

1. Internasjonal økonomi

Internasjonalt er den økonomiske veksten fortsatt moderat, og det er store forskjeller mellom ulike land. I USA og Storbritannia har veksten tatt seg markert opp den siste tiden. Euroøkonomien har så vidt begynt å vokse igjen de siste to kvartalene, etter seks strake kvartaler med nedgang. Forskjellene er imidlertid store innad i euroområdet, og spenner fra klar vekst i Tyskland til kontraksjon i Italia og Frankrike. Blant landene utenfor eurosamarbeidet, har den danske økonomien knapt vokst på tre år. Også i Sverige har økonomien stagnert det siste året. Lenger øst i Europa har veksten i den polske økonomien avtatt markert, og russisk BNP har falt to kvartaler på rad. I Japan har svært ekspansiv økonomisk politikk siden i fjor høst bidratt til et markert oppsving i økonomien. Også blant framvoksende økonomier er bildet blandet. I Kina har veksten tiltatt gjennom året, mens India og Mexico sliter med meget svak vekst.

Både Italia, Irland, Portugal og Kypros har statsgjeld på rundt 120 prosent av BNP, og i Hellas er den på hele 170 prosent. Også USA og særlig Japan har svært høy statsgjeld. En må derfor vente stram finanspolitikk i mange år framover i OECD-området. Motstykket til den stramme finanspolitikken er en svært ekspansiv pengepolitikk. Da den amerikanske sentralbanken (Fed) i sommer signaliserte en gradvis nedskalering av likviditetspolitikken skapte det store reaksjoner i finansmarkedene. Nedskaleringen er fortsatt på vent, trolig til en gang på nyåret. Et markert fall i inflasjonen bidro dessuten til at den europeiske sentralbanken satte ned styringsrenta ytterligere tidlig i november. Styringsrentene har lenge ligget nær null i OECD-området. I de perifere eurolandene medfører imidlertid kombinasjonen av svake statsfinanser og banker i trøbbel at næringsliv og husholdninger likevel står overfor høye markedsrenter. I USA har man klart å redusere veksten i offentlig gjeld betraktelig uten å kvele den økonomiske veksten. Dermed ser det noe lysere ut for amerikansk økonomi.

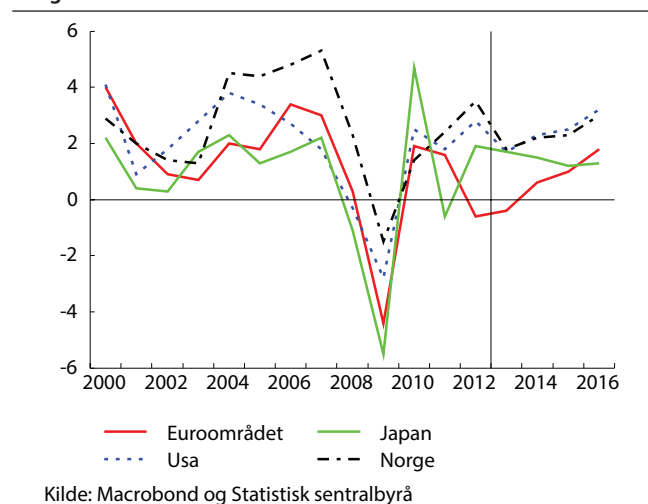
Med til dels svært høy arbeidsledighet og moderate vekstutsikter ligger det likevel an til fortsatt lave renter i OECD-landene gjennom hele vår prognoseperiode, selv om vi venter at de vil øke noe fra 2015.

Våre vekstanslag innebærer at Norges handelspartnere samlet sett ikke vil passere konjunkturbunnen før i 2015, og at de fortsatt vil være i lavkonjunktur ved utgangen av prognoseperioden i 2016. Dette er i tråd med anslagene fra vår forrige konjunkturrapport i mai i år, og innebærer en noe svakere utvikling enn anslag fra for eksempel IMF og Consensus Forecasts. Usikkerheten knyttet til anslagene vurderes primært å være på nedsiden: Amerikansk politikk har lenge vært preget av stor uenighet om finanspolitikken, noe som har ført økonomien til randen av krise en rekke ganger de siste årene. De grunnleggende problemene er ikke løst, og vil utløse ny spenning allerede tidlig på nyåret når det skal forhandles om et nytt gjeldstak. I Europa avtok krisestemningen i finansmarkedene etter at den europeiske sentralbanken (ESB) i fjor sommer garanterte for europeiske statsobligasjoner. Den høye statsgjelden og en banksektor i vanskeligheter utgjør likefullt uløste problemer med potensiale til å utløse nye kriser i europeiske og internasjonale finansmarkeder.

