

1. Internasjonal økonomi

Økt fare for at Hellas vil forlate eurosamarbeidet har forsterket uroen i verdens finansmarkeder den siste tiden. Aksjekursene har falt, og rentene på både spanske og italienske statsobligasjoner har økt markert. Spørsmålet er om det er mulig å gjøre de nødvendige innstrammingerne i finanspolitikken uten å sende euroøkonomien inn i en langvarig resesjon. Den folkelige motstanden mot innstrammingspolitikken blir stadig sterkere, nylig demonstrert ved maktskiftet i Frankrike og valgutfallet i Hellas.

I Hellas er det politisk kaos etter at velgerne i protest mot innstrammingspolitikken endte opp med en midlertidig teknokratregjering uten tilstrekkelig legitimitet. Det er en betydelig sannsynlighet for at nyvalget 17. juni vil resultere i en gresk regjering som ikke vil følge innstrammingsplanen til den såkalte troikaen, bestående av det internasjonale pengefondet (IMF), EU-kommisjonen og den europeiske sentralbanken (ESB). Hellas trenger nye lån i juli. Det er det langt fra sikkert at de får hvis de ikke oppfyller troikaens krav. Det kan føre Hellas ut av eurosamarbeidet. Om det innføres ny valuta i Hellas vil den etter alle solemerker falle dramatisk i verdi. Frykt for et slikt utfall har allerede ført til at penger flyttes ut av greske banker. Hvis denne utviklingen akselererer vil bankene gå konkurs. Når europeiske myndigheter nå diskuterer åpent at Hellas kan komme til å forlate euroen, øker frykten for at andre land vil følge etter. Et meget viktig argument mot at Hellas skal forlate euroen er derfor at dette potensielt omdanner euroen til et fastkursregime a la Bretton Woods, som går i oppløsning når enkeltland sliter, i stedet for en evigvarende monetær union slik eurosamarbeidet er tenkt å fungere.

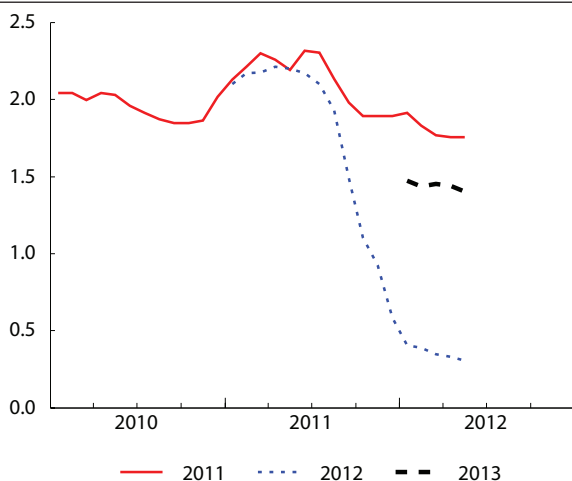
Etter at ESBs likviditetsoperasjoner rundt årsskiftet avverget en umiddelbar bankkrise og den amerikanske

økonomien leverte overraskende høy vekst på slutten av fjoråret, roet markedene seg. Denne optimismen er nå borte, og internasjonal økonomi ser igjen ut til å stå overfor et avgjørende øyeblikk når greske velgere går til et nyvalg som i praksis vil dreie seg om å gå ut av eller forbli i eurosamarbeidet.

Norges handelspartnere er samlet sett fortsatt i en klar konjunkturedgang. Arbeidsledigheten er svært høy og stigende, og boligprisene faller fortsatt. Det er en klar tendens til at veksten i industriproduksjon og internasjonal handel stopper opp, og til dels faller. Med sviktende internasjonal etterspørsel er det svært krevende for land der høy offentlig gjeld og høy arbeidsledighet legger sterke begrensninger på innenlandsk etterspørsel å få til ny vekst og oppgang i økonomien. Tilliten til europeiske banker som sitter med store fordringer på stater som sliter med å betjene sin gjeld er svekket.

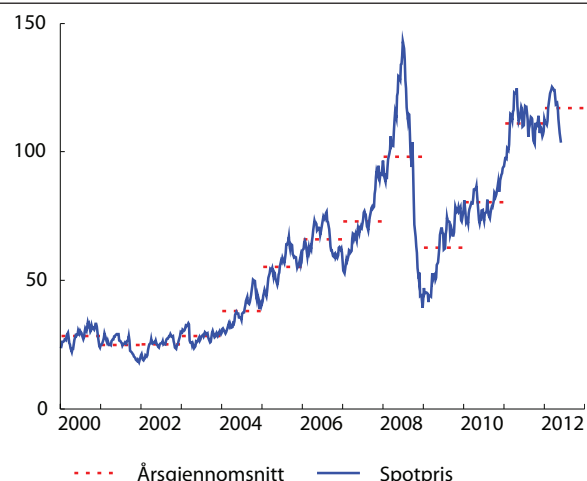
Særlig svak er utviklingen i Sør-Europa, der BNP faller markert i flere land. Den britiske økonomien er også i resesjon som følge av rekordstore kutt i offentlige budsjetter. Tyskland og Sverige, som har relativt god orden i statsfinansene, har klart seg bedre. Hvis vi ser bort fra Tyskland, har BNP falt de to siste kvartalene i euroområdet sett under ett. Også i en rekke framvoksende økonomier avtar veksten markert. Kinesiske myndigheter har iverksatt flere tiltak for å stimulere økonomien etter at veksten avtok klart mot slutten av fjoråret. Amerikansk økonomi har vært et unntak, der veksten tok seg noe opp mot slutten av fjoråret, men svak internasjonal etterspørsel og utsikter til betydelig innstramning i finanspolitikken vil legge en demper på veksten også her. Vi venter at internasjonal etterspørsel vil øke meget moderat i år og neste år. Ifølge våre prognoser passerer Norges handelspartnere samlet sett konjunkturbunnen først i 2014.

