

1. Internasjonal økonomi

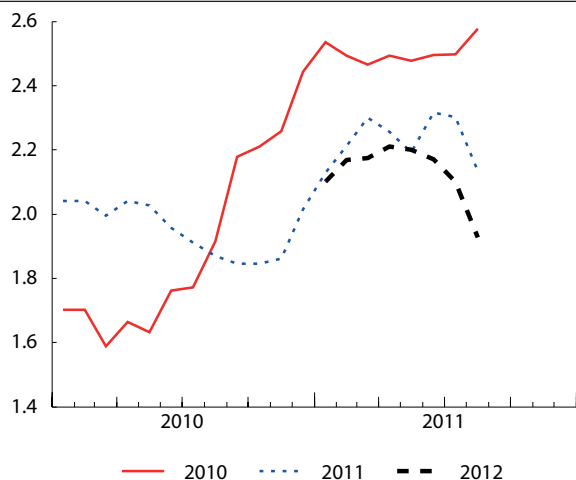
Vi ser nå tegn til en ny avmatning i internasjonal økonomi. Både makrotall og finansmarkedsstatistikk har vist en svak utvikling siden årsskiftet, og indikerer en oppbremsing av den økonomiske veksten både i OECD-området og i framvoksende økonomier. Den negative utviklingen har tiltatt gjennom sommeren. Veksten i både industriproduksjon og internasjonal handel har stoppet opp, for OECD-landenes del på nivåer godt under det gamle toppunktet før finanskrisen i 2008. I USA ble BNP-veksten revidert kraftig ned i 1. kvartal og var også svak i 2. kvartal. Til sammen økte amerikansk BNP med kun 0,3 prosent i første halvår. I euroområdet falt veksten til 0,2 prosent i 2. kvartal, og store land som Tyskland og Frankrike sto på stedet hvil. Japans BNP falt for tredje kvartal på rad. Boligprisene fortsetter å falle i mange land og arbeidsledigheten har bitt seg fast på svært høye nivåer. Råvareprisene har flatet ut og til dels falt i sommer, mens internasjonale aksjeindekser har falt markert. Indekser som viser børsutviklingen for europeiske banker har falt betydelig mer. På den positive siden er BNP-veksten fremdeles på et høyt nivå i en del framvoksende økonomier. Også i Baltikum og Norden har veksten vært relativt høy den siste tiden.

Den europeiske statsgjeldskrisen eskalerte i sommer, og rentene på greske, irske og portugisiske statsobligasjoner nådde nye høyder. Krisen truer nå også store land som Italia og Spania. Siden juli har imidlertid intervensjoner fra den europeiske sentralbanken bidratt til å bringe statsgjeldsrentene noe ned. Dette er midlertidige tiltak. Om ikke markedet snart lar seg overbevise om at disse landene vil klare å betjene sin gjeld, må mer permanente løsninger på plass, antakelig gjennom en betydelig utvidelse av krisefondene eller etablering av en felleseuropeisk statsobligasjon, såkalt eurobond. Her er det mange uavklarte spørsmål, blant annet knyttet til

i hvilken grad eurobond må ledsages av felles finanspolitikk og ikke minst om det i det hele tatt vil la seg gjennomføre konstitusjonelt. Det er dessuten uklart hvor fort slike ordninger i så fall kan tre i kraft. Også store land som Tyskland og Frankrike har høy statsgjeld, begge i overkant av 80 prosent av BNP. Det er uklart i hvilken grad det lar seg gjøre for andre å garantere for et stort land som Italia uten selv å bli truet av nedgradering. Mange land, anført av Tyskland, har hittil vist liten entusiasme for krisehjelp i en slik målestokk. Og mens det forhandles og prates i korridorene, øker både gjeldsbyrden og markedenes mistillit. Ved inngangen til september lanserte italienske myndigheter innstramningstiltak som ikke bidro til å berolige markedene. Et par dager senere forlot representanter fra EU og IMF et møte med greske myndigheter, som ikke ville oppfylle alle krav til budsjettkutt. Dette kan ha bidratt til at PIIGS-rentene (Portugal, Irland, Italia, Grekenland og Spania) har steget igjen den siste tiden.

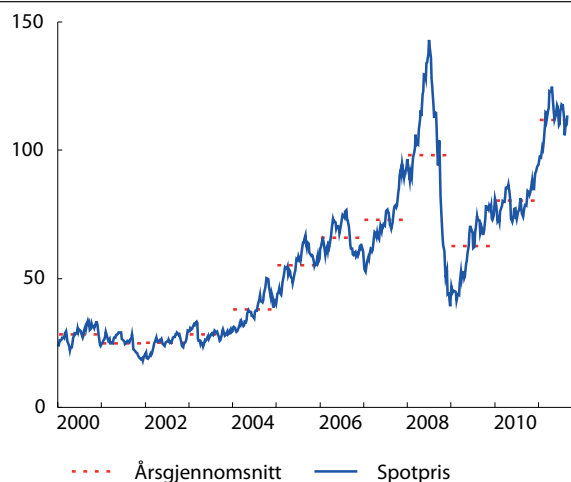
Den amerikanske statens kredittverdighet ble i sommer nedgradert av Standard & Poor's (S&P). Det bidro til ytterligere uro i finansmarkedene. Amerikanske myndigheter har måttet tåle mye kritikk for håndteringen av budsjettpolitikken, blant annet fra sin egen sentralbank. En kamp om prinsipper mellom demokrater og republikanere har vært til hinder for mer løsningsorienterte forslag. Her ser det imidlertid ut til at investorene fortsatt har tillit til at myndighetene vil betjene gjelden. Lange renter er på rekordlave nivåer, og renta på 10 års statsobligasjoner under 2 prosent for første gang på nesten 60 år. Også tyske statsobligasjonsrenter er på rekordlave nivåer. Disse landenes statspapirer ser altså ut til å vurderes som relativt sikre i ellers svært volatile finansmarkeder. Gull og sveitsiske franc har som vanlig blitt ansett som trygge havner i turbulente tider. Gullprisen er rekordhøy og sveitserfrancen har styrket

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.

seg med 30 prosent mot euro siden høsten 2008. Den 6. september fastsatte den sveitsiske sentralbanken en minstekurs mot euro på 1,2. Dette skal oppnås ved å intervensere i markedet ved å kjøpe internasjonal valuta. Begrunnelsen er at francen er overvurdert i den grad at den nå utgjør en akutt fare for å bringe landet i deflasjon.

