

# 1. Konjunkturtendensene internasjonalt

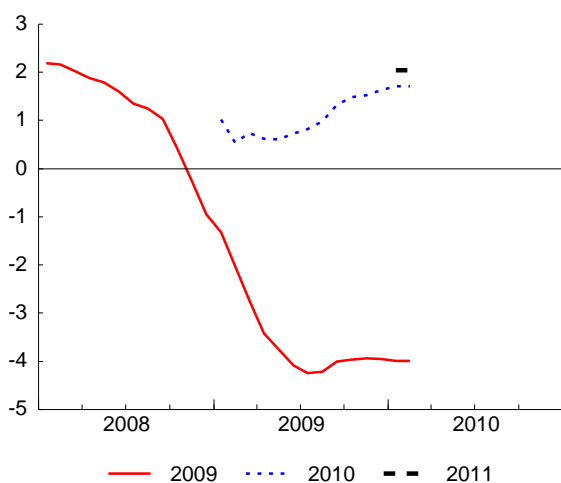
Høsten 2009 begynte de fleste OECD-økonomiene å vokse igjen, etter 4-5 kvartaler med til dels kraftige fall i BNP. Bildet er imidlertid nokså blandet. Mens veksten i den amerikanske økonomien tiltok gjennom høsten, falt BNP igjen i mange europeiske land i 4. kvartal etter et markert oppsving kvartalet før. En stor del av veksten kan dessuten tilskrives midlertidige faktorer. En betydelig del av produksjonen har gått til gjenoppbygging av lagre, noe som gjenspeiler en viss framtidsoptimisme, men som ikke direkte finner sitt motstykke i økt etterspørsel. Den ekstraordinært ekspansive finanspolitikken i kjølvannet av finanskrisen er ikke opprettholdbar, og nedtrappingen er allerede i gang. Det gir negative impulser til veksten framover.

Den globale gjeninnhenting startet i Asia allerede tidlig i 2009. Både industriproduksjon og handel har tatt seg markert opp i land som Kina, Sør-Korea og India. Kinesiske myndigheter har i frykt for overoppheting av økonomien nylig strammet inn ved hjelp av renteøkninger, sterkere kapitalregulering og økte krav til kjernekapital i bankene. Det har vært signaler om tilstramming også i finanspolitikken. Den kinesiske økonomien har blitt en viktig drivkraft i verdensøkonomien. Om det strammes til for mye i Kina i en situasjon der mange OECD-land er avhengige av eksportledet vekst, kan resultatet bli en oppbremsing av den globale veksten. Vi venter uansett at veksten blir lavere i OECD-området mot slutten av 2010 enn den har vært den siste tiden, som følge av at lagerkorreksjonen nærmer seg slutten samtidig med at de finanspolitiske krisepakkenes fases ut. Det er få tegn til noe oppsving i etterspørselen til husholdningene, som er i en konsolideringsfase som følge av høy gjeld og kraftige fall i boligprisene. Dessuten er arbeidsledigheten nær 9 prosent i OECD. Med små utsikter til en markert konjunkturoppgang med det første vil antakelig ledigheten forbli høy i tiden framover.

Finanskrisen ble møtt med styringsrenter nær null og svært ekspansiv finanspolitikk. Flere land som har høy

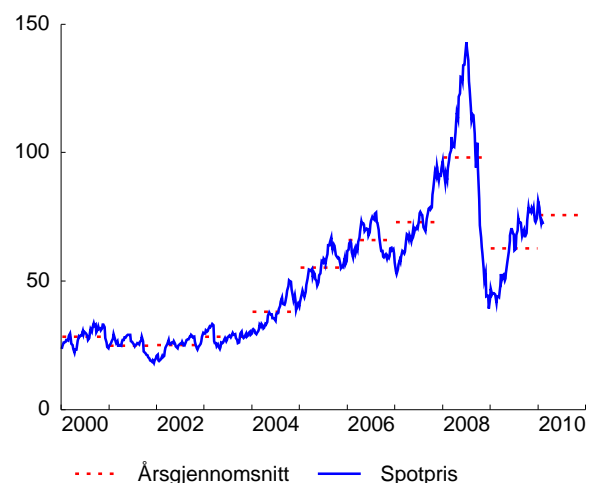
statsgjeld i utgangspunktet opererer med underskudd på offentlige budsjetter på mer enn 10 prosent av BNP. Portugal, Italia, Irland, Spania og ikke minst Hellas er eksempler på dette. Særlig Hellas og Portugal har lav innenlandsk sparing, og er derfor avhengige av å finansiere store deler av sine budsjettunderskudd utenlands. Alternativet er lavere konsum i offentlig eller privat sektor, som i dagens situasjon vil medføre en betydelig forverring av en allerede meget svak konjunktursituasjon. Etter hvert har markedets tillit til at disse landene vil være i stand til å betjene sin gjeld blitt betydelig svekket. Det har gitt rekordhøye renter på disse landenes statsobligasjoner, og dermed svært høye lånekostnader for myndighetene. Greske myndigheter er nå i forhandlinger med EU. Forhandlingene dreier seg om i hvilken grad Hellas skal få finansiell krisehjelp mot å redusere sitt budsjettunderskudd framover. Frykten er at mislighold av statsgjelden i Hellas skal skape usikkerhet om eurosamarbeidet, slik at andre utsatte land også får reduserte muligheter til å finansiere sine underskudd. Slik kan flere land følge med i dragsuget. Irske myndigheter har allerede strammet inn sin finanspolitikk markert, og renten på irske statsobligasjoner har kommet noe ned. Også Spania har annonsert en raskere nedtrapping av budsjettunderskuddene de nærmeste årene enn tidligere planlagt.