Figur 1.1. BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2011-2013 gitt på ulike tidspunkter. Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

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



Kilde: Reuters EcoWin.

Vi holder i hovedtrekk fast ved anslagene fra våre siste konjunkturrapporter i vinter og i fjor høst, som fortsatt er noe i underkant av konsensus. Det er flere mulige veier til et slikt utfall, så vel som til en betydelig svakere utvikling. For at våre prognoser skal slå til kreves det antakelig reforhandling av gresk gjeld innenfor euroområdet, eventuelt at det lar seg gjøre for Hellas å forlate eurosamarbeidet uten at det utløser kaos i finansmarkedene. Andre utsatte land som Italia, Portugal, Spania og Irland har anmodet om at krisefondet European Stability Mechanism (ESM) skal tillates å tilføre frisk kapital til bankene. Sammen med ubegrenset likviditetstilførsel fra den europeiske sentralbanken (ESB) kan det bidra til å begrense en negativ utvikling. På lengre sikt har både IMF og ESB argumentert for en felleseuropeisk banksikringsordning.

Vi understreker at det er knyttet stor usikkerhet til våre anslag, særlig knyttet til Hellas' videre skjebne i eurosamarbeidet og mulighetene for nye tilbakeslag i finansmarkedene. Greske meningsmålinger viser at det er et overveldende flertall for fortsatt euromedlemskap, men det gir ingen garanti for at de ender opp med en regjering som i tilstrekkelig grad oppfyller troikaens krav, slik at krisehjelpen kan fortsette. En ytterligere eskalering av eurokrisen kan utløse omfattende flukt til sikre plasseringer. Dette ser vi nå klare tegn til i Spania, der mange banker sliter. Det fryktes at bankenes gjeld skal havne på statens hender, noe som kan tvinge fram en redningspakke også for Spania. Ellers kan det i ytterste konsekvens sette bankvesenet ut av funksjon for en periode og føre til at en rekke banker går over ende, med omfattende konsekvenser for realøkonomien både i Europa og globalt. Fri tilgang på likviditet fra sentralbanker vil kunne erstatte ordinære finansieringskilder som bankinnskudd. Hvis vi kommer til et punkt der husholdningene ikke lenger tør ha pengene sine i banken, er det likevel lite trolig at de ønsker å låne penger til å finansiere forbruk, boligkjøp eller liknende. Det er heller ikke sikkert at bankene i særlig grad vil bruke

en slik tilgang til å finansiere ytterligere gjeldsoppbygging i privat sektor. Får vi et nytt kraftig tilbakeslag i realøkonomien er det denne gangen i liten grad mulig å møte det med ekspansiv finanspolitikk. Det er også mulig å tenke seg at en kraftig innstramming i finanspolitikken i mange land samtidig kan føre til en betydelig svakere utvikling enn vi legger til grunn uten at det utløser en større finanskriser.

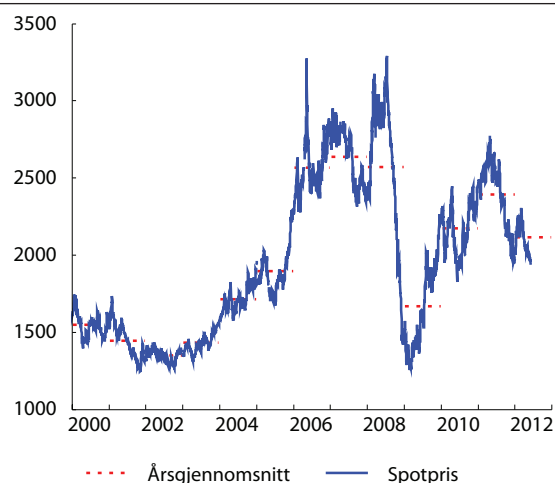
1.1. Amerikansk økonomi – husholdningene drar lasset

Veksten i amerikansk økonomi tok seg noe opp mot slutten av fjoråret og inn i 2012. I 2011 økte BNP med 1,7 prosent sammenliknet med året før. Husholdningenes etterspørsel driver veksten, tross svakt arbeidsmarked og fallende boligpriser. Svake offentlige finanser og internasjonal konjunkturedgang vil bidra til at veksten blir moderat de nærmeste to årene. Usikkerheten knyttet til eurosamarbeidets framtid utgjør en betydelig risikofaktor også for amerikansk økonomi.

I 1. kvartal i år var BNP-veksten på 1,9 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Det er en nedgang fra kvartalet før, og om lag som 3. kvartal i fjor. Til sammenlikning var gjennomsnittlig vekst i fjorårets to første kvartaler 0,8 prosent. Husholdningenes etterspørsel har tatt seg markert opp siden i fjor sommer, og er den viktigste årsaken til at BNP-veksten har økt. I årets første kvartal økte husholdningenes etterspørsel med 2,7 prosent. Et annet lyspunkt er boliginvesteringene, som har begynt å øke igjen. Til gjengjeld falt investeringene i næringsbygg i 1. kvartal. Næringslivets investeringer forøvrig økte svakt. Offentlig sektors konsum og investeringer falt for sjette kvartal på rad, med 3,9 prosent, og trakk dermed BNP-veksten ned med 0,8 prosentpoeng.