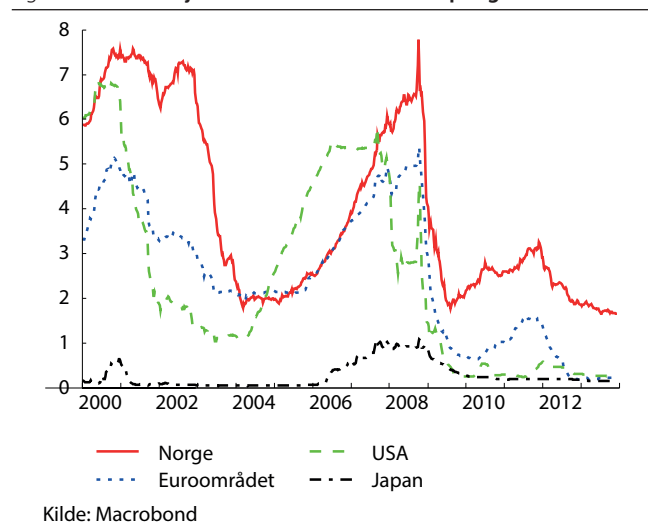
1.1. Moderat oppgang i USA

Den økonomiske veksten har tatt seg litt opp i USA den siste tiden. De to siste kvartalene har BNP økt med henholdsvis 2,5 og 2,8 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Det er en klar oppgang sammenliknet med de to foregående kvartalene. Eksporten har økt markert, etter en lengre periode med nær nullvekst. Boliginvesteringene har vokst jevnt og trutt i to år, og de siste to kvartalene har også investeringer i næringsbygg tatt seg markert opp. Næringslivets øvrige investeringer utvikler seg imidlertid svakt, og det var en bred nedgang i 3. kvartal. Dessuten kan oppsvinget i økonomien den siste tiden delvis tilskrives justering av lagre.

Figur 1.1. BNP-vekst for USA, euroområdet, Japan og Fastlands-Norge



Figur 1.2. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



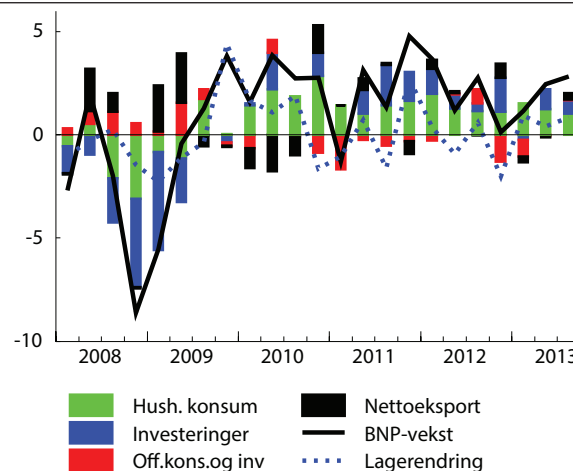
Innstramming i finanspolitikken legger en demper på veksten, noe vi også vil se framover. Det vedvarende, høye konfliktnivået i budsjettpolitikken skaper usikkerhet og bidrar til å redusere etterspørselen også i privat sektor. Veksten i husholdningenes etterspørsel har avtatt markert, til 1,0 prosent i 3. kvartal. For økonomien samlet venter vi en årsvekst på 1,7 prosent i 2013, og at veksten tar seg gradvis opp gjennom prognoseperioden. Anslagene innebærer at det ikke blir noen markert konjunkturoppgang før mot slutten av 2014 og at økonomien går inn i en ny høykonjunktur først mot slutten av prognoseperioden.

Den registrerte arbeidsledigheten har falt jevnt og trutt siden toppen på 10 prosent i 2009, og var i oktober i år kommet ned i 7,3 prosent. I oktober økte riktignok ledigheten noe fordi deler av offentlig sektor la ned virksomheten i to uker som følge av den politiske uenigheten om offentlige budsjetter. Ifølge Council of Economic Advisors (CEA) forårsaket dette også en reduksjon på om lag 120 000 jobber i privat sektor. Dette er imidlertid i stor grad temporære effekter. Ledigheten er fortsatt høy i et historisk perspektiv, og er til sammenlikning 1 prosentpoeng høyere enn det høyeste nivået under forrige lavkonjunktur tidlig på 2000-tallet. Mye av nedgangen i ledighetsraten skyldes dessuten en svak utvikling i arbeidsstyrken, som har stagnert på om lag samme nivå som høsten 2008, til tross for en befolkningsvekst på nær 1 prosent. Hvis den registrerte arbeidsstyrken hadde fortsatt å vokse i takt med befolkningen ville ledigheten i oktober i år blitt målt til hele 11 prosent, alt annet likt.

