter i 2. kvartal, men også i Storbritannia og Sverige økte aktiviteten mye. Vi tror imidlertid at den høye veksten i Europa er av forbigående karakter, og venter markert lavere vekstrater framover. Ikke minst når effektene av kontraktiv finanspolitikk og lavere vekst utenfor Europa melder seg.

Oppsvinget etter finanskrisen har vært preget av midlertidige faktorer som ekspansiv penge- og finanspolitikk og lagerjusteringer. Mens turbulens i statsobligasjonsmarkedet tvinger myndighetene i flere europeiske land til å stramme inn kraftig i finanspolitikken, vil amerikanske myndigheter trolig i større grad tilpasse finanspolitikken etter konjunktursituasjonen. Formuestap som følge av boligprisfall, samt lønnskutt og høyere skattetrykk vil bidra til beskjeden etterspørselsvekst fra husholdningene i de fleste europeiske land de nærmeste årene, til tross for lave renter. Vi venter at veksten avtar markert i euroområdet fram mot årsskiftet, og at veksten blir meget moderat i 2011. Vi legger deretter til grunn at veksten vil ta seg gradvis opp, og at konjunkturbunnen først passerer i 2013. Også i USA vil høy gjeld og svakt arbeidsmarked dempe husholdningenes etterspørsel framover, og også her må en forvente en betydelig innstramming i finanspolitikken i løpet av de nærmeste par årene. Vi venter derfor moderat vekst i amerikansk økonomi framover, men etterhvert betydelig høyere enn i euroområdet, og har lagt til grunn at veksten tar seg gradvis opp mot slutten av neste år, og passerer konjunkturbunnen sommeren 2012. I Kina er det nå tegn til at veksten avtar, etter en kraftig gjennin-

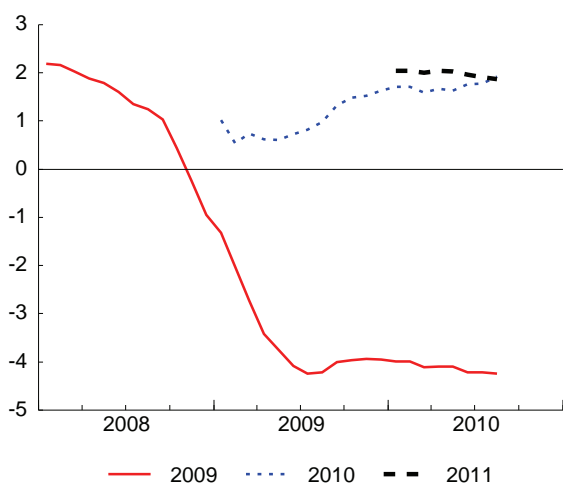
henting gjennom fjoråret. Høyere renter har bidratt til det. Vi legger til grunn for våre prognoser at det kun kommer en moderat avmatning av veksten i Kina. Fortsatt relativt høy vekst i Kina er en forutsetning for våre prognoser om stigende råvarepriser framover. Dersom veksten i Kina blir betydelig lavere enn vi anslår kan det få store ringvirkninger til OECD-området, der mange land er avhengige av eksportleddet vekst. Det ville også kunne medføre betydelig lavere råvarepriser enn vi har lagt til grunn.

Med utsikter til kraftig innstramming i finanspolitikken i en allerede svak konjunktursituasjon må en forvente svært lave renter de nærmeste årene, og også andre ekspansive tiltak som kjøp av statsobligasjoner. I euroområdet legger vi til grunn at styringsrenta ikke heves før i 2012, og at tremåneders pengemarkedsrente stiger gradvis til 2,4 prosent i 2013. Svært lave renter over lang tid øker imidlertid faren for nye bobler i finans- og boligmarkeder, til tross for moderat vekst i realøkonomien.

