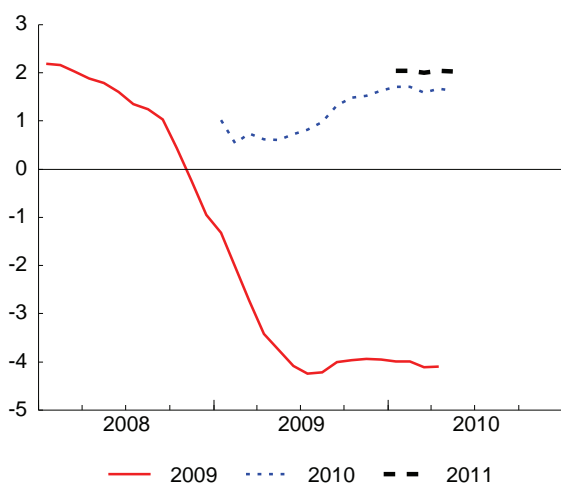


1. Internasjonal økonomi

Internasjonale finansmarkeder ble i vår rammet av nye uroligheter. Denne gangen er det frykt for mislighold av statsgjeld som får verdens finansmarkeder til å skjelve. Dette må imidlertid også betraktes i lys av finanskrisen i 2008, da myndighetene måtte gripe inn for å redde banker og finansinstitusjoner som hadde pådratt seg for stor gjeld og risiko. I tillegg ble sviktende privat etterspørsel møtt med svært ekspansiv finanspolitikk. Dette resulterte i store underskudd på offentlige budsjetter. Høy og raskt voksende statsgjeld preger nå store deler av OECD-området. Hellas måtte reddes av EU og IMF, og har alt gitt verden en forsmak på hva gjeldsproblemer kan føre med seg, se temaboks. Selv om Europa klarer å håndtere statsgjelden, vil kraftige innstramminger isolert sett redusere etterspørselen etter varer og tjenester. Konsolideringen vil pågå i mange år framover, og vil dempe veksten betydelig. Vi har tidligere lagt til grunn innstramning i finanspolitikken i Europa på grunn av høy statsgjeld, men urolighetene som oppsto i vår har tvunget gjennom tidligere og større innstramminger enn ventet. Følgelig har vi nedjustert våre vekstanslag noe sammenliknet med forrige konjunkturrapport i februar.

Internasjonale børsindekser steg kraftig gjennom 2009 og inn i 2010, og har de fleste steder hentet inn om lag halvparten av fallet høsten 2008. Siden midten av april har imidlertid børsene falt med i overkant av 10 prosent både i Europa og USA. Denne nedturen i aksjemarkedet har særlig kommet som følge av statsgjeldsproblematikken i Europa. Mange europeiske banker har store utlån til stater med potensielle betalingsproblemer. Strengere reguleringer av finansmarkedene kan også ha bidratt til fallet i aksjemarkedene. Konflikten mellom Nord- og Sør-Korea trekkes også fram av mange analytikere.

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



Kilde: Consensus Forecasts.

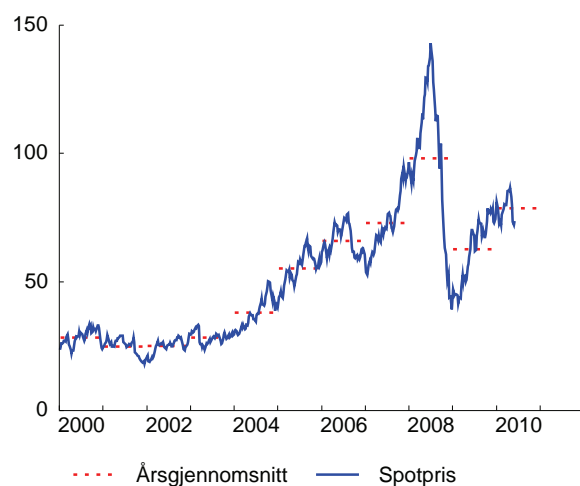
Volatiliteten har steget kraftig både i aksje- og valuta-markedene, og bekrefter inntrykket av stor usikkerhet i finansmarkedene. Dette har blant annet ført til økt etterspørsel etter "trygge" og likvide valutaer som amerikanske dollar, som har styrket seg markert. Usikkerheten rundt den europeiske pengeunionens framtid har bidratt til at euroen har svekket seg markert. Svekkelsen bedrer næringslivets konkurransevne, og bidrar således til å avhjelpe situasjonen i euroområdet.

Boligprisene har vært et sentralt element i den innværende konjunkturedgangen. Utviklingen spriker nå veldig. I Kina, Hong Kong, Australia og Norge har boligprisene nådd nye rekordnivåer etter nedturen i 2008. I USA og Storbritannia har en liten korreksjon oppover blitt avløst av en avmatning, mens boligprisene fortsatt faller i Spania og Irland. Utviklingen i boligprisene framover er viktig for husholdningenes forbruk, så vel som for det internasjonale bankvesenet og finansmarkedene generelt, og er derfor viktig for det internasjonale konjunkturforløpet framover.

Inflasjonen har tatt seg markert opp internasjonalt, fra et svært lavt nivå i fjor sommer. Oppgangen skyldes at energi- og råvareprisene steg kraftig gjennom 2009 etter kollapsen høsten 2008. Siden midten av april har imidlertid oljeprisen og metallprisene falt med om lag 15 prosent, og var dermed tilbake på nivåer fra årsskiftet. Svakt arbeidsmarked og konsolidering både i privat og offentlig sektor vil bidra til lav inflasjon i lang tid. I euroområdet ventet vi at inflasjonen vil holde seg i overkant av 1 prosent i år og neste år, før den gradvis vil nærme seg 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Med utsikter til lav inflasjon rettes pengepolitikkenes fokus i større grad mot realøkonomien og finansmarkedene. Med til dels kraftig innstramning i finanspolitikken

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



Kilde: Reuters EcoWin.

i en allerede svak konjunktursituasjon faller en tung bør på pengepolitikken. Dette betyr at en kan forvente svært lave renter de nærmeste årene, og også andre ekspansive tiltak som kjøp av statsobligasjoner eller trykking av penger. I euroområdet legger vi til grunn at styringsrenta ikke heves før i 2012. Tremåneders pengemarkedsrente stiger gradvis til 3 prosent mot slutten av 2013. Svært lave renter over lang tid øker faren for nye ubalanser i finans- og boligmarkeder.

