

1. Konjunkturtendensene internasjonalt

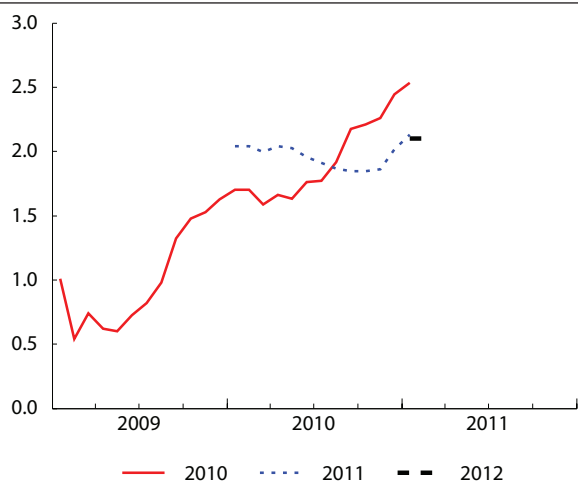
Den økonomiske utviklingen er svært forskjellig i ulike deler av verden. Veksten er sterk i en del framvoksende økonomier, som Kina og India, der det noen steder er kapasitetsproblemer og økende inflasjon. I OECD-området er veksten fortsatt for svak til at det i særlig grad bidrar til at den høye arbeidsledigheten vil synke. Mange land tvinges til å stramme inn finanspolitikken på grunn av høy statsgjeld, noe som legger en demper på veksten framover.

Det er betydelige forskjeller også blant OECD-landene. I Tyskland, som har holdt kostnadsveksten i sjakk, har sterk eksportvekst bidratt til å framskynde og forsterke gjeninnhenting etter finanskrisen. Sverige har også hatt sterk BNP-vekst de siste tre kvartalene. Det må imidlertid sees i lys av en kraftig nedgang i forkant, slik at det fortsatt er et stykke igjen til gamle høyder når en ser på Sveriges BNP-nivå. Felles for Tyskland og Sverige er dessuten at de har holdt statsfinansene under kontroll, og derfor ikke har vært tvunget til å stramme inn i finanspolitikken slik som mange andre europeiske land. I USA, som fortsatt fører en ekspansiv finanspolitikk, har BNP økt om lag i tråd med trendveksten det siste året. Også i USA er imidlertid en innstramning nå på trappene. I andre gjeldstyngede land, som Hellas og Irland, som har gjennomført kraftige budsjettkutt, faller BNP. Også i Storbritannia og Japan falt BNP i 4. kvartal. I Storbritannia er det vedtatt betydelige finanspolitiske innstramminger. Japan har i dag en brutto statsgjeld på 200 prosent av BNP, og Japans finansminister, Kaoru Yosano, advarte i januar om at statens gjeld nærmet seg et kritisk nivå der en står i fare for å miste investorenes tillit. Landet kan i dag utstede 10-årige statsobligasjoner til 1,25 prosent rente. Frykten er at statsobligasjonsrenta vil kunne øke raskt om tilliten svikter, slik at statens lånekostnader øker. Myndighetene ønsker

derfor å styrke statsfinansene gjennom å reformere trykkesystemet og øke skattetrykket.

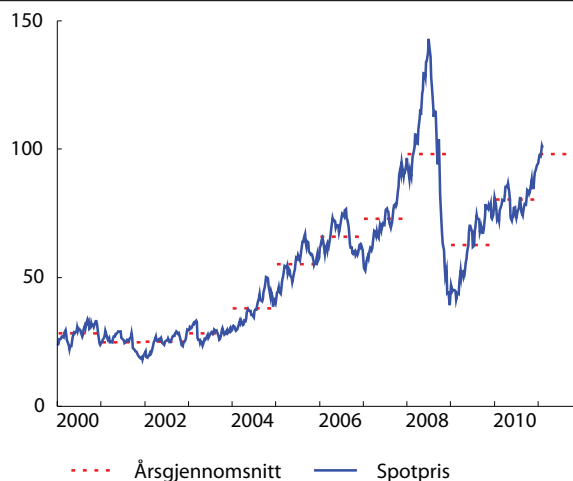
Råvareprisene har steget markert siden i fjor sommer. Høy vekst i framvoksende økonomier er en viktig forklaring på dette. Oljeprisen har økt med om lag 25 dollar fatet siden august i fjor, og var i midten av februar i år i overkant av 100 dollar fatet. Økt usikkerhet i Midtøsten som følge av opptøyene i Tunisia og Egypt, og frykt for at urolighetene skal spre seg ytterligere i regionen og påvirke produksjon og leveranser av olje, bidro til oljeprisoppgangen på nyåret. Også metallprisene har steget markert. Aluminium, som er en viktig norsk eksportvare, har hatt en prisoppgang på 25 prosent siden i fjor sommer. Matvareprisene steg ifølge FNs matvareindeks med rundt 30 prosent i andre halvår i fjor. Det skyldes til dels at avlingene sviktet mange steder i fjor, blant annet på grunn av tørke i Russland og Brasil og flom i Pakistan og Australia. Særlig kornprisene har økt, med nær 70 prosent siden i fjor. Også sukkerprisene har hatt en kraftig økning, men det må sees i sammenheng med en kraftig nedgang i 2009. Både mais- og sukkerprisene påvirkes av at disse produktene i økende grad går til produksjon av drivstoff. Prisene på kjøtt og meieriprodukter har hatt en langt mer moderat utvikling. Det er særlig i fattige land, der en stor andel av inntektene går til mat, at de stigende matvareprisene har betydning for befolkningens kjøpekraft, men de bidrar til å trekke opp inflasjonen også i vår del av verden. Høye matvarepriser kan også være en utløsende årsak til urolighetene i Nord-Afrika. Boligprisene har dessuten fortsatt å falle mange steder. I Irland og Spania har boligprisene falt i 3-4 år, mens de etter en liten oppgang inn i 2010 falt igjen mot slutten av fjoråret i USA, Storbritannia og Kina.