## 1.1. Avtakende vekst i amerikansk økonomi

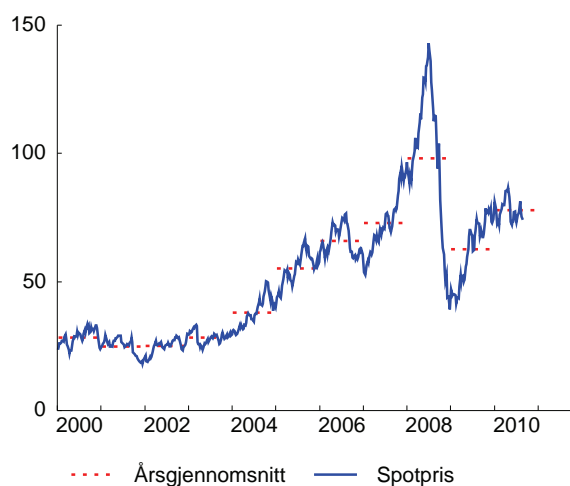
Vi ser nå en klar avmatning av veksten i amerikansk økonomi. Den relativt høye veksten gjennom vinterhalvåret kan for en stor del forklares med midlertidige faktorer som lagertilpasning og finanspolitiske stimulanter. Imidlertid er lagernivåene fortsatt lave og den ekspansive finanspolitikken vil trolig opprettholdes, men ikke gi nye positive stimulanter. Dessuten har den amerikanske sentralbanken varslet videreføring av den svært ekspansive pengepolitikken. Dette vil bidra til å dempe nedturen framover. Vi venter fortsatt svak vekst gjennom høsten og inn i 2011. Etter et fall i BNP på 2,6 prosent i fjor, venter vi at amerikansk økonomi vil

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



Kilde: Consensus Forecasts.

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



Kilde: Reuters EcoWin.

vokse med 2,7 prosent i år og 1,9 prosent neste år, før veksten tar seg opp igjen til 2,4 og 3,1 prosent i henholdsvis 2012 og 2013. Det relativt høye vekstanslaget for inneværende år skyldes for en stor del overhenget fra de høye vekstratene i fjorårets siste og årets første kvartal.

I årets 2. kvartal vokste den amerikanske økonomien med 1,6 prosent, sesongjustert og målt i årlig rate, en nedgang fra henholdsvis 3,7 og 5,0 prosent i de to foregående kvartalene. I alle de tre siste kvartalene kan rundt halvparten av veksten tilskrives endringer i lagre, som nå gjenoppbygges etter den kraftige nedbyggingen i 2008 og 2009. Et lyspunkt var næringslivets investeringer, som vokste på bred basis. Dessuten økte eksporten markert for fjerde kvartal på rad, i tråd med det markerte oppsvinget i internasjonal etterspørsel. Eksportveksten har imidlertid avtatt, noe som må ses i lys av en markert styrking av dollaren gjennom første halvår i år. Dollarstyrkingen har også bidratt til en markert importvekst. Husholdningenes konsumvekst var på anstendige 2 prosent årlig rate i 2. kvartal. Konsumveksten ble i sommer markert revidert ned for de fem foregående kvartalene, og har således vært svakere enn tidligere antatt.

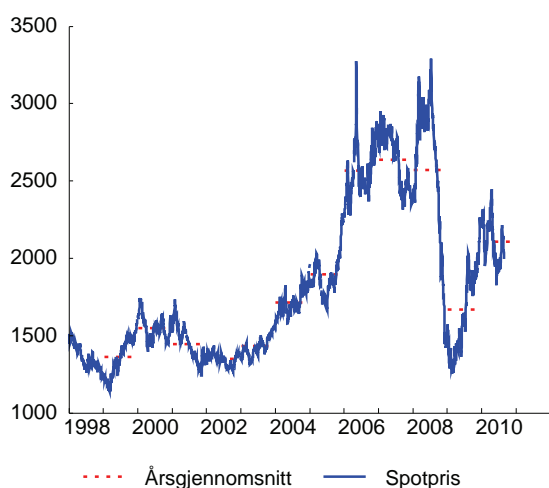
Detaljhandelen, som tok seg godt opp fra slutten av fjoråret, har falt noe tilbake i sommer. Det er flere faktorer som taler for en svak utvikling i konsumet framover. Høy gjeld og stort formuesfall som følge av prisfall på bolig og aksjer bidrar til at husholdningene fortsatt vil legge vekt på å nedbetale gjeld framover. Arbeidsmarkedet er meget svakt, og lønnsveksten blir lav framover. Sysselsettingen falt markert i juni og juli, etter et oppsving i vår. Både oppsving og nedtur kan imidlertid i stor grad forklares med at mange ble midlertidig ansatt for å gjennomføre folketelling i våres. Disse er nå ferdige, og har i stor grad returnert til de arbeidslediges rekke. I privat sektor har sysselsettingen vokst siden årsskiftet, men også her har veksten vært

svak de siste tre månedene, godt under halvparten av gjennomsnittlig tilvekst de siste 30 årene. Samlet er det nær 8 millioner færre sysselsatte enn ved toppen sent i 2007. Ledigheten har ligget rundt 10 prosent siden i fjor sommer. En liten nedgang siden i vinter må ses i sammenheng med en markert reduksjon i arbeidsstyrken.