I Europa begynte de hardest rammede landene å kutte i budsjettunderskuddene allerede i fjor. At det må kuttes er ikke omstridt, men timing og dosering er omdiskutert. Det er en reell fare for at enkelte land kutter for mye for tidlig, noe også IMF nylig gikk ut og advarte mot. Det er viktig å ikke kvele veksten om gjelda skal kunne betjenes. Et annet punkt det strides om er i hvilken grad skatteøkninger skal være en del av løsningen. I USA kommer kuttene for alvor framover. De fleste land har vedtatt å redusere sine underskudd gradvis i årene som kommer. Nesten ingen har imidlertid konkrete planer for å betale ned gjelda, kun for å redusere underskuddet. Like fullt medfører dette kontraktive impulser fra finanspolitikken i mange år framover. Sentralbankenes styringsrenter er fortsatt på eller nær rekordlave nivåer, og ekspansiv likviditetspolitikk kan ha begrenset effekt i en situasjon der husholdningene ønsker å spare og bedriftene er forsiktig med å investere som følge av dystre framtidsutsikter og sviktende tillit til at myndighetene vil ordne opp i budsjettproblematikken på en effektiv måte.

Mange banker sitter med betydelige mengder statsobligasjoner fra PIIGS-land. Som følge av dette har IMF nylig anbefalt rekapitalisering av europeiske banker, og advart mot en ny likviditetskrise. Selv om situasjonen i utgangspunktet skulle være mer oversiktlig nå enn under finanskrisen i 2008, er det også denne gangen betydelig usikkerhet knyttet til bankenes direkte og indirekte posisjoner i PIIGS-statsgjeld. Denne usikkerheten kommer til syne ved økte finansieringskostnader og at enkelte banker opplever redusert tilgang til markedet. Administrerende direktør i den tyske storban-

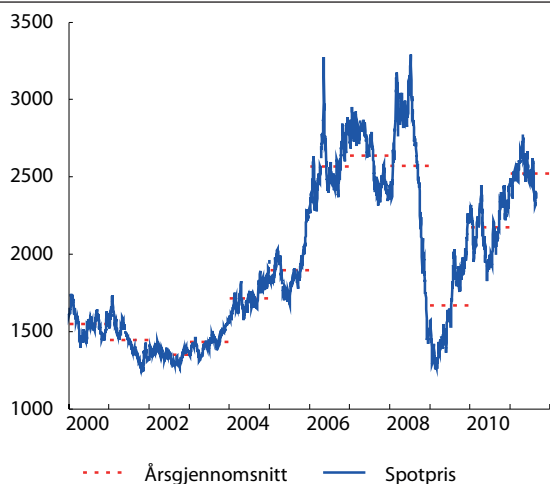
ken Deutsche Bank, Josef Ackermann, uttalte nylig at mange europeiske banker ikke ville tåle en nedskrivning av verdien på sin beholdning av statsobligasjoner til markedsverdi. I tillegg har Federal Housing Finance Agency, som overvåker boligfinansiering i USA, saksøkt en rekke store amerikanske og europeiske banker for store beløp. Disse bankene anklages for å ha manipulert kvalitetsvurderingen av låneprodukter de markedsførte, som bidro til å blåse opp boblen i det amerikanske boligmarkedet.

Med dette bakteppet har vi nedjustert våre vekstanslag for Norges handelspartnere, og ser nå for oss at lavkonjunkturen blir dypere og lengre enn tidligere antatt. Erfaring tilsier at veien ut av gjeldskriser er tung og lang, og vi har sett flere tegn i sommer både i finansmarkeder og realøkonomi som tyder på at gjeninnhenting har fått seg et skudd for baugen. Vi legger derfor til grunn meget moderat vekst i OECD-området, særlig det nærmeste året, og at veksten deretter tiltar gradvis, slik at trendveksten passerer først i 2014.

I framvoksende økonomier har veksten vært høy, men også her ser vi nå tegn til avtakende vekst i industriproduksjon og handel. Høy inflasjon har resultert i kraftige renteøkninger mange steder. Både Kina og India har nå styringsrenter på rundt 6-7 prosent. Kinesiske myndigheter ønsker en omlegging mot mer bærekraftig vekst, der husholdningenes etterspørsel spiller en større rolle. Denne omstillingen vil ta tid, og myndighetene har nedjustert sine vekstmål for kinesisk økonomi. Svak konjunkturutvikling i OECD-området bidrar til at vi venter at veksten vil avta noe i tiden som kommer også i framvoksende økonomier.

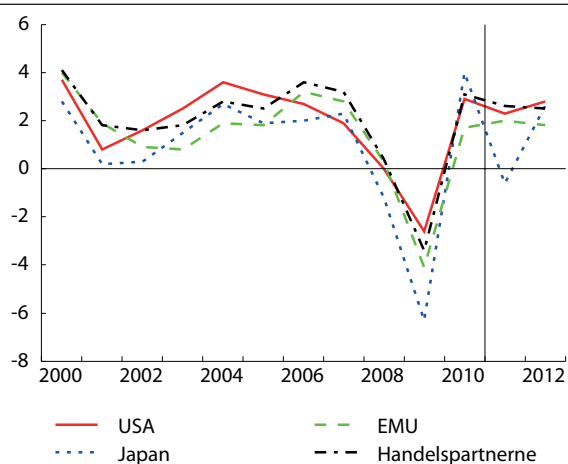
Den høye etterspørselen fra de store høyvekstlandene BRICS (Brasil, Russland, India, Kina og Sør-Afrika) har bidratt til en kraftig økning i råvareprisene siden bunnen i 2009. Prisoppgangen skjøt særlig fart i fjor høst. Urolighetene i Midt-Østen og Nord-Afrika bidro til at

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. Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend varierte mellom 70 og 90 dollar fatet i 2010 og lå på om lag 90 dollar ved utgangen av året. Gjennom 1. kvartal 2011 steg oljeprisen til om lag 120 dollar per fat. Siden har den variert mellom 105 og 125 dollar og lå i begynnelsen av september på om lag 110 dollar. Som årgjennomsnitt økte oljeprisen fra knappe 63 dollar per fat i 2009 til nær 80 dollar per fat i 2010, og har vært om lag 112 dollar i gjennomsnitt de første åtte månedene i 2011.

Høy vekst i verdensøkonomien bidro til at oljeprisen tok seg opp fra 2009 til 2010. Økningen i inneværende år skyldes i stor grad urolighetene i Midt-Østen og Nord-Afrika. Krigen i Libya har ført til at landets daglige oljeproduksjon er om lag 1,45 millioner fat lavere enn tidligere. 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 oljelagrene i OECD-området, selv om dette har vært fra relativt høye nivåer.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,2 millioner fat daglig fra 2011 til 2012 og med ytterligere 1,6 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 holde seg konstant i 2012.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,4 millioner fat daglig i 2011 i forhold til 2010 og med ytterligere 1,0 millioner fat i 2012. Økningen utenfor OECD og OPEC neste år er spesielt forventet å komme i Latin-Amerika. 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 og Australia.