Asia har ledet an i den økonomiske gjeninnhenting etter finanskrisen i 2008. Også den amerikanske økonomien har vokst markert siden i fjor sommer, mens utviklingen har vært meget moderat i Europa. I euroområdet kuttes nå offentlig forbruk og skattesatsene økes mens økonomien fortsatt er i en nedgangskonjunktur. Tross lave renter venter vi beskjeden etterspørselsvekst fra husholdningene i de fleste europeiske land de nærmeste årene. Formuestap som følge av aksje- og boligprisfall, samt lønnskutt og høyere skattepress bidrar til det. Fersk statistikk fra Europakommisjonen over fremtidstroen til konsumenter og topledere indikerer at optimismen faller. Med utsikter til svak innenlandsk etterspørsel i lang tid framover blir eksporten viktig. Svak euro og relativt sterk utvikling ellers i verden ventes å bidra til å hindre et nytt markert tilbakeslag. Vi venter imidlertid meget svak vekst i Europa framover, særlig i år og neste år. Vi legger deretter til grunn at veksten vil ta seg gradvis opp i 2012, mens konjunkturbunnen først passerer i 2013.

Også andre steder ventes veksten å avta den nærmeste tiden. I USA har gjeninnhenting vært preget av midlertidige faktorer som finanspolitikk og lagerjusteringer. Mens europeiske myndigheter strammer inn, vurderer amerikanske myndigheter nye stimulansepakker for å motvirke en ny nedtur. Også i USA vil imidlertid strammere finanspolitikk tvinge seg fram relativt snart, og høy gjeld vil dempe husholdningenes etterspørsel. Vi venter derfor moderat vekst i amerikansk

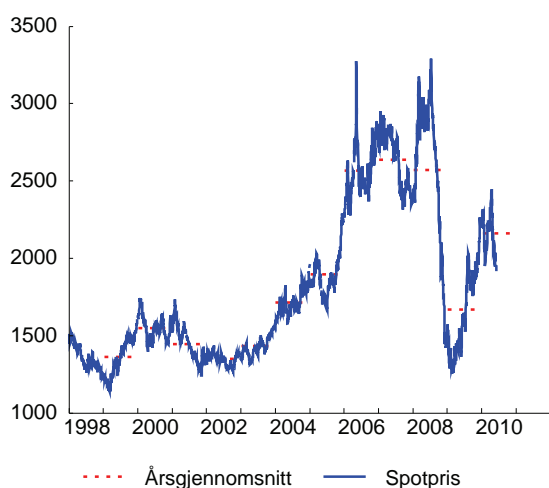
økonomi, men betydelig bedre enn i euroområdet, og har lagt til grunn at veksten tar seg gradvis opp mot slutten av neste år, og passerer trendvekst sommeren 2012. Også i Kina er det nå tegn til avmatning etter en kraftig gjeninnhenting gjennom fjoråret, og vi legger til grunn at veksten vil avta noe framover. Kina er blitt en viktig drivkraft i internasjonal økonomi. Dersom veksten i Kina blir betydelig lavere enn vi anslår kan det få store ringvirkninger til OECD-området, der mange land er avhengige av eksportledet vekst. Det ville også kunne medføre betydelig lavere råvarepriser enn vi har lagt til grunn.

1.1. Svakere vekst i amerikansk økonomi

Amerikansk økonomi har hatt en markert gjeninnhenting siden i fjor sommer, etter fire kvartaler på rad med fall i BNP. Veksten kan imidlertid i stor grad forklares av midlertidige faktorer som lagerendringer og finanspolitiske stimulanter. Det diskuteres nå videreføring av de finanspolitiske stimulanter, og lagernivåene er fortsatt lave, så det ventes vekstbidrag herfra også den nærmeste tiden. Vi venter at veksten vil avta fra høsten, og at den blir moderat neste år, før den igjen kommer over trendvekst om to års tid. Etter et BNP-fall på 2,4 prosent i fjor, venter vi at amerikansk økonomi vil vokse med 2,9 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 høye vekstanslaget for inneværende år skyldes til dels et relativt stort overheng fra 2009.

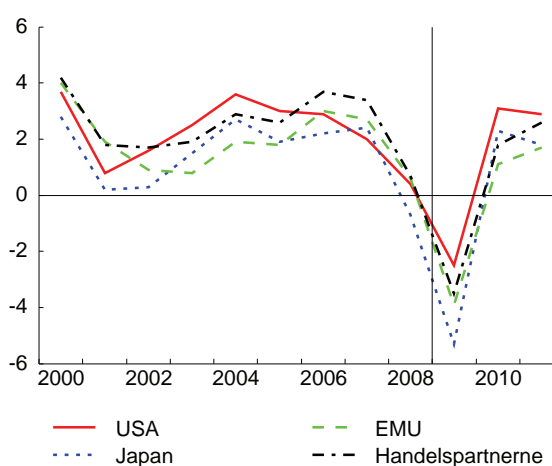
I 1. kvartal i år vokste den amerikanske økonomien med 3 prosent, sesongjustert og målt i årlig rate, en nedgang fra hele 5,6 prosent i kvartalet før. I begge kvartaler kan mer enn halvparten av veksten tilskrives endringer i lagre, som nå gjenoppbygges etter den kraftige nedbyggingen i 2008 og 2009. Eksporten har økt tre kvartaler på rad. Eksportveksten er imidlertid avtakende, noe som kan ses i lys av en styrking av dollaren. Husholdningenes konsum er stimulert av skattelet-