Oppturen i boligmarkedet har fortsatt ufortrødent i om lag to år, men det er fortsatt langt igjen til gamle høyder. Boligprisene har i denne perioden økt med rundt 17 prosent, målt ved S&P Case-Shiller Composite 20-indeksen, som venter sammen prisutviklingen i 20 storbyområder i USA, og har dermed tatt igjen omtrent en tredjedel av fallet for 5-6 år siden. Tilsvarende har boliginvesteringene økt med 30 prosent, og har med det tatt igjen en fjerdedel av fallet. Oppgangen i boligmarkedet virker robust, og ventes å understøtte husholdningenes etterspørsel framover, selv om en nedskalering av kvantitative lettelsener og etter hvert noe høyere renter må forventes å dempe veksten.

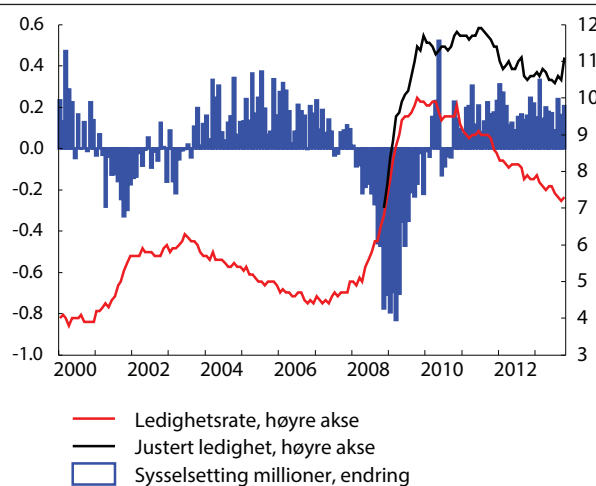
Husholdningenes samlede gjeld falt med om lag 10 prosent fra toppen tidlig i 2008 og til 2012, men nedgangen har stoppet opp det siste året. Realdisponibel inntekt har imidlertid økt jevnt og trutt, slik at gjeldsbelastningen har fortsatt å falle, om enn langsommere enn før. Mye av inntektsøkningen tilfaller dessuten en liten del av befolkningen, noe som demper effekten på konsumet. Gjelden som andel av realdisponibel inntekt har falt fra 130 prosent for 6 år siden til nær 100 prosent i år. En betydelig del av gjeldsreduksjonen skyldes imidlertid at mange husholdninger med betalingsproblemer har fått ettergitt gjeld. Mislighold gir redusert kredittverdighet og dermed reduserte muligheter for å få nye lån til varige forbruksgoder som bil så vel som for

Figur 1.3. USA, Bidrag til BNP-vekst



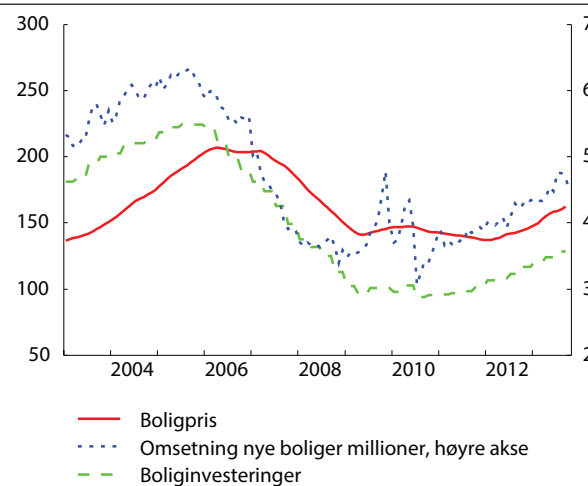
Kilde: Macrobond

Figur 1.4. Arbeidsmarkedet i USA



Kilde: Macrobond

Figur 1.5. Boligmarkedet i USA



Kilde: Macrobond

Tabell 1.1. Makroøkonomiske anslag fra IMF og Statistisk sentralbyrå (SSB). Årlig endring i prosent

	BNP-vekst													
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Euroområdet														
SSB	0,7	2,2	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,6	-0,4	0,6	1,0	1,8
IMF											-0,3	1,1	1,4	1,6
USA														
SSB	2,8	3,8	3,4	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,7	2,3	2,5	3,2
IMF											1,6	2,6	3,4	3,5
Sverige														
SSB	2,3	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,0	6,6	2,9	1,0	0,4	1,1	2,2	2,8
IMF											0,9	2,3	2,3	2,3
Storbritannia														
SSB	3,9	3,2	3,2	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,2	1,3	1,7	2,2	2,8
IMF											1,4	1,9	2,0	2,0
Kina														
SSB	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,8	8,0	8,5
IMF											7,6	7,3	7,0	7,0
Handelspartnere¹														
SSB	1,9	3,2	2,7	3,7	3,4	0,5	-3,3	3,4	2,2	0,8	0,8	1,6	2,1	2,8
IMF											0,9	2,0	2,3	2,5