Det er ventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC gjennom 2011 og i årene fremover, og denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem. Saudi-Arabia har erstattet produksjonsbortfallet i Libya, slik at kartellets samlede produksjon nå er på noenlunde samme nivå som før borgerkrigen. Petroleum Intelligence Weekly tror at Libya makter å øke sin produksjon

til 0,5 millioner fat per dag i løpet av inneværende år og først etter 12 til 18 måneder til produksjonsnivået før krigen. Dette innebærer at dersom Saudi-Arabia reduserer sin produksjon tilsvarende slik at kartellets produksjon av råolje holder seg på dagens nivå, vil de globale lagrene fortsette å falle gjennom året. Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter om lag på gjennomsnittet for de siste fem årene de fleste steder i OECD. Som følge av reduksjonen i eksport fra Libya til Europa har riktignok lagrene der falt, mens det har vært en oppgang i lagrene i USA. Dette er en av årsakene til at prisen på Brent Blend nå ligger mer enn 20 dollar høyere per fat enn den amerikanske lettoljen West Texas Intermediate, mens Brent Blend tidligere gjennomgående har ligget et par dollar lavere. En årsak til at man ikke frakter den amerikanske lettoljen til Europa er kapasitetsproblemer i blant annet i det innenlandske rørledningssystemet i USA.

Etterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med 0,9 millioner fat daglig gjennom 2011 og ytterligere 0,6 millioner fat i 2012. Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet, men de fleste analytikere anslår den på mellom 3 og 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.

IEA påpeker at etterspørselsanslagene de opererer med for neste år kan være for optimistiske, som følge av økonomiske problemer i blant annet USA og Europa og frykt for at dette kan spre seg til andre regioner. IEA påpeker at i et scenario med lav vekst vil de globale lagrene av råolje kunne øke noe i 2012.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil falle noe fra dagens høye nivå til rundt 100 dollar fatet i 4. kvartal i år, slik at gjennomsnittsprisen i 2011 blir noe over 109 dollar fatet. Deretter forventer vi at oljeprisen øker til 112 dollar ved utgangen av 2014.

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

	2008	2009	Prognose		10:1	10:2	10:3	Prognose				
			2010	2011				10:4	11:1	11:2	11:3	11:4
Etterspørsel	85,5	88,3	89,5	91,1	89,1	88,0	90,1	90,7	90,8	89,9	91,6	92,0
OECD	45,6	46,2	45,8	45,8	46,3	44,4	45,9	46,6	46,4	44,6	45,7	46,3
Europa	14,7	14,6	14,4	14,3	14,2	14,1	14,7	14,7	14,2	14,0	14,6	14,6
Nord-Amerika	23,3	23,8	23,5	23,5	23,8	23,2	23,6	23,6	23,7	23,2	23,6	23,6
Stillehavsområdet	7,7	7,8	7,9	7,9	8,3	7,1	7,6	8,3	8,6	7,4	7,5	8,1
FSU (tidligere Sovjetunionen)	4,2	4,5	4,7	4,7	4,5	4,7	4,8	4,7	4,6	4,6	4,9	4,8
Resten av verden	35,7	37,6	39,0	40,6	38,3	38,9	39,4	39,4	39,8	40,7	41,0	40,9
Tilbud	85,6	87,4	88,7	90,3	88,5	87,4	88,9	90,0	90,1	90,0	90,3	90,7
OPEC	34,1	34,8	35,7	36,3	35,7	35,1	35,9	36,0	36,2	36,2	36,4	36,4
OECD	18,8	18,9	18,8	19,1	19,0	18,6	18,5	19,3	19,4	18,9	18,8	19,3
FSU (tidligere Sovjetunionen)	13,3	13,5	13,6	13,7	13,6	13,6	13,6	13,7	13,7	13,8	13,6	13,8
Resten av verden	19,5	20,2	20,6	21,2	20,2	20,1	20,9	21,0	20,8	21,1	21,5	21,2
Lagerendring (og diverse)	0,1	-0,9	-0,8	-0,8	-0,6	-0,6	-1,2	-0,7	-0,7	0,1	-1,3	-1,3
Etterspørsel rettet mot OPEC	34,0	35,6	36,5	37,1	36,3	35,7	37,1	36,7	36,9	36,1	37,7	37,7

Kilde: Oil Market Report August 2011.

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

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
USA														
NIESR ¹	-0,3	-3,5	3,0	2,5	2,9	..	..	3,3	0,2	1,7	2,7	2,8	..	..
ConsF	-0,3	-3,5	3,0	1,8	2,4	..	..	3,8	-0,4	1,6	3,0	2,1	..	..
OECD	-0,3	-3,5	3,0	2,6	3,1	..	..	3,8	-0,4	1,6	2,6	1,5	..	..
IMF	-0,3	-3,5	3,0	2,5	2,7	..	..	3,8	-0,4	1,6	2,2	1,6	..	..
SSB	-0,3	-3,5	3,0	1,4	1,0	1,4	2,0	..	..	..	..	..	..	..
Euroområdet														
NIESR ¹	0,2	-4,1	1,7	2,2	1,8	..	..	3,3	0,3	1,6	3,0	2,5	..	..
ConsF	0,2	-4,1	1,7	1,9	1,5	..	..	3,3	0,3	1,6	2,6	1,9	..	..
OECD	0,2	-4,1	1,7	2,0	2,0	..	..	3,3	0,3	1,6	2,6	1,6	..	..
IMF	0,2	-4,1	1,7	2,0	1,7	..	..	3,3	0,3	1,6	2,3	1,7	..	..
SSB	0,2	-4,1	1,7	1,7	0,4	0,9	1,3	3,3	0,3	1,6	2,4	1,0	1,3	1,6
Handelspartnere²														
NIESR ¹	0,4	-3,4	3,1	2,9	2,6	..	..	3,4	0,6	1,8	2,9	2,4	..	..
OECD	0,4	-3,4	3,1	2,8	2,8	..	..	3,5	0,2	1,7	2,9	1,8	..	..
IMF	0,4	-3,4	3,1	2,7	2,8	..	..	3,5	0,2	1,7	2,5	1,8	..	..
SSB	0,4	-3,4	3,1	2,4	1,3	1,6	2,1	..	..	..	..	..	..	..

¹ Prisanslagene fra NIESR for land utenfor EU gjelder konsumdeflatoren.

² Euroområdet, USA, Storbritannia, Sverige, Japan og Kina.

Kilde: Consensus Forecasts i august, NIESR i juli, IMF i juni og OECD i juni (BNP/mai/priser).

Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten.

oljeprisen var oppe i 125 dollar fatet i mars. Siden har den imidlertid kommet markert ned og har ligget rundt 110 dollar fatet i sommer. Framover legger vi til grunn at oljeprisen vil falle til 100 dollar fatet mot slutten av inneværende år, før den stiger gradvis tilbake til om lag dagens nivå i 2014. Også matvareprisene steg kraftig i andre halvår i fjor som følge av ødelagte avlinger mange steder i verden. Siden årsskiftet har matprisene flatet ut. Også konsumprisveksten tiltok i kjølvannet av den sterke veksten i mat- og råvarepriser, særlig i utviklingsland der slike varer utgjør en relativt stor andel av etterspørselen. I OECD-landene, der kapasitetsutnyttelsen er lav og den økonomiske veksten har dabbet av, er det allerede tegn til at inflasjonen avtar. Den amerikanske sentralbanken varslet i august at styringsrenta kan bli liggende på dagens nivå mellom null og et kvart prosent i ytterligere to år. Den europeiske sentralbanken, som har satt opp renta to ganger siden i vår, har ikke vært like tydelig, men pengemarkedet priser nå inn fallende renter framover. Vi legger til grunn for våre prognoser at rentene holder seg nær dagens nivå de nærmeste par årene, før de øker noe mot slutten av prognoseperioden.

Etter vår vurdering er risikoen knyttet til anslagene hovedsakelig på nedsiden. Urolighetene i Midt-Østen kan påvirke tilbudet av olje og bidra til høyere oljepriser, med økt inflasjon, lavere kjøpekraft og etterspørsel som resultat. Den varslede overgangen til en mer konsumdrevet kinesisk økonomi kan også bli tyngre enn ventet. Kina er blitt en stor aktør i internasjonal økonomi, og sviktende vekst kan få betydelige internasjonale ringvirkninger. Den største faren er imidlertid knyttet til europeiske statsfinansier, der særlig Italia nå synes å være

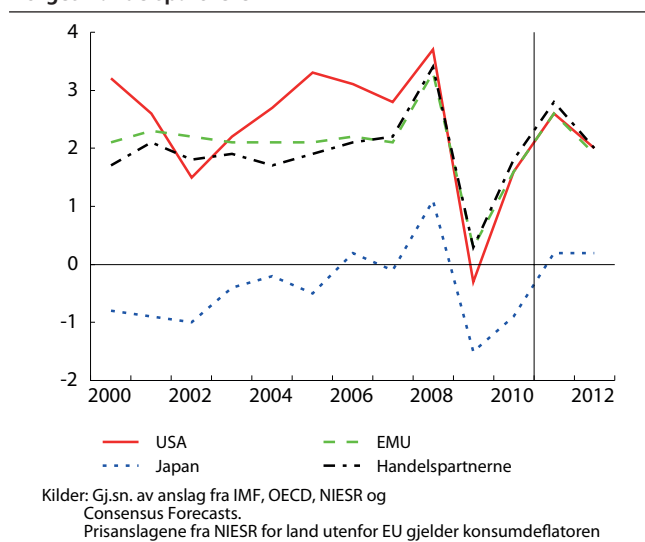
utsatt. Dersom den gryende mistilliten til italienske myndigheters evne til å håndtere statsgjelden fortsetter, kan rentene presses opp slik at mislighold tvinger seg fram. Det kan lede til en overføring av gjeldsbyrden til andre euroland, med Tyskland i førersetet, som igjen vil ha negative konsekvenser for disse landenes evne til gjeldsbetjening og ikke minst evne til å føre en hensiktsmessig finanspolitikk. Bobler i finans- og boligmarkeder har allerede sprukket, og produksjonen er fortsatt på lave nivåer – BNP er fortsatt godt under det gamle toppnivået før finanskrisen i 2008 i de fleste OECD-land, mange steder langt under – så en resesjon som i 2008 virker lite sannsynlig. En ny periode med fall i BNP i OECD-området kan imidlertid ikke utelukkes i et slikt scenario. Veksten kan selsagt også bli høyere enn vi anslår. Hvis eksempelvis europeiske myndigheter kan enes om tilstrekkelige, langsiktige tiltak som hindrer høye renter på italiensk og spansk statsgjeld og som vekker ny tillit hos næringsliv og husholdninger, kan etterspørselen bli høyere enn vi legger til grunn. For tiden virker imidlertid ikke dette som en særlig sannsynlig utvikling

1.1. Svak utvikling i amerikansk økonomi

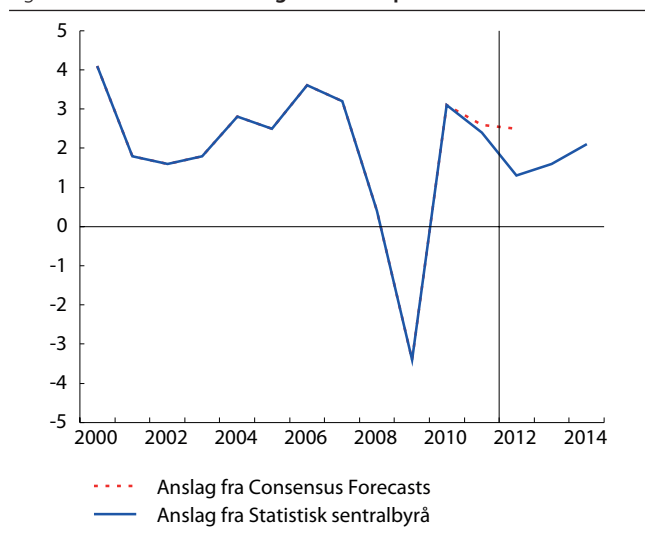
Etter en periode med gjeninnhenting etter finanskrisen i 2008 begynte den økonomiske veksten å avta mot slutten av 2010. I sommer ble veksten i årets første kvartal revidert ned fra 1,8 til 0,4 prosent, sesongjustert og i årlig rate. Også i 2. kvartal var utviklingen meget svak, med en vekst på 1,0 prosent.