Boligmarkedet er svært viktig for utviklingen i husholdningenes konsum. En ny oppgang ser ut til å la vente på seg. Ifølge nasjonalregnskapet økte riktignok boliginvesteringene markert i 2. kvartal, men månedsstatistikk for oppstart av boligbygging falt markert fra mai til juli. I juli falt omsetningen av brukte boliger med hele 27 prosent. Det skjedde etter en økning før en midlertidig skatterabatt på boligkjøp ble avvirket. Fallet var langt større enn ventet, og ga en klar historisk bunnotering. Siden toppen i 2005 har omsetningen falt med nær 50 prosent. Også nyboligsalg har falt markert i sommer. Faren er at en økt beholdning av usolgte boliger skal gi et nytt fall i boligprisen, og med det underminere husholdningenes etterspørsel ytterligere. Strengt lånebetingelser gjør det ikke enklere. De offentlige boliglånsgigantene Freddie Mac og Fannie Mae står nå for nesten alle nye boliglån. Det rapporteres også om en kraftig økning i mislighold av boliglån. Case-Shillers boligprisindeks indikerer at amerikanske boligpriser nærmest har stått stille siden i vinter, etter et lite oppsving på 3-5 prosent i fjor høst. Før det falt boligprisene med nær 30 prosent. Målt med Federal Housing Finance Agency's nasjonale indeks har boligprisene falt gjennom første halvår i år, med om lag 2 prosent. Tvangssalg av boliger til lave priser bidrar til å holde prisene nede.

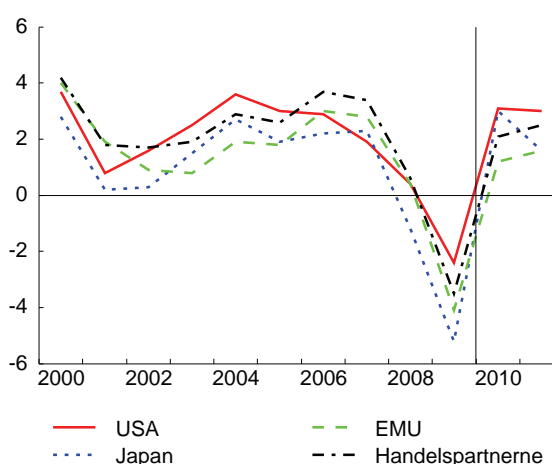
Næringslivets investeringer viste en positiv utvikling i 2. kvartal. Investeringene i næringsbygg økte for første gang på to år. Andre næringslivsinvesteringer viste en relativt bred oppgang for tredje kvartal på rad. Dette oppsvinget kan til dels tilskrives gjeninnhenting, etter en periode med kraftige fall i investeringene. Kapasi-

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



Kilde: Reuters EcoWin.

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



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

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

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

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

<sup>2</sup> Uten Kina

<sup>3</sup> Euroområdet, USA, Storbritannia, Sverige, Japan og Kina

Kilde: Kilde: NIESR og IMF i juli, Consensus Forecasts i august og OECD i mai. IMFs inflasjonsanslag er fra april.

Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten

tetsutnyttelsen i industrien har tatt seg markert opp siden bunnen sommeren 2009, men er fortsatt ikke høyere enn bunnen i forrige lavkonjunktur på begynnelsen av 2000-tallet. Lav kapasitetsutnyttelse vil bidra til å dempe investeringsveksten framover.

I industrien har gjeninnhentingene fortsatt i sommer, og produksjonen har nå tatt igjen om lag halvparten av fallet på 17 prosent fra toppen sent i 2007 til bunnen sommeren 2009. En stor del av denne økningen har gått til eksport og gjenoppbygging av lagre. Dollaren er betydelig styrket siden årsskiftet, om lag 7 prosent handelsvekt og nær det dobbelte mot euro. Det kan bidra til å dempe eksporten framover. Ordretilgangen har også falt markert i sommer og indikerer en svakere utvikling i industriproduksjonen framover. Dette vil også kunne legge en demper på investeringslysten.