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.

Som en følge av utviklingen i råvareprisene har konsumprisveksten tiltatt mange steder. I euroområdet var inflasjonen 2,4 prosent i januar, mens den i Storbritannia var på hele 3,7 prosent. I USA derimot, var den på 1,4 prosent, riktignok opp tre tideler fra måneden før. Underliggende er imidlertid konsumprisveksten fortsatt lav de fleste steder. Justert for energivarer var 12 måneders konsumprisvekst 1,3 og 1,0 prosent i henholdsvis euroområdet og USA i desember i fjor. Med ledig produksjonskapasitet og høy arbeidsledighet kan gjennomsnittet fra råvarepriser til konsumpriser ventes å bli mindre i OECD-området nå enn da energiprisene skjøt i været i 2008, da verdensøkonomien var i høykonjunktur. Innenlandske inflasjonsimpulser er beskjedne i de fleste OECD-land, med høy ledighet, høy privat og offentlig gjeld og kraftig innstramming i finanspolitikken. Erfaringer fra tidligere finanskriser tilsier at det vil ta tid å få aktivitetsnivået til gamle høyder. Vi ser dessuten for oss en utflating av råvareprisene framover, slik at disse inflasjonsimpulsene forventes å være midlertidige. Derfor har vi lagt til grunn for våre prognoser at inflasjonen vil avta relativt snart i euroområdet, til 1,7 prosent neste år mot 2,4 i år, før den igjen tar seg gradvis opp til 2 prosent mot slutten av prognoseperioden. Råvareprisoppgangen vi har sett bidrar til å dempe konjunkturoppgangen internasjonalt. Om prisoppgangen skulle fortsette over lengre tid kan den kvele et økonomisk oppsving i OECD-området, og antakelig også i Asia. I ytterste konsekvens kan dette bidra til å sende verdensøkonomien inn i en ny, markert konjunkturedgang. I tråd med dette indikerer både den europeiske sentralbanken (ESB) og Federal Reserve i USA (Fed) at renteøkninger fortsatt ligger et stykke inn i framtiden.

Risikopåslagene i rentene på statspapirer fra gjeldstyngede land i Europa har flatet ut siden slutten av fjoråret. Rentene på gresk statsgjeld lå i midten av februar rundt 8 prosentpoeng over tyske renter. Tilsvarende påslag på irsk, portugisisk og spansk statsgjeld er henholdsvis 6,

4 og 2,5 prosentpoeng. Statsgjeldskrisen i euroområdet omtales i temaboks 1.1.

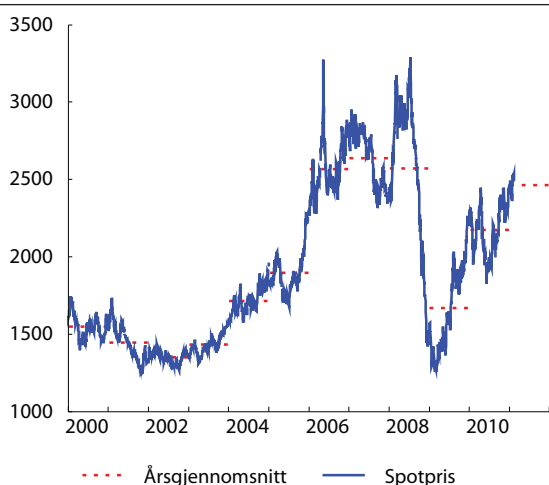
I en del framvoksende økonomier utgjør tiltakende inflasjon en større utfordring. Med høy økonomisk vekst, høy import av råvarer og relativt stor følsomhet for svingninger i matpriser har inflasjonen tiltatt markert. I Kina var 12-månedersveksten i konsumprisene nær 5 prosent i januar. Som respons på dette har kinesiske myndigheter satt opp renta markert, og pengemarkedsrentene er nå om lag 4 prosent, som er høyere enn før finanskrisen.

Vi venter at veksten i euroområdet blir meget moderat i 2011. Deretter har vi lagt til grunn at veksten vil ta seg gradvis opp, men ikke mer enn at en ny konjunkturoppgang først kommer et stykke inn i 2013. Vi ser for oss moderat vekst også i amerikansk økonomi, men høyere enn i euroområdet, og slik at konjunkturoppgangen der kommer ved inngangen til 2013. Videre legger vi til grunn at store og raskt voksende økonomier som Brasil, Russland, India og Kina vil klare seg relativt godt framover, selv om veksten dempes også der.

1.1. Amerikansk økonomi

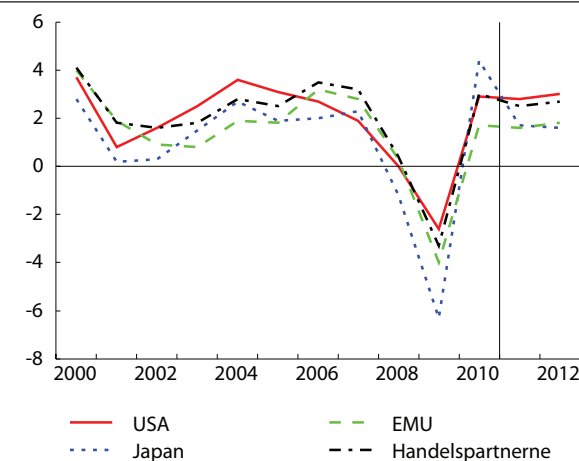
USA er nå det eneste store OECD-landet som ikke har begynt å stramme til i finanspolitikken. Det har bidratt til at amerikansk økonomi også har klart seg relativt godt, men ikke tilstrekkelig til at vi kan snakke om noen konjunkturoppgang foreløpig. Med en anstrengt gjeldssituasjon vil også amerikanske myndigheter tvinges til å stramme inn relativt snart. President Obama la 14. februar i år fram et budsjettforslag der det legges opp til omfattende kutt, særlig i offentlig konsum. Målsettingen er at underskuddet på det føderale budsjettet skal reduseres gradvis fra knappe 11 prosent av BNP i 2011 til at statsgjelda i 2015 ikke skal vokse raskere enn BNP, det vil si om lag 3 prosent. Det vil bidra til å dempe den økonomiske veksten framover. Vi venter at veksten