	Prisvekst													
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Euroområdet														
SSB	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,6	1,0	1,6
IMF											1,7	1,5	1,5	1,6
Øvrige (anslag fra IMF f.o.m. 2013)														
USA	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,4	1,5	1,8	2,0
Sverige	1,9	0,4	0,5	1,4	2,2	3,4	-0,5	1,2	3,0	0,9	0,2	1,6	2,4	2,4
Storbritannia	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,5	2,8	2,7	2,3	2,0	1,9
Kina	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,7	2,7	3,0	3,0	3,0
Handelspartnere ¹	2,1	2,0	2,2	2,2	2,4	3,7	0,7	2,0	3,2	2,3	1,7	1,9	2,0	2,1

¹ Euroområdet, Sverige, USA, Storbritannia, Danmark, Kina, Sør-Korea, Polen, Russland og Japan.

å reetablere seg i boligmarkedet. På formuessiden har stigende aksjekurser og boligpriser bidratt til å bedre husholdningenes finansielle stilling, og understøtter deres etterspørsel. Vi venter likevel at etterspørselsveksten vil være dempet en stund framover, til det kommer en klarere bedring i arbeidsmarkedet.

Industriproduksjonen har vokst igjen det siste året, etter en vekstpause i fjor sommer. I oktober var 12 månedersveksten på 3,2 prosent. God eksportvekst har bidratt til dette. Imidlertid vil nok dollarstyrkingen det siste året og fortsatt svake konjunkturer internasjonalt legge en demper på produksjonen i konkurranseutsatte næringer framover. Investeringene falt i mange næringer i årets 3. kvartal. Tillitsindikatorer antyder imidlertid nøktern optimisme i næringslivet, noe som borger for moderat investeringsvekst framover.

Inflasjonen har falt markert også i USA. I oktober var 12-månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) nede i 0,9 prosent. Svak prisutvikling på råvarer og dollarstyrking bidrar til å forklare denne utviklingen. Det gjør også svake konjunkturer, noe en klar nedgang i

kjerneinflasjonen vitner om. Målt uten energi og matvarer var KPI-veksten nede i 1,7 prosent i oktober, også dette under Feds mål om en prisvekst på 2 prosent. Styringsrenta har ligget nær null i fem år, og Fed har uttalt at den ikke vil øke renta før økonomien er i en klar konjunkturoppgang og arbeidsledigheten er nede i 6,5 prosent. Ifølge våre vurderinger vil dette trolig ikke skje før i 2015. Det signaliseres imidlertid at perioden med kvantitative lettelse, som innebærer at sentralbanken kjøper private verdipapirer med lang løpetid for å presse ned langsiktige renter, kan nærme seg slutten. Det fordrer dog at inflasjonen tar seg opp igjen og at arbeidsmarkedet bedrer seg.

Offentlig konsum og investeringer har falt med nesten 7 prosent siden 2010, blant annet som følge av republikanernes ønske om å redusere offentlige utgifter. Som følge av det høye politiske konfliktnivået har USA gjentatte ganger vært nær ved å misligholde sin statsgjeld, noe som ville ha potensial til å utløse en global finanskrisen. I begynnelsen av oktober måtte deler av offentlig sektor legge ned sin virksomhet i to uker, med betydelige ringvirkninger til privat sektor og til næringslivets

og husholdningenes tillit til politikernes styringsevne. I følge beregninger fra CEA vil hendelsen i oktober redusere den annualiserte BNP-veksten i 4. kvartal i år med om lag 0,25 prosentpoeng. Budsjettssituasjonen er fortsatt uavklart, og en ny avtale mellom republikanere og demokrater om flytting av taket for offentlig gjeld må på plass allerede tidlig på nyåret. Vi legger til grunn at partene vil klare å enes om gjeldstaket, men at et høyt konfliktnivå vil begrense spillerommet i finanspolitikken også framover.