Inflasjonen målt med 12-månedersveksten i konsumprisindeksen har falt fra i overkant av 2,5 prosent ved årsskiftet til i noe over av 1 prosent i juli, etter å ha svingt kraftig med råvareprisene de foregående to årene. 12-månedersveksten i konsumprisene utenom mat- og energivarer har falt jevnt og trutt siden før finanskrisen i 2008, og var i juli 1 prosent. Utviklingen i sesongjusterte tall indikerer imidlertid at den underliggende prisstigningen er enda lavere: Konsumprisindeksen er uendret siden årsskiftet, mens KPI utenom mat- og energivarer har steget med 0,4 prosent i den samme perioden. Lav lønnsvekst og dollarstyrkingen vil bidra til lav prisstigning framover.

Med avtakende økonomisk vekst og svært lav inflasjon var det ingen overraskelse at den amerikanske sentralbanken beholdt styringsrenta nær null også ved siste rentemøte i midten av august. Det ble gjentatt at renta kommer til å være eksepsjonelt lav i en utvidet periode. Videre gjorde sentralbanken det klart at kapitalen som flyter tilbake fra investeringer i blant annet boliglånsikrede obligasjoner skal reinvesteres i statsobligasjoner med lengre løpetid. På den måten opprettholder banken sin stimulanse, og den varslede tilbaketrekkingen skyves lenger ut i tid. I usikre tider vurderer dessuten markedsaktørene fortsatt amerikanske statsobligasjoner som en sikker plassering, tross høy og raskt økende statsgjeld. Dette bidrar også til å senke obligasjonsrentene. Boliglånsrenta er for amerikanske husholdninger i stor grad knyttet opp mot obligasjoner med lang løpetid. Renta på statsobligasjoner med 10 års løpetid har falt med rundt 1,5 prosentpoeng siden april, og er nå om lag 2,5 prosent. Boliglånsrentene har vist en tilsvarende utvikling, noe som bidrar til å lette situasjonen for gjeldstynge husholdninger.

Også finanspolitikken brukes svært aktivt i USA. Statsgjelden stiger imidlertid hurtig, og USA ligger an til et underskudd på nær 10 prosent av BNP i år som i fjor. Ifølge anslag fra myndighetene skal underskuddet reduseres til 3 prosent i 2012. I lys av svake vekstutsikter forventer vi imidlertid at myndighetene vil være tilbakeholdne med å reversere finanspolitikken den nærmeste tiden.

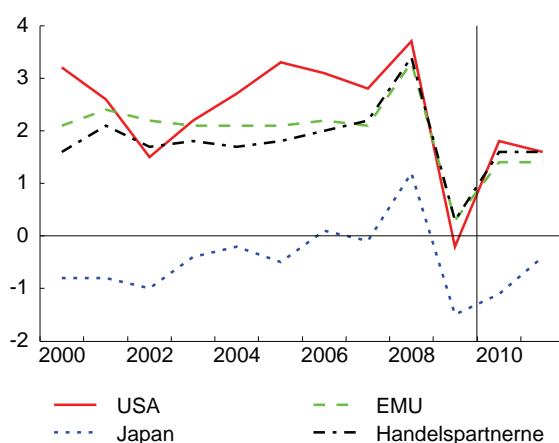
## 1.2. Solgløtt til tross, ingen grunn til stor optimisme i Europa

En historisk kraftig vekst i tysk økonomi bidro til at euroøkonomien vokste med hele 1 prosent fra 1. til 2. kvartal i år. Den sterke veksten for euroområdet under ett skjulte store vekstforskjeller landene imellom. For mens den tyske økonomien vokste med hele 2,2 prosent, lå veksten i land som Spania, Italia og Frankrike i intervallet 0,2 til 0,6 prosent. Ser vi på de mindre landene i euroområdet, var også der vekstbildet blandet. Økonomien i land som Tsjekkia og Slovakia vokste med henholdsvis 0,8 og 1,2 prosent, mens land som Ungarn og Portugal kunne vise til nær nullvekst. Hellas rapporterte om et kraftig kvartalsvis fall på hele 1,5 prosent i 2. kvartal. Det kan således synes som om det nå er i ferd med å dannes et to-delt Europa med store underliggende vekstforskjeller regionene imellom; lav vekst i landene i Sør-Europa og høy vekst i nord. De store vekstforskjellene landene i mellom må sees i lys av den statsfinansielle krisen som rammet mange av landene i Sør-Europa i løpet av 2. kvartal, men som også bidro til en svak euro og stimulerte tysk eksport. Den svake veksten i Hellas er for øvrig et klart varsel om hva vi kan ha i vente dersom den planlagte finansielle konsolideringen i euroområdet iverksettes i tråd med signalene som er gitt.