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						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
USA														
NIESR ¹	0,0	-2,6	2,9	2,6	2,7	..	..	3,3	0,2	1,7	2,2	2,1	..	..
ConsF	0,0	-2,6	2,9	3,2	3,3	..	..	3,8	-0,4	1,6	1,7	1,8	..	..
OECD	0,0	-2,6	2,9	2,2	3,1	..	..	3,8	-0,4	1,6	1,1	1,1	..	..
IMF	0,0	-2,6	2,9	3,0	2,7	..	..	3,8	-0,4	1,6	1,0	..	..	..
SSB	0,0	-2,6	2,9	2,4	2,2	2,8	3,4	..	..	..	..	..	..	..
Euroområdet														
NIESR ¹	0,3	-4,0	1,7	1,7	2,0	..	..	3,3	0,3	1,5	2,2	1,9	..	..
ConsF	0,3	-4,0	1,7	1,5	1,6	..	..	3,3	0,3	1,7	1,8	1,7	..	..
OECD	0,3	-4,0	1,7	1,7	2,0	..	..	3,3	0,3	1,7	1,3	1,2	..	..
IMF	0,3	-4,0	1,7	1,5	1,7	..	..	3,3	0,3	1,7	1,5	..	..	..
SSB	0,3	-4,0	1,7	1,0	1,2	1,7	2,9	3,3	0,3	1,7	2,4	1,7	1,9	2,0
Handelspartnere²														
NIESR ¹	0,4	-3,3	3,0	2,4	2,5	..	..	3,4	0,6	1,8	2,4	1,9	..	..
OECD	0,4	-3,3	3,0	2,6	2,9	..	..	3,5	0,2	1,8	1,5	1,5	..	..
IMF	0,4	-3,3	3,0	2,5	2,6	..	..	3,5	0,2	1,8	1,6	..	..	..
SSB	0,4	-3,3	3,0	2,2	2,0	2,6	3,6	..	..	..	..	..	..	..

¹ Prisanslagene fra NIESR for land utenfor EU gjelder konsumdeflatoren.

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

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

Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten.

vil avta fra 2,9 prosent i fjor til 2,4 prosent i år og 2,2 prosent neste år, men at den vil ta seg opp igjen i 2013 og 2014, til henholdsvis 2,8 og 3,5 prosent.

I 4. kvartal i fjor vokste den amerikanske økonomien med 3,2 prosent sesongjustert og målt i årlig rate. Det er en økning fra henholdsvis 2,6 og 1,7 prosent i de to foregående kvartalene. Oppgangen kan for en stor del tilskrives husholdningenes konsum, som økte med hele 4,4 prosent. Lave renter og skattelettelser har bidratt til denne utviklingen. Det er en avtakende utvikling i investeringsveksten, når en ser bort fra investeringer i næringsbygg og boliger som stort sett har falt de siste 3-4 årene. Også eksportveksten har avtatt siden i fjor vinter.

Husholdningssektoren sliter med høy gjeld og formu-estap som følge av kollapsen i boligmarkedet. Omsetningen i detaljhandelen flatet ut mot slutten av fjoråret. Det kan være en indikasjon på at konsumveksten er i ferd med å avta. I motsatt retning trekker et oppsving i kjøp av varige forbruksvarer, blant annet biler, som ofte er en ledende indikator på konjunkturforløpet. Det er imidlertid vanskelig å se for seg et varig oppsving i husholdningenes konsum uten at utviklingen snur i arbeidsmarkedet og boligmarkedet.

Arbeidsmarkedet er fortsatt meget svakt. Riktignok har den registrerte ledigheten gått ned med 0,8 prosentpoeng de siste to månedene, til 9 prosent i januar. Nedgangen skyldes imidlertid i stor grad at mange har gått ut av arbeidsstyrken. I offentlig sektor fortsetter sysselsettingen å falle, mens sysselsettingsveksten i

privat sektor har avtatt markert de siste månedene etter å ha vist positive takter tidligere i fjor høst.

Også i boligmarkedet ser det fortsatt dystert ut. Det er vanskelig å få lån, og omsetningen av boliger er på svært lave nivåer, selv om salget av brukte boliger tok seg litt opp mot slutten av fjoråret. Boligprisene falt gjennom høsten i fjor, og er nær bunnivået fra 2009, om lag 30 prosent under toppen fra 2006. Boliginvesteringene har vært relativt stabile det siste halvannet året på det laveste nivået siden 1991, 60 prosent under toppen i 2005.

Industriproduksjonen har nå tatt igjen vel halvparten av fallet etter finanskrisen. I andre halvår i fjor viste imidlertid veksten en avtagende tendens. En stor del av oppgangen gikk til oppbygging av lagre, og til eksport. Eksportveksten har avtatt i tråd med tegnene vi har sett til at veksten avtar internasjonalt, og lageroppbyggingen stoppet opp i 4. kvartal i fjor. Avmatningen kommer dessuten i kjølvannet av en markert styrking av dollaren i første halvår i 2010. Styrkingen ble imidlertid delvis reversert i andre halvår, noe som kan bidra til å gjøre det litt enklere for konkurranseutsatt industri framover. Investeringsveksten i næringslivet har avtatt siden i fjor vår etter en periode med gjeninnhenting. I tillegg er kapasitetsutnyttelsen fortsatt lav. Det vil bidra til å dempe investeringene også framover.