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.

Inflasjonen har tatt seg opp fra svært lave nivåer i kjølvannet av kollapsen i råvarepriser høsten 2008, men er fortsatt moderat. Råvareprisene har økt markert igjen, og også boligprisene ser nå ut til å bevege seg oppover igjen i mange land. Høy arbeidsledighet og konsolidering både av private og offentlige balanser ventes imidlertid å bidra til at inflasjonen blir moderat framover. I euroområdet venter vi at inflasjonen vil ta seg gradvis opp fra dagens nivå rundt 1 prosent, og nærme seg 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Når mange land tvinges til å stramme inn i finanspolitikken, faller en større byrde på pengepolitikken om en ny nedtur i verdensøkonomien skal unngås. Pengemarkedsrentene ventes derfor å holde seg lave en god stund framover, og vil i første omgang komme noe opp som følge av en mindre ekspansiv likviditetspolitikk. Økte styringsrenter av betydning ser vi ikke for oss før i 2011. Vi legger til grunn at tremåneders pengemarkedsrente passerer 1 prosent først tidlig i 2011, og at den deretter stiger gradvis til om lag 4 prosent ved utgangen av 2013. En lang periode med lave renter øker faren for at nye bobler bygges opp i aksje- og boligmarkeder.

Både råvarepriser og aksjekurser steg markert gjennom det meste av 2009, etter den kraftige nedturen høsten 2008. Usikkerheten i markedene er fortsatt til stede, og gjeninnhenting har stoppet opp. Siden tidlig i januar i år har børsindeksene falt med rundt 10 prosent både i USA og Europa. Også oljeprisen har falt igjen siden årsskiftet, fra i overkant av 80 dollar til rundt 70 dollar fatet i midten av februar. Sterkere dollar har bidratt til dette. Vi legger imidlertid til grunn for våre prognoser at oljeprisen vil stige gjennom prognoseperioden, til vel 90 dollar fatet i 2013. Dette er i tråd med våre antakelser om fortsatt relativt høy vekst i Kina og en gradvis bedring også i OECD-området i løpet av prognoseperioden.

Vi venter en moderat internasjonal konjunkturoppgang de nærmeste årene, og tror ikke Norges handelspartnere passerer konjunkturbunnen før tidlig i 2012. Utviklingen er svært avhengig av den økonomiske politikken

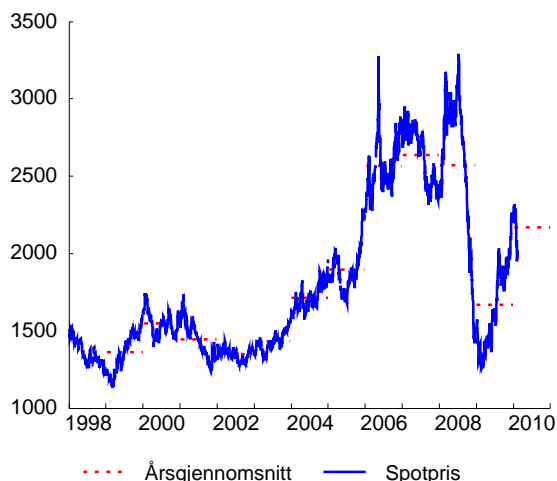
som føres, særlig på kort sikt. Dersom det strammes til før etterspørselsveksten i husholdninger og næringsliv blir mer bærekraftig, kan lavkonjunkturen vare lengre enn vi har lagt til grunn. Effekter på norsk økonomi av en mer markert lavkonjunktur internasjonalt belyses i en beregning i vår konjunkturrapport fra september 2009 (Økonomiske analyser 4/2009, side 24).