Ser vi nærmere på de tyske nasjonalregnskapstallene kan veksten – som for øvrig var den sterke siden gjenforeningen i 1990 – denne gang føres tilbake til en økning både i innenlandsk og utenlandsk etterspørsel. Det største bidraget til veksten stod nettoeksporten og investeringene for. Investeringene ligger imidlertid fortsatt på et lavt nivå etter tosfrede fall under finanskrisen i 2008/2009. Det rapporteres dessuten om at investeringsveksten i bygg- og anleggssektoren til en viss grad reflekterer gjeninnhentingseffekter etter en relativt kald vinter. Utviklingen både i privat og offentlig konsum bidro også til BNP-veksten. Dette reflekterer både forholdene på arbeidsmarkedet – der arbeidsledigheten i Tyskland i det siste har falt under det den lå på før finanskrisen – samt at det fortsatt drives omfattende motkonjunkturpolitikk. At sistnevnte er tilfelle vitner ikke minst den omfattende opprustningen av veinettet som for tiden foregår i Tyskland om.

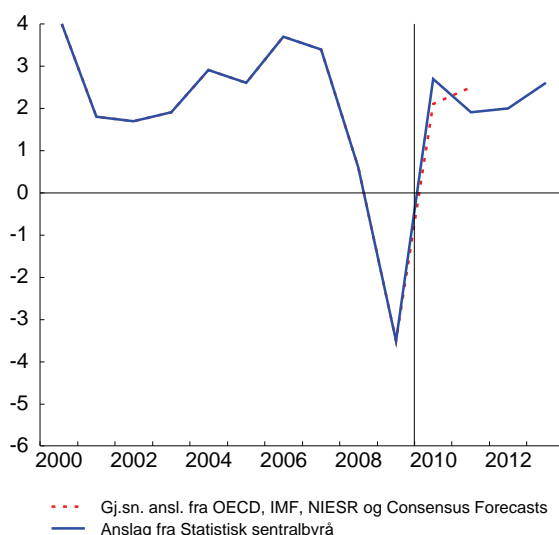
Også i Frankrike ble det i 2. kvartal rapportert om sterkere vekst enn ventet. Veksten som var på 0,6 prosent fra kvartalet før ble i følge foreløpige tall hovedsakelig drevet av innenlandske faktorer som investeringer samt offentlig og privat konsum. På den andre siden kan det anføres at bidraget fra nettoeksporten var kraftig negativt, og det til tross for at perioden var kjennetegnet ved en relativt sterk svekkelse av euroen. Utviklingen i nettoeksporten kan til en viss grad føres tilbake til sterk importvekst. Det er for øvrig verdt å merke seg at selv om fransk industriproduksjon økte med 0,8 prosent fra 1. til 2. kvartal, falt industriproduksjonen kraftig i juni, hovedsakelig som følge av et fall i bilproduksjonen på hele 7,4 prosent. Fallet i bilproduksjonen må sees på bakgrunn av en utfasing av den franske vrakpant-

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

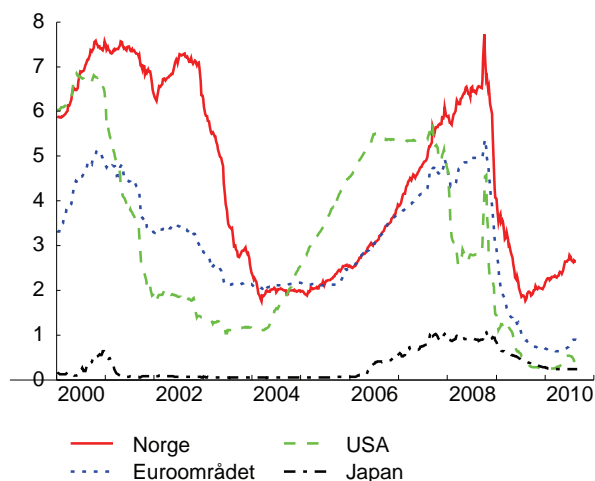


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.  
Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