Inflasjonen viser fortsatt få tegn til å øke i USA, tross utviklingen i råvareprisene. 12-månedersveksten i konsumprisene var om lag 1 prosent gjennom det meste av 2010, også når en justerer for utviklingen i mat- og energipriser. Mot slutten av fjoråret falt til og med pris-

Temaboks 1.1. Statsgjeldskrisen i Europa

Internasjonale finansmarkeder ble i 2010 rammet av nye uroligheter. Denne gangen var det frykt for mislighold av statsgjeld som fikk verdens finansmarkeder til å skjelve. Dette var i stor grad en følge av finanskrisen i 2008, da myndighetene måtte gripe inn for å redde banker og finansinstitusjoner som hadde pådratt seg for stor gjeld og risiko. Sviktende privat etterspørsel ble i tillegg brutt med svært ekspansiv finanspolitikk. Dessuten førte redusert produksjon og sysselsetting til lavere skatteinntekter og økte trygdeutgifter. Resultatet var store underskudd på offentlige budsjetter. Høy og raskt voksende statsgjeld preger nå store deler av OECD-området. Europa har hittil vært hardest rammet, men også Japan og USA sliter med høy og raskt stigende gjeld.

Land som Hellas, Spania, Portugal, Irland og Storbritannia pådro seg offentlig budsjettunderskudd i størrelsesorden 10 prosent av BNP eller mer i 2009. Samme år var underskuddet på offentlige budsjetter i euroområdet på om lag 6 prosent av BNP i gjennomsnitt. Med underskudd i samme størrelsesorden også i 2010 økte bruttogjeld som andel av BNP til nær 85 prosent i euroområdet. Til sammenlikning er kravene i Maastricht-traktaten at underskudd og gjeld ikke skal overstige henholdsvis 3 og 60 prosent av BNP for hvert enkelt land. Da Tyskland brøt med disse kravene tidlig på 2000-tallet, og klarte å unngå vedtatte sanksjoner, bidro det trolig til å undergrave den finanspolitiske disiplinen. Flere europeiske land opererte med store budsjettunderskudd selv i konjunkturoppgangen før finanskrisen brøt ut.

Fram til høsten 2008 var risikoen på statsgjeld priset ganske likt for alle eurolandene, til tross for betydelige forskjeller i budsjett disiplin. Etter at finanskrisen var et faktum med Lehmann Brothers' konkurs i september samme år, innså imidlertid aktørene i finansmarkedet at risikoen ikke var forsvunnet med offentlig finansiert redningspakke, men snarere flyttet, fra banker og boligrelaterte spareprodukter til statsgjeld. Dette førte til at lånekostnadene for de mest utsatte statene økte betydelig. Det var særlig de såkalte PIIGS-landene – Portugal, Irland, Italia, Grekenland og Spania – som opplevde at rentene på statsgjeld økte. I Irland og Hellas økte den med om lag 2 prosentpoeng, mot rundt ett prosentpoeng hos de andre tre. Dette var imidlertid bare et forsvarsel om hva som skulle komme.

Etter hvert begynte markedet å miste tilliten til at de hardest rammede landene skulle klare å innfri sine forpliktelser. Økt risiko motsvares av økte lånekostnader, som i sin tur øker sannsynligheten for mislighold ytterligere. Dermed skjøt rentene i været, og det tok ikke lang tid før statsgjeldskrisen var et faktum.

Først ut var Hellas. Den greske tragedien startet for alvor mot slutten av 2009. Da erkjente greske myndigheter at det stod langt dårligere til med landets statsfinanser enn tidligere bekjentgjort, og at det nasjonale statistikkbyrået under politisk press hadde pyntet på nasjonalregnskapstallene. En strøm av dårlige nyheter om tilstanden i gresk økonomi og usikkerhet rundt muligheten for raskt å få i stand en redningspakke for Hellas bidro til å redusere tilliten ytterligere utover i 2010. Det hele kulminerte med en kraftig økning i statsobligasjonsrentene den 27. april 2010, da kredittvurderingsselskapet Standard & Poor (S&P) nedgraderte gresk statsgjeld til BB pluss - såkalt «søppelstatus» - og samtidig anslo 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 også portugisisk statsgjeld. I Italia var en statsobligasjonsauksjon nær ved å mislykkes. Eurolandene og IMF kom til enighet om en redningspakke for Hellas 2. mai 2010, og gjorde det dermed klart at grekerne ikke ville trenge å finansiere seg i markedet før i 2012. En uke senere opprettet EU The European Financial Stability Facility (EFSF), som skal tilby lån til euroland som sliter med å finansiere sin gjeld. Dette dempet panikken i markedet, men var ikke tilstrekkelig til å hindre at rentene fortsatte å stige.

Sommeren 2010 skjøt også irske og portugisiske statsobligasjonsrenter i været. I slutten av november i fjor krevde den europeiske statsgjeldskrisen sitt andre offer, da det ble klart at også Irland ble nødt til å motta økonomisk krisehjelp, der EFSF spilte en sentral rolle. Rentene på irsk statsgjeld hadde da nærmet seg greske høyder, og problemene eskalerte for gjeldstyngede irske banker da folk begynte å tømme kontoene sine. Før finanskrisen hadde irske ban-

ker en eksepsjonell utlånsvekst, i stor grad rettet mot boligmarkedet som nå har kollapset. Irske myndigheter måtte redde bankvesenet, og overtok gjeld i størrelsesorden 20 prosent av BNP. Sammen med det ordinære offentlige budsjettunderskuddet økte dermed irsk statsgjeld med mer enn 30 prosent av BNP i 2010.