### 1.1. Sterk vekst i USA, men bare midlertidig

Amerikansk økonomi viste tiltakende vekst gjennom andre halvår i fjor, etter fire kvartaler på rad med nedgang i BNP. Vi venter imidlertid at veksten blir meget moderat de to neste årene, og at den kommer over trendvekst først mot slutten av 2011. Etter et fall i BNP på 2,4 prosent fra 2008 til 2009, venter vi at økonomien vil vokse med henholdsvis 2,5 og 1,6 prosent i år og neste år. Årsaken til det relativt høye anslaget på årsveksten i 2010 er overheng fra høy vekst på slutten av 2009 og forventninger om relativt høy vekst også tidlig i 2010, som i stor grad kan tilskrives midlertidige faktorer som lageroppbygging og finanspolitiske krisetiltak. For 2012 og 2013 legger vi til grunn at årsveksten tar seg ytterligere opp, til henholdsvis 2,7 og 3,1 prosent. Dette innebærer en relativt dyp og langvarig lavkonjunktur.

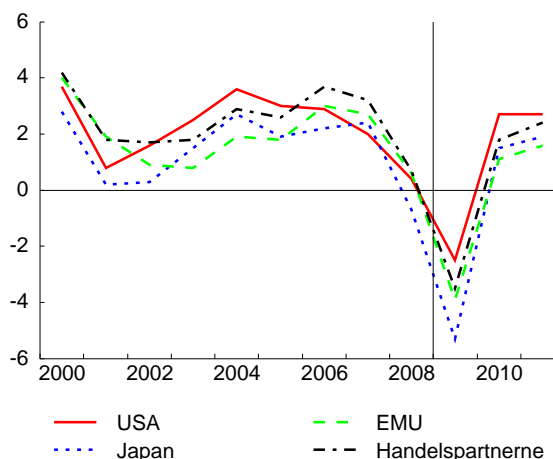
Den amerikanske økonomien vokste med hele 1,4 prosent i 4. kvartal i fjor. Mer enn halvparten av veksten kan imidlertid tilskrives gjenoppbygging av lagre, etter den kraftige lagernedbyggingen høsten 2008 og våren 2009. Eksporten sto bak rundt et halvt prosentpoeng av BNP-veksten, med god drahjelp fra en svak dollar. Det betyr at utviklingen i USA er sårbar for internasjonale konjunkturer og utviklingen i dollarkursen. Husholdningenes konsum økte for 2. kvartal på rad. Det var først om fremst tjenestekonsumet som økte. Husholdningenes konsum av varige forbruksvarer og boliginvesteringer slår ofte tidlig om i konjunktursyklusen. Begge viste en flat utvikling i 4. kvartal etter å ha økt i 3. kvartal, og gir dermed ingen klare indikasjoner

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.<sup>3</sup> Årlig endring i prosent

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

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

<sup>2</sup> Uten Kina.

<sup>3</sup> Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten.

Kilde: Consensus Forecasts i februar, NIESR og IMF i januar og OECD i november.

på retningen videre for amerikansk økonomi. Det hører også med til historien at avgiftsfritak ved nybilkjøp har stimulert konsumet, en ordning som ble avskaffet ved inngangen til 2010.

Husholdningenes etterspørsel ventes å utvikle seg svakt de nærmeste årene. Høy gjeld og stort formuesfall som følge av en kraftig nedgang i boligpriser og aksjekurser bidrar til at husholdningene i større grad vil prioritere nedbetaling av gjeld framover. Bankene er fortsatt mer tilbakeholdne med boliglån, også til kunder med god kredittverdighet, enn de var før finanskrisen. Også tilbudet av andre typer lån og kreditt er fortsatt redusert. Detaljhandelen har vært relativt stabil på et lavt nivå gjennom det meste av 2009 og indikerer at den underliggende konsumutviklingen fortsatt er svak, tross tegn til en liten oppgang mot slutten av fjoråret. Arbeidsmarkedet er svakt, men det har vært noen tegn til bedring den siste tiden. Sysselsettingen har fortsatt å falle inn i 2010, og samlet har nedgangen i antall sysselsatte personer vært på 8,4 millioner siden toppen ved inngangen til 2008. Arbeidsledigheten har falt med 0,4 prosentpoeng siden toppen på 10,1 prosent i oktober i fjor som følge av en nedgang i arbeidsstyrken, men vi må tilbake til 1982 for å finne tilsvarende høye ledighetsrater.

