

# 1. Internasjonal økonomi

## 1.1. Ny internasjonal konjunkturedgang

Det er stor usikkerhet i internasjonal økonomi, spesielt knyttet til hvordan EU håndterer gjeldskrisen. Veksten er svak i hele OECD-området, og også i framvoksende økonomier tegner veksten til å bli lavere. Veksten i både industriproduksjon og internasjonal handel har stoppet opp, for OECD-landenes del godt under den gamle toppen i 2008. I 3. kvartal økte BNP i euroområdet med bare 0,2 prosent for andre kvartal på rad, og mye peker mot en enda svakere utvikling i 4. kvartal. I Tyskland tok veksten seg noe opp i 3. kvartal, til 0,5 prosent, mens utviklingen var meget svak i Sør-Europa. USA har foreløpig unnsuppet de helt store utslagene i finansmarkedene, og også der vokste økonomien med 0,5 prosent i 3. kvartal. Boligprisene fortsetter å falle i flere land, og arbeidsledigheten er gjennomgående på svært høye nivåer. Tegn til økende kredittørke i Europa skaper ytterligere bekymring og understreker viktigheten av at europeiske myndigheter raskt enes om en løsning på statsgjeldsproblematikken som beroliger markedet. Vi legger til grunn for våre prognoser at gjeldskrisen ikke utarter til en ny global finanskriser, men at konjunkturedgangen i OECD-området likevel vil vare til inn i 2014.

## 1.2. Gjeldskrisen i Europa tilspisser seg

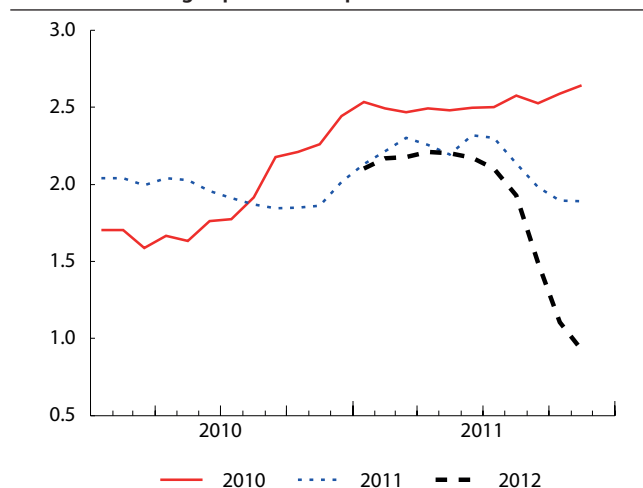
Den statsfinansielle krisen i Europa har forverret seg ytterligere gjennom høsten. Europeiske politikere har ikke lyktes med å enes om tiltak som kan overbevise markedet om at gjelden kan håndteres, og rentene på italienske og spanske statsobligasjoner steg til mer enn 7 prosent i slutten av november, som ikke er bærekraftig på sikt. Også Frankrike og en del mindre euroland, som Belgia og Nederland kom under press. I begynnelsen av desember falt imidlertid rentene markert i Italia, Spania og Frankrike, i kjølvannet av intervensjoner fra

en rekke sentralbanker, varsel om budsjettkutt i Italia og forventninger om ytterligere tiltak fra den europeiske sentralbanken (ESB) og EU i løpet av nær framtid. Mandag 5. desember hadde renten på Italias tiårige statsgjeld falt med over 1 prosentpoeng fra toppen uken før. Finansmarkedene er imidlertid svært volatile, og om ikke forventningene innfris kan rentene øke igjen.

En mer varig løsning på gjeldsproblemet krever antakelig mer omfattende tiltak. Det europeiske redningsfondet (EFSF) er tilstrekkelig til at de tre små PIIGS-landene, Portugal, Hellas og Irland, kan finansiere sine statslån utenfor markedet til subsidierte renter, men fondet er ikke i nærheten av å være stort nok til å kunne redde land som Spania og Italia. Særlig Italia har mye gjeld til forfall det nærmeste året og kan dermed pådra seg betydelige problemer om dette må refinansieres til svært høye renter. Det er så langt heller ikke politisk vilje og kanskje heller ikke økonomisk mulig å øke fondet tilstrekkelig til å skape en troverdig buffer for økonomier av slike dimensjoner. Portugal, Hellas og Irland klarte seg ikke lenge uten krisehjelp da deres renter hadde passert 6-7 prosent.