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
USA														
NIESR ¹	2,1	0,4	-2,4	2,9	2,7	..	..	2,6	3,3	0,2	2,1	2,3	..	..
ConsF ²	2,1	0,4	-2,4	3,3	3,1	..	..	2,9	3,8	-0,3	2,0	1,9	..	..
OECD	2,1	0,4	-2,4	3,2	3,2	..	..	2,9	3,8	-0,4	1,9	1,1	..	..
IMF	2,1	0,4	-2,4	3,1	2,6	..	..	2,9	3,8	-0,4	2,1	1,7	..	..
SSB	2,1	0,4	-2,4	2,9	1,9	2,4	3,1	..	..	..	..	..	..	..
Euroområdet														
NIESR ¹	2,7	0,6	-4,0	1,2	1,8	..	..	2,1	2,8	0,3	1,0	2,0	..	..
ConsF ²	2,7	0,6	-4,0	1,1	1,5	..	..	2,1	3,3	0,3	1,3	1,4	..	..
OECD	2,7	0,6	-4,0	1,2	1,8	..	..	2,1	3,3	0,3	1,4	1,0	..	..
IMF	2,7	0,6	-4,0	1,0	1,5	..	..	2,1	3,3	0,3	1,1	1,3	..	..
SSB	2,7	0,6	-4,0	1,0	0,8	1,1	1,7	2,1	3,3	0,3	1,5	1,5	1,6	1,8
Handelspartnere														
NIESR ¹	3,1	0,7	-3,4	1,9	2,5	..	..	2,0	3,1	0,9	1,8	2,1	..	..
ConsF ²	2,9	0,6	-4,3	1,7	2,1	..	..	2,3	3,5	0,2	1,5	1,7	..	..
OECD	2,9	0,6	-3,6	2,0	2,7	..	..	2,2	3,5	0,2	1,6	1,3	..	..
IMF	3,1	0,6	-3,5	1,8	3,1	..	..	2,3	3,5	0,2	1,7	1,6	..	..
SSB	3,4	0,7	-3,5	2,3	1,7	1,9	2,6	..	..	..	..	..	..	..

¹ Prisanslagene fra NIESR for land utenfor EU gjelder konsumdeflatoren.

² Uten Kina

Kilde: NIESR og IMF i april, Consensus Forecasts og OECD i mai.
Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten

ter og har tatt seg markert opp siden sist sommer. I 1. kvartal i år var økningen på 3,5 prosent, den sterkeste veksten på 3 år.

Detaljhandelen har tatt seg godt opp siden årsskiftet, og indikerer at konsumveksten har holdt seg inn i 2. kvartal. Det er imidlertid flere faktorer som taler for svak konsumvekst en tid framover. Den høye veksten den siste tiden skyldes nok til dels en gjeninnhentings-effekt, etter at mange har ventet med større innkjøp mens usikkerheten var stor. Videre vil skatteletter og andre stimulanser etter hvert fases ut. Høy gjeld og stort formuesfall som følge av prisfall på bolig og aksjer bidrar dessuten til at husholdningene vil legge mer vekt på å nedbetale gjeld framover. Arbeidsmarkedet er meget svakt, og lønnsveksten blir lav framover. Selv om sysselsettingen har begynt å øke igjen etter årsskiftet, har ledigheten vært rundt 10 prosent siden i fjor høst. Statistikken viste en markert økning i sysselsettingen i mai, men dette skyldtes for en stor del midlertidige arbeidsplasser i offentlig sektor knyttet til den pågående folketellingen. I privat sektor var det kun en liten økning i sysselsettingen i mai. Samlet er det fortsatt 8 millioner færre sysselsatte enn ved toppen i 2007. Forventningsindikatorer for husholdningene ligger fortsatt gjennomgående på lave nivåer.

En viktig forutsetning for et varig oppsving i husholdningenes konsum er at boligmarkedet tar seg opp igjen. Det har så langt ikke kommet noe klart omslag. Boliginvesteringene falt markert igjen i 1. kvartal, etter to kvartaler med vekst, og er på et svært lavt nivå. Omsetningen av brukte boliger økte klart mot slutten

av fjoråret, men har siden falt tilbake, etter at skatterabatten for førstegangskjøpere ble avviklet. Denne skatterabatten er imidlertid gjeninnført, og kan bidra til at omsetningen tar seg opp igjen utover året. Statistikk for avtatte, men ikke gjennomførte salg indikerer at dette er i ferd med skje. Omsetningen av nye boliger økte markert i mars og april, etter å ha holdt seg nær bunnivået siden slutten av 2008. Boligprisene økte med 5 prosent i fjor sommer, etter å ha falt med mer enn 30 prosent. Deretter har prisene flatet ut, og til og med falt litt i april i år.

Industriproduksjonen har økt med 7 prosent siden bunn i fjor sommer, etter en nedgang på 17 prosent fra toppen tidlig i 2008. En betydelig del av oppgangen kan tilskrives økt eksport og gjenoppbygging av lagre. Ordretilgangen har økt, og forventningsindikatorer antyder optimisme i næringslivet. Det siste halvåret har imidlertid dollaren styrket seg markert. Fortsetter denne utviklingen vil det bidra til å dempe oppgangen i industriproduksjonen. Investeringene i næringsbygg falt markert i 1. kvartal i år, og for syvende kvartal på rad. Andre næringslivsinvesteringer har imidlertid økt markert de to siste kvartalene. Selv om kapasitetsutnyttelsen i industrien har økt er den fortsatt gjennomgående lav. Det vil legge en demper på investeringsveksten.

Inflasjonen målt ved 12-månedersveksten i konsumprisene, har ligget rundt 2,5 prosent siden årsskiftet, etter å ha svingt kraftig med råvareprisene de to foregående årene. Ser man på utviklingen i prisnivået viser det seg at konsumprisindeksen ikke har steget siden årsskiftet, etter å ha steget jevnt og trutt gjennom hele 2009. Det

samme bildet tegner seg om en ser på konsumprisene justert for mat- og energivarer. Høy arbeidsledighet vil sammen med dollarstyrkingen bidra til moderat prisvekst framover.

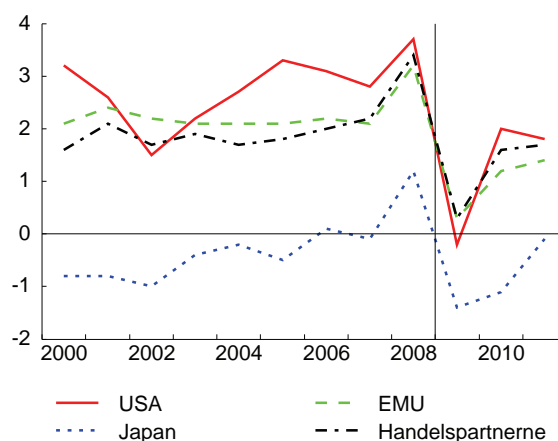
Den amerikanske sentralbanken har holdt styringsrenta nær null siden tidlig i 2009, etter en reduksjon på 5 prosentpoeng fra høsten 2007. Boliglånsrentene, som for amerikanske husholdninger i stor grad er fastrenteavtaler knyttet opp mot obligasjoner med lang løpetid, har fortsatt å falle, og er redusert med 1,5-2 prosentpoeng siden toppen i 2007. Husholdningene har dermed fått en langsom og forsinket lettelse i låneutgiftene. Pengepolitikkenes gjennomslag til husholdningene er imidlertid betydelig begrenset sammenliknet med land som Norge, der lån med flytende rente dominerer.