I boligmarkedet ser utviklingen ut til å snu. Boligprisene har økt noe siden i fjor sommer, etter et fall på mer enn 30 prosent fra toppen i 2006. Omsetningen av brukte boliger økte klart mot slutten av fjoråret, men falt i desember da skatterabatten for førstegangskjøpere ble avviklet. Denne ordningen er imidlertid gjeninn-

ført i 2010, og kan bidra til at omsetningen tar seg opp igjen utover våren. Salget av nye boliger går imidlertid fortsatt svært tregt. Aksjekursindeksene har i løpet av 2009 tatt igjen om lag halvparten av fallet året før. Siden midten av januar i år har imidlertid usikkerheten vendt tilbake i aksjemarkedene, og de brede indeksene har falt med rundt 10 prosent. Forventningsundersøkelser for husholdningene indikerer at pessimismen er i ferd med å avta noe. Utviklingen i arbeidsmarkedet blir avgjørende. Om omslaget i arbeidsmarkedet kommer tidligere og sterkere enn vi legger til grunn, vil også husholdningenes konsum kunne utvikle seg sterkere og bidra til en bedre konjunkturutvikling enn vi har anslått.

Industriproduksjonen har økt med rundt 4 prosent siden i fjor sommer, etter en nedgang på nær 17 prosent fra tidlig i 2008. Oppgangen kan i stor grad tilskrives lageroppbygging og eksport. Den amerikanske dollaren ble vurdert som en «sikker havn» under finanskrisen i fjor høst, og handelsvektet styrket den seg med rundt 15 prosent på kort tid. Det bidro til å forsterke nedgangen i amerikansk industri. Siden svekket imidlertid dollaren seg betydelig. Ordrene har økt noe, og forventningsindikatorer antyder gryende optimisme i næringslivet. Siden desember har imidlertid dollaren igjen styrket seg markert. Fortsetter denne utviklingen vil det igjen kunne skape problemer for industrien. Næringslivsinvesteringene økte noe i fjorårets siste kvartal, mens investeringer i næringsbygg fortsatte å falle. Lav kapasitetsutnyttning trekker i retning av svak investeringsvekst en god stund framover.

Inflasjonen målt ved 12-månedersveksten i konsumprisene har svingt kraftig de siste to årene. Ser man i stedet på utviklingen i prisenivået, kommer det fram at prisene har steget jevnt og trutt de siste 12 månedene, etter et kraftig fall på slutten av 2008. Kjerneinflasjonen målt ved 12-månedersveksten i konsumprisene justert for mat og energivarer, har ligget i underkant av 2 prosent det siste året. Svakt arbeidsmarked og markert fall i lønnsveksten vil bidra til moderat prisvekst framover.

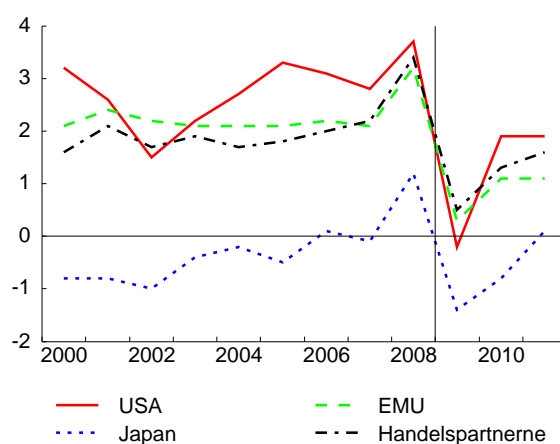
Den amerikanske sentralbanken har siden høsten 2008 redusert styringsrenta med 5 prosentpoeng, og holdt den nær null siden tidlig i 2009. I tillegg fører sentralbanken en svært ekspansiv likviditetspolitikk. Omfattende tiltak rettet mot finansnæringen har bidratt til å normalisere forholdene i finansmarkedene. At tilgangen på lån for husholdninger og næringsliv fortsatt er mindre enn mot slutten av siste konjunkturoppgang kan også oppfattes som en normalisering. Boliglånsrentene, som i stor grad er fastrenteavtaler knyttet opp mot obligasjoner med lang løpetid, har imidlertid kun falt med 1,5 – 2 prosentpoeng. Pengepolitikken får dermed ikke samme gjennomslag til husholdningene som i land der de fleste har flytende rente på boliglånet.