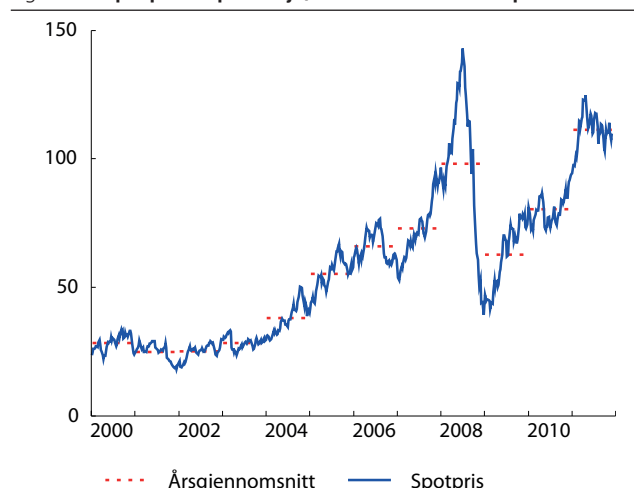
Vi tror at en løsning vil tvinge seg fram der ESB flytter fokus fra rollen som forsvarer av lav inflasjon til "lender of last resort" også for stater, ved å trykke penger for å kjøpe statsgjeld utstedt av de mest gjeldstyngede landene. Slike oppkjøp vil presse ned renten på nye lån for disse landene, hvis det er troverdig at ESB vil forsvare den lave renten gjennom ytterligere kjøp. Lavere rente vil øke landenes mulighet til å kunne betjene de samlede gjeldsforpliktelsene. En slik beslutning sitter imidlertid langt inne. Både ESB og Tyskland har vist sterk motstand mot en slik strategi. Frykten er at slike intervensjoner kan føre til høy inflasjon uten økonomisk vekst, samtidig som det skaper uheldige insentiver

Figur 1.1. BNP-vekstslag 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.

dersom uansvarlige land reddes gjennom nedskrivning av gjelden og regningen betales av andre land, via ESB. En må derfor forvente strenge krav til budsjett disiplin og strukturelle reformer for eventuelle mottakere av slik krisehjelp. Det vil i seg selv bidra til lavere rente for disse landene.

Strukturelle endringer vil virke først på noe sikt. Derfor er det avgjørende at finanspolitisk innstramming og sparetiltak ikke kveler den økonomiske utviklingen i eurolandene. En ny kraftig resesjon ville øke gjeldsbyrden ytterligere og øke sannsynligheten for at enkelte land forlater euroen. EU-kommisjonen la siste uken i november fram et forslag om innføring av felleseuropeiske statsobligasjoner (eurobonds). Tyskland har gjentatt sin sterke motstand mot en slik løsning, og dette krever uansett lang behandlingstid, antakelig for lang. En mer realistisk løsning på kort sikt er at ESB etablerer et rentetak på statsobligasjoner som de forsvarer gjennom obligasjonskjøp, til eventuell implementering av strukturelle endringer og troverdige tiltak for gjeldsreduksjon er på plass. Først når markedenes tillit er gjenopprettet kan finansiering skje igjen på mer normaliserte vilkår i markedet. På lengre sikt blir da et tettere finanspolitisk samarbeid nødvendig mellom euro-landene, en nødvendig forutsetning for en eventuell innføring av eurobonds.

I USA har styringsrenta ligget nær null i tre år. Europeiske pengemarkedsrenter steg først gjennom første halvår i år som følge av at ESB satte opp renta og reduserte likviditetstilførselen. I høst begynte pengemarkedsrentene å falle igjen som følge av at ESB nå har reversert både i rente- og likviditetspolitikken.

Mange europeiske banker sliter imidlertid i kjølvannet av den statsfinansielle krisen. Det er blitt klart vanskeligere å skaffe finansiering, noe som har bidratt til økte risikopremier. Dette bidrar isolert sett til høyere renter og strengere utlånsrestriksjoner for husholdninger og næringsliv. 30. november kunngjorde sentralbankene i

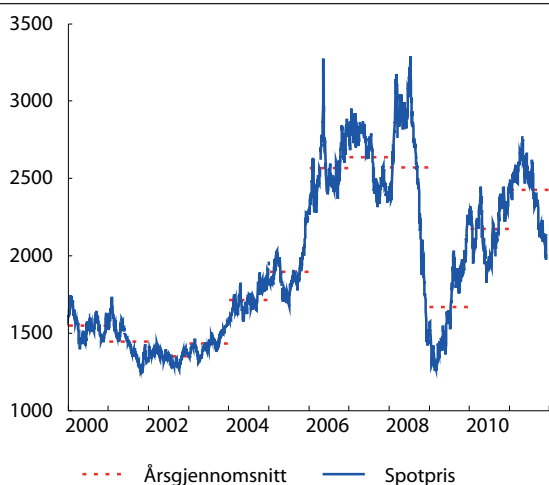
Canada, Storbritannia, Japan, euroområdet, Sveits og USA at de vil gjennomføre en koordinert aksjon for å øke likviditeten i pengemarkedet. Formålet er å bedre tilgang og lånebetingelser for husholdninger og næringsliv.

Skulle noen av de store eurolandene misligholde statsgjelden, vil vi med stor sannsynlighet få en ny bankkrise i Europa. Bankene vil tape egenkapital, som i seg selv vil innebære at utlån må begrenses. Bankenes tilgang på lån er allerede blitt mye dårligere. I en akutt krise vil tilgangen kunne stoppe helt opp og forsterke den realøkonomiske nedgangen markert, slik vi så høsten 2008. Det er allerede tendenser til at husholdninger og næringsliv flytter penger fra banker i land som vurderes å kunne forlate euroen, dette gjelder blant annet Italia. Veien fra "bank walk" til "bank run" kan være kort om forholdene skulle forverre seg ytterligere.