Den svake veksten skyldes for en stor del utviklingen i husholdningenes konsum, og i 2. kvartal var det nærmest full stopp. Konsumet av varige forbruksva-

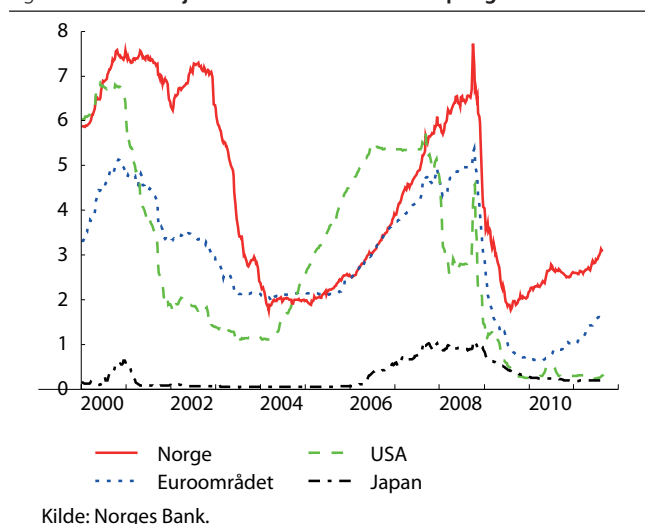
Figur 1.5. Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



Figur 1.6 BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



rer, som tradisjonelt er en god ledende indikator i den amerikanske konjunkturutviklingen, falt med hele 5,1 prosent. Forbrukertilliten har også falt kraftig i sommer. Elendige tall fra arbeidsmarkedet har bidratt til å skape usikkerhet sammen med blant annet S&Ps nedgradering og myndighetenes manglende evne til å enes om tiltak som foreløpig kulminerte med forhandlingene med opposisjonen om å øke taket for amerikansk statsgjeld. I tillegg kommer den markerte nedgangen i aksjemarkedet og frykt for konsekvenser av statsgjeldskrisen i Europa. Konsum og investeringer i offentlig sektor falt for tredje kvartal på rad. Boliginvesteringene ser ut til å ha stabilisert seg siden årsskiftet, etter et fall på hele 60 prosent siden toppen ved inngangen til 2006. Investeringene utenom bolig er den eneste komponenten som viser en klar positiv utvikling. En lengre periode med solide overskudd i næringslivet har bidratt til det.

Husholdningene sliter med høy gjeld og formuestap i bolig- og aksjemarkedet. Samtidig er arbeidsledigheten svært høy, og har økt noe igjen siden i vinter, til 9,1 prosent i august. Sysselsetningsveksten har vært svært beskjeden siden april, og fra juli til august var det ingen endring. Det er fortsatt nesten 7 millioner færre sysselsatte enn ved toppen for 3,5 år siden. I boligmarkedet er omsetningen rekordlav. Boligprisene har falt igjen det siste året etter en liten opptur i kjølvannet av krakket, og er nå vel 30 prosent under toppen i 2006. Omsetningen i detaljhandelen har stagnert rundt nivået fra begynnelsen av året etter å ha tatt igjen 2/3 av fallet i 2008. Sammen med dystre stemningsindikatorer peker dette mot svak utvikling i konsumet også framover.

Industriproduksjonen tok seg opp i august etter å ha vært nær uendret siden årsskiftet. Fortsatt er bare om lag halvparten av fallet i 2008 hentet inn. Ordreinngangen økte også i august etter å ha ligget flatt siden i vår. Forventningsundersøkelser som Purchasing Managers' Index (PMI) og Philadelphia Fed Business Outlook Survey har imidlertid i økende grad indikert en negativ utvikling i amerikansk næringsliv, og begge viste markert nedgang i august.

Næringslivets investeringer har vokst markert siden tidlig i 2010, men har bare tatt igjen knapt halvparten av fallet gjennom 2008. Sammen med store overskudd i bedriftene de siste årene gir det isolert sett rom for fortsatt investeringsvekst. Overskuddene har imidlertid vist en klart avtakende tendens de siste kvartalene, og kapasitetsutnyttelsen er relativt lav. Sammen med fallende etterspørsel fra husholdningene og pessimistiske forventninger til framtiden ligger det dermed an til relativt beskjedne vekstbidrag også fra næringslivsinvesteringene framover.

Amerikansk statsgjeld var om lag 100 prosent av BNP i 2010. Ifølge IMF ligger underskuddet på statsbudsjettet an til å bli 8-9 prosent av BNP i år som i fjor. For de neste årene er det planer om å redusere underskuddet. Finanspolitikken strammes dermed inn i en skjør konjunkturfase. Politikernes håndtering av gjeldstaket

og de dystre utsiktene for statsfinansene bidro sammen med beskjedne vekstutsikter til at S&P nedjusterte sin vurdering av amerikansk statsgjeld tidlig i august. Moodys har foreløpig opprettholdt høyeste rating. Dersom flere følger opp med nedgraderinger kan det føre til økt mistillit og at lange renter øker også i USA. Den amerikanske sentralbanken varslet ved rentemøtet 1. august at styringsrenta kan bli liggende i et intervall mellom 0 og 0,25 prosent i to år til. En ny runde med ekspansiv likviditetspolitikk holdes foreløpig på is. Det er usikkert om ytterligere likviditetstilførsel vil være effektivt i en situasjon der rentene allerede er rekordlave og likviditeten i banker og næringsliv er høy. Konsum- og investeringsvilje ser snarere ut til å domineres av dystre framtidsutsikter.

Vi venter en svak utvikling i amerikansk økonomi framover, og anslår BNP-veksten til 1,5 prosent i år og 1 prosent neste år, før den tar seg gradvis opp igjen mot slutten av prognoseperioden, til henholdsvis 1,4 og 2,0 prosent i 2013 og 2014.

1.2. Europa på gyngende grunn

Euroområdet nasjonale gjeldskrise har i det siste antatt nye dimensjoner. Mens gjeldsproblemene relatert til Hellas, Portugal og Irland har blitt mindre akutte som følge av redningsavtaler med EU og IMF, har Spania og Italia i det siste kommet under press. For å unngå at utviklingen skulle komme ut av kontroll, og bli selvoppfyllende via en ikke-bærekraftig utvikling i rentene på italiensk og spansk statsgjeld, ble ESB nylig nødt til å intervensere i markedet og kjøpe opp disse landenes statsobligasjonsgjeld. Dessuten gikk både franske og italienske myndigheter ut med et forbud mot salg av enkelte verdipapirer. Selv om intervensjonene har vært effektive i den forstand at rentene på italiensk og spansk statsobligasjonsgjeld har normalisert seg, og både Italia og Spania nylig har vært i stand til å finansiere seg i markedet til en overkommelig pris, er faren stor for at markedet i tiden som kommer vil preges av spekulasjon om ytterligere prisnedgang på italiensk og spansk statsgjeld. Skulle dette skje vil vi kunne stå overfor en ny finanskrisen og en oppløsning av euroområdet.