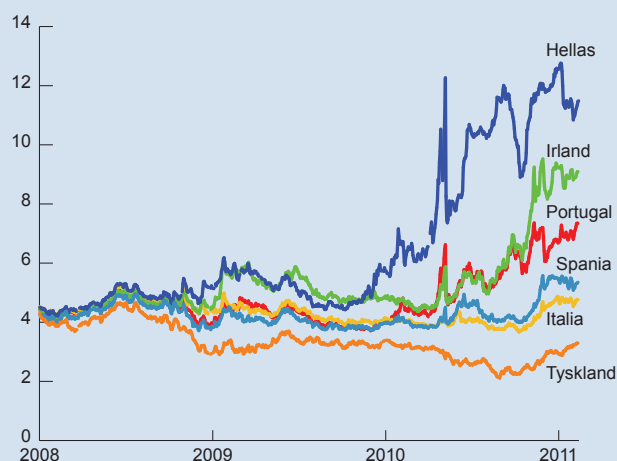
Hellas og Irland har blitt tvunget til å foreta sterke finanspolitiske innstramminger i tråd med vilkårene for redningspakkene. Andre land, som Spania og Portugal, har også vært nødt til å foreta dype kutt i både offentlige utgifter og overføringer samt å heve en rekke skatter, for å hindre utestengning fra internasjonale lånemarkeder. Storbritannia er også blant landene som strammer kraftig til. Selv land med en relativt sterkere statsfinansiell posisjon, som Tyskland, gjennomfører kutt.

Tidlig i 2011 ser situasjonen ut til å ha stabilisert seg noe, og PIIGS-rentene har sluttet å stige. En viktig årsak til dette er at ESB har intensivert sin innsats for å kjøpe opp statsobligasjoner fra land med finansieringsproblemer. I januar i år fikk både Portugal, Italia og Spania lånt de ønskede beløpene i statsgjeldsauksjoner, men rentøkningene har gjort det dyrere å betjene gjelden. Det at rentene er så høye, illustrerer at private investorer ikke er trygge på at dette går bra, og euroområdet er langt fra friskmeldt. Obligasjonsmarkedet viste imidlertid EU tillit da EFSF 25. januar i år for første gang utstedte obligasjoner for å låne penger i markedet. Når EFSF klarer å finansiere seg til lave renter i markedet betyr det redusert avhengighet av midler fra IMF og EU.

Selv om Europa klarer å håndtere statsgjelden, vil den få betydelige konsekvenser både for den økonomiske utviklingen framover, og for samarbeidet mellom medlemslandene. På kort sikt fører gjeldsbyrden til innstramning i finanspolitikken, særlig i de hardest rammede landene. Det betyr isolert sett redusert etterspørsel etter varer og tjenester. Konsolideringen vil pågå i mange år framover, og vil dempe den økonomiske veksten betydelig. Det bidrar til å forlenge pinen, ettersom høyere vekst ville bidratt til å bedre budsjettbalansen gjennom høyere skatteinntekter og reduserte utgifter blant annet til ledighetstrygd.

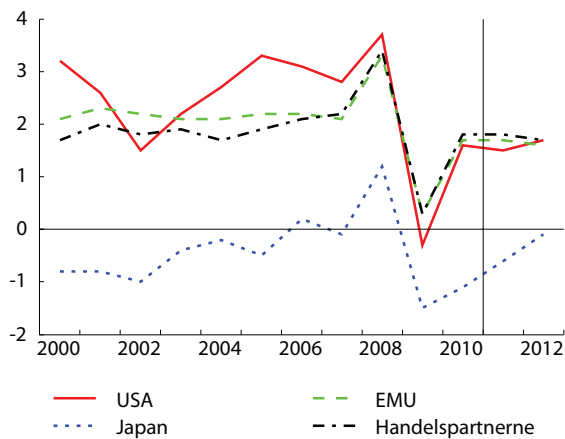
Hvis et euromedlem skulle misligholde sin gjeld kan det sende rentene på statslånene til andre gjeldstyngede euroland til himmels, og kan føre til at et eller flere land bryter ut av eurosamarbeidet. Ifølge Bloomberg svarte nesten 600 av 1000 økonomer over hele verden at de trodde minst ett land vil forlate euroen i løpet av de neste fem årene. De fleste medlemslandene vil antakelig strekke seg langt for å unngå en slik krise. I første omgang gjennom et troverdig forsvarsverk, som EFSF er ment å være, dernest gjennom økt økonomisk integrasjon og sterkere bindinger på enkeltlands budsjettbalanser. Et eksempel på det siste er Tysklands initiativ i slutten av januar i år for samkjøring av skattepolitikk og pensjonsordninger i unionen, og en mer integrert utdanningspolitikk for å bedre flyten av arbeidskraft mellom landene.

Europeiske statsobligasjonsrenter, 10 år



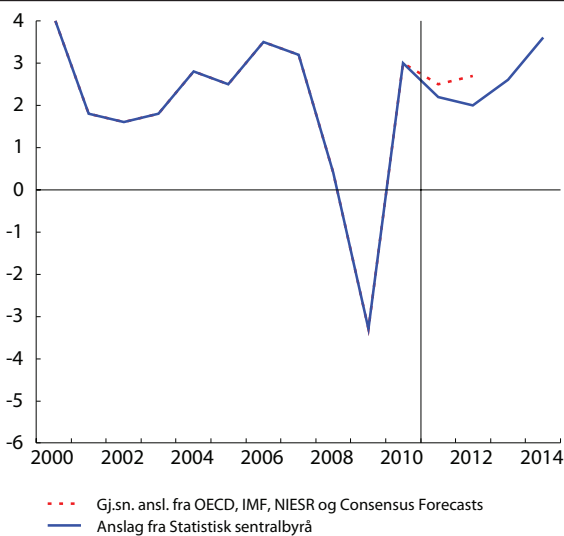
Kilde: Reuters EcoWin.