Figur 1.6 BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

ordningen. Også detaljhandelen falt relativt kraftig i juni og kan sammen med fallet i industriproduksjonen indikere lavere vekst i 3. kvartal. Fallet i privat konsum kom forøvrig hovedsakelig som følge av et fallende salg av elektroniske produkter og møbler, mens bilsalget ble rapportert å holde seg oppe på samme nivå som i mai. Sistnevnte utvikling må sees på bakgrunn av et svært sterkt fall i månedene før. Lagerkorreksjonen var forøvrig svært viktig for 2. kvartalsveksten, da det uten denne ville ha vært nullvekst.

Ser vi på landene utenfor euroområdet, var utviklingen i 2. kvartal sterk i både Sverige og Storbritannia. I Sverige ble det rapportert om en vekst på 1,2 prosent. Dette er et høyt tall sett på bakgrunn av at svensk økonomi vokste med hele 1,5 prosent kvartalet før. Veksten var hovedsakelig drevet av en oppgang i realinvesteringene på 1,8 prosent, men både privat og offentlig konsum bidro også til vekst. Svensk økonomi falt imidlertid kraftig ved inngangen til og i begynnelsen av 2009 slik at en viss gjeninnhenting fra et lavt nivå måtte påregnes. Utenrikshandelen bidro negativt til veksten i 2. kvartal. Det svenske statistikkbyrået rapporterte for øvrig om nok et kraftig vekstbidrag fra lagerkorreksjon i 2. kvartal, noe som indikerer at Sverige kan stå ovenfor en avmatning i veksten fremover. Den svenske kronen har fortsatt å styrke seg så langt i 3. kvartal.

Også i Storbritannia var veksten sterkere enn ventet i 2. kvartal i år, med hele 1,2 prosent, og skyldtes i stor grad en oppgang på 8,5 prosent i bygg- og anleggsvirksomheten. Med dette hentet denne næringen inn mer enn halvparten av fallet siden finanskrisen for alvor slo til i 3. kvartal 2008. Da mye av gjeninnhentingens således allerede er unnagjort, er det lite som tyder på at produksjonsveksten vil bli like sterk i tiden som kommer. Etterspørselssiden av økonomien gir dessuten et mer entydig negativt bilde av framtidsutsiktene. Nasjonalregnskapstallene avslører at lagerkorreksjon har bidratt sterkt til vekst i tre påfølgende kvartaler, og i 2. kvartal viste tallene for første gang at lagrene bygges kraftig opp. Dette er en effekt som vil være midlertidig. Ser vi på utenriksdelen av regnskapet er situasjonen heller ikke lys. Nettoeksporten ga et negativt vekstbidrag i 2. kvartal og det til tross for et svært svakt pund. I tillegg vil den forstående finanspolitiske innstramningen bidra til å gi sterkt negative vekstimpulser i tiden som kommer. Det kan i den forbindelse nevnes at den britiske koalisjonsregjeringen planlegger å øke momsen fra 17,5 til 20 prosent fra 1. januar 2011, og overføringene til de ulike departementene er planlagt redusert med rundt 25 prosent innen 2014-2015. Det vil også være snakk om store kutt i overføringene til husholdningene.

Selv om vi fortsatt er generelt pessimistiske til konjunkturforløpet på kort til mellomlang sikt, kan løpende månedstall for euroområdet økonomi tyde på at veksten blir relativt god også i 3. kvartal. Industriproduksjonen i euroområdet falt riktignok i juni, men dette fallet kom etter to måneder med sterk vekst. Industriordretallene