Også i USA benyttes finanspolitikken aktivt i motkonjunkturpolitikken. Skatteletter og investeringer i infrastruktur har bidratt til å begrense lavkonjunkturen. Amerikanske myndigheter er foreløpig tilbakeholdne med å reversere de finanspolitiske stimulansene. Også i USA utgjør imidlertid høy og raskt stigende statsgjeld et økende problem, og dagens politikk er ikke opprettholdbar på noe sikt. Ved utgangen av 2009 utgjorde brutto statsgjeld 83 prosent av BNP, litt mer enn gjennomsnittet for euroområdet. Myndighetene har anslått budsjettunderskuddet for inneværende år til i overkant av 10 prosent av BNP, om lag som i 2009.

1.2. Konsolidering svekker vekstutsiktene i Europa

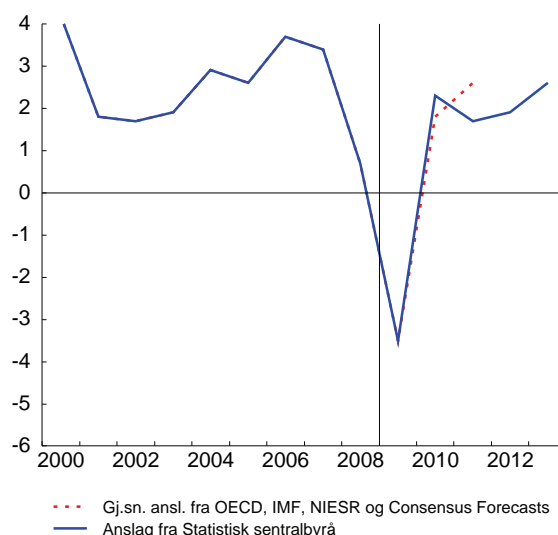
Gjeldskrisen i euroområdet hviler for tiden som en klam hånd over vekstutsiktene i Europa. Europeiske aksjekurser har i det siste falt mye og euroen har svekket seg til nivåer vi ikke har sett siden 2006 mot amerikanske dollar, noe mindre handelsvektet. Samtidig har markedsrentene på lån banker i mellom steget i tremånederssegmentet og ved flere anledninger har det vært tegn til likviditetstørke i deler av det europeiske interbankmarkedet. Statsobligasjonsrentene i Portugal, Irland, Italia, Hellas og Spania (de såkalte PIIGS-landene) har skutt i været. Veksten i euroområdet er dessuten fortsatt svært svak. Borte er nå den overdrevne entusiasmen som for et år siden kom i kjølvannet av tilbakevending til vekst i euroområdet. Borte er også troen på at euroområdet ikke ville kunne stå ovenfor eksistensielle utfordringer, gitt de åpenbare manglene i sin politisk økonomiske overbygning. Tilbake står vi med store redningspakker snekret sammen av EU i samarbeid med IMF, en sentralbank som har begynt å kjøpe opp statsgjeld til land i trøbbel og utsikter til en veksthemmende og prematur finansiell konsolidering på nærmest alle hold. En finanspolitisk innstramning ville etter hvert være tvingende nødvendig for de aller fleste land i Europa, men ved å stramme til nå, risikerer de europeiske myndighetene å føre Europa inn i en langvarig forsterket lavkonjunktur. I USA foregår det for tiden en debatt om å innføre ytterligere finanspolitiske stimulanser for å forsikre seg mot at gjeninnhenting ikke stopper opp. I Europa derimot ser myndig-

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

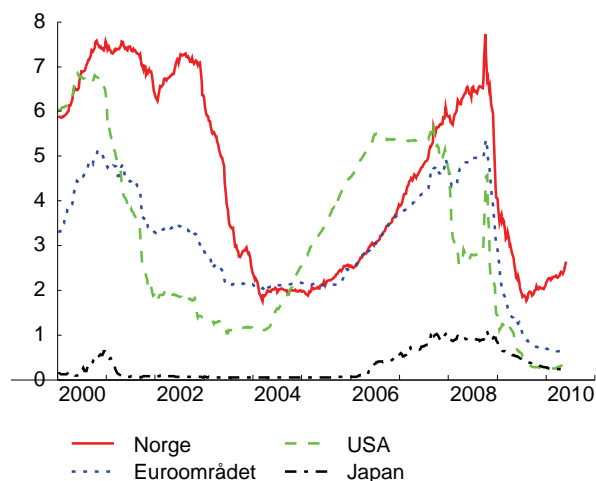


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

Figur 1.6 BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

hetene ut til å ville kvele gjeninnhenting allerede før den har klart å befeste seg. Selv med ytterligere svekkelse av euroen og en forlengelse av dagens ekspansive pengepolitikk, gir det liten grunn til å tro på sterk vekst i tiden som kommer.

På denne bakgrunn har vi derfor revidert veksten i euroområdet for de kommende åra relativt kraftig ned. Vi ser fortsatt for oss at årsveksten for 2010 vil kunne bli om lag 1 prosent som følge av en gjeninnhenting etter fallet i 2009, men vi tror at veksten vil falle noe tilbake utover i inneværende år og i 2011. For årene 2012 og 2013 ser vi videre for oss at veksten vil ta seg sakte men sikkert opp, men at den fortsatt vil ligge under trend ved utgangen av prognoseperioden i 2013. Den finansielle konsolideringen gir rom for å opprettholde dagens ekspansive pengepolitikk. Vi ser derfor ikke for oss noen renteøkning fra den europeiske sentralbankens (ESB) side før i begynnelsen av 2012, selv om likviditetspolitikken nok kan tenkes å bli strammet inn før dette.