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

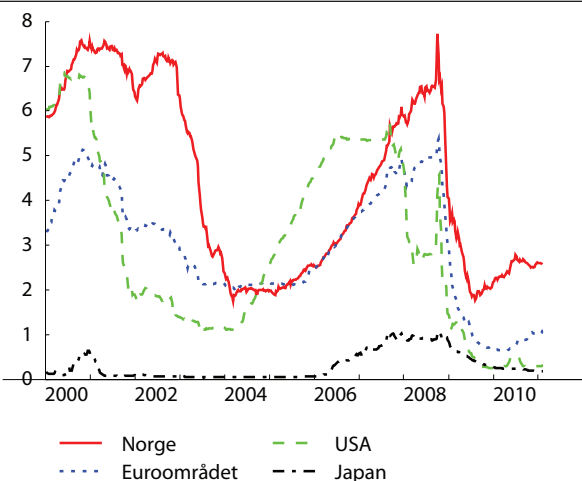


Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.
Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

Figur 1.6 BNP-vekst for Norges handelspartnere



Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Norges Bank.

nivået når en korrigerer for mat- og energivarer. Svak lønnsutvikling vil bidra til lavt innenlandsk prispress framover. Pengepolitikken er svært ekspansiv, med styringsrente nær null i over to år, som i fjor ble fulgt opp med såkalte kvantitative lettelsener. De kvantitative lettelsene innebærer at Fed kjøper private obligasjoner eller statsobligasjoner uten å selge andre eiendeler. Dermed øker pengemengden. Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til i hvilken grad dette vil påvirke økonomien. Fed besluttet sent i januar i år å videreføre lettelsene og den lave renta.

1.2. Europa

Europa står for tiden overfor store økonomiske utfordringer. Med store statsgjeldsproblemer og en kommende eldrebølge – som med tiden vil skape press på de offentlige utgiftene – er mange land i euroområdet nå i begynnelsen av en periode med finanspolitiske innstramminger. Reallønninger så vel som realinntekter faller, som følge av både lav nominell lønns- og inntektsvekst og økte levekostnader relatert til mom-søkninger og generelt stigende råvarepriser, spesielt på oljeprodukter og matvarer. Kombinert med utsikter til fortsatt boligprisfall i mange land, høy gjeldsgrad og gjennomgående svak kreditt- og pengemengdevekst, er vekstutsiktene således svake framover

For 2011 ser vi således for oss en vekst på rundt 1 prosent i euroområdet. Veksten antas deretter å ta seg gradvis opp som følge av bedre internasjonale konjunkturer utover i prognoseperioden. Oppgangen vil likevel ikke være sterkere enn at vi først i 2013 kan snakke om en konjunkturoppgang.

Foreløpige tall fra Eurostat viser at euroområdet vokste med relativt svake 0,3 prosent i 4. kvartal i fjor, det samme som kvartalet før. Som vanlig skjuler veksten for euroområdet samlet store forskjeller landene imellom. I store land som Spania, Italia, Frankrike og Tyskland var veksten 0,1-0,4 prosent. Når det gjelder Hellas og Portugal – to av landene i euroområdet med de svakest statsfinansene – fortsatte gresk BNP å falle, med hele 1,4 prosent i 4. kvartal, mens Portugals BNP falt med 0,3 prosent. Det er for øvrig verdt å merke seg at veksten i et av våre naboland, Finland, var så sterk som 2,5 prosent fra 3. til 4. kvartal i fjor.

Den tyske 4. kvartalsveksten på 0,4 prosent kan hovedsakelig føres tilbake til sterk eksportvekst. En oppgang i konsum og investeringer i maskiner og utstyr bidro til å nøytralisere et vær-relatert investeringsfall i bygg- og anleggssektoren. I Frankrike kan veksten på 0,3 prosent i 4. kvartal forklare med en generelt sterk oppgang i innenlandsk etterspørsel, da konsum og investeringer steg med henholdsvis 0,9 og 0,4 prosent. Det var også et positivt bidrag fra handelen med utlandet. Det kom hovedsakelig som følge av et uventet sterk fall i importen, mens eksportveksten var uventet svak, og kraftig ned fra kvartalet før. Sett i lys av den sterke konsumveksten er en slik utvikling i importen vanskelig å forklare, men kan skyldes spesielle forhold knyt-

tet til offentlige investeringer, da disse falt med hele 0,7 prosent. Italiensk økonomi vokste med svake 0,1 prosent. Det italienske statistikkbyrået melder om vekst i produksjon av tjenester og jordbruksprodukter, mens utviklingen i industrien fortsetter med å gi negative vekstbidrag.

Håpet om en snarlig oppgang i Europa fikk seg ytterligere et skudd for baugen ved publiseringen av de foreløpige britiske nasjonalregnskapstallene for 4. kvartal. Målt fra kvartalet før, falt den økonomiske aktiviteten i Storbritannia med 0,5 prosent, og det til tross for at fjorårets siste kvartal verken var påvirket av momsøkninger eller finanspolitiske innstramningstiltak. Dessuten var økonomien i perioden sterkt understøttet både av rekordlave korte som og lange renter og ekspansiv likviditetspolitikk. Det engelske statistikkbyrået (ONS) hevder imidlertid at den svake økonomiske utviklingen til en viss grad kan tilskrives ekstraordinært dårlig vær, da kulde og snø førte til alt fra stengte flyplasser og mindre turisme til dempet bygge- og anleggsaktivitet. De foreløpige tilgangstallene fra ONS viser også et kvartalsvis fall i bygge- og anleggsaktiviteten på hele 3,3 prosent, og i tjenestesegmentet falt produksjonen av alt fra distribusjons-, hotell- og restauranttjenester til transport-, forretnings- og banktjenester kraftig. Selv om man korrigerer for effekten av det dårlige været ville økonomien imidlertid fortsatt ha utvist tilnærmet nullvekst i 4. kvartal. Dessuten, selv om industriproduksjonen fortsatt å stige kraftig i 4. kvartal og således indikerer fortsatt sterk eksportvekst, har eksportøkningen så langt vært fulgt av en tilnærmet like sterk prosentvis oppgang i importen. Britisk BNP var i 4. kvartal i fjor på samme nivå som i 2006 – og hele 8 prosent under et trendnivå beregnet på bakgrunn av data for de siste 20 årene. Skulle de planlagte tilstramningene i offentlige budsjetter – som først vil tre i kraft for alvor i 2011 – komme til å ramme husholdningenes konsum sterkere enn antatt, skal en derfor ikke se bort fra at britisk økonomi kan gå en fornyet nedgangskonjunktur i møte. En eventuell nøytralisering av effekten av de finanspolitiske tilstramningene via økte næringslivsinvesteringer virker lite sannsynlig i en slik situasjon, da også næringslivet vil bli påvirket negativt av de usikre forholdene.