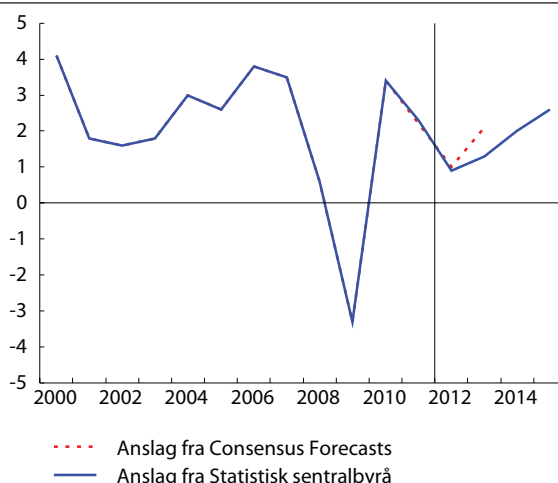
Oppsvinget i husholdningenes etterspørsel gjelder først og fremst varige forbruksvarer. Sentralt her er en markert økning i bilsalget siden i fjor sommer, blant annet

Figur 1.3. Spotprisen på aluminium. Dollar per tonn



Kilde: Reuters EcoWin.

Figur 1.4. BNP-vekst for Norges handelspartnere



Kilder: Gj.sn. av anslag fra IMF, OECD, NIESR og CF

som følge av salgskampanjer, introduksjon av nye modeller og oppdemmet behov etter en lang periode med lave salgstall. Månedstatistikk indikerer imidlertid at bilsalget har flatet ut de siste månedene. Svak sysselsetningsvekst og lav lønnsvekst begrenser potensialet for vekst i konsumet.

Arbeidsmarkedet er fortsatt svakt. Ledighetsraten har riktignok falt fra en topp på 10 prosent i 2009 til 8,2 prosent i april i år. Nedgangen skyldes imidlertid for en stor del en reduksjon i arbeidsstyrken, som følge av at mange ikke lenger aktivt søker arbeid fordi jobbmulighetene er dårlige. I privat sektor har sysselsetningsveksten avtatt markert i vår, etter en sterk periode rundt årsskiftet. I offentlig sektor har sysselsettingen falt sammenhengende siden sommeren 2010. I både april og mai var samlet sysselsetningsvekst på rundt 70 000 personer. Det er godt under den underliggende tilveksten til arbeidsmarkedet som følge av befolkningsvekst. Det er fortsatt fem millioner færre sysselsatte enn ved toppen for 4 år siden, og vi må tilbake til begynnelsen av 1980-tallet for å finne en lavkonjunktur med liknende nivåer på ledigheten. Slår våre moderate vekstanslag for amerikansk økonomi til, vil det ta flere år før ledigheten normaliseres.

Boligprisene har fortsatt å falle. I april var Case-Shillerindeksen, som viser prisutviklingen i 20 byområder i USA, om lag 35 prosent under toppnoteringen fra 2006. Omsetningen av boliger er på rekordlave nivåer, men det er tegn til at bunnen er i ferd med å bli passert. Boliginvesteringene har også økt de siste to kvartalene, men er likevel bare om lag halvparten av toppnivået fra 2006. Etter 6 år med meget beskjeden boligbygging er det et betydelig underliggende behov for nye boliger. Husholdningene har dessuten redusert sin gjeld med rundt 10 prosent siden 2008. Svært lave renter bidrar også til å redusere den samlede gjeldsbyrden.

Industriproduksjonen har økt sakte men sikkert siden sommeren 2009, men er fortsatt lavere enn ved toppen i 2007. Etter et fall i mars i år kom det en markert oppgang i april. Ordretilgangen har imidlertid falt siden slutten av fjoråret, noe som kan tyde på at utviklingen kan bli relativt svak framover. Eksportveksten har dabbet av siden i fjor sommer, etter en periode med kraftig gjeninnhenting. Dollarappresieringen det siste året, som har skutt fart som følge av at den økonomiske krisen i euroområdet har tiltatt utover våren, kan sammen med svak internasjonal etterspørsel bidra til å legge en demper på eksportutviklingen også framover.

Inflasjonen er på vei nedover, men med en 12-månedersvekst på 2,3 prosent i april i år er den fortsatt over sentralbankens inflasjonsmål på 2 prosent. Bensinprisene steg fra i overkant av 3 dollar per gallon i fjor høst, til i underkant av fire dollar, men ser nå ut til å ha passert toppen. Kjerneinflasjonen, målt ved konsumprisindeksen uten mat- og energivarer, steg gjennom fjoråret

men har flatet ut i overkant av 2 prosent siden årsskiftet. Lavere oljepris og sterkere dollar bidrar sammen med lav lønnsvekst til forventninger om ytterligere nedgang i inflasjonen framover. Styringsrenta har ligget nær null siden slutten av 2008, og sentralbanken har signalisert at den kan forventes å forbli på dette nivået i flere år. Også lange renter er svært lave, noe som letter finansieringen av bil og bolig, selv om det fortsatt er betydelige kredittrestriksjoner for husholdninger så vel som for næringslivet.