Finanskrisen i 2008 førte til en massiv offentlig redningsaksjon for banksektoren i mange land, og er en medvirkende årsak til den kraftige økningen i offentlig gjeld. Om vi får en ny bankkrise vil myndighetene denne gangen være betydelig dårligere rustet til tilsvarende redningsaksjoner.

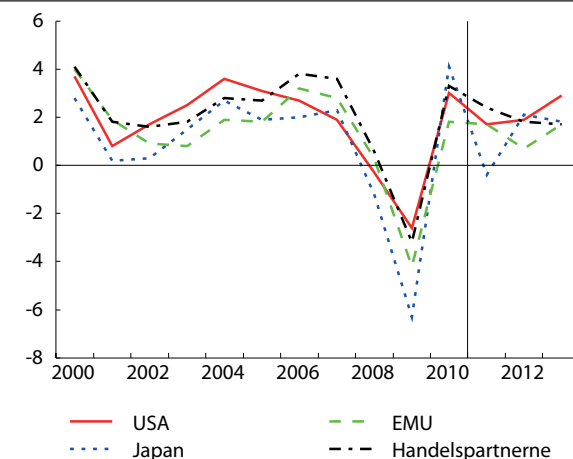
Nøkkelen til den videre utviklingen i internasjonal økonomi ligger i Europa. Selv i vårt relativt optimistiske scenario, der ESB tar i bruk seddelpressen til markedets tillit er gjenvunnet, og tilstrekkelige sparetiltak og strukturelle endringer gjennomføres uten at veksten kveles fullstendig, ser vi for oss en rekke år med svak økonomisk vekst, og ganske sikkert en periode med mindre fall i BNP i euroområdet. Om enkeltland forlater euroen er vi i ukjent farvann, og det blir svært vanskelig å spå utviklingen. Sannsynligheten for at noe slikt vil kunne skje vurderes som betydelig.

Figur 1.3. Spotprisen på aluminium. Dollar per tonn



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.

### Boks 1.1. Bankkrise – igjen?

Den forrige internasjonale bankkrisen startet for fire år siden, blant annet som følge av investeringer i verdipapirer knyttet til det amerikanske boligmarkedet. Nå ser vi igjen at banksektoren sliter, og det er blitt stadig vanskeligere for næringsliv og husholdninger å få lån. Problemene er særlig store i Europa, men det er i økende grad også meldt om liknende problemer i Amerika og i Asia. Både OECD og Verdensbanken har nylig advart mot internasjonal kredittørke.

Banksektoren står for en stor andel av investeringene i statsobligasjoner. Investeringer i statspapirer i euroland har tradisjonelt blitt regnet som sikre av investorene. Det har blant annet kommet til uttrykk gjennom svært like renter på lån til de forskjellige medlemslandene. Eksempelvis falt rentene på gresk statsgjeld raskt til nivåer svært nær rentene på tilsvarende tyske lån etter at Hellas ble med i eurosamarbeidet i 2001.

Etter det kraftige realøkonomiske tilbakeslaget i 2008 og 2009 ble europeiske statsfinanser rammet gjennom flere kanaler. Arbeidsledigheten skjøt i været, og mange gikk dermed fra å være skattebetalere til å bli trygdemottakere. Statens utgifter økte mens inntektene falt. I mange land iverksatte dessuten myndighetene såkalte krisepakker, med økt offentlig forbruk og investeringer samt skatteletter. Ikke minst ble store beløp tilført vaklende finansinstitusjoner; noen ble reddet, mens andre gikk under.

På denne måten skjøt statsgjelden i været, og det ble etter hvert klart at utviklingen i en rekke land ikke var bærekraftig. Investorene begynte å kalkulere med usikkerhet også på investeringer i statspapirer, og ville ha stadig bedre betalt for å låne penger til de mest gjelds- og underskuddstyngede statene. Når lånekostnadene på denne måten øker, vil løpende refinansiering gjøre det enda tyngre å betjene gjelda. Dermed øker risikopåslaget investorene krever ytterligere. Slik oppstår negative spiraler. Rentene på statslån har steget til nivåer landene ikke klarer å håndtere. Først i Hellas våren

2010, deretter i Irland og Portugal, som alle nå får refinansiert stasgjeld til subsidierte renter gjennom The European Financial Stability Facility (EFSF) i regi av troikaen EU, IMF og ESB. Til gjengjeld har disse landene forpliktet seg til å gjennomføre omfattende sparetiltak og strukturelle reformer. I høst har også statsobligasjonsrentene til store land som Italia og Spania nådd nivåer landene ikke kan leve med på sikt.