Håpet er nå at den økonomiske veksten skal ta seg opp slik at økt skatteinngang og reduserte sosiale ytelser kan bidra til å redusere gjeldsbyrden til landene i euroområdet. Mot et slikt bakteppe var de nye andrekvartalstallene for euroområdet skuffende. En BNP-vekst på 0,2 prosent fra kvartalet før er et tydelig tegn på at stram finans- og pengepolitikk nå setter sitt preg på utviklingen i en rekke land i Europa. Gitt utsikter til en svakere internasjonal utvikling, samt et sterkt fokus på å kutte kraftig i offentlige utgifter, har vi derfor valgt å nedrevidere våre vekstanslag for euroområdet for årene som kommer. Mens vi på bakgrunn av den svake veksten i 2. kvartal ser for oss en vekst for inneværende år på 1,7 prosent, er veksten for 2012 og 2013 revidert ned til hhv. 0,4 og 0,9 prosent. Deretter ser vi for oss en viss forbedring, men ikke mer enn at veksten fortsatt vil ligge under det vi kan betrakte som en konjunktur-

oppgang i hele prognoseperioden. Det er viktig i denne sammenheng å påpeke at veksten i euroområdet i stor grad vil avhenge av hvordan statsgjeldskrisen blir løst. Skulle politikerne ikke 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 betydelig verre enn det vi legger til grunn i denne rapporten.

De siste nasjonalregnskapstallene fra Eurostat viste at den svake veksten i 2. kvartal denne gang var relativt bredt basert. Med kvartalsvise vekstrater nær eller like i overkant av null, viste både tyske, franske og spanske BNP-tall alle klare tegn til stagnasjon. I Italia var veksten 0,3 prosent i 2. kvartal. Der står det nå svært omfattende finanspolitiske tilstramningen for tur. Med unntak av Baltikum, der korreksjon fra lave nivåer fortsatt preger bildet, og Slovakia, der veksten fortsetter med å overraske på oppsiden, var veksten gjennomgående svak også i de fleste landene i Øst-Europa.

Går vi utenfor euroområdet viser tallene fra det britiske statistikkbyrået at britisk økonomi vokste med 0,2 prosent i 2. kvartal. Selv om dette er andre kvartal på rad med positiv vekst, er veksten fortsatt lav. Den britiske økonomien nærmest stagnerte i halvåret som ledet fram til 1. kvartal i år og fortsatt har vi nok til gode å se alle effektene knyttet til de finanspolitiske tilstramningene. Utviklingen i Storbritannia står for øvrig i sterk kontrast til vårt naboland Sverige der 2. kvartalsveksten faktisk tiltok fra et allerede høyt nivå på 0,8 prosent i kvartalet før. Imidlertid viser løpende månedsstatistikk at den svenske industriproduksjonen har falt nærmest sammenhengende siden februar, og i juni var det sesongjusterte fallet fra måneden før på hele 3,3 prosent. Dessuten har det svenske konjunkturbarometeret falt markert siden mai, og ligger nå knapt over sitt historiske gjennomsnitt. Begge de sistnevnte faktorene indikerer at vi nå kan stå overfor en oppbremsing av veksten i svensk økonomi, etter en periode med solid gjenninhenting.

Foreløpige tall viser at den tyske økonomien vokste med svake 0,1 prosent i 2. kvartal i år. Den svake veksten kom hovedsakelig som følge av laber vekst i husholdningenes konsum, fallende investeringer i bygg- og anleggssektoren og høy importvekst. Den høye importveksten var knyttet til lageroppbygging, en post som forøvrig ga et sterkt positivt bidrag til samlet vekst. På oppsiden bidro også fortsatt eksportvekst og vekst i industriinvesteringene. Som følge av den uvanlig sterke importveksten var for øvrig bidraget fra nettoeksporten negativt i 2. kvartal.

Tallene fra det franske statistikkbyrået INSEE viser på sin side at fransk økonomi stagnerte i 2. kvartal, også der som følge av et fall i husholdningenes konsum. Fallet fra kvartalet før var på 0,7 prosent. For øvrig ga investeringer, offentlig konsum og utenrikshandelen alle positive vekstbidrag, skjønt utenrikshandelens

Boks 1.2. Europas gjeldsstruktur til besvær

Hvis Tyskland og Frankrike påtar seg ansvaret for å løse gjeldskrisen i PIIGS-landene, er det ikke utelukkende som følge av ren europeisk altruisme og overordnede politiske ideer. Tyske banker har plassert ikke mindre enn 140 milliarder euro i italiensk statsobligasjonsgjeld. I tillegg sitter de på spansk og irsk statsgjeld tilsvarende rundt henholdsvis 170 og 130 milliarder euro. Tar vi med en samlet eksponering på 60 milliarder euro overfor portugisisk og gresk statsgjeld, utgjør dette en total eksponering på mer enn 500 milliarder euro rettet mot de mest gjeldsbelastede landene i euroområdet. Til sammenlikning er det samlede beløpet som er satt av fra sentralt EU hold for å håndtere eventuelle statsfinansielle problemer i euroområdet på kort og mer varig sikt gjennom henholdsvis European Financial Stability Facility (EFSF) på 440 milliarder euro og den Europeiske Stabilitetsmekanismen på 500 milliarder euro.

I Frankrike er situasjonen, om noe, enda mer alvorlig. Den totale verdien av italiensk statsgjeld som holdes i det franske bankvesenet er i overkant av 350 milliarder euro. Det er over dobbelt så mye som verdien av italiensk statsgjeld i tyske banker. Franske banker har dessuten en samlet eksponering mot spansk, gresk, irsk og portugisisk statsgjeld på rundt 285 milliarder euro.

Størrelsen på bankenes eksponering indikerer at en eventuell tillitskrise med smitte via det franske og tyske bankvesenet som følge av en ytterligere opptrapping av gjeldskrisen i Europa, vil kunne bli svært alvorlig. Tap må påregnes både av eiere av tysk og fransk bankgjeld samt investorer som sitter på tyske og franske aksjer (for ikke å snakke om tapene som vil ramme investorene og kreditorene til banker i landene som er direkte berørt av gjeldskrisen).

Problemet relatert til Europas statsgjeld forstørres om man åpner opp for muligheten av at både USA og landene i euroområdet nå kan stå overfor en langvarig periode med stagnasjon. At markedet ser for seg en slik mulighet ble for USAs del ikke minst illustrert av markedsreaksjonen i etterkant av S&P's nedgradering av amerikanske statsgjeld. Verdien på aksjer i banker som Bank of Amerika og Citigroup falt i den anledning med i overkant av 15 prosent og Dow Jones indeksen falt med i overkant av 5,5 prosent. Dessuten steg Vix indeksen – en volatilitetsbasert indeks som er ment å fange opp graden av frykt i markedet – med

hele 40 prosent. Paradoksalt nok steg prisen på amerikanske statsobligasjoner. Dette tyder på at markedet nok også reagerte på svake makrotall og de implisitte implikasjonene av den amerikanske sentralbankens avgjørelse om å holde rentene lave til langt ut i 2013.