Forlengelse av lettelse i arbeidsgiveravgift og utvidet ledighetstrygd har dempet innstrammingen i finanspolitikken. Offentlig konsum falt likevel for sjette kvartal på rad i 1. kvartal i år. Det er særlig militære utgifter som kuttes, men også sivile. Store underskudd i kjølvannet av finanskrisen i 2008 har ført til at brutto statsgjeld nå er større enn BNP. Politikerne har ikke lykkes i å bli enige om en helhetlig plan for budsjettkutt, blant annet som følge av at republikanerne nekter å akseptere skatteøkninger. Det er lite trolig at partene vil komme til enighet før presidentvalget i november. Tiden blir dermed knapp fram mot årsskiftet når det, uten en ny avtale, vil bli iverksatt automatiske kutt i henhold til "Budget Control Act". Uten en ny avtale vil, ifølge beregninger fra Congressional Budget Office, automatiske skatteøkninger og utgiftskutt på om lag 600 milliarder dollar kunne redusere BNP-veksten med så mye som 2,5 prosentpoeng i 2013. Innstrammingene blir neppe så sterke i praksis, men kontraktiv finanspolitikk må påregnes i flere år framover. Også den amerikanske økonomien er dermed i en situasjon der offentlige budsjetter må kuttes kraftig, men uten at realøkonomien rammes i for stor grad. Til forskjell fra store deler av Europa ser ikke finansmarkedene ut til å være skremt av gjeldssituasjonen i USA, der statsrentene er rekordlave, slik at myndighetene så langt har unngått de høye lånekostnadene som tynger mange europeiske land.

Det er noen positive tendenser i amerikansk økonomi. Det er tegn til at boligmarkedet har passert bunnen og at arbeidsmarkedet har bedret seg noe, selv om sysselsettingen fortsatt er meget lav. Husholdningenes konsum har også tatt seg godt opp de siste kvartalene. Med fortsatt nedgang i offentlig sektor, svak utvikling i investeringene, svak internasjonal etterspørsel og dollarstyrking som vil bidra til å dempe eksporten – som utgjør mindre enn 15 prosent av amerikansk økonomi – er det husholdningene som må dra lasset framover. Dermed er det duket for meget moderat vekst, og vi venter ingen markert konjunkturoppgang før mot slutten av 2014. Vi anslår at BNP vil vokse med rundt 2 prosent de tre neste årene, før veksten øker til 2,8 prosent i 2015. Det er knyttet betydelig usikkerhet til dette forløpet, særlig som følge av problemene i Europa. Skulle det bryte ut en omfattende finansiell krise i Europa, vil den kunne spre seg gjennom en rekke kanaler, og en må forvente at også den amerikanske økonomien vil bli påvirket i betydelig grad.

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

	BNP-vekst							Prisvekst						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
USA														
NIESR ¹	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,5	..	..	0,2	1,8	2,5	1,8	1,7	..	..
ConsF	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,5	..	..	-0,4	1,6	3,1	2,3	2,1	..	..
OECD	-3,5	3,0	1,7	2,4	2,6	..	..	-0,4	1,6	3,1	2,3	1,9	..	..
IMF	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4	..	..	-0,4	1,6	3,1	2,1	1,9	..	..
SSB	-3,5	3,0	1,7	2,1	1,7	2,0	2,8	..	..	..	..	..	..	..
Euroområdet														
NIESR ¹	-4,3	1,9	1,5	-0,3	1,1	..	..	0,3	1,6	2,7	2,4	1,8	..	..
ConsF	-4,3	1,9	1,5	-0,4	0,8	..	..	0,3	1,6	2,7	2,4	1,8	..	..
OECD	-4,3	1,9	1,5	-0,1	0,9	..	..	0,3	1,6	2,7	2,4	1,9	..	..
IMF	-4,3	1,9	1,5	-0,3	0,9	..	..	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6	..	..
SSB	-4,3	1,9	1,5	-0,3	0,2	1,1	1,5	0,3	1,6	2,7	2,1	1,5	1,7	1,9
Handelspartnere²														
NIESR ¹	-3,4	3,3	2,3	1,0	2,1	..	..	0,6	1,7	2,7	2,2	1,9	..	..
OECD	-3,4	3,3	2,3	1,1	2,2	..	..	0,2	1,8	3,0	2,2	1,8	..	..
IMF	-3,4	3,3	2,3	1,0	2,0	..	..	0,2	1,8	3,0	2,1	1,8	..	..
SSB	-3,3	3,4	2,3	0,9	1,3	2,0	2,6	0,2	1,8	3,0	..	..	..	..

¹ Prisanslagene fra NIESR for land utenfor EU gjelder konsumdeflatoren.

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

Kilder: NIESR og IMF i april og OECD og Consensus Forecasts i mai.

Historiske tall finnes i vedlegg bakerst i rapporten.

1.2. Europa på kanten av stupet – nok en gang

For ikke lenge siden var det nærmest utenkelig at et eller flere av landene i euroområdet skulle komme til å forlate valutaunionen eller at vi skulle kunne stå overfor en mulig oppløsning. Den siste tidens utvikling har imidlertid endret på dette. I en rekke land har folk begynt å motsette seg innstrammingspolitikken, som har ført til økonomisk stagnasjon og resesjon. I Hellas kom dette nylig til uttrykk ved at koalisjonsregjeringen mistet sitt flertall i nasjonalforsamlingen og at landet nå styres av en teknokratregjering. Nærmest samtidig, i Frankrike, ble Sarkozy erstattet av sosialisten Hollande, som er en sterk motstander av dagens finanspolitiske innretning. Også i Spania og Italia er det økende motstand mot innstrammingspolitikken.

Situasjonen i Europa er derfor spent for tiden. Skulle nyvalget i Hellas den 17. juni i år gi flertall til motstanderne av den tidligere inngåtte redningsavtalen med troikaen – slik mange meningsmålinger tyder på – vil konsekvensene for eurosamarbeidets del kunne bli uoversiktlige. Vi har i våre prognoser tatt utgangspunkt i at kostnadene ved å tre ut av valutasamarbeidet og å introdusere en ny nasjonal valuta er store nok til at de involverte partene vil gjøre det som må til for å unngå en gresk sorti.