Når fordringene på stater ikke lenger kan regnes som sikre faller verdien av obligasjonene, og bankene må bokføre tap. På denne måten rammes også banksektoren. Bankenes innlånskostnader har steget markert, både i gjelds- og i interbankmarkedet. Siden i sommer har i praksis lånemarkedene vært stengt for mange europeiske banker fordi rentene investorene krever er blitt for høye. Også finansiering i form av bankinnskudd er blitt vanskeligere, og konkurransen om husholdningers sparepenger har ført til svært høye innskuddsrenter i flere land. I land der det å forlate eurosamarbeidet ikke lenger synes utenkelig er også investorer mer tilbakeholdne med å plassere penger i banken av frykt for at innskuddene skal konverteres til ny valuta. Strengere kapitalkrav kan dessuten tvinge banker til holde igjen kapital. Når tilgangen til finansiering tørker ut må utlånsvirksomheten reduseres. Slik tvinges bankene til å slanke sine balanser, og næringsliv og husholdninger rammes tilsvarende. Dermed bremses etterspørselen også i privat sektor, i tillegg til kuttene som kommer i offentlig sektor. Frykten for ikke å få lån i framtida kan i seg selv øke sparingen i privat sektor og dermed gi negative etterspørselsimpulser. Dette skjer i mange land samtidig, og rammer dermed også internasjonal handel, slik at det blir vanskelig å kompensere for svak innenlandsk etterspørsel ved økt eksport. Fem av verdens viktigste sentralbanker, i USA, euroområdet, Canada, England og Sveits annonserte siste uken i november krisehjelp for å øke bankenes lånetilgang. Det gjenstår å se hvor mye det hjelper, og det er nærliggende å tro at det kreves, og kommer, mer.

### 1.3. Også amerikansk økonomi avhenger av løsning i Europa

Den amerikanske økonomien er fremdeles i dårlig forfatning. Veksten har avtatt markert i år, etter en periode med gjeninnhenting etter finanskrisen i 2008, og arbeidsledigheten holder seg på svært høye nivåer. Samtidig er styringsrenta nær null på tredje året og offentlige budsjettunderskudd nær 10 prosent av BNP. I bakgrunnen lurer gjeldsspøkelset også i den amerikanske økonomien, der statsgjelden er om lag like stor som BNP.

Den økonomiske veksten tok seg noe opp i 3. kvartal i år, med 2,0 prosent sesongjustert og målt i årlig rate. Det er en oppgang fra henholdsvis 0,4 og 1,3 prosent i de to foregående kvartalene. Oppsvinget i 3. kvartal skyldes først og fremst veksten i husholdningenes konsum, som tok seg opp etter en meget svak utvikling i kvartalet før. Realdisponibel inntekt i husholdningene har falt de siste to kvartalene og indikerer at oppsvinget i konsumveksten ikke kan vare ved. Dessuten sliter en fjerdedel av boligeierne med å betjene boliglånene sine. Det dårlige arbeidsmarkedet og svake og fallende fram-

tidsforventninger trekker også i retning av lav konsumvekst framover. Eksportveksten har avtatt markert de siste kvartalene, til tross for at dollaren har svekket seg de siste årene. Hittil i 4. kvartal har dessuten dollaren styrket seg markert. Om den siste utviklingen varer ved kan den, sammen med svak internasjonal etterspørsel, bidra til å dempe eksportveksten ytterligere.

Boliginvesteringene er fortsatt på bunnivåer etter fallet på nær 60 prosent fra 2006 til 2010. Omsetningen av nye så vel som brukte boliger er også rekordlav, og boligprisene har falt igjen det siste året og ligger vel 30 prosent under toppen i 2006. Et lyspunkt i 3. kvartal var veksten i industriens investeringer, som var høy for andre kvartal på rad. En periode med solide overskudd i næringslivet som følge av effektivisering og etterspørselsrekyl etter resesjonen i 2008-2009 har nok bidratt til dette. Resultatene har imidlertid vist en langt mer beskjeden utvikling det siste året. Industriproduksjonen har vist tegn til vekst i høst, etter stillstand i første halvår. PMI-indeksen, som måler innkjøpssjefenes vurderinger, falt markert i sommer og har siden ligget så vidt over 50. Det bærer bud om en svak utvikling i industrien framover.

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

	BNP-vekst							Prisvekst						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>USA</b>														
NIESR <sup>1</sup>	-0,3	-2,6	3,0	1,8	1,6	3,3	..	3,3	0,2	1,8	2,5	2,4	1,6	..
ConsF	-0,3	-2,6	3,0	1,8	2,1	..	..	3,8	-0,4	1,6	3,0	2,1	..	..
OECD	-0,3	-2,6	3,0	1,7	2,0	2,5	..	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,4	1,4	..
IMF	-0,3	-2,6	3,0	1,5	1,8	..	..	3,8	-0,4	1,6	3,0	1,2	..	..
SSB	-0,3	-3,5	3,0	1,6	1,2	1,4	2,0	..	..	..	..	..	..	..
<b>Euroområdet</b>														
NIESR <sup>1</sup>	0,3	-4,2	1,8	1,8	1,0	2,0	..	3,3	0,3	1,6	2,6	1,7	1,3	..
ConsF	0,3	-4,2	1,8	1,6	0,4	..	..	3,3	0,3	1,6	2,7	1,8	..	..
OECD	0,3	-4,2	1,8	1,6	0,2	1,4	..	3,3	0,3	1,6	2,6	1,6	1,2	..
IMF	0,3	-4,2	1,8	1,6	1,1	..	..	3,3	0,3	1,6	2,5	1,5	..	..
SSB	0,3	-4,2	1,8	1,6	-0,1	0,6	1,3	3,3	0,3	1,6	2,6	1,6	1,3	1,5
<b>Handelspartnere<sup>2</sup></b>														
NIESR <sup>1</sup>	0,3	- 3,3	3,1	2,5	1,8	2,8	..	3,4	0,6	1,7	2,7	1,9	1,6	..
OECD	0,4	- 3,3	3,1	2,4	1,3	2,3	..	3,5	0,2	1,8	3,0	1,8	1,4	..
IMF	0,4	- 3,3	3,2	2,4	2,3	..	..	3,5	0,2	1,8	2,9	1,8	..	..
SSB	0,6	-3,2	3,3	2,5	1,0	1,4	2,0	3,5	0,2	1,8	..	..	..	..