Markedet frykter nå et dominoaktig forløp i Europa der statsgjeldskrisen skal smitte til andre land og eskalerer til et nivå som vil lede til kredittørke og ny finanskriser. Dette ble synliggjort av markedsreaksjonen i kjølvannet av spekulasjonsangrepet rettet mot italiensk og spansk statsgjeld i slutten av juli. En nærmest panikkaktig flukt fra alt som smakte av spansk og italiensk statsgjeld smittet da raskt over på de tilsvarende markedene for både fransk og til dels tysk statsgjeld. Samtidig var aksjeverdiene på enkelte europeiske banker – spesielt franske og italienske – nærmest i fritt fall og intrabankmarkedet ble betydelig strammere. At utviklingen etter hvert stoppet opp skyldtes i stor grad ny tilførsel av likviditet fra sentralbankhold og det faktum at ESB startet å intervensere i annenhåndsmarkedet for både spansk og italiensk statsgjeld. Imidlertid er den europeiske sentralbankens ressurser begrensede. Dersom dagens kunstig understøttede statsobligasjonsmarked skulle omdannes til et veddemål fra markedets side om ny og ytterligere prisnedgang på italiensk og spansk statsgjeld, vil situasjonen fort kunne komme ut av kontroll.

I en slik situasjon duger det nok ikke med tilsynelatende politisk enighet og uforpliktende løfter om et mulig fremtidig overordnet europeisk regjeringsorgan for å reversere utviklingen. Euroens fremtid vil nå avhenge av om politikerne klarer å overbevise markedet om at en finansiell og politisk overbygning for euroområdet er på gang. Innføringen av en felles obligasjon for euroområdet og en kraftig opprustning av euroområdets redningsfond vil være en nødvendig forutsetning for en slik utvikling. Dersom dette ikke raskt kommer på plass, er faren stor for at vi snart kan stå overfor en ny finanskriser med en mulig oppløsning av euroområdet som følge. Slik det ser ut i dag er den politiske viljen i Europa dessverre ikke sterk nok til å kunne påskynde en slik prosess uten at det er umiddelbar fare for at euroområdet skal gå i oppløsning. Men da kan det også være for sent.

bidrag kom som følge av redusert import, da eksporten noe uventet viste nullvekst.

Løpende korttidsstatistikk for euroområdet understøtter for tiden et noe mer sprikende bilde enn sist, selv om hovedinntrykket fortsatt er negativt. For mens produksjonen i bygg og anlegg og industrien begge falt i juni, med henholdsvis 1,8 og 0,7 prosent, og industriordrene falt med 0,7 prosent, steg detaljhandelen i juni med 0,9 prosent. Oppgangen i detaljhandelen kom imidlertid i etterkant av en periode med relativt sterkt fall og rokker således lite ved vår tidligere oppfatningen om at vi kan stå overfor en avmatning i detaljhandelen i tiden som kommer. Dessuten viser industriproduksjonen nå tydelige tegn til å flate ut, etter lengre tid med vekst, og tyske industriordrer falt med hele 2,8 prosent i august. En slik oppfatning understøttes dessuten av en rekke ledende stemningsindikatorer: Blant annet falt EU-kommisjonens økonomiske stemningsindeks

kraftig i august. Delindeksen som er ment å fange opp stemningen blant konsumentene, hadde dessuten sitt sterkeste fall på mer enn 20 år. Bildet er likevel ikke helsvart. Tall fra det tyske arbeidsdepartementet viser at den registrerte ledigheten fortsatte å falle med 8000 personer i august, slik at ledighetsraten nå ligger på 7 prosent, det laveste nivået siden 1991, like i etterkant av den tyske gjenforeningen. De tilsvarende AKU-tallene viser imidlertid en tendens til at ledighetsfallet nå kan være i ferd med å stoppe opp og for eurosonen under ett ble ledigheten liggende på 10 prosent i juli etter at juni-tallet ble opprevidert fra 9,9 til 10 prosent.

Inflasjonen i euroområdet målt ved tolv månedersveksten i konsumprisene var på 2,5 prosent i august i år, det samme som måneden før. Det ser ut til å være en nedadgående tendens siden toppen på 2,8 prosent i april. Nedgangen i juli blir rapportert å skyldes statistiske forhold som definisjonsendringer, men også tidsfor-

Boks 1.3. Den spanske og italienske statsgjeldskrisen

I begynnelsen av den greske gjeldskrisen virket muligheten for at den skulle lede til en oppløsning av euroområdet rent hypotetisk. 15 måneder senere virker muligheten for en slik sorti mer reell. Dette ble ikke minst demonstrert ved ESBs nylige beslutning om å intervensere i det spanske og italienske statsobligasjonsmarkedet. Rentene på spansk og italiensk statsobligasjonsgjeld hadde nærmet seg uakseptable nivåer og muligheten for at dette ville kunne lede til en ondartet gjeldskostnadsspiral, som i tilfellene med Hellas, Portugal og Irland, var nok til å legitimere bruk av uortodoks pengepolitikk.

Når tilliten faller, stiger rentene på gjeld som må refinansieres, noe som for det enkelte lands del kan føre til en ikke-bærekraftig økning i de totale finansielle kostnadene. I en slik situasjon kan en ikke-fulltdekket statsgjeldsauksjon fort vise seg å være dråpen som får begeret til å flyte over, med investorflykt, likviditetskrise og i verste fall insolvens som følge. For Italias del er det først og fremst størrelsen på den totale statsgjelda (om lag 120 prosent av BNP) og usikkerhet rundt Italias vilje og evne til å betale tilbake denne som har skylden for utviklingen i markedet for italiensk statsgjeld. Når politikerne i tillegg virket ute av stand til å ta ansvar, var dette trolig nok til å sette i gang spekulasjoner om eurososens eksistensberettigelse. For å unngå et slik endelikt valgte ESB derfor å intervensere direkte i markedet ved å kjøpe italienske og spanske statsobligasjoner.

Men trolig var hensikten bak intervensjonene til ESB kun å gi en midlertidig korreksjon til markedsutviklingen, i håp om at dette skulle føre til en normalisering i markedet for italiensk og spansk statsgjeld litt lenger frem i tid. At rentene på tiårige spanske og italienske statsobligasjoner umiddelbart falt markert viser hvor effektiv en slik politikk kan være på helt kort sikt. Men krisen er ikke over før investorene begynner å etterspørre italienske og spanske statsobligasjoner igjen til en lavere rente. Dersom ikke dette skjer kan intervensjonene til ESB fort vise seg å bli til en boomerang der et kunstig understøttet statsobligasjonsmarked blir gjenstand for veddemål fra markedets side om ytterligere prisnedgang på italiensk og spansk statsgjeld.