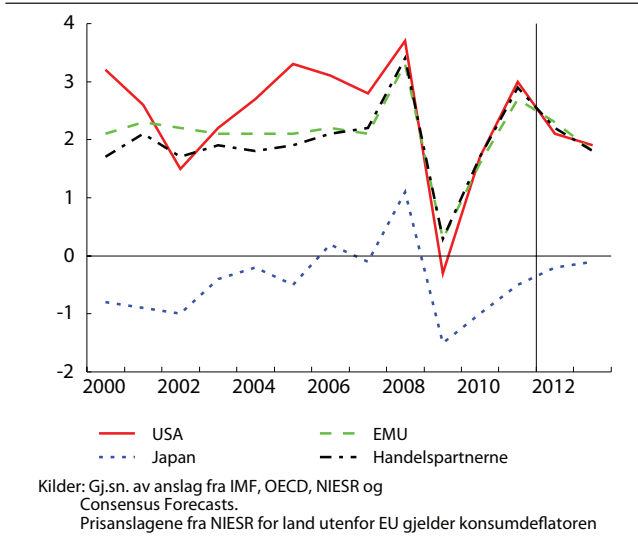
Uansett utfallet av valget i juni vil trolig Hellas på et eller annet tidspunkt bli tvunget til å reforhandle vilkårene i den tidligere inngåtte avtalen med troikaen, og da vil markedsuroen og kapitalflukten kunne skyte

fart igjen. Det man eventuelt kan håpe er at arbeidet med å bygge opp en finansiell brannmur vil ha kommet så langt at myndighetene står langt bedre rustet til å hankses med problemene enn hva som i dag er tilfelle. Men også her er usikkerheten stor. Skulle lite skje på det konstitusjonelle og institusjonelle planet, vil ESB, sammen med det nylig forsterkede europeiske redningsfondet (ESM), kunne komme til kort mot markedskreftene dersom Hellas skulle tre ut av valutaunionen. Kostnaden for EU ved en gresk sorti er derfor det sterkeste forhandlingskortet Hellas har.

Spekulasjonene rundt muligheten for en gresk sorti og frykt for finansiell smitte har igjen ført til at rentene på italiensk og spansk statsgjeld har steget markert. Dessuten er det tegn til tiltakende flukt fra PIIGS-landenes private bankvesen, spesielt fra utenlandsk hold. Sammen med økte krav til kapitaldekning vil dette trolig bidra til å redusere utlåns- og kredittveksten også i tiden som kommer, til tross for ESBs tilførsel av likviditet via de langsiktige refinansieringsordningene som kom i henholdsvis desember 2011 og februar 2012.

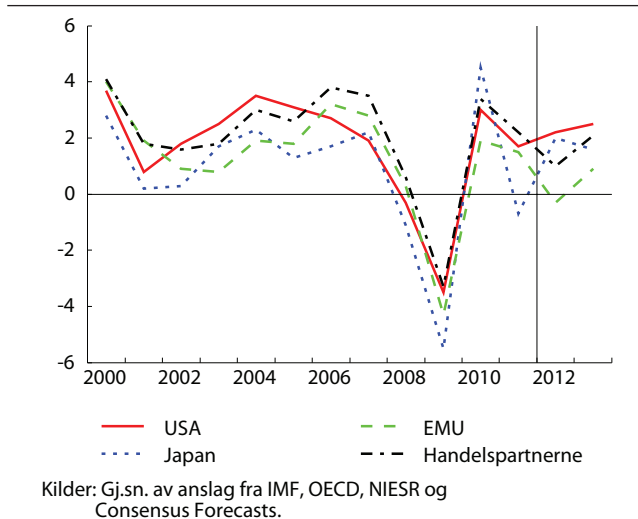
Kombinert med utsikter til flere år med konsolidering i bedrifter og husholdninger og fortsatt store innstramminger på offentlige budsjetter i mange land, er det duket for svak vekst i årene som kommer. I våre prognoser betyr det at euroøkonomien vil krympe med rundt en halv prosent i inneværende år, etterfulgt av nær nullvekst i 2013. Deretter ser vi for oss at veksten vil ta seg opp gradvis, men ikke mer enn at konjunktorene først vil peke markert oppover fra 2015.

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



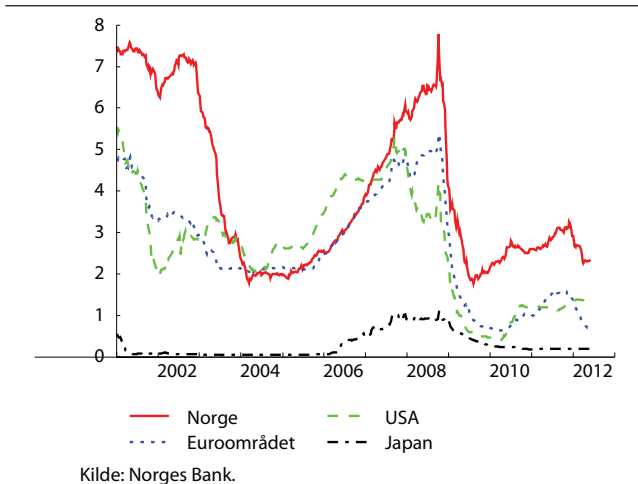
Nylig publiserte nasjonalregnskapstall viser at euroområdet så langt har klart å unngå å falle i en såkalt teknisk resesjon, definert ved to påfølgende kvartaler med negativ vekst. Uventet sterk tysk vekst bidro til å kompensere for svak vekst i de øvrige delene av området slik at produksjonen i euroområdet som helhet ble liggende på samme nivå som kvartalet før. Mye av håpet er derfor nå knyttet til at Tyskland, som utgjør mer enn en fjerdedel av euroområdets samlede BNP, skal klare å trekke euroområdet ut av en bakevje med økonomisk stagnasjon og potensielt fallende priser. Den europeiske statsgjeldskrisen, kombinert med faren for at Hellas skal forlate valutaunionen, gir imidlertid grunn til bekymring for at nye problemer står for tur og at oppgangen i Tyskland kan være av midlertidig karakter. Det gjør også en rekke utvalgsundersøkelser som i det siste har indikert både fallende stemning og aktivitet i euroområdet. Disse forholdene bidrar til å legge press på myndighetene for en mer ekspansiv innretning både av finans- og pengepolitikken.