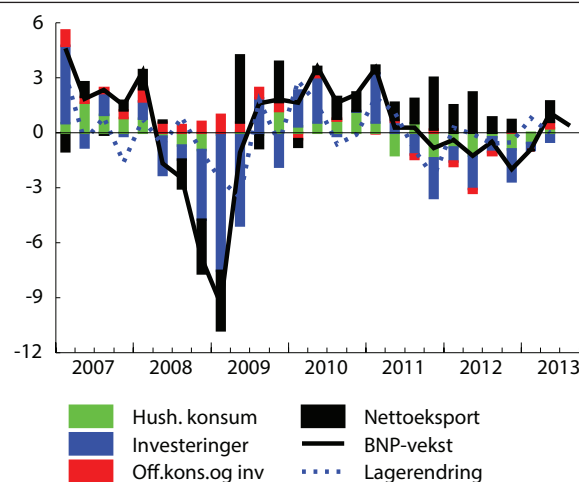
1.2. Svak vekst i Europa

For noe over et år siden sto eurosamarbeidet på spill som følge av uholdbart høye lånekostnader for land med gjeldsproblemer og frykt for hva som kunne skje dersom et av medlemslandene ble tvunget til å forlate eurosamarbeidet. Den gang bidro imidlertid en rekke forhold til relativt raskt å roe situasjonen ned. Fremst av disse var et løfte fra den europeiske sentralbanken om å gjøre alt som står i dens makt for å redde euroen. Løftet ble senere fulgt opp med et program som under visse betingelser gir ESB rett til å intervenere direkte i markedet for statsobligasjoner. Dette ble gjort for å redusere rentene på statsgjelda til land med statsfinansielle problemer. Samtidig ble et fond på 500 milliarder euro opprettet for å komme europeiske banker og deres stater til unnsetning i tilfelle spekulative angrep og markedsuro. Planer ble også lagt for å danne en europeisk bankunion.

Euroområdet har nylig kommet seg ut av en lang sammenhengende periode med negativ vekst, og en rekke strukturelle reformer og budsjettmessige tiltak er blitt implementert for å rette opp i konkurransemessige og budsjettmessige ubalanser. Flere land som blant annet Spania, Portugal, Hellas og Irland, har – delvis som følge av dette – foretatt såkalte interne devalueringer gjennom reduserte lønnskostnader. Andre land, som Italia og Frankrike, har vært mindre suksessfulle på dette området, noe som delvis kan skyldes vanskeligheter med å få gjennomført strukturelle reformer i disse landene. Selv om reduserte lønnskostnader har ført til en viss bedring i konkurranseevnen, har mesteparten av reduksjonen i de respektive landenes underskudd på handelsbalansen snarere vært av konjunktorell enn av strukturell karakter. Det sterke aktivitetsfallet i forbindelse med finanskrisen – og senere den europeiske gjeldskrisen – har først og fremst ført til en kraftig nedgang i disse landenes import, mens eksporten har endret seg relativt lite. Noe av årsaken til dette kan være en relativt sterk euro som har bidratt til å begrense den forbedringen i konkurranseevne som er nødvendig for å øke eksporten til land utenfor euroområdet i en situasjon med svak internasjonal etterspørsel.

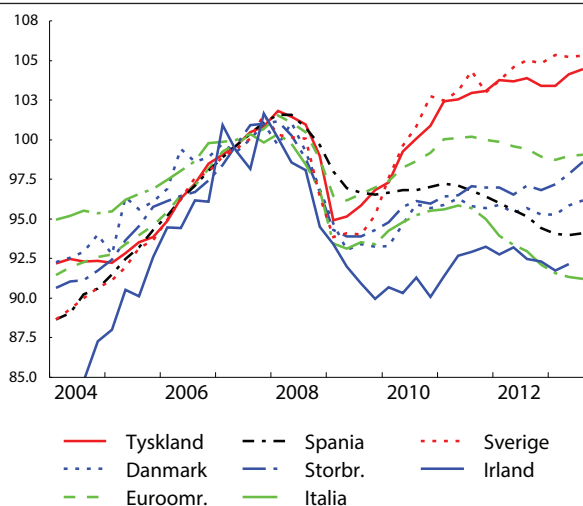
Arbeidsledigheten i euroområdet ser nå ut til å flate ut i overkant av 12 prosent. I Hellas og Spania har ledigheten kommet noe ned i år, men den er fortsatt over 25 prosent i begge land. I Italia derimot, har ledigheten fortsatt å øke markert, og ble i oktober målt til 12,5 prosent. Spesielt blant unge arbeidstakere er arbeids-