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

<sup>2</sup> Euroområdet, USA, Storbritannia, Sverige, Japan og Kina.

Kilde: Consensus Forecasts og OECD i november, NIESR i oktober og IMF i september  
Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten.

Kraftige kutt i offentlige budsjetter står for døren også i USA. Den såkalte Superkomiteen, bestående av seks demokrater og seks republikanere, oppnevnt i Kongressen for å enes om en tiltakspakke for å redusere det føderale budsjettunderskuddet, måtte kaste inn håndkledet i slutten av november. Det skyldtes i hovedsak republikanernes avvisning av skatteøkninger som del av en totalpakke. Dermed vil en automatisk kuttemekanisme (Budget Control Act) tre i kraft, som innebærer utgiftskutt på til sammen 1200 mrd. dollar fram til 2021.

Den amerikanske sentralbanken (Fed) har holdt styringsrenta nær 0 prosent siden senhøsten 2008, og har signalisert at den kan bli værende der lenge. I den såkalte "operation twist" skal Fed fram mot neste sommer selge statspapirer med kort løpetid for å finansiere kjøp av statspapirer med lang løpetid. Det skal presse ned lange renter og stimulere økonomien. Effekten av dette er i praksis neppe stor. Dersom det skulle gå virkelig dårlig i Europa, for eksempel med italiensk mislighold og bankkrise, er det helt andre tiltak som skal til. Konvensjonelle tiltak er allerede uttømt, men vi vil antakelig få en ny runde med kvantitative lettelsler i pengepolitikken. Om Europa, slik vi legger til grunn for våre prognoser, klarer å unngå en storstilet eskalering av krisen anslår vi at BNP vil øke med 1,2 prosent neste år og at veksten deretter øker gradvis til 2 prosent i 2014.

#### 1.4. Europa på kanten av stupet

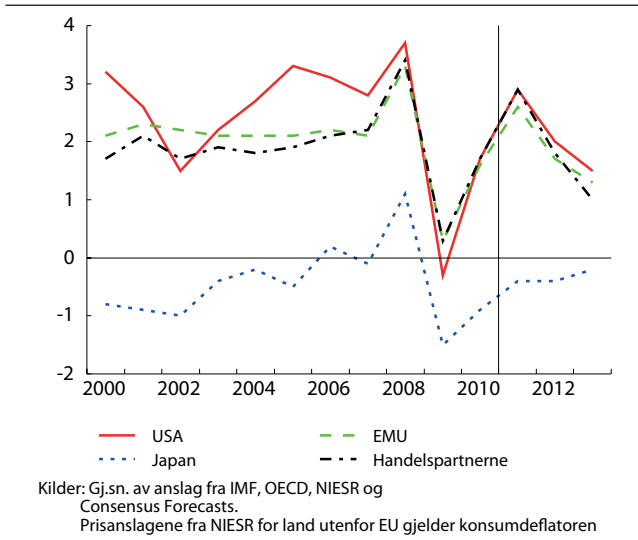
Risikoen for en alvorlig økonomisk krise i Europa er stor. Som helhet utgjør den Europeiske Union verdens største økonomiske enhet. Et økonomisk sammenbrudd

her vil således kunne få alvorlige globale følger både som følge av ikke-fungerende internasjonale finansmarkeder og svekket internasjonal handel. Vi har i våre prognoser har valgt å legge til grunn en relativt rask politisk og økonomisk avklaring av situasjonen i euroområdet, der myndighetene gjør det som er påkrevd for å stoppe dagens tilløp til en ny finanskris.

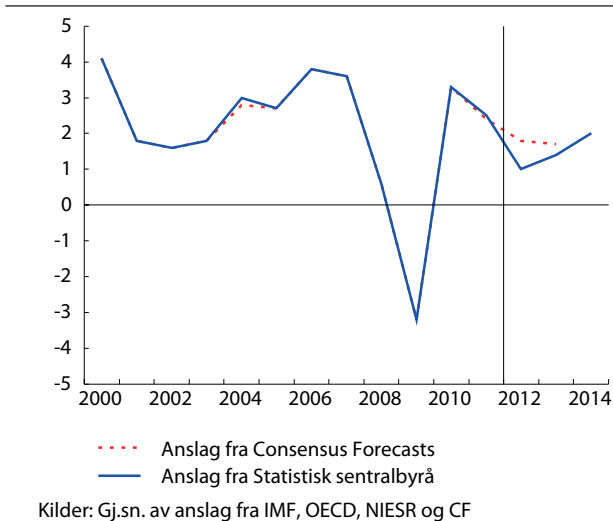
Her er imidlertid usikkerheten stor og skulle vi få et sammenbrudd av euroen er det mye som kan tilsi at vi vil stå ovenfor en nedgangskonjunktur av betydelige dimensjoner og med langt mer alvorlige konsekvenser enn det som ligger til grunn for denne prognosen. Det som spesielt skaper usikkerhet i dagens situasjon er politisk handlingslammelse. Å legge ansvaret for å berolige markedet utelukkende på det enkelte lands evne til å gjennomføre strukturelle reformer er rett og slett ikke tilstrekkelig. Det vil både ta for lang tid og kan få store negative sosiale effekter. Markedet krever en avklaring nå. Kvantitative lettelsler på kort sikt og innføring av eurobond og økt finanspolitisk integrasjon på lengre sikt synes nå som den mest sannsynlige veien ut av krisen.