Også finanspolitikken har vært et viktig virkemiddel i motkonjunkturpolitikken. Omfattende investeringer i infrastruktur og skattelette har bidratt til at økonomien har begynt å vokse igjen. Store offentlige budsjettunderskudd følger imidlertid med på lasset, og gir grunnlag for bekymring for statens finansielle posisjon på sikt. Amerikansk statsgjeld utgjorde ved utgangen av 2009 om lag 60 prosent av BNP, som er noe lavere enn gjennomsnittet i OECD-området. Amerikanske myndigheter anslår budsjettunderskuddet til 10,6 prosent av BNP i 2010, opp fra 9,9 prosent i fjor. I den økonomiske politikken står amerikanske myndigheter overfor vanskelige avveininger. Dersom den ekspansive politikken reverseres for tidlig kan lavkonjunkturen bli dypere og mer langvarig enn vi legger til grunn i våre anslag. På den annen side, hvis politikken opprettholdes for lenge, kan det bidra til inflasjon og nye bobler i finans- og boligmarkedene.

## 1.2. Finansiell konsolidering truer veksten i Europa

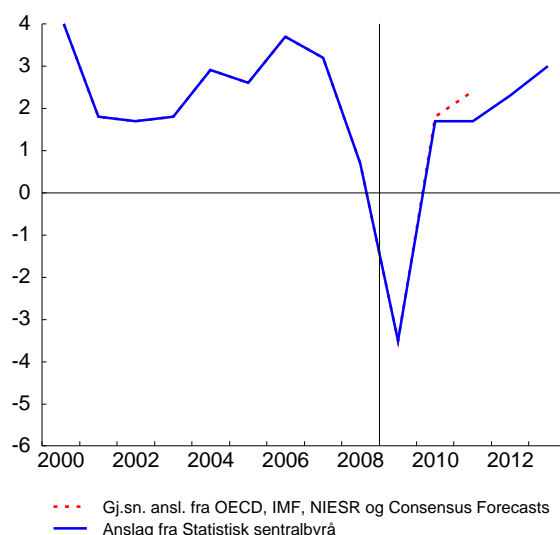
Mye av veksten vi har vært vitne til i euroområdet så langt skyldtes midlertidige forhold som gjenoppbygging av lager og ekstraordinær penge- og finanspolitikk. Sist stilte vi derfor spørsmål ved hva som vil komme til å skje når disse faktorene ikke lenger bidrar til å understøtte veksten. Vil den private etterspørselen være sterk nok til å kunne ta over finans- og pengepolitikken rolle som primus motor for vekstprosessen, eller vil en for tidlig reversering av dagens ekspansive økonomiske politikk kunne føre til ny nedgang med påfølgende krise? Spørsmålet er kanskje enda mer relevant denne gangen, siden gjeldskrisen i mange av eurolandene har økt sannsynligheten for en for tidlig reversering av finanspolitikken.

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

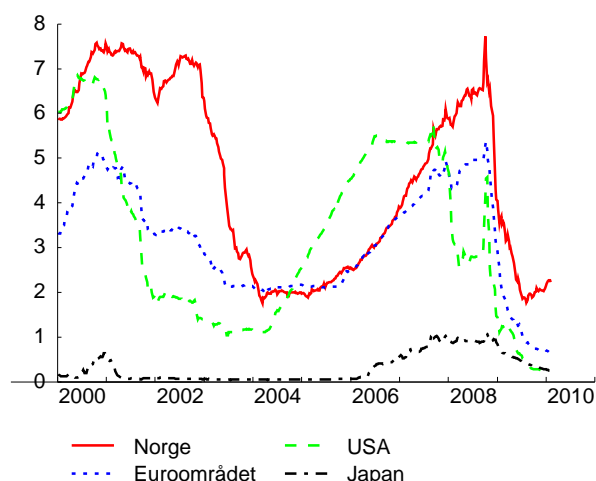


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

Figur 1.6. BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

De foreløpige nasjonalregnskapstallene fra 4. kvartal i fjor kan også antyde en slik utvikling. For mens den forholdsvis sterke 3. kvartalsveksten i Tyskland på 0,7 prosent var drevet av lageroppbygging og ekspansiv finanspolitikk, var det nettopp fraværet av disse faktorene som i følge det tyske statistikkbyrået preget utviklingen i 4. kvartal. Den eneste årsaken til at Tyskland så vidt unngikk et fall i BNP i 4. kvartal var et positivt bidrag fra utenrikshandelen, godt understøttet av fallende import. Fallet i importen kommer antakelig direkte som følge av fallet i investeringer og konsum. Den svake konsumveksten må forøvrig ses i sammenheng med avviklingen av den forhøyde tyske vrakpanten. Det er dermed lite i de tyske 4. kvartalstallene som tyder på at den privat etterspørselen hittil har vært sterk nok til å kunne ta over finanspolitikkenes rolle som driver for den økonomiske utviklingen, til tross for at euroområdet økonomi fortsatt understøttes av sterkt ekspansiv penge- og likviditetspolitikk.