Figur 1.6. Euroområdet. Bidrag til BNP-vekst. Sesongjustert, årlig rate



Kilde: Macrobond

Figur 1.7. BNP i utvalgte europeiske land. Sesongjustert, faste priser. 2007=100



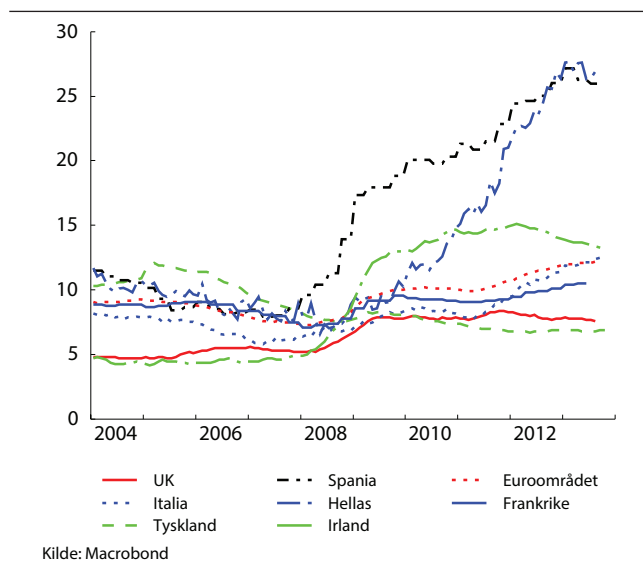
Kilde: Macrobond

ledigheten høy. Både Spania og Hellas har fortsatt en ledighetsrate blant de under 25 år på godt over 50 prosent. I Italia fortsatte ledigheten blant de unge å øke i oktober, til 41,2 prosent.

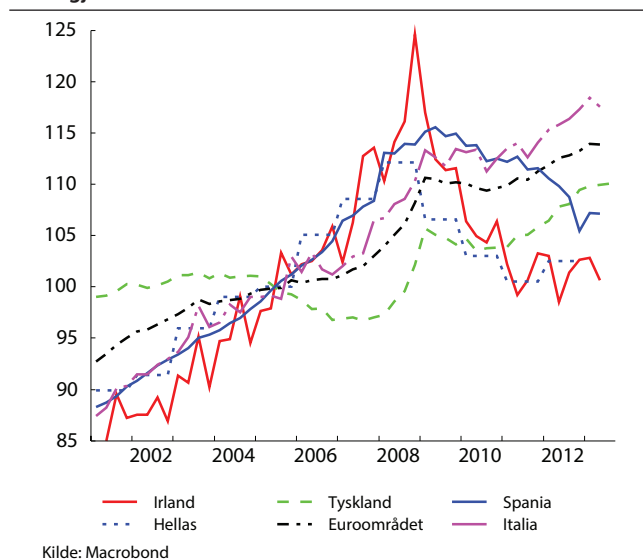
Den økonomiske veksten vi har sett det siste halvåret er skjør. Inflasjonen har dessuten falt kraftig og er langt under ESBs inflasjonsmål. Med renter nær null og tilførsel av mye likviditet er mulighetene til å bekjempe en eventuell deflasjon og ny økonomisk nedgang begrensede, når man samtidig strammer inn i finanspolitikken. Nivåene på offentlig gjeld – innenlandsk som utenlandsk – er også høy, og som andel av BNP fortsetter de i mange land å stige på grunn av lav og – i enkelte tilfeller – negativ vekst. Dette er et forhold som kan skape ny uro i finansmarkedene framover og som derfor bidrar til å øke nedsiderisikoen i vår prognose.

Utviklingen mot en sterkere grad av overnasjonal styring går langsomt. En utvikling mot bankunion treneres

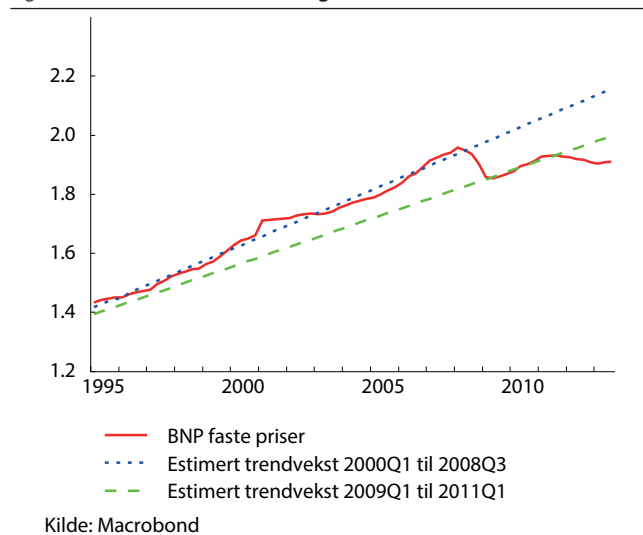
Figur 1.8. Arbeidsledighetsrater i utvalgte europeiske land. Prosent



Figur 1.9. Enhetslønnskostnader i utvalgte europeiske land. Sesongjustert. 2005=100



Figur 1.10. Euroområdet. BNP og trend



av Tyskland, som er skeptisk til risikodelingen en slik union ville innebære. Det gjelder både innskuddsforsikringsordningen, et felles fond for bankavvikling og muligheten for direkte rekapitalisering av bankenes egenkapital via ESM-fondet.