Figur 1.6. BNP-vekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere



Selv om euroområdet som helhet så vidt unngikk et nytt kvartal med produksjonsfall i 1. kvartal i år, skjuler de aggregerte tallene store forskjeller landene i mellom. For mens BNP steg med 0,5 prosent i Tyskland, falt BNP kraftig i nærmest samtlige av landene ved Middelhavet. Med en nedgang på hele 0,8 prosent var det særlig Italia som skilte seg ut blant landene i sør, men også spansk økonomi krympet med 0,3 prosent. I Hellas var nedgangen på 6,2 prosent sammenliknet med samme kvartal året før. Selv om produksjonen i Nederland falt og fransk økonomi stagnerte, tegner det seg et skille mellom nord og sør. Det må sees i lys av at det er landene i sør som har blitt hardest rammet av den statsfinansielle krisen, med alt hva det innebærer av budsjettinnstramminger, i tillegg til et dysfunksjonelt bankvesen.

Figur 1.7. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Det europeiske arbeidsmarkedet viser også et klart skille mellom nord og sør, med arbeidsledighetsrater godt over 20 prosent i Spania og Hellas, mens ledigheten i Tyskland nå er nede på rundt 6 prosent. Ser vi på aldersgruppen 17 til 25 år er skillet enda tydeligere, med en ungdomsledighet på i underkant av 10 prosent i Tyskland samtidig som de tilsvarende ledighetsratene for Spania og Hellas ligger på i overkant av 50 prosent. Med en ungdomsarbeidsledighetsrate på i overkant av 30 prosent er situasjonen også svært alvorlig i Italia og Portugal. I tillegg til å utgjøre store kostnader for samfunnet, truer virkeligheten som skjuler seg bak disse tallene med å undergrave folkets støtte til myndighetenes innstrammingspolitikk.

Europeiske land utenfor euroområdet blir også sterkt berørt av det som nå skjer i euroområdet, gjennom handelsforbindelser og finansielle bånd. Den britiske økonomien falt for andre kvartal på rad i 1. kvartal i år, og er i likhet med dansk BNP på samme nivå som i 3. kvartal 2010. De siste to kvartalene har også den svenske økonomien stagnert.

Innkjøpssjefsindeksene for euroområdet for mai i år viste at veksten i den private delen av økonomien falt raskere enn den har gjort siden juni 2009. Fransk økonomi utmerket seg med et spesielt stort fall, men også den tyske delindeksen antydte at veksten til det største landet i euroområdet kan komme til å falle tilbake i negativt territorium i 2. kvartal i år. I tråd med dette rapporterte det tyske forskningsinstituttet Ifo om at stemningen i det tyske næringslivet falt kraftig i mai. Bortsett fra et stort fall i august i fjor, var fallet i mai det sterkeste som er registrert siden finanskrisen i 2008.

Utsikter til svakere økonomisk utvikling, fortsatt stramt kredittmarked og en tendens til økte offentlige finansieringskostnader i periferien, styrker argumentet for framtidige kutt i ESBs styringsrente, som for tiden ligger på én prosent. Den europeiske sentralbanken vil imidlertid formodentlig gå forsiktig fram i tiden som kommer ettersom inflasjonen i april ble registrert til 2,6 prosent, noe ned fra slutten av fjoråret, men fortsatt godt over ESBs inflasjonsmål på «nær, men like i underkant av 2 prosent». I samme retning trekker den siste tidens svekkelse av euroen.

1.3. Fortsatt avtakende vekst i Kina

Veksttakten i Kina har avtatt markert. Ferske tall viser at BNP-veksten i 1. kvartal var på 7,4 prosent, sesongjustert og målt i årlig rate, mot henholdsvis 7,8 og 10,0 prosent i de to foregående kvartalene. Dette er i tråd med myndighetenes nylig nedjusterte vekstmål på 7,5 prosent. Månedstatistikk indikerer at den svake utviklingen har fortsatt inn i 2. kvartal. Foreløpige handelstall fra april viser at eksportveksten var på 4,9 prosent fra april året før, klart ned fra 8,9 prosent i mars, som igjen var klart lavere enn veksten i de foregående månedene. Videre var veksten i industriproduksjonen på 9,3 prosent i april, 2,6 prosentpoeng lavere enn veksten i mars. Dette er den laveste veksttakten som er observert siden sommeren 2009. Det svake bildet understøttes av innkjøpssjefenes forventninger, som viste nedgang fra april til mai. Det er i stor grad sviktende etterspørsel fra Europa, Kinas viktigste eksportmarked, som forklarer dette. Denne utviklingen har skapt forventninger om «stabiliserende veksttiltak» fra myndighetene. Med tilsynelatende kontroll over inflasjonen og solide fiskale reserver rår myndighetene over flere økonomiske virkemidler. Myndighetene satte i februar ned reservekapitalkravet til bankene. I mai har det blant annet kommet uttalelser om å få fart på godkjenningen av nye infrastrukturprosjekter for å bøte på den reduserte farten i økonomien. Slike tiltak kan imidlertid først ventes å virke på litt lengre sikt, heller enn i det svært korte løpet. Vi tror veksten i Kina vil ligge rundt dagens nivå på 7-8 prosent de neste par årene – det vil si markert lavere enn snittet på rundt 10 prosent de siste 30 årene – for deretter å ta seg noe opp mot slutten av prognoseperioden.