Ser vi på de løpende tallene for euroområdet gjennom siste kvartal i fjor er bildet noe mer nyansert. For mens industriproduksjonen i euroområdet tok seg opp fra september til november i fjor, og en ordreoppgang på hele 2,1 prosent i november tyder på fortsatt høy og stigende aktivitet også i desember, har fallet i detaljhandelen vært tiltakende gjennom kvartalet. Den høye arbeidsledigheten, som i desember lå på 10 prosent, bidrar til å legge en demper på husholdningenes etterspørsel. Også i Tyskland falt detaljhandelen gjennom kvartalet. Fallet fra oktober til november, som var på hele 1,9 prosent, kom til tross for at arbeidsledigheten i Tyskland for tiden er nede på nivåer ikke sett siden i forkant av den tyske gjenforeningen, med 6,6 prosent i desember.

Markedet for statsgjeld i Europa har i det siste stabilisert seg noe. Dette illustreres både ved at rentedifferansen mot Tyskland på statsobligasjoner og prisen på statsgjeldsforsikring har flatet ut siden i fjor høst. Dessuten har både Portugal og Spania i det siste klart å finansiere seg i markedet via salg av statsobligasjoner. Tyske og franske statsledere ser nå ut til å ha kommet til enighet om en pakt som skal bidra til å samordne skatte-, arbeidsmarkeds- og pensjonspolitikken på tvers av euroområdet, og det er nylig vedtatt en utvidelse av rammene for den finansielle redningsmekanismen The European Financial Stability Facility (EFSF). Det er dessuten presisert at ingen nåværende eiere av gjeld skal bli belastet for kostnadene ved eventuelt framtidig statsgjeldsmislighold. Høyere tyske renter kan indikere at markedet nå ser for seg at Tyskland vil måtte bære en større del av kostnaden og risikoen i forbindelse med framtidige finansielle redningsaksjoner. Kombinert med intervensjoner fra sentralbankhold kan dette også ha vært med på å bidra til den siste tidens innsnevring av rentedifferansen mot Tyskland for eurolandene med størst gjeldsproblemer.

Ifølge foreløpige tall for euroområdet var inflasjonen i euroområdet målt ved tolv måneders konsumprisvekst 2,4 prosent i januar i år, opp fra 2,2 prosent måneden før. Den siste tidens oppgang skyldes hovedsakelig to forhold. For det første har en rekke land i løpet av fjoråret sett seg nødt til å heve merverdiavgiften for å få bukt med de store budsjettunderskuddene. For det andre har matvare- og oljeprisene steget på verdensbasis, noe som indirekte har bidratt til å presse opp konsumpriser og levekostnader via økte importpriser. I tillegg kan euroens svekkelse fra november i fjor og fram til årsskiftet ha spilt en viss rolle.

Når vi ser framover er signalene om prisutviklingen imidlertid litt sprikende, i hvert fall på helt kort sikt. Momsøkninger vil sammen med høyere olje- og matvarepriser bidra til å trekke opp inflasjonen, mens lønnskutt og svak realøkonomisk utvikling – muligens kombinert med effekter fra en for tiden appresierende euro – vil trekke ned. Litt fram i tid ser vi imidlertid fortsatt for oss at et svakt konjunkturforløp, økt konkurranse og den modererende effekten en vedvarende høy ledighet kombinert med statsfinansiell konsolidering vil ha på lønnsveksten, vil bidra til at inflasjonen kommer ned relativt raskt. I 2012 venter vi at inflasjonene er nede i 1,7 prosent, mot 2,4 i år, før den øker langsomt opp til 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Det er også få tegn til at den økte inflasjonen så langt har ført til økt innenlandsk lønns- og kostnadspress. Faktisk har enhetslønnskostnadene falt kontinuerlig siden begynnelsen av 2009. I tillegg kan det anføres at både økt moms og høyere importpriser trolig representerer engangshendelser, slik at deres virkning på inflasjonen gradvis vil fases ut etter hvert som tiden går. Kombinert med svake makrotall, internasjonalt som nasjonalt, fortsatt uro knyttet til statsfinansene i mange euroland samt en pågående konsolidering av

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. På nyåret har oljeprisen økt ytterligere og ligger i midten av februar på om lag 100 dollar. Som årgjennomsnitt økte oljeprisen fra knappe 63 dollar per fat i 2009 til nær 80 dollar per fat, og den har vært i overkant av 97 dollar i gjennomsnitt over de første seks ukene i 2011.

Vekst i verdensøkonomien har bidratt til at oljeprisen tok seg opp fra 2009 til 2010. Økningen i oljeprisen den siste tiden forklares dels med urolighetene i Tunis og Egypt. Det oppstod frykt for at oljeforsyningen gjennom Egypt skulle bli rammet og at urolighetene skulle bre seg til oljeproduserende land i regionen. Dessuten har det vært en viss nedgang i oljelagrene i enkelte OECD-regioner, selv om dette har vært fra relativt høye nivåer.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,4 millioner fat daglig fra 2010 til 2011. Økningen er forventet å komme i Kina, Midt-Østen, India og andre asiatiske land samt Brasil. IEA forventer at etterspørselen i OECD vil falle marginalt i 2011 etter at den nådde sin topp i 2005.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,6 millioner fat daglig i 2011 i forhold til 2010. Økningen utenfor OECD neste år er spesielt forventet å komme i Brasil, Colombia, Russland og den kaspiske regionen. Reduksjoner i Nordsjøen, Mexico og Nord-Amerika ventes å medføre at produksjonen i OECD-området sett under ett også reduseres i 2011, i likhet med syv av de ni foregående årene.