Alt i alt er det således lite som tyder på at den økonomiske veksten i euroområdet vil bli sterk framover. Riktignok er landene som er mest berørt av statsgjeldskrisen innrømmet visse lettelser i kravene til budsjettkonsolidering, og den europeiske sentralbanken har forsikret om at den vil gjøre det som skal til for å hindre at statsgjeldsrentene blir for høye. Men selv med visse lettelser i innstrammingspolitikken utgjør imidlertid selve utformingen av finanspolitikken fortsatt et veksthemmende element i den samlede økonomiske politikken. Dette blir i mange land forsterket av en vedvarende kredittskvis, underkapitaliserte banker som søker å redusere sin risikoeksponering ved å selge verdipapirer og til dels sterkt reduserte låneporteføljer.

Med dette bakteppet ser vi fortsatt for oss at euroområdet ikke vil være ute av lavkonjunkturen før prognoseperiodens slutt. I inneværende år ligger det an til et fall i den samlede produksjonen på rundt 0,5 prosent, og slik sett vil vår prognose på 0,6 prosent vekst i 2014 fortone seg som et aldri så lite omslag.

1.3. Store forskjeller i Europa

I 3. kvartal steg BNP i euroområdet med 0,4 prosent regnet som årlig rate, ned fra 1,1 prosent i kvartalet før. Tallene for den samlede EU-blokka viste en noe sterkere utvikling, mye som følge av relativt frisk vekst i Storbritannia. For euroområdet samlet ligger BNP fortsatt om lag 2,5 prosent under det gamle toppnivået fra 2008.

Årsaken til den svakere veksten i euroområdet i 3. kvartal er først og fremst i lavere vekst i den største av Europas økonomier, Tyskland, samt nedgang i Europas nest største økonomi, Frankrike. Dessuten fortsatte den italienske økonomien å falle. På den annen side kom både Spania og Nederland ut av resesjonen i 3. kvartal, men med en vekst som for begge landenes vedkommende bare så vidt ligger over null, er det fortsatt for tidlig å snakke om et klart omslag. Ser vi på landene som står utenfor eurosamarbeidet, var det først og fremst Storbritannia som skilte seg ut positivt med en vekst på hele 3,2 prosent som årlig rate, for øvrig det andre kvartalet på rad med vekst godt over trend.

For Tysklands del ble veksten i 3. kvartal registrert til 1,3 prosent. Det var klart svakere enn kvartalet før da tysk økonomi vokste med 2,9 prosent. En nærmere undersøkelse av tallene viser at det utelukkende var den innenlandske delen av økonomien som bidro til vekst, mens utenrikshandelen bidro negativt både som følge av sterk importvekst og lav eksportvekst. Ser vi nærmere på de innenlandske etterspørselskomponentene, ble veksten understøttet av økt offentlig konsum og næringslivets investeringer. Fortsetter denne utviklingen, vil den kunne bidra til å mildne kritikken rettet

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Den gjennomsnittlige oljeprisen i både 2011 og i 2012 lå rett over 110 dollar fatet. I år har oljeprisen variert mellom 100 og 120 dollar per fat og ligger i slutten av november på rundt 110 dollar fatet. Som gjennomsnitt over de første elleve månedene har oljeprisen ligget på om lag 108 dollar per fat.

Den høye oljeprisen gjennom de tre siste årene skyldes blant annet urolighetene i Midt-Østen og Nord-Afrika, som har medført redusert oljeproduksjon i flere land. Dessuten vedtok EU, USA og enkelte andre land sanksjoner mot Irans oljeeksport. Forhandlingene mellom Iran og det internasjonale samfunn om landets atomprogram har ved flere anledninger inntil nylig vist seg ikke å føre fram og har ført til økt frykt for en åpen konflikt mellom USA og/eller Israel på den ene siden og Iran på den andre. Det har bidratt til at oljeprisen også har vært høy gjennom de første elleve månedene i år, i tillegg til at det har vært produksjonsbortfall først og fremst i Libya og til dels Irak.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,1 millioner fat daglig fra 2013 til 2014. Økningen i år er først og fremst forventet å komme i Kina, i andre asiatiske land, i Midt-Østen, Afrika og i Latin-Amerika. IEA antar at etterspørselen i OECD vil falle med 0,3 millioner fat per dag til neste år. Det er i tråd med utviklingen siden toppen ble passert i 2005. Årsaken er ny teknologi i transportsektoren og mer effektive kjøretøy, samtidig som blant annet naturgass har erstattet olje til stasjonært bruk.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC forventes av IEA å øke med 1,7 millioner fat i 2014, noe som vil være den største veksten siden 1970-tallet. Størsteparten av økningen er forventet å komme i OECD, selv om produksjonen også forventes å tilta noe i Latin-Amerika og Afrika. Økningen i råoljeproduksjonen i OECD i år er forventet å komme først og fremst i USA og til dels i Canada, mens produksjonen i Nordsjøen vil holde seg noenlunde konstant. USA vil øke sin produksjon av lettolje fra tette bergarter og Canada vil øke sin produksjon av oljesand. IEA forventer at disse to landene bidrar til økt tilbud av olje utenfor OPEC også i årene som kommer, selv om det er visse utfordringer knyttet til infrastruktur i de områdene produksjonen foregår.