Selv om redningspakker og løfter om finansiell konsolidering i det siste har ført til en viss normalisering i både statsobligasjonsrenter og forsikringspremier på å forsikre seg mot statsgjeldsmislighold i PIIGS-landene, ligger de fortsatt på et svært høyt nivå (se egen boks om gjeldskrisen i Europa for en nærmere redegjørelse). Denne utviklingen kommer som en direkte konsekvens av at finansmarkedene ser for seg muligheten for gjeldsmislighold og at dette vil kunne spre seg til andre land i euroområdet dersom dominobrikkene først skulle tillates å falle, med Hellas i rollen som den første beveger. Konsekvensen av et slikt utfall ville i beste fall være uoversiktlig (se egen artikkel i dette nummeret av Økonomiske analyser for en nærmere drøfting). I våre prognoser har vi imidlertid lagt til grunn at euroområdet slik det ser ut i dag vil bestå ut prognoseperioden. En eventuelt utvidet utgave av dagens stabilitetspakke forutsettes således å ville fjerne enhver tvil som måtte råde rundt medlemslandenes vilje til å stå opp for hverandre.

Den realøkonomiske veksten i Europa er som nevnt svært svak og ser vi på de foreløpige publiserte tallene for BNP i euroområdet under ett, viste disse en vekst i 1. kvartal 2010 på bare 0,2 prosent fra kvartalet før. De svake tallene for euroområdet under ett skjulte den gangen små vekstforskjeller de store landene imellom. Kun Italia skilte seg positivt ut med en vekst på 0,5 prosent, mens tysk, spansk og fransk økonomi alle vokste med vekstrater i intervallet 0,1 - 0,2 prosent. Når det gjelder de mindre landene er vekstbildet mer blandet. For mens Portugal og Slovakia vokste med rundt 1 prosent var Hellas, ikke uventet, ned med 0,8 prosent. Veksten i Baltikum var forøvrig skuffende svak. En økning i 4. kvartal i fjor i Estland ble etterfulgt av et fall på 2,3 prosent, og Litauen falt med hele 4,1 prosent. I Latvia ble det riktignok registrert en svak oppgang, men det må sees på bakgrunn av den harde medfarten landet har fått som følge av finanskrisen.

Ser vi nærmere på de tyske tallene kan veksten, som i forrige kvartal, føres tilbake til blant annet en økning i eksporten på i overkant av 2 prosent. Avgjørende for at BNP veksten havnet i positivt område i 1. kvartal var imidlertid en økning i offentlig konsum på 1,1 prosent samt en kraftig lagerkorreksjon. Dette er begge midlertidige faktorer som stiller spørsmål ved hva som skal drive fram en fornyet vekst, gitt Tysklands nylige beslutning om å stramme inn på den offentlige utgiftsbruken. Husholdningenes konsum fortsatte dessuten å falle med uforminsket styrke i 1. kvartal, med en nedgang på 0,8 prosent fra kvartalet før. Det virker derfor lite sannsynlig at Tyskland vil kunne fungere som vekstmotor i EU i en tid der andre medlemsland har blitt tvunget av markedet til å stramme inn på utgiftsbruken.

Også i Frankrike kom veksten i 1. kvartal hovedsakelig som følge av en kraftig økning i eksporten på 3,9 prosent. Både investeringer og lagerkorreksjon bidro imidlertid negativt til veksten, mens husholdningenes konsum stod stille. Offentlig etterspørsel bidro dessuten negativt, med en konsumvekst på 0,1 prosent og et fall i investeringene på 0,8 prosent. Dette er et tegn på at Frankrike nå forsøker å få kontroll over det voksende budsjettunderskuddet. Den franske statsadministrasjonen har nylig avgitt løfter om å redusere underskuddet på statsbudsjettet fra dagens nivå på ca. 8 prosent til 3 prosent allerede innen 2013. Dette vil i så fall innebære en netto kostnadsreduksjon på rundt 800 milliarder kroner.

Imidlertid er det ikke bare Tyskland og Frankrike som har planer om å stramme inn på utgiftene over statsbudsjettet i tiden som kommer. Markedsreaksjonen relatert til gjeldsproblematikken i Hellas har tvunget frem budsjettkonsolideringer både i Italia, Spania og Portugal. I Italia er målet å redusere budsjettunderskuddet til i underkant av 3 prosent av bruttonasjonalprodukt (BNP) innen 2012, fra et underskudd på 5,3 prosent av BNP i 2009. Kuttene som er på om lag 200 milliarder kroner totalt, skal etter planen fordeles over to år og vil blant annet innebære kutt i overføringene til regionale og kommunale administrasjonsheter samt at offentlige lønninger fryses for en periode på fire år. Som i Frankrike snakkes det dessuten om å heve pensjonsalderen. Det budsjetteres med at man klarer å gjennomføre 1/3 av kuttene ved å redusere omfanget av skatteunndragelser. Også i Spania håper myndighetene på at man skal klare å redusere budsjettunderskuddet fra 2010 estimert til ca. 9,3 prosent av BNP, til ca. 6,5 prosent av BNP i 2011. Sparepakken inkluderer et lønnskutt på 5 prosent for offentlige ansatte og store kutt i offentlige infrastruktur- og investeringsprosjekter.

Ser vi på landene utenfor euroområdet økte britisk økonomi i henhold til foreløpige tall kun med 0,3 prosent fra 4. kvartal i fjor til 1. kvartal i år. I følge det britiske statistikkbyrået (ONS) var hovedårsaken til veksten å finne i en 1,2 prosent økning i industriproduksjonen, der konkurranseutsatt næringsliv har fått god hjelp av en markert svekkelse av pundet. Tjenestesegmentet

Boks 1.1. Utviklingen på oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra rundt 40 dollar per fat i begynnelsen av januar i fjor til om lag 80 dollar i begynnelsen i 2010. Siden har oljeprisen gjennomgående variert mellom 70 og 85 dollar fatet, og var i begynnelsen av juni rundt 72 dollar. Som gjennomsnitt i fjor var prisen vel 63 dollar per fat. Over de første fem månedene i 2010 har den vært i underkant av 78 dollar i gjennomsnitt.