Frankrike derimot rapporterte om relativt sterk vekst i 4. kvartal i fjor (+ 0,6 prosent fra kvartalet før). Det franske statistikkbyrået (INSEE) rapporterer imidlertid om at bidraget fra lagerkorreksjonen var hele 0,9 prosentpoeng. Men tallene fra INSEE vitner også om sterkt positiv vekst i offentlig og privat konsum. I tillegg kom veksten i Frankrike til tross for et negativt bidrag fra utenrikshandelen. Til forskjell fra Tyskland har imidlertid Frankrike så langt valgt å opprettholde subsidieringen av bilkjøp. Dette forklarer trolig en stor del av både den sterke importveksten og veksten i privat konsum. Inntrykket man sitter igjen med når man studerer de franske tallene, er således at veksten stort sett kommer som følge av ekspansive tiltak og en sterk midletidig lagerkorreksjon. Tar vi med at investeringene fortsatte å falle med uforminsket styrke i 4. kvartal, gir dette liten grunn til optimisme i nær fremtid for vekst drevet av privat etterspørsel.

Nasjonalregnskapstallene for 4. kvartal i euroområdet var svakere enn det vi ventet. Vi hadde trodd at lager- og eksportkorreksjonen som var tydelig i 3. kvartal, skulle vare ved, i hvert fall ut fjoråret. Men slik gikk det altså ikke. Tysk stagnasjon og negativ vekst i Italia og Spania bidro til å nøytralisere de positive vekstbidragene som kom blant annet fra fransk økonomi. Med en vekst på fattige 0,1 prosent for euroområdet som helhet, til tross for fortsatt klare effekter av finanspolitiske stimuli i mange land, er vekstutsiktene usikre. Høy og fortsatt stigende arbeidsledighet, utsikter til en lang forestående periode med finansiell konsolidering i husholdningene, kombinert med ledig kapasitet i næringslivet, vil bidra til svak vekst i den privat etterspørselen i tiden som kommer.

Ser vi på EU-landene utenfor euroområdet, er det verdt å merke seg at britisk økonomi bare vokste med 0,1 prosent i 4. kvartal i fjor. Det var første gang på godt over ett år at veksten i Storbritannia ikke var negativ. Ifølge det britiske statistikkbyrået (ONS) var hovedårsaken til veksten å finne i økt industriproduksjon og vekst

i den ikke-finansielle delen av økonomiens tjenestesegment. En god del av veksten i tjenestesegmentet skyldtes imidlertid vekst i offentlig tjenesteproduksjon. Uten denne ville de britiske tallene antagelig vist nullvekst.

Heller ikke i Øst-Europa bidro 4. kvartalstallene til å avklare situasjonen nevneverdig. For mens tallene for et land som Slovakia bekreftet inntrykket av robust vekst, var 4. kvartalsveksten fortsatt til dels sterkt negativ i Ungarn og Romania. I tillegg gikk veksten i Tsjekkia fra å være sterkt positiv i 3. kvartal til å bli klart negativ i 4. kvartal. På den positive siden viser 4. kvartalstallene tegn til fortsatt bedring for enkelte av de baltiske landene. Selv om veksttakten falt kraftig tilbake fra 3. kvartal, opplevde Litauen fortsatt vekst i 4. kvartal. I Estland fikk vi dessuten et kraftig oppsving med en BNP-vekst på hele 2,6 prosent. I Latvia derimot var tilstanden fortsatt alvorlig med kvartalsvise fall på 4 og 3,2 prosent i henholdsvis 3. og 4. kvartal.

Samlet sett er det grunn til å være avventende med hensyn til det fremtidige konjunkturforløpet i Europa. Det er mulig myndighetene vil vente med utfasingen av ekspansive makropolitisk tiltak til de ser sikre tegn på at den private delen av etterspørselen har tilstrekkelig moment og styrke til å drive veksten på egen hånd. Gitt dagens gjeldskrise og krav om finansiell konsolidering, kan imidlertid en slik utvikling framover virke mer urealistisk enn tidligere. I stedet legger vi til grunn at de ekspansive tiltakene i penge- og likviditetspolitikken beholdes lengre enn tidligere antatt.