Dette vet selvsagt ESB som i sin kommunikasjon med omverdenen har lagt vekt på at intervensjonene kun har til hensikt å fungere som en midlertidig markedskorreksjon inntil den nye og forbedrede redningsmekanismen forhåpentlig er på plass i september. Men selv om det nye og utvidede redningsfondet skulle komme på plass tyder mye på at fondet ikke vil være tilstrekkelig til å løse problemene. For det første er antakelig fondets 440 milliarder euro langt fra nok til å kunne foreta vedvarende intervensjoner i markedet over tid. I denne forstand skulle det være nok å vise til at den italienske statsgjelden på utenlandsk hånd er på hele 800 milliarder euro, hvorav hele 360 milliarder forfaller til betaling

allerede i løpet av de neste tolv månedene. I tillegg kommer behovet for å understøtte finansieringsbehovet til andre land i euroområdet som ikke er i stand til å finansiere seg i markedet og kostnadene ved eventuelt nye bankredningsaksjoner. Tar vi dette i betraktning, vil et foreløpig estimat på den kapital som vil være nødvendig for å redde euroen trolig ligge på i overkant av 2000 milliarder euro, et beløp som ville innebære at kredittverdigheten til Tyskland og andre euroland som i dag har trippel A-klassifisering vil fungere som garantister for hele euroområdets samlede gjeld. Trolig ville da heller ikke denne kredittverdigheten kunne bestå.

Dette vil ha merkbare konsekvenser for garantistlandenes økonomiske situasjon og det er så langt lite som tyder på at den politiske viljen og solidariteten landene imellom innen euroområdet er sterk nok til å få på plass en garantiordning med en slik opplutning og av en slik størrelsesorden. I den forstand er det nok å vise til at en eventuell utvidelse og forbedring av det som i dag ser ut til å ville utgjøre fremtidens stabiliseringsfond, og som legges frem til godkjenning i september, vil kreve godkjenning av samtlige av eurososens 17 medlemsland. For å blokkere forslaget er det nok at et av medlemslandene, for eksempel Finland eller Nederland, nekter å skrive under på avtalen. Uten en slik utvidet garanti vil imidlertid europrosjektet være forbundet med høy risiko fremover da dens fremtid i stor grad vil være basert på tiltro til at stater med stor gjeld – og da først og fremst Italia – vil være i stand til å rydde opp i sine statsfinanser på egenhånd.

Behovet for intervensjon i markedet for italiensk statsgjeld kan tolkes som resultatet av mangel på lederskap og uansvarlig politikk. Som resultat av dette er den italienske regjeringen i dag satt under observasjon av et kommissariat ledet av Frankrike og Tyskland. Men også Tyskland må ta på seg noe av skylden for den siste tidens utvikling da det tross for at de har tatt på seg en ledende rolle i krisehåndteringen, fortsatt råder stor usikkerhet rundt Tysklands vilje og evne til å stå opp for eurosamarbeidet. For å gjøre den økonomiske politikken i landene som mottar støtte troverdig i markedet og spiselig for egne velgere, kan en løsning være at Tyskland sammen med de andre landene som deltar i finansieringen av det europeiske stabiliseringsfondet, gis retten til å legge klare føringer på den økonomiske politikken til land som blir nødt til å trekke på fondets midler, i bytte mot et stabilitetsfond tilstrekkelig kapitalisert til å garantere for eurososens totale utestående risikoutsatte gjeld. På denne måten ville man de facto skape en finanspolitisk union og dermed utbedre en fundamental svakhet ved den monetære unionen. For Italia ville et slikt tap av nasjonal suverenitet være prisen å betale for mange år med vanstyre og uteblitte reformer. Men det er kanskje bedre med et slikt avkall på nasjonal suverenitet enn å miste euroen som politisk og økonomisk overbygning.

sinkede effekter av en styrket euro kan tenkes å ha spilt en viss rolle. Siste tids tendens til lavere priser på olje og enkelte råvarer kan dessuten ha bidratt til å holde prisveksten nede i august. Det er utsikter til lavere prisvekst. 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. Selv om vi ser for oss at inflasjonen for inneværende år vil ligge på noe i underkant av 2,5 prosent, tror vi at inflasjonen raskt vil kunne avta etter hvert som effek-

tene av tidligere skatte- og momsøkninger gradvis fases ut og olje- og råvarepriser stabiliserer seg, eventuelt fortsetter å falle. I samme retning trekker virkningen av et meget svakt konjunkturforløp, økt konkurranse og den modererende effekten en vedvarende høy ledighet kombinert med statsfinansiell konsolidering vil ha på lønnsveksten. I 2012 venter vi således at inflasjonene i euroområdet blir på om lag 1 prosent, før den stiger langsomt til opp mot 2 prosent først mot slutten av prognoseperioden i 2014.

Tremåneders pengemarkedsrente lå i begynnelsen av september på noe i overkant av 1,5 prosent. Sammenlignet med nivået i begynnelsen av juni i år utgjør dette en oppgang på 0,1 prosentpoeng, en bevegelse som må ses i sammenheng med ESBs beslutning om å heve styringsrenten i begynnelsen av juli i år. Ny finansiell uro relatert til en bølge av spekulative angrep mot italiensk statsgjeld, har imidlertid ført til at tremånedersrenten siden slutten av juli i år har falt noe tilbake, hovedsakelig som følge av økt likviditetstilførsel fra ESB. Den økte likviditetstilførselen har presset rentene i markedet for over natten-plasseringer – på mange måter den reelle styringsrenten – ned mot gulvet i ESBs styringsintervall, som er på 0,75 prosent. Dersom markedet i tiden som kommer ikke normaliserer seg og likviditetstilførselen fortsetter på dagens nivå, er dette et klart tegn på at ESB ikke føler seg komfortabel med nivået på dagens offisielle styringsrente og at det kan komme kutt i denne. At markedet ser for seg et slikt forløp reflekteres ikke minst ved at rentene i markedet for fremtidige renteavtaler nå priser inn en tremåneders pengemarkedsrente på nær en prosent neste sommer. På bakgrunn av våre relativt dystre prognoser for det økonomiske forløpet i euroområdet kan vi derfor ikke se bort fra at ESB vil kunne komme til å kutte styringsrenten i tiden som kommer. Våre prognoser innebærer en pengemarkedsrente som i perioden fram til inngangen av 2012 vil falle til ned mot 1,3 prosent. Deretter ser vi for oss en forholdsvis lang periode med stabilt lave renter før rentene økes gradvis fra slutten av 2013 og ut prognoseperioden, til i overkant av 2 prosent i 2014.