En viktig årsak til at oljeprisen steg gjennom 2009 var at OPEC reduserte oljeproduksjonen. Etterspørselen har også økt i tråd med utviklingen i aktiviteten internasjonalt, etter at nedgangen i aktivitetsnivået i kjølvannet av finanskrisen snudde til oppgang i løpet av fjoråret. På tross av store oljelagre i de fleste regioner har oljeprisen holdt seg oppe gjennom 2010. Dette skyldes trolig forventninger om økt fremtidig etterspørsel.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,6 millioner fat daglig fra 2009 til 2010. Økningen forventes å komme i Kina, Midt-Østen, India og andre asiatiske land og til dels Latin-Amerika. IEA legger til grunn at etterspørselen i OECD vil holde seg noenlunde konstant fra 2009 til 2010, etter å ha falt i fire år. Etterspørselen i Europa er forventet å falle noe som følge av lavere vekstanslag. EIA (Energy Information Administration), som lager prognoser for flere år frem i tid, forventer at den globale etterspørselen vil øke med ytterligere 1,6 millioner fat per dag i 2011.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,7 millioner fat daglig fra 2009 til 2010. Økningen utenfor OECD er spesielt forventet å komme i Brasil og i den kaspiske regionen, men det er også ventet visse økninger i Kina. Økt produksjon i Nord-Amerika vil bli motvirket av reduksjoner i Norge, Storbritannia og Mexico, slik at produksjonen i OECD-området også reduseres i 2010, i likhet med de åtte foregående årene.

Det er forventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC gjennom 2010, og denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem. Ved tre anledninger i 2008 vedtok OPEC å redusere råoljeproduksjonen med til sammen 4,2 millioner fat daglig. Mens OPEC i fjor maktet å redusere produksjonen med 80 prosent av de varslede kuttene, har 55-60 prosent av produksjonskuttene blitt gjennomført så langt i år. Likevel innebærer dette at dersom kartellet holder produksjonen av råolje på dagens nivå, vil de globale lagrene reduseres med 0,7 millioner fat per dag i løpet av 3. kvartal i år. Dette er en periode der lagrene normalt bygges opp, først og fremst for å fylle lagrene av fyringsolje til vintersesongen. Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter over gjennomsnittet for de siste fem årene de fleste steder i OECD. På tross av at oljelagrene har steget i de fleste regioner gjennom de siste månedene, har oljeprisen holdt seg relativt høy.

EIA forventer at oljeproduksjonen utenfor OPEC og kartellets våtgassproduksjon vil øke med til sammen 0,7 millioner fat per dag i 2011. For å dekke etterspørselen som er rettet mot OPEC må de øke produksjonen med 0,9 millioner fat daglig i den samme perioden. 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 gjennom prognoseperioden. Dette har redusert bekymringen for mulig produksjonsbortfall og store prisøkninger, som vi så i første halvår 2008.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil holde seg relativt høy i tiden fremover og at den vil øke gradvis til 100 dollar per fat ved utgangen av 2013. En slik utvikling er betinget av at veksten i internasjonal økonomi tar seg moderat opp utover i prognoseperioden, i tråd med våre prognoser.

steg kun svakt over kvartalet, hovedsakelig som følge av oppgang i finans- og næringslivsdelen av økonomiens tjenestesegment. Offentlig konsum fortsetter for øvrig med å gi positive bidrag til veksten, mens husholdningenes konsum kom inn flatt. Et fortsatt negativt bidrag fra lagerkorreksjon lover for øvrig godt for en kommende gjeninnhenting i tiden som kommer. Imidlertid sliter Storbritannia med et underskudd på statsbudsjettet som for året 2009-2010 nylig ble reestimert til 11,1 prosent av BNP. Den nye koalisjonsregjeringen mellom de Konservative og Liberal-Demokratene har allerede presentert detaljerte planer om å foreta kutt i statsbudsjettet for inneværende år tilsvarende om lag 1 prosent av de prognostiserte offentlige utgiftene for 2010-2011. Selv om dette kan virke lite, er det liten tvil om at statsbudsjettet som presenteres den 22. juni i år vil innebære en langt kraftigere innstramning for det kommende året. Det gjenstår å se om den nye regjeringen i sitt første budsjett vil klare å balansere mellom behovet for å konsolidere og å unngå å sende britisk økonomi inn i en forsterket nedgangskonjunktur.

Sverige stod for øvrig for en positiv overraskelse da nasjonalregnskapstall for 1. kvartal i år viste at svensk økonomi vokste med hele 1,4 prosent fra kvartalet før. Lagerkorreksjon ble oppgitt som en av de viktigste driverne. Vi vurderer de sterke tallene for svensk økonomi som en midlertidig korreksjon og regner med en betydelig avmatning i veksten framover. Dette er i tråd med det relativt dystre konjunkturforløpet vi legger til grunn for euroområdet.

Selv om vi er generelt negative til konjunkturforløpet på kort til mellomlang sikt, kan løpende tall for euroområdet økonomi tyde på at vi kan få et midlertidig vekstopp-sving i løpet av de neste to kvartalene. Industriproduksjonen har tross alt vokst relativt sterkt gjennom hele 1. kvartal i år og en økning på 5,2 prosent i de nye industriordrene for mars tyder på at denne utviklingen vil fortsette også i 2. kvartal. Imidlertid falt detaljhandelen overraskende med hele 1,2 prosent i april. Selv om fallet til en viss grad ble utliknet av en oppjustering av tallet for mars, gir det liten grunn til optimisme med hensyn til vekstutsiktene fremover.

Boks 1.2. Gjeldskrisen i Europa

I oktober i fjor annonserte den greske regjeringen at det stod langt dårligere til med landets statsfinanser enn tidligere antatt. Det nasjonale statistikkbyrået hadde under politisk innflytelse fra den tidligere regjeringen foretatt manipulasjon av regnskapstallene. Underskuddet på statsbudsjettet for 2009 ble da oppjustert fra å ligge på 6-8 prosent av BNP til 12,5 prosent og det nye anslaget på brutto statsgjeld som andel av BNP ble oppgitt å ligge på 111,5 prosent. Senere har Eurostat ytterligere opprevidert disse anslagene til henholdsvis 13,6 og 115 prosent.

En strøm av dårlige nyheter om tilstanden i gresk økonomi og usikkerhet rundt muligheten for raskt å få i stand en redningspakke for Hellas – ikke minst som følge av et press fra blant annet Tyskland om en forpliktende finanspolitisk konsolidering i Hellas – har gradvis medført et paradigmeskifte i hvordan investorene forholder seg til nasjonal gjeldsrisiko innen euroområdet. Fra å ha priset alle lands statsobligasjoner om lag likt, er de nå blitt klar over at det å kjøpe gresk, portugisisk eller spansk statsgjeld, langt fra er like sikkert som å kjøpe tyske statsobligasjoner.