viste dessuten fortsatt sterk vekst i juni. Dette tyder på at produksjonsveksten ikke vil stoppe opp med det første. Imidlertid er det betydelig nedsiderisiko med hensyn til det fremtidige vekstforløpet. For det første har euroen styrket seg markert siden juni. Dette vil bidra til å svekke konkurranseposisjonen til europeiske eksportører. Dessuten indikerer både svake makrotall fra USA og Japan samt svakere vekst i Kina, at veksten i den globale etterspørselen kan komme til å bli svekket framover. At veksten i Kina og andre utviklingsland ser ut til å bli lavere er spesielt urovekkende for Tyskland som eksporterer mye til disse landene. Sett i lys av en slik utvikling er kanskje det store spørsmålet i Europa for tiden om Tyskland vil kunne erstatte et potensielt bortfall av utenlandsk etterspørsel med økt innenlandsk etterspørsel i tiden som kommer. Den kraftige økningen i investeringstakten kombinert med en relativt sterk økning i det private konsumet i 2. kvartal, var avgjørende positivt i så henseende. Imidlertid vil en eventuell videreføring av et slikt forløp måtte sees i sammenheng med effektene av den finanspolitiske tilstramningen som nå står på trappene både i Tyskland og i store deler av Europa.

Et annet forhold som skaper nedsiderisiko til våre prognoser er at den nasjonale gjeldskrisen i Europa neppe er over. Markedet vil av den grunn trolig komme til å kreve høyere risikopremier for noen av euroområdets medlemmer dersom forholdene skulle bli mer utfordrende. Renteøkningen som i det siste har kommet på irske statsobligasjoner som følge av krisen i Anglo Irish Bank samt bokføring av tap i banken Nama, er et eksempel på en slik utvikling. Ellers viser prisene på det å forsikre seg mot statsgjeldsmislighold at markedet for tiden fortsatt ser for seg at Hellas før eller senere vil bli tvunget til å sanere deler av sin gjeld. Dette er for øvrig et utfall den store stresstesten av det europeiske banksystemet i juli ikke tok hensyn til, der kun 7 banker av i alt 91 strøk i den forstand at de ble funnet å ha for lav kjernekapitaldekning. Et annet forhold som også underbygger tvil til testenes relevans, er om bankene vil klare å møte et krav til risikostyrt kjernekapital. Et på forhånd spesifisert krav til kjernekapital kan fort bli irrelevant for en banks evne til å overleve når kapitalmarkedene fryser til. Faktisk møtte de fleste institusjonene som måtte legge ned virksomheten i forbindelse med finanskrisen kravene til kjernekapital den dagen de gikk konkurs. En mer relevant solvenstest kunne derfor fokusere på hvorvidt en bank er i stand til å håndtere en midlertidig tørke i kapitalmarkedene i stedet for hvorvidt en bank er solvent under mer eller mindre normale omstendigheter.

ESBs månedlige utvalgsundersøkelse vedrørende utlån fra banker viste for øvrig at bankene strammet usedvanlig kraftig inn på kredittbetingelsene i bedriftsmarkedet gjennom 2. kvartal. I følge bankene skjedde dette hovedsakelig som følge av vanskeligheter med å finansiere seg i kapitalmarkedene – spesielt i den korte delen av pengemarkedet – i forbindelse med uroen i finansmarkedet knyttet til gjeldskrisen. Den siste

### Boks 1.1. Utviklingen på oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra om lag 45 dollar per fat i begynnelsen av januar i fjor til noe under 80 dollar i begynnelsen av 2010. Deretter har oljeprisen gjennomgående variert mellom 70 og 85 dollar fatet, og lå i slutten av august rundt 75 dollar. Som gjennomsnitt over fjoråret var prisen vel 63 dollar per fat, mens den har vært i overkant av 77 dollar i gjennomsnitt i de første åtte månedene i 2010.

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

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,8 millioner fat daglig fra 2009 til 2010 og med ytterligere 1,3 millioner fat i 2011. Økningen neste år er forventet å komme i Kina, India og andre asiatiske land, Midt-Østen, og til dels Latin-Amerika og Afrika. IEA forventer at etterspørselen i OECD vil falle marginalt neste år, etter å ha holdt seg noenlunde konstant fra 2009 til 2010.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,7 millioner fat daglig fra 2009 til 2010 og med ytterligere 0,4 millioner fat i 2011. Økningen utenfor OECD neste år er spesielt forventet å komme i Brasil, Colombia og i den kaspiske regionen. Tilnærmet konstant produksjon i Nord-Amerika samt reduksjoner i Norge, Storbritannia og Mexico, ventes å medføre at produksjonen i OECD-området sett under ett også reduseres i 2011, i likhet med de ni foregående årene.