Løpende data tyder på at euroområdet allerede er inne i en ny nedgangskonjunktur. Kombinert med utsikter til flere år med finanspolitisk konsolidering og store budsjettinnstramminger i mange land, samt banker som er tvunget til å slanke sine balanser og begrense sitt kreditt- og lånetilbud, gir dette liten grunn til å tro på sterk vekst i årene som kommer. I våre prognoser kommer dette til uttrykk ved et vekstanslag for 2012 på -0,1 prosent. Deretter ser vi for oss at veksten vil ta seg opp gradvis, men ikke mer enn at konjunktorene først

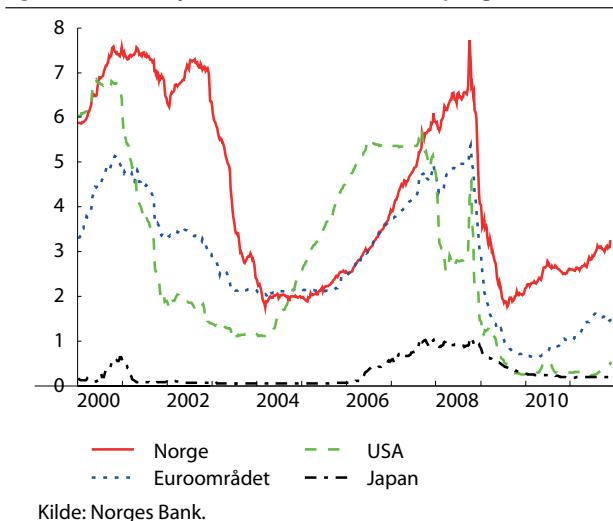
Figur 1.5. Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



Figur 1.6 BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



vil peke oppover i løpet av 2014. Som sist er det viktig i denne sammenheng å understreke at våre vekstanslag vil avhenge av om statsgjeldskrisen i euroområdet finner en permanent løsning. Skulle ikke politikerne raskt klare å komme til enighet om en politikk som på en troverdig og varig måte løser de underliggende svakhetene i euroområdet, vil konsekvensene for den økonomiske utviklingen kunne bli langt verre enn det vi legger til grunn i denne rapporten.

Sett i lys av at 3. kvartal i år var preget av gjeninnhentingseffekter etter jordskjelvet i Japan og i stor grad var beskyttet fra den siste tidens tiltakende turbulens i finansmarkedene var en vekst på 0,2 prosent for euroområdet under ett urovekkende svak. Tyskland og Frankrike opplevde riktignok en vekst på henholdsvis 0,5 og 0,4 prosent, hovedsakelig som følge av vekst i konsumet, og noe vekst i investeringer og internasjonal handel. Men med en meget svak utvikling i Sør-Europa var dette ikke nok til å få fart på euroøkonomien samlet. Løpende tall for både ordre og produksjon i industrien samt detaljhandelen for september tyder på at veksten i euroområdet nå er i ferd med å avta. Dette understøttes også av en rekke stemningsindekser der et uventet kraftig fall i den såkalte innkjøpssjefsindeksen for oktober indikerer et fall i euroområdets totale produksjon i 4. kvartal. ZEW-indeksen tyder også på sviktende tiltro i det tyske næringslivet, og falt kraftig i november til ett nivå som ikke er sett siden oktober 2008, like i etterkant av Lehman-konkursen.

Inflasjonen i euroområdet målt ved tolv månedersveksten i konsumprisene var på 3 prosent i oktober i år, det samme som måneden før. Det er imidlertid utsikter til lavere prisvekst framover. For mens moms- og skatteøkninger antakelig fortsatt vil bidra til å holde inflasjonen oppe på helt kort sikt, vil lavere priser på olje og råvarer, lønnskutt og svak realøkonomisk utvikling bidra til å trekke den ned. I 2012 venter vi således at inflasjonen i euroområdet blir på om lag 1,6 prosent, mot 2,5 prosent i år, og at den vil holde seg rundt 1,5 prosent ut prognoseperioden.