Betydelige statlige midler har i løpet av de siste par årene blitt brukt for å tilføre det finansielle systemet tilstrekkelig likviditet for å unngå en regelrett kollaps. Finansmarkedene ser nå ut til å ha normalisert seg. Men nervøsiteten er ikke borte, noe markedsreaksjonene på Hellas' gjeldsproblemer bærer tydelig bud om. Eurolandene har ikke vært tydelige på i hvilken grad de skal garantere for Hellas sine betalingsforpliktelser. Dermed er det risiko for en selvforsterkende tillitskrise i eurosone. Faren nå er at krisen skal spre seg til andre euroland. Dette synes å være reflektert i siste tids markedsutvikling. Rentedifferansen mellom greske og tyske statsobligasjoner lå så sent som 4. februar i år på i overkant av 4 prosent. Portugal, Spania og Italia har hatt en liknende utvikling i rentepåslagene på sin statsgjeld. For Portugal, Italia, Hellas og Spania (De såkalte PIGS landene), har denne utviklingen derfor gjort det dyrere å finansiere seg og faktisk ført til en betydelig økning i gjeldsbelastningen for nasjoner med høy gjeld i utgangspunktet.

Dersom et euromedlem misligholder sin statsgjeld vil det kunne få negative konsekvenser. De andre eurolandene vil imidlertid trolig ikke la Hellas i stikken. Til det er europrosjektet for viktig. Samtidig er det klart at hjelpen fra EU på ingen måte vil være betingelsesløs. Store kutt i offentlige utgifter og lønninger vil måtte påregnes for land som trenger støtte. For Hellas sin del snakker vi her trolig om kutt som går utover de som



statsminister Papandreou allerede har lovet EU å foreta. Disse løftene dreier seg om å kutte fjorårets budsjettunderskudd på 12,7 prosent av BNP med hele 4 prosentpoeng i år, og videre slik at underskuddet kommer ned i 3 prosent av BNP innen 2012. Dette bringer oss til en annen ubehagelig konsekvens av den pågående gjeldskrisen; muligheten for en for tidlig og for sterk finanspolitisk innstramning i mange land.

Ifølge foreløpige tall falt den samlede produksjonen av varer og tjenester (BNP) i både Spania og Italia med hhv. 0,1 og 0,2 prosent i 4. kvartal i fjor, og i Portugal ble det rapportert om nullvekst. I tillegg falt gresk økonomi med hele 0,8 prosent i samme periode. Dersom disse landene likevel er tvunget til å stramme inn, vil dette kunne utløse en nedadgående spiral der også andre land blir trukket med. Selv om en unngår et slikt skrekksenario, vil den finansielle konsolideringsprosessen trolig uansett komme til å legge en demper på vekstutsiktene for euroområdet i tiden som kommer. Til tross for tegn til vekstomslag i euroområdet under ett, og gryende optimisme i flere av de store landene, har vi derfor valgt å opprettholde vårt relativt dystre syn på det fremtidige konjunkturforløpet. Som følge av redusert finanspolitisk handlingsrom vil dette også bety at mer av ansvaret for motkonjunkturpolitikken nødvendigvis vil måtte falle på pengepolitikken. ESB vil

derfor trolig opprettholde sin ekstraordinære ekspansive pengepolitiske innretning lenger enn hva som ellers ville ha vært tilfelle.

Ifølge foreløpige tall for eurosonen var inflasjonen målt ved 12 måneders konsumprisvekst 1 prosent i januar i år, opp fra 0,9 prosent måneden før. Oppgangen i tolv månedersveksten fra november i fjor og frem til januar i år skyldes til dels nedgangen vi observerte i samme periode i fjor som følge av fallende priser på råolje og jordbruksprodukter. Høyere energipriser bidrar imidlertid også til å trekke inflasjonen opp. Et svakt konjunkturforløp, lave importpriser, økt konkurranse og den modererende effekten en høyere ledighet vil ha på både lønnsvekst og fortjenestemarginer bidrar til at inflasjonen fortsatt forventes å holde seg lav fremover. I motsatt retning trekker høyere råvarepriser, spesielt på olje, kombinert med ekspansiv penge- og finanspolitikk og et mer velfungerende kredittmarked. Dette kan bidra til at inflasjonen tar seg gradvis opp til 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Et slikt inflasjonsbilde vil fortsatt understøtte kjøpekraften og således konsumet i tiden som kommer.