Som følge av dette begynte særlig greske statsobligasjonsrenter å stige. Prisen på å forsikre seg mot mislighold av den greske statsgjelden ble stadig høyere etter hvert som tiden gikk. Det hele kulminerte med en kraftig økning i statsobligasjonsrentene den 27. april i år, da kredittvurderingsselskapet Standard & Poor (S&P) nedgraderte gresk statsgjeld til BB pluss (såkalt «søppelstatus») og samtidig erklærte at eierne av greske statsobligasjoner måtte regne med å kunne tape så mye som 50-70 prosent av pålydende dersom Hellas skulle komme til å misligholde sin statsgjeld. Samtidig nedgraderte S&P portugisisk statsgjeld fra A til A minus. Dagen derpå nedgraderte S&P også den spanske statsgjelda fra AA pluss til AA, og i Italia var en statsobligasjonsauksjon nær ved å mislykkes. Til tross for at EUs finansministre i samarbeid med IMF den 2. mai i år klarte å komme til enighet om en redningspakke for Hellas på hele 880 milliarder kroner, og dermed gjorde det klart at Hellas ikke ville trenge å finansiere seg i markedet før i 2012, var dette ikke tilstrekkelig til å få rentene ned igjen, som på det meste var nær 10 prosentpoeng høyere enn tilsvarende tyske renter.

Også portugisiske, spanske, irske og italienske statsobligasjonsrenter steg i denne perioden. En stund så det faktisk ut til at utenlandsfinansieringen for disse landenes del var i ferd med å stoppe helt opp. Det var tydelig at markedsaktørene på det tidspunktet fryktet muligheten av smitte, det vil si at flere land kunne tenkes å komme til å misligholde sin statsgjeld som følge av de økte finansieringskostnadene – noe som fort kunne blitt en selvoppfyllende profeti om ikke myndighetene hadde gjort mottrekk. Følgelig ble det også fokusert på at private banker rundt om i verden kunne få tap på statsobligasjoner de satt med. Frykten for tørke i de internasjonale kapitalmarkedene økte markant, noe som brakte minnene tilbake til september 2008 da Lehman Brothers gikk konkurs og skapte en global finansiell krise. Mange mente at til og med selve eurosamarbeidet nå sto på spill.

Hvor reell denne trusselen var og fortsatt er, er vanskelig å si.

- Til tross for store løpende driftsbalanseunderskudd og avhengighet av internasjonale kapitalmarkeder for å få finansiert sin raskt økende gjeld, er nivået på den portugisiske statsgjelda fortsatt relativt lav som følge av gjeldskonsolidering i forkant av finanskrisen. Den portugisiske statsgjelda utgjorde 77 prosent av BNP i 2009. Dette har nok også bidratt til å øke troverdigheten til regjeringens nylig avlagte løfte om å fremskynde et program for å få kontroll med de høye løpende underskuddene på statsbudsjettet.
- Selv om Spanias gjeldssituasjon i 2009 var i rask forverring, med et løpende underskudd som andel av BNP på hele 11,2 prosent, lå bruttogjelda som andel av BNP fortsatt bare på 53 prosent. Gjelda var en av de laveste i OECD området.
- I Italia var statsgjelda som andel av BNP hele 115 prosent i 2009, mens samlet husholdningsgjeld kun utgjorde 57 prosent av BNP i 2008. Til sammenlikning kan det nevnes at gjennomsnittlig husholdningsgjeld i euroområdet var på 93 prosent av BNP. Høy innenlandsk sparing og et relativt beskjedent driftsbalanseunderskudd (3,2 prosent av BNP i 2009) gjør at Italia i liten grad er avhengig av de internasjonale kapitalmarkedene for å få finansiert sin statsgjeld.
- Utenlandske fordringer i Irland utgjøres stort sett av eierandeler i bedrifter og kontorer, heller enn obligasjoner og utlån. Irland er av den grunn mindre eksponert for en potensiell tørke i obligasjonsmarkedet.

Legger vi til at Irlands troverdighet er høy som følge av en tidligere vellykket statsfinansiell konsolidering, er det alt i alt lite som skulle tyde på at noen av disse landene ikke er solvente og dermed skulle ha problemer med å få tilgang til kapital fra internasjonale kapitalmarkeder.

Smitten fra Hellas kan imidlertid skje gjennom mange kanaler. Finanskrisen lærte oss at for å unngå konkurs må banker (og nasjoner) ikke bare bevise at de er solvente under normale omstendigheter, men også at de er i stand til å håndtere en midlertidig tørke i kapitalmarkedene. En slik mulighet ville kunne oppstå for eksempel som følge av selvoppfyllende profetier der det under velfungerende kredittmarkeder ikke ville vært fare for mislighold, men der frykten for at et land ikke vil være i stand til å møte sine forpliktelser under en finansiell krise leder til kapitalflukt, høye renter og kreditttørke. Derfor var det maktpåliggende for myndighetene i euroområdet så raskt som mulig å komme på banen med en omfattende redningspakke i form av lån og garantier; ikke bare for å komme markedet i forkjøpet, men for å fjerne enhver tvil om euroområdet vilje og evne til å stå bak sine medlemsland ved en eventuell ytterligere oppskalering av gjeldskrisen.

Redningspakken som ble utarbeidet av euroområdet finansielle ministere i samarbeid med IMF og ESB og presentert den 10. mai, kom derfor i grevens tid og innebar et skjellsettende forsvarsværk for euroområdet. Hele 6000 milliarder kroner ble



stilt til rådighet i form av et stabiliseringsfond for å kunne gi vilkårsbetinget støtte til medlemsland som eventuelt kunne tenkes få problemer med å finansiere sin statsgjeld i markedet. I tillegg ble det åpnet for at ESB kunne tillates å kjøpe statsobligasjonene til land i trøbbel og en valutabytteordning med den amerikanske sentralbanken (Fed) ble gjenåpnet slik at bankene i euroområdet skulle få rikelig og rimelig tilgang til amerikanske dollar. I henhold til redningsplanen vil 480 av stabiliseringsfondets totale ramme på 6000 milliarder kroner bli finansiert direkte av EU-kommisjonen ved utstedelse av EU-garanterte obligasjoner. I tillegg vil 2000 milliarder kroner stilles som garantier fra IMF. Og sist men ikke minst, vil 3520 milliarder kroner komme i form av bilaterale garantier fra medlemslandene i euroområdet. For å administrere disse midlene skal det etter planen opprettes et selskap der eventuelle utbetalinger skal kontrolleres og garanteres av de 16 medlemslandene samlet. For å kvalifisere seg til å motta støtte fra fondet, vil landene måtte forplikte seg til å ta del i et konsolideringsprogram administrert av IMF. Tanken er her at land med dårlige finanser på denne måten vil bli påtvunget disiplin fra en organisasjon som har spesialisert seg i å pålegge nettopp dette. Når det gjelder ESBs oppkjøp av statsobligasjoner har det fra sentralt hold blitt hevdet at oppkjøpene vil bli sterilisert slik at pengemengden holdes uendret ved for eksempel å selge egne gjeldsinstrumenter.