Til tross for tiltakende finansiell uro, rentekutt og tilførsel av store mengder likviditet har tremånedersrenta i pengemarkedet i liten grad falt tilbake fra et nivå på noe i overkant av 1,5 prosent. Den økte likviditetstilførselen har imidlertid presset rentene i markedet for over natten-plasseringer – i en viss forstand den reelle styringsrenta – ned mot gulvet i ESBs styringsintervall, som etter at ESB valgte å kutte styringsrenta med 0,25 prosentpoeng, nå ligger på 0,5 prosent. Det er tegn på at ESB ikke føler seg helt komfortable med nivået på dagens offisielle styringsrente og det kan komme ytterligere kutt i tiden som kommer. Det reflekteres også i markedet for fremtidige renteaftaler. Om risikopåslaget øker ytterligere framover vil fremtidige kutt og likviditetstilførsel kunne gi begrensede utslag i markedsrentene. Vi tror det vil komme nye kutt fra ESB framover og fortsatt rikelig tilførsel med likviditet. Våre prognoser innebærer derfor at pengemarkedsrenta den nærmeste

tiden vil falle ned mot 1 prosent. Deretter ser vi for oss en forholdsvis lang periode med stabilt lave renter før rentene øker noe fra slutten av 2013 og ut prognoseperioden, slik at disse vil ligge rundt 2 prosent i 2014.

### **1.5. Framvoksende økonomier**

I OECD-området har veksten i industriproduksjonen stagnert langt under toppen i 2008. Vi ser nå tegn til at internasjonal handel og industriproduksjon stagnerer også i framvoksende økonomier. I Øst-Europa og Latin-Amerika har industriproduksjonen siden i sommer flatet ut om lag på toppnivået før krisen. I Asia ser det gjennomgående noe lysere ut så langt, men også her er ser vi nå en klar avmatning, og i november falt industriproduksjonen for første gang på tre år i Kina. Eksporten har falt i august og september både i Kina og for Asia samlet, og vi må tilbake til november i fjor for å finne like lave nivåer for framvoksende økonomier sett under ett. Ifølge ledende indikatorer for verdenshandelen fra det nederlandske analysebyrået (CPB), ligger det an til ytterligere nedgang framover. I Kina har BNP-veksten holdt seg godt oppe så langt, i overkant av 9 prosent i gjennomsnitt over årets tre første kvartaler, målt i årlig rate. Kina senket nylig reservekravene til bankene for å stimulere økonomien. Vi venter imidlertid at veksten vil avta noe framover. I India ser vi allerede klare tegn til avmatning av den økonomiske veksten. Markert renteøkning som respons på svært høy inflasjon har bidratt til det. Utenom Kina og India har de andre BRICS-landene vist seg mer følsomme for internasjonale konjunkturer, og vi venter en mer markert oppbremsing i Russland, Brasil og Sør-Afrika.

### **1.6. Prisutvikling**

Råvareprisene har gjennomgående falt siden i vinter. Etter en topp på rundt 125 dollar fatet har oljeprisen vist store svingninger rundt 110 dollar fatet. Uroligheter i mange oljeproduserende land i Nord-Afrika og Midtøsten har, sammen med stor usikkerhet knyttet til utviklingen i verdensøkonomien, bidratt til å skape disse fluktuationene. Vi legger til grunn for våre prognoser at oljeprisen faller til under 100 dollar fatet neste år, før den tar seg gradvis opp til 110 dollar fatet i 2014. Også prisene på metaller og matvarer har falt markert siden i vår. Inflasjonen er fortsatt relativt høy både i OECD-området og Kina, men toppen ser nå ut til å være passert. Utviklingen i råvareprisene vil bidra til å dempe inflasjonen framover i disse økonomiene. Også den svake realøkonomien trekker i retning av lavere inflasjon framover.

## Boks 1.2. Utviklingen i oljemarkedet

Gjennom de fire første månedene i 2011 steg oljeprisen fra om lag 90 dollar per fat til om lag 125 dollar. Siden har den variert mellom 105 og 120 dollar fatet og lå i begynnelsen av desember på om lag 110 dollar. Som gjennomsnitt over fjoråret var oljeprisen nær 80 dollar per fat, mens den har vært i underkant av 112 dollar i gjennomsnitt over de første elleve månedene i 2011.

Høy vekst i verdensøkonomien bidro til at oljeprisen tok seg opp fra 2009 til 2010. Den høye prisen i inneværende år skyldes i stor grad urolighetene i Midt-Østen og Nord-Afrika. For det første stanset Libyas oljeproduksjon på 1,5 millioner fat per dag nesten helt opp på grunn av borgerkrigen. I tillegg førte urolighetene flere steder i regionen til at det oppsto frykt for at oljeproduksjonen i andre land skulle bli rammet. Dessuten har det vært en viss nedgang i de kommersielle oljelagrene i OECD-området, selv om dette har vært fra relativt høye nivåer.

IEA (International Energy Agency) har nå nedjustert sine etterspørselsanslag som følge av lavere vekst i blant annet USA og Europa og de påpeker at det kan komme ytterligere nedjusteringer dersom dette sprer seg til andre regioner. IEA forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 0,9 millioner fat daglig fra 2010 til 2011 og med ytterligere 1,3 millioner fat i 2012. Økningen neste år er forventet å komme i Kina, Midt-Østen, India og andre asiatiske land og Brasil. IEA antar at etterspørselen i OECD vil gå noe ned i 2012 etter at den nådde sin topp i 2005.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,1 millioner fat daglig i 2011 i forhold til 2010 og med ytterligere 0,5 millioner fat i 2012. Økningen utenfor OECD og OPEC neste år er spesielt forventet å komme i Latin-Amerika og Russland. Neste år forventes en økning i produksjonen i OECD på 0,3 millioner fat, etter å ha falt i syv av de ti foregående årene. Økningen er forventet å komme i Canada, Australia og USA.