Det er forventet 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. OPEC vedtok å redusere råoljeproduksjonen med til sammen 4,2 millioner fat daglig i 2008. I 2009 makttet OPEC å redusere produksjonen med 80 prosent av disse kuttene, men ser nå ut til å ha falt til noe over 50 prosent. Dette innebærer at dersom kartellet holder produksjonen av råolje på dagens nivå, vil de globale lagrene falle noe gjennom året. Ifølge IEA er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter over gjennomsnittet for de siste fem årene de fleste steder i OECD. Den globale lagerøkningen kan være tilstrekkelig til å fylle lagrene for bensin til sommerseongen og fyringsolje i OECD til vintersesongen uten at det legges et stort press oppover på oljeprisen. Siden økningen i etterspørselen de siste årene har kommet fra land utenfor OECD, ville pålitelige lagertall fra disse landene gitt viktig informasjon om den fremtidige markedssituasjonen.

Etterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med 0,8 millioner fat daglig gjennom 2011. Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet, men de fleste analytikere mener den er på 5-6 millioner fat per dag. I tillegg er det forventet en viss økning i kapasiteten over prognoseperioden. Dette har ført til redusert bekymring for mulige produksjonsbortfall og store prisøkninger.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil falle noe fra dagens høye nivå og at gjennomsnittsprisen i 2011 blir om lag 90 dollar fatet. Etter en korreksjon gjennom 2011 venter vi en gradvis økning, slik at prisen nærmer seg 110 dollar per fat ved utgangen av 2014. En slik utvikling er betinget av at den økonomiske veksten etter hvert tar seg opp internasjonalt og at OPEC fortsetter å begrense sin råoljeproduksjon.

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

	2008	2009	Prognose				Prognose					
			2010	2011	10:1	10:2	10:3	10:4	11:1	11:2	11:3	11:4
Etterspørsel	86,1	85,0	87,7	89,1	86,4	86,9	88,6	88,9	88,6	88,4	89,8	89,7
OECD	47,6	45,4	46,1	45,9	45,9	45,2	46,6	46,7	46,3	45,0	46,1	46,3
Europa	15,4	14,5	14,4	14,3	14,2	14,1	14,8	14,6	14,3	14,0	14,6	14,4
Nord-Amerika	24,2	23,3	23,9	23,9	23,6	23,8	24,2	24,0	23,9	23,7	24,2	24,0
Stillehavsområdet	8,0	7,7	7,8	7,7	8,2	7,3	7,6	8,0	8,2	7,2	7,3	7,9
FSU (tidligere Sovjetunionen)	4,2	4,0	4,3	4,4	4,2	4,1	4,4	4,3	4,4	4,2	4,5	4,4
Resten av verden	34,4	35,5	37,3	38,8	36,3	37,6	37,6	37,9	39,7	39,2	39,2	39,0
Tilbud	86,4	85,2	87,3	88,7	86,5	87,1	8,74	88,2	88,3	88,4	88,5	89,4
OPEC	35,6	33,5	34,5	35,3	34,2	34,2	34,6	34,9	35,2	35,3	35,0	35,5
OECD	18,7	18,8	18,9	18,6	19,1	18,8	18,5	19,0	18,8	18,3	18,4	18,9
FSU (tidligere Sovjetunionen)	12,8	13,3	13,6	13,7	13,5	13,5	13,5	13,7	13,8	13,8	13,6	13,8
Resten av verden	19,3	19,6	20,3	21,1	19,7	20,6	20,8	20,6	20,5	21,0	21,5	21,2
Lagerendring (og diverse)	0,3	0,2	-0,4	-0,4	0,1	0,2	-1,2	-0,7	-0,3	0,0	-1,3	-0,3
Etterspørsel rettet mot OPEC	35,3	33,3	34,9	35,7	34,0	34,2	35,9	35,6	35,5	35,3	36,3	35,8

Kilde: Oil Market Report JANUAR 2011.

Prognosen for OPEC-produksjonen av Statistisk sentralbyrå f.o.m. 1. kvartal 2011 (OPECs varslede kutt på 4,2 millioner fat i 2008: OPEC kutter om lag 50 prosent f.o.m. 1. kvartal 2011).

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

offentlige budsjetter som trolig vil gi kraftige negative vekstbidrag, skaper dette rom for at ESB kan opprettholde sin ekspansive pengepolitiske innretning med lav styringsrente og tilførsel av likviditet i pengemarkedet nok en tid framover. Dette er også i tråd med det ESB har kommunisert den siste tiden.

Rentene i over-natten-markedet ligger for tiden i underkant av 1 prosent, som er midt i ESBs styringsintervall. Det er noe høyere enn i desember i fjor, og markert opp fra nivåene i fjor sommer. Dette representerer et klart tegn på at ESB har begynt å stramme inn på likviditetstilførselen. Tremåneders pengemarkedsrente har fortsatt å øke noe siden forrige konjunkturrapport i desember, og lå i midten av februar i overkant av 1 prosent.

Våre prognoser innebærer en pengemarkedsrente som er noe lavere enn markedets renteforventninger. Vi venter at økningen i pengemarkedsrenta i første omgang vil komme som følge av en ytterligere 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 der ESB gradvis vil heve sin styringsrente, slik at pengemarkedsrenta i tremånederssegmentet ligger nær 3,5 prosent ved prognoseperiodens slutt i 2014.