Selv om den storstilte stabiliseringspakken til en viss grad har klart å roe ned finansmarkedene, er prisene på det å forsikre seg mot mislighold av statsgjeld i de såkalte PIIGS-landene (Portugal, Italia, Irland, Hellas og Spania) fortsatt høy og i det siste også stigende. Dette kan ha flere årsaker. Markedet frykter nok at Hellas ikke vil klare å komme seg gjennom den forestående tøffe konsolideringsprosessen uten å ty til mislighold og at dette vil kunne smitte over på de andre PIIGS landene. Det er også usikkerhet relatert til de praktiske aspektene ved utformingen av stabiliseringspakken. Dessuten har rentene i det europeiske interbankmarkedet i det siste steget som følge av usikkerhet relatert til europeiske bankers kredittverdiget, et forhold som ikke minst ble aktualisert da den spanske sparebanken CajaSur nylig ble underlagt offentlig administrasjon og fire spanske sparebanker slo seg sammen. Mye tyder derfor på at problemene relatert til statsgjeld i Europa ikke vil være over med det første. Den europeiske sentralbanken har dessuten nylig spådd at banker i euroområdet kan komme til å tape over 1500 milliarder kroner i løpet av de neste 18 månedene, og i Tyskland rapporteres det om at tyske banker unngikk store tap under finanskrisen ved å skyve tapene frem i tid ved hjelp av statlige garantier.

De svake detaljhandelstallene stemmer for øvrig godt overens med utviklingen i en rekke stemningsindikatorer, som for tiden alle faller som følge av fortsatt høy og stigende ledighet og usikkerhet relatert til konsekvensene av gjeldskrisen og den pågående finanspolitiske konsolideringen. Som i tilfellet med mye av den informasjon som for tiden kommer fra euroområdet, viste detaljhandelstallene for øvrig svakest forløp for de perifere landene i euroområdet, mens detaljhandelen i Tyskland tok seg opp med hele 1 prosent. Ledigheten i euroområdet fortsatte å stige, til 10,1 prosent i april. Ser vi nærmere på arbeidsmarkedstallene var imidlertid økningen i antall ledige på kun 25 000 personer, den svakeste økningen på mer enn to år. Foreløpige tall for Tyskland for mai viser dessuten at antall ledige fortsatte å falle der, med ca. 45 000 personer. I Brussel melder representanten for arbeidskontorene, Eurociett, om tosfifret vekst i antall midlertidig ansatte fra 1. kvartal i år sammenliknet med samme periode året før i samtlige av euroområdets største økonomier. Ettersom utviklingen i antall midlertidige ansatte regnes som en ledende indikator på utviklingen i arbeidsmarkedet, kan dette tolkes som et tegn på at ledigheten i euroområdet nå kan ha nådd sin topp i april.

Ifølge foreløpige tall for euroområdet var inflasjonen målt ved 12 måneders konsumprisvekst 1,6 prosent i mai i år, opp fra 1,5 prosent måneden før. Oppgangen i tolv månedersveksten fra januar i fjor og fram til mai i år gjenspeiler til dels nedgangen vi observerte i samme periode i fjor som følge av fallende priser på råolje og jordbruksprodukter. Høyere energipriser bidrar imidlertid til å trekke inflasjonen relativt kraftig

opp i april og mai i år. Et svekket konjunkturforløp, økt konkurranse og den modererende effekten en fortsatt høy ledighet og konsolidering vil ha på lønnsveksten, bidrar til at inflasjonen fortsatt forventes å holde seg lav fremover. I motsatt retning trekker effekten av et svekket eurokurs. Eventuelle avgiftsøkninger som følge av den pågående konsolideringsprosessen vil i denne forbindelse også kunne gi positive bidrag. Det kan i den forbindelse nevnes at momsen i Storbritannia ble satt opp fra 15 til 17,5 prosent i januar i år og i forbindelse med budsjettet for 2011 spekuleres det i at en ny økning til 21 prosent kan stå på trappene. Effekten av ESBs likviditetspolitikk er uklar, ettersom ESB for tiden kjøper opp statsobligasjoner til land i trøbbel uten å ha gjort eksplisitt rede for hvordan disse skal steriliseres. Vi legger til grunn at inflasjonen tar seg gradvis opp til i underkant av 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Inflasjonen i euroområdet ligger fortsatt under det som er forenlig med ESBs inflasjonsmål. Sammen med fortsatt relativt svake makrotall, gjeldskrise, enkelte tegn til likviditetstørke samt nå også en forestående forsert 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. Som følge av dette ligger de helt korte rentene i begynnelsen av juni ned mot 0,3 prosent, godt under midtpunktet på 1 prosent i ESBs styringsintervall. Tre måneders pengemarkedsrente har økt noe den siste tiden, og var i begynnelsen av juni rundt 0,7 prosent. Denne økningen kan skyldes den økte uroen i finansmarkedene.

I våre prognoser har vi lagt til grunn at tre måneders pengemarkedsrente vil holde seg nær dagens nivå det neste året. Deretter venter vi en gradvis økning til rundt 3 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Våre prognoser innebærer en pengemarkedsrente som ligger noe under markedets renteforventninger. Økningen i pengemarkedsrenta ventes i førsteomgang å komme som følge av en normalisering av likviditetspolitikken. Vi ser ikke for oss en heving av ESBs styringsrente før tidligst i 2012. Fra og med begynnelsen av 2012 og ut prognoseperioden ser vi imidlertid for oss en periode med gradvise renteøkninger fra ESBs side, men ikke mer enn at tremåneders pengemarkedsrente ligger rundt 3 prosent ved prognoseperiodens slutt i 2013.