Det er ventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC i årene fremover, og denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem. IEA forventer at Libya makter å øke produksjonen fra 0,5 millioner fat per dag i fjerde kvartal i år til nesten 1,2 millioner fat i fjerde kvartal neste år. Saudi-Arabia har til nå erstattet produksjonsbortfallet i Libya, men det er usikkert i hvilken grad de nå vil redusere produksjonen. Dersom Libya makter å øke produksjonen i takt med IEA sine antakelser og Saudi-Arabia og resten av OPEC holder fremtidig produksjonen på nivået for september og oktober, vil de globale lagrene av råolje øke med 0,5 millioner fat daglig i 2012. Dette vil legge et press nedover på prisene, selv om lagrene av råolje og en del ferdigprodukter er lavere enn gjennomsnittet for de siste fem årene flere steder i OECD. Som følge av økningen i eksporten fra Libya til Europa har lagrene der økt noe. Dette er en av årsakene til at prisen på Brent Blend nå ligger om lag 10 dollar fatet høyere enn den amerikanske lettoljen West Texas Intermediate, mens den tidligere i år lå mer enn 20 dollar høyere.

Etterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med 0,8 millioner fat daglig gjennom 2011 og ytterligere med 0,3 millioner fat i 2012. Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet, men de fleste analytikere anslår den på om lag 4 millioner fat per dag. Det er usikkert i hvilken grad OPEC makter å øke kapasiteten i løpet av prognoseperioden. Irak, som foreløpig er utenfor OPEC sitt kvotesystem, har ambisiøse planer om å øke kapasiteten, men det er usikkert i hvilken grad det lar seg realisere. Uansett vil en videre nedbygging av den ledige produksjonskapasiteten føre til økt bekymring for mulig produksjonsbortfall og store prisøkninger.

Vi legger til grunn for våre prognoser at oljeprisen vil falle noe fra dagens høye nivåer i tiden fremover og at gjennomsnittsprisen blir 96 dollar fatet i 2012. Vi forventer at oljeprisen deretter øker til om lag dagens nivå ved utgangen av 2014.

### Tilbud og etterspørsel av råolje. Millioner fat per dag inkl. NGL

	2009		2010		Prognose			Prognose				
	2009	2010	2011	2012	11:1	11:2	11:3	11:4	12:1	12:2	12:3	12:4
<b>Etterspørsel</b>	<b>85,6</b>	<b>88,3</b>	<b>89,2</b>	<b>90,5</b>	<b>88,9</b>	<b>87,9</b>	<b>89,6</b>	<b>90,2</b>	<b>90,2</b>	<b>89,4</b>	<b>90,9</b>	<b>91,4</b>
OECD	45,6	46,2	45,8	45,6	46,3	44,5	45,9	46,4	46,1	44,4	45,6	46,0
Europa	14,7	14,6	14,4	14,3	14,2	14,1	14,7	14,6	14,0	13,9	14,6	14,5
Nord-Amerika	23,3	23,8	23,5	23,4	23,8	23,3	23,5	23,5	23,5	23,1	23,5	23,5
Stillehavsområdet	7,7	7,8	7,9	7,9	8,3	7,1	7,7	8,3	8,6	7,4	7,5	8,1
Tidligere Sovjetunionen	4,2	4,5	4,7	4,7	4,5	4,6	4,9	4,7	4,6	4,6	4,9	4,8
Resten av verden	35,7	37,6	38,7	40,2	38,1	38,8	38,8	39,1	39,5	40,4	40,4	40,6
<b>Tilbud</b>	<b>85,6</b>	<b>87,4</b>	<b>88,5</b>	<b>91</b>	<b>88,5</b>	<b>87,5</b>	<b>88,5</b>	<b>89,8</b>	<b>90,6</b>	<b>90,6</b>	<b>91,2</b>	<b>91,6</b>
OPEC	34,1	34,8	35,8	37,2	35,8	35,2	35,9	36,4	36,9	37,0	37,4	37,5
OECD	18,8	18,9	18,9	19,2	19,0	18,6	18,7	19,3	19,5	19,0	18,9	19,3
Tidligere Sovjetunionen	13,3	13,5	13,6	13,8	13,6	13,6	13,6	13,7	13,8	13,8	13,7	13,8
Resten av verden	19,5	20,2	20,2	20,8	20,1	20,1	20,3	20,4	20,4	20,8	21,2	21,0
<b>Lagerendring (og diverse)</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
Etterspørsel rettet mot OPEC	34,0	35,6	36,4	36,7	36,2	35,7	37,0	36,8	36,5	35,8	37,1	37,2

Kilde: Oil Market Report November 2011.

Indonesia er i Resten av verden i alle år. Ecuador og Angola er i OPEC i alle år.