Inflasjonen i euroområdet ligger fortsatt godt under det som er forenlig med ESBs inflasjonsmål. Kombinert med svake makrotall og fortsatt tegn til at husholdnin-

#### Temaboks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend falt fra om lag 145 dollar fatet i begynnelsen av juli 2008 til rundt 40 dollar i begynnelsen av januar i fjor. Deretter steg oljeprisen gjennom det meste av fjoråret, og var i overkant av 80 dollar fatet ved inngangen til 2010. Siden har oljeprisen falt noe tilbake, til om lag 72 dollar fatet i midten av februar. Som gjennomsnitt over fjoråret var prisen vel 63 dollar per fat. Over de første seks ukene i 2010 har prisen vært i underkant av 76 dollar i gjennomsnitt.

Den viktigste årsaken til det kraftige oljeprisfallet gjennom det siste halvåret i 2008 var den internasjonale finanskrisen, som førte til at etterspørselen falt relativt mye i OECD-området. Krisen spredte seg også til andre land og førte til en relativt stor nedjustering av etterspørselen også utenfor OECD, som i Kina og India. En årsak til at oljeprisen har steget siden årsskiftet 2008/09 er at OPEC har redusert oljeproduksjonen. Etter hvert har også den økonomiske veksten tatt seg opp de fleste steder.

IEA (International Energy Agency) forventer videre at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,4 millioner fat daglig fra 2009 til 2010, etter å ha falt tilsvarende gjennom 2008. Økningen er forventet å komme i Kina, Midt-Østen, India og andre asiatiske land og til dels Latin-Amerika. IEA forventer at etterspørselen i OECD vil holde seg noenlunde uendret fra 2009 til 2010, etter å ha falt i fire år.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,2 millioner fat daglig fra 2009 til 2010. Økningen utenfor OECD er spesielt forventet å komme i Brasil,

Russland og i den kaspiske regionen, men det er også ventet visse økninger i Kina og India. En tilnærmet uendret produksjon i Nord-Amerika og reduksjoner i Norge, Storbritannia og Mexico, fører til at produksjonen i OECD-området 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 2009 og 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 tidligere i fjor maktet å redusere produksjonen med 80 prosent av de varslede kuttene, har reduksjonen nå falt til om lag 55 prosent. Likevel innebærer dette at dersom kartellet holder produksjonen av råolje på dagens nivå, vil de globale lagrene reduseres marginalt i 2. og 3. kvartal i år sett under ett. Dette er en periode der lagrene normalt bygges opp, først og fremst av bensin og diesel til sommersesongen, men også fyringsolje til vintersesongen. Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter over gjennomsnittet for de siste fem årene de fleste steder i OECD. Det hersker likevel usikkerhet om i hvilken grad lagersituasjonen vil påvirke oljeprisen. På tross av at oljelagrene har steget i de fleste regioner gjennom de siste månedene, har oljeprisen holdt seg relativt høy.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil holde seg relativt høy i tiden framover og at den vil øke til i overkant av 90 dollar per fat i 2013. En slik utvikling er betinget av at OPEC fortsetter å begrense sin råoljeproduksjon og at den økonomiske veksten tar seg gradvis opp internasjonalt.

ger og bedrifter har problemer med å få lån, har dette fått ESB til å opprettholde sin ekspansive pengepolitiske innretning med lav styringsrente og tilførsel av store mengder likviditet i pengemarkedet. Som følge av dette ligger de helt korte rentene i midten av februar fortsatt ned mot 0,35 prosent, godt under midtpunktet på 1 prosent i ESBs styringsintervall. Ettersom pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet for tiden ligger på rundt 0,65 prosent, innebærer dette et påslag på rundt 0,3 prosentpoeng. I våre prognoser har vi lagt til grunn at tremåneders pengemarkedsrenter vil utvikle seg noe svakere enn det som er priset inn i markedet for framtidige renteavtaler. Dette markedet indikerer nå en tremåneders pengemarkedsrente på i underkant av 1,45 prosent i desember i år. Dersom ESBs pengetilførsel normaliseres innen den tid, slik at den effektive styringsrenten havner i midten av intervallet, samt at påslaget mellom styringsrenta og tremåneders pengemarkedsrente opprettholdes noenlunde på dagens nivå, indikerer dette muligheten for en økning i styringsrenta på 0,25 prosentpoeng innen utgangen av inneværende år. Våre prognoser baserer seg på en markedsrente som vil ligge på om lag 1,3 prosent ved inngangen til 2011. Til forskjell fra markedet, ser vi derfor ikke for oss en renteheving fra ESB før tidlig i 2011. Fra og med begynnelsen av 2011 og ut prognoseperioden ser vi imidlertid for oss flere renteøkninger fra ESBs side, men ikke mer enn at pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet ligger på om lag 4 prosent ved prognoseperiodens slutt i 2013.