De høye vekstratene i Kina de siste tiårene har blant annet vært drevet av kraftig eksportvekst, godt under-

støttet av en svak valuta. Økte lønninger blant kinesiske arbeidere presser opp prisnivået og gjør kinesiske produkter mindre attraktive på verdensmarkedet, men samtidig betyr det også mer penger blant husholdningene. Dette vil over tid, etter hvert som husholdningene venner seg til et høyere inntektsnivå, bidra til å øke forbruket. Viktigheten av å få fart på denne prosessen i en økonomi som i stor grad er avhengig av eksport og investeringer har den siste tiden blitt understreket av kinesiske myndigheter.

Myndighetenes tiltak mot prisvekst i eiendomsmarkedet fortsetter å virke. Fra januar til februar 2012 falt boligprisene i 2/3 av større kinesiske byer. Nedkjølingen av boligmarkedet regnes blant de viktigste faktorene bak avmatningen i den kinesiske økonomien, og det er ventet at utviklingen i boligmarkedet fortsetter å svekke økonomien også i tiden framover. Et annet usikkerhetsmoment som har fått mye oppmerksomhet den siste tiden, er maktkampen innenfor det kinesiske statsapparatet. I forbindelse med høstens 18. partikonferanse skal kommunistpartiet bytte ut to tredjedeler av de politiske lederne, deriblant både president Hu Jintao og statsminister Wen Jiabao. Enkelte rapporter tyder på intern konflikt i partiet i denne forbindelse. Konflikten kan bidra til å redusere takten på omstillingene i den kinesiske økonomien.

1.4. Svakere vekst også i andre framvoksende økonomier

Brasils økonomi vokste med 2,7 prosent i 2011. Dette står i sterk kontrast til 2010 da veksten var på 7,5 prosent. Mangel på koordinering av politikktiltak mellom sentralbank og landets myndigheter får noe av skylden for dette. Imidlertid har nå sentralbanken reversert sin rentepolitikk, der renten ble hevet flere ganger i løpet av 2011 for å bekjempe inflasjonstendenser. Lavere rentenivå kombinert med ekspansiv finanspolitikk i forkant av fotball-VM i 2014 ventes å bidra til at veksten øker fra slutten av 2012 og i årene deretter.

Den russiske økonomien vokste med 4,3 prosent gjennom 2011, om lag som året før. Med fortsatt høye oljepriser og lav arbeidsledighet forventes det at denne utviklingen vedvarer et stykke inn i 2012. Svak internasjonal etterspørsel, særlig fra euroområdet, vil dempe veksten framover, særlig dersom oljeprisen skulle bevege seg videre ned fra dagens nivåer.

India har, i likhet med Kina og Brasil, opplevd at den økonomiske veksten avtatt markert, til rundt 6 prosent, etter flere år med en veksttakt opp mot 9 prosent. Nedgang i investeringene som følge av høye renter og svake forventninger blant bedriftene bidrar til dette. Et lyspunkt i siste kvartal er husholdningenes konsum, og da spesielt en økning i forbruket blant Indias middelklasse.

I afrikanske land sør for Sahara holdt BNP-veksten seg gjennomgående godt oppe gjennom 2011, og endte på

4,9 prosent for året som helhet. Om man ekskluderer Sør-Afrika, som står bak 1/3 av regionens BNP, ble veksten på 5,9 prosent. Veksten er i hovedsak drevet av en gunstig utvikling i landenes bytteforhold på grunn av stigende råvarepriser.

1.5. Tegn til bedring i Japan og Sør Korea

Både Japan og Sør-Koreas økonomier viste tegn til styrke i 1. kvartal i år, med en vekst på henholdsvis 1,0 og 0,9 prosent. I Japan er veksten særlig drevet av innenlandsk etterspørsel. I en ellers usikker økonomisk verden er dette en kjærkommen impuls for en økonomi som har slitt med lav konsumvekst over flere tiår. I Sør-Korea var veksten i 1. kvartal 2012 tilbake på om lag det nivået den har vært på siden sommeren 2010, etter en svak avslutning på fjoråret. Denne økningen til tross, Sør-Korea vokser fortsatt under det som oppfattes som økonomiens trendvekst. Veksten nå er imidlertid bredt basert, med bidrag både fra husholdningenes konsum og eksport. Framover venter vi moderat vekst i begge disse landene.

Boks 1.2. Utviklingen i oljemarkedet

Gjennom de fire første månedene i 2011 steg oljeprisen fra om lag 90 dollar per fat til en topp på 125 dollar. Siden har den variert mellom 105 og 125 dollar fatet og lå i begynnelsen av april i år igjen på om lag 125 dollar. Deretter har oljeprisen falt og lå i begynnelsen av juni på rundt 97 dollar fatet. Som gjennomsnitt over fjoråret var oljeprisen 111 dollar per fat, mens den har vært i underkant av 118 dollar i gjennomsnitt over de første fem månedene i 2012.

Den høye prisen gjennom 2011 og i inneværende år kan i stor grad tilskrives urolighetene i Midt-Østen og Nord-Afrika. Dette førte til redusert oljeproduksjon i flere land. I tillegg vedtok EU nylig et forbud mot oljeimport fra Iran. Årsaken til prisfallet gjennom de to siste månedene er først og fremst at man nå ser klare tegn til lavere framtidig etterspørsel også i Kina og andre asiatiske land.