Det er forventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC gjennom 2010 og 2011, og

denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem. OPEC vedtok å redusere råoljeproduksjonen med til sammen 4,2 millioner fat daglig i 2008. Mens OPEC i fjor reduserte produksjonen med 80 prosent av de varslede kuttene, er reduksjonen nå bare halvparten. Dette innebærer at dersom kartellet holder produksjonen av råolje på dagens nivå, vil de globale lagrene øke noe gjennom andre halvår i 2010. Det er vanskelig å si noe om hvordan denne økningen fordeler seg i og utenfor OECD, men det kan være tilstrekkelig til å fylle lagrene av fyringsolje i OECD til vintersesongen uten at det legges et press oppover på oljeprisen. Fra og med andre kvartal i 2011 ventes de globale lagrene å bli bygget noe ned. Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter over gjennomsnittet for de siste fem årene de fleste steder i OECD. Det hersker likevel usikkerhet om i hvilken grad lagersitasjonen i OECD vil påvirke oljeprisen. På tross av at oljelagrene har steget noe gjennom det siste året, har oljeprisen holdt seg relativt høy. Det er vanskelig å finne gode tall for lagrene av råolje i land utenfor OECD. Siden all økning i etterspørselen de siste årene har kommet utenfor OECD, ville pålitelige lagertall derfra gitt viktig informasjon om den fremtidige markedssituasjonen.

Etterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med 0,9 millioner fat daglig gjennom 2011. Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet, men de fleste analytikere mener den er på 5-6 millioner fat per dag. I tillegg er det forventet en viss økning i kapasiteten over prognoseperioden.

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

tidens utvikling i markedet for statsobligasjonsgjeld og statsgjeldsforsikring tyder på at stresstestene som ble foretatt i juli ikke har endret på dette bildet.

I følge foreløpige tall for euroområdet var inflasjonen målt ved 12 måneders konsumprisvekst 1,7 prosent i juli i år, opp fra 1,4 prosent måneden før. Oppgangen i tolv månedersveksten skyldes delvis momsøkninger i søreuropeiske land som er rammet av den statsfinansielle krisen. Et fortsatt svakt konjunkturforløp, økt konkurranse og den modererende effekten en fortsatt høy ledighet kombinert med statsfinansiell konsolidering vil ha på lønnsveksten, bidrar til at inflasjonen fortsatt forventes å holde seg lav framover. En styrket eurokurs vil dessuten bidra til å holde inflasjonen nede på helt kort sikt. Ser vi framover i tid vil forhold som høyere råvarepriser, spesielt på råolje, samt avgiftsøkninger i forbindelse med den pågående konsolideringsprosessen trekke i motsatt retning. På litt lenger sikt gjelder dette også ESBs likviditetspolitikk. ESB fortsetter å kjøpe opp statsobligasjoner til land i trøbbel. På sikt kan disse fak-

turene samlet bidra til at inflasjonen tar seg gradvis opp til 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Prisstigningen i euroområdet er fortsatt relativt lav, og det er ikke utsikter til inflasjonspress. Sammen med svake internasjonale makrotall, fortsatt uro relatert til statsfinansene til enkelte land i euroområdet samt en nært forestående konsolidering av offentlige budsjetter, har dette fått ESB til å opprettholde sin ekspansive pengepolitiske innretning med lav styringsrente og tilførsel av store mengder med likviditet i pengemarkedet. De helt korte rentene ligger for tiden på om lag 0,4 prosent. Dette er fortsatt godt under midtpunktet på 1 prosent i ESBs styringsintervall, men noe høyere enn i juni og kan være et tegn på at ESB har begynt å stramme noe inn på likviditetstilførselen. Tremåneders pengemarkedsrente har fortsatt å øke noe siden sist, og lå i slutten av august på rundt 0,9 prosent. Denne økningen skyldes trolig både endringer i ESBs likviditetspolitikk og økt risikopåslag på grunn av uro i finansmarkedene.

I våre prognoser har vi lagt til grunn at tremåneders pengemarkedsrente vil holde seg nær dagens nivå det kommende året. Deretter venter vi en gradvis økning. Økningen i pengemarkedsrenta ventes i første omgang å komme som følge av en normalisering av likviditetspolitikken. Vi ser ikke for oss en heving av ESB's styringsrente før tidligst i 2012, og ikke mer enn at pengemarkedsrenta ender på 2,4 prosent ved prognoseperiodens slutt i 2013.