IEA (International Energy Agency) har ved flere anledninger nedjustert sine etterspørselsanslag som følge av lavere vekst i blant annet USA og Europa. I tillegg forventer de nå en lavere etterspørselsvekst også utenfor OECD. IEA påpeker at det kan komme ytterligere nedjusteringer i flere land. IEA forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 0,8 millioner fat daglig fra 2011 til 2012. Økningen er først og fremst forventet å komme i Kina og andre asiatiske land, men også til dels i Midt-Østen, Latin-Amerika og Afrika. IEA antar at etterspørselen i OECD vil falle med 0,5 millioner fat per dag i 2012 etter at den nådde sin topp i 2005.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC anslås av IEA til å øke med 0,7 millioner fat i 2012. Økningen utenfor OECD og OPEC neste år er spesielt forventet å komme i Russland, Brasil og Colombia, mens man forventer fortsatt lavere produksjon i Syria, Sør-Sudan og Jemen. I år forventes en økning i produksjonen i OECD på 0,5 millioner fat, etter å ha falt i syv av de ti foregående årene. Økningen er forventet å komme i USA og Canada.

Det er ventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC i årene framover. Denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem og dette bidrar til å trekke tilbudet opp. Libya har allerede maktet å øke produksjonen til i underkant av nivået før borgerkrigen. Saudi-Arabia har til nå erstattet produksjonsbortfallet i Libya, men det er usikkert i hvilken grad de nå vil redusere produksjonen. Dersom Saudi-Arabia og resten av OPEC holder produksjonen lik nivået for april, vil de globale lagrene av råolje øke med hele 1,2 millioner fat daglig i 2012. Dessuten er de totale lagrene av råolje og ferdigprodukter i OECD høyere enn gjennomsnittet for de siste fem årene. Dette legger et press nedover på prisene.

Iran eksporterer vanligvis rundt 2,6 millioner fat råolje daglig. Iran vil i den nærmeste tiden eksportere 0,6 millioner fat mindre til Europa på grunn av boikotten fra EU. Det kan se ut til at også andre land vil kjøpe mindre olje fra Iran i tiden framover. IEA forventer at Iran vil eksportere noe over en million fat per dag mindre enn vanlig i månedene framover. Det ventes at Saudi-Arabia og andre OPEC-land kompenserer for dette.

Etterspørselen rettet mot OPEC ventes å holde seg konstant gjennom 2012. Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet utenom Iran, men den kan anslås til om lag 3 millioner fat per dag. IEA forventer at OPEC makter å øke kapasiteten i løpet av prognoseperioden.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil falle noe fra dagens nivå i tiden framover til rundt 90 dollar mot slutten av året, slik at gjennomsnittsprisen blir noe over 100 dollar fatet i 2012. Vi forventer at oljeprisen øker igjen fra slutten av neste år, til noe under dagens nivå i 2015. Saudi-Arabia har ved flere anledninger signalisert at de ønsker en oljepris på rundt 100 dollar fatet.

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

	2009	2010	Prognose		Prognose							
			2011	2012	11:1	11:2	11:3	11:4	12:1	12:2	12:3	12:4
Etterspørsel	85,6	88,3	89,1	89,9	89,1	87,9	89,6	89,9	89,4	88,6	90,6	91,0
OECD	45,6	46,2	45,6	45,1	46,3	44,5	45,9	45,7	45,6	43,9	45,5	45,5
Europa	14,7	14,6	14,3	13,9	14,2	14,1	14,7	14,1	13,7	13,6	14,4	14,0
Nord-Amerika	23,3	23,8	23,5	23,3	23,8	23,3	23,6	23,4	23,1	23,0	23,5	23,4
Stillehavsområdet	7,7	7,8	7,9	7,9	8,3	7,1	7,7	8,3	8,7	7,3	7,7	8,0
Tidligere Sovjetunionen	4,2	4,4	4,7	4,8	4,4	4,6	4,8	4,8	4,8	4,7	4,9	4,9
Resten av verden	35,7	37,8	38,8	39,9	38,4	38,8	38,9	39,4	39,0	40,0	40,2	40,6
Tilbud	85,5	87,3	88,4	91,1	88,3	87,5	88,3	89,6	90,6	90,6	91,4	92,2
OPEC	34,1	34,7	35,7	37,7	35,7	35,1	35,7	36,2	37,4	37,7	38,0	38,0
OECD	18,8	18,8	18,9	19,4	18,9	18,6	18,6	19,5	19,6	19,0	19,2	19,8
Tidligere Sovjetunionen	13,3	13,5	13,6	13,8	13,6	13,6	13,5	13,6	13,7	13,8	13,7	13,9
Resten av verden	19,4	20,3	20,2	20,2	20,1	20,2	20,5	20,3	19,9	20,1	20,5	20,5
Lagerendring (og diverse)	0,0	-1,1	-0,7	1,2	-0,8	-0,5	-1,3	-0,4	1,2	2,0	0,8	1,2
Etterspørsel rettet mot OPEC	34,1	35,7	36,4	36,4	36,4	35,6	37,0	36,6	36,2	35,7	37,2	36,8
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	61,6	79,6	111,4		105,4	117,4	113,4	109,3	118,5			

Kilde: Oil Market Report April 2012.

Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC (eksl. Libya) er basert på en forlengelse av nivået fra mars 2012 og er gjort av Statistisk sentralbyrå. Produksjonen i Libya forutsettes å øke fra 1,3 millioner fat daglig i mars 2012 til 1,5 millioner deretter.