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. Dersom OPEC holder framtidig produksjon lik det gjennomsnittlige nivået over de første ti månedene i år, vil de globale lagrene av råolje øke med 0,6 millioner fat daglig i 2013 og ytterligere med 1,4 millioner per dag til neste år. Dette vil isolert sett legge et press nedover på prisene, selv om lagrene av råolje i Europa og i OECD-Asia er en del lavere enn gjennomsnittet for de siste fem årene.

Iran eksporterer vanligvis rundt 2,6 millioner fat råolje daglig. Det ser ut til at Iran nå eksporterer om lag en million fat per dag mindre enn vanlig på grunn av boikotten fra Europa, USA og enkelte andre land. Forhandlingene mellom Iran på den ene siden og USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Kina og Russland på den andre førte nylig fram til en foreløpig avtale, men det er usikkert i hvilken grad dette vil bety økt oljeeksport fra Iran i tiden framover. Hittil har andre OPEC-land økt oljeeksporten om lag like mye som Iran har redusert eksporten.

Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet, men de fleste analytikere anslår den til rundt 3 millioner fat per dag (når man ser bort ifra den ledige kapasiteten i Iran, Libya og Irak). IEA forventer at produksjonen utenfor OPEC vil være større enn økningen i global etterspørsel til neste år, noe som vil føre til redusert etterspørsel rettet mot OPEC med 0,7 millioner fat daglig. Dette kan bety mindre press på OPEC sin ledige produksjonskapasitet og dermed mindre bekymring for mulig produksjonsbortfall og en demper på den videre prisutviklingen.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil falle gradvis fra dagens nivå til om lag 90 dollar fatet i 2015, og forutsetter deretter uendret realpris..

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

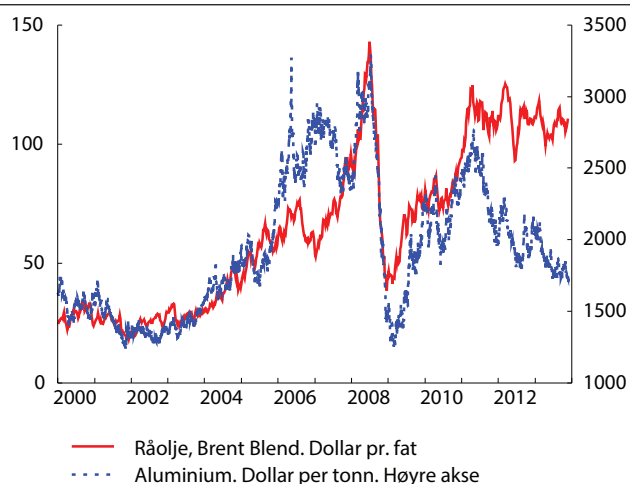
	2011	2012	2013	Prognose		13.1	13.2	13.3	Prognose				14.4
				2014					13.4	14.1	14.2	14.3	
Etterspørsel	89,0	90,0	91,0	92,1	90,0	90,6	91,7	91,7	91,7	91,1	91,4	92,8	93,1
OECD ¹	46,5	46,0	45,7	45,4	45,8	45,4	45,8	45,7	45,7	45,6	44,9	45,6	45,6
Europa	14,3	13,7	13,5	13,4	13,6	13,2	13,8	13,8	13,8	13,4	13,1	13,4	13,7
Amerika	24,0	23,6	23,8	23,7	23,7	23,7	23,9	23,7	23,7	23,7	23,8	23,8	23,7
Asia Oseania	8,2	8,6	8,4	8,3	8,9	7,9	8,2	8,6	8,6	8,8	7,7	8,0	8,5
Tidligere Sovjetunionen	4,4	4,5	4,6	4,7	4,3	4,5	4,8	4,8	4,8	4,4	4,6	4,9	4,9
Resten av verden	38,1	39,5	40,7	42,0	39,9	40,7	41,1	41,2	41,2	41,1	41,9	42,3	42,6
Tilbud	88,7	91	91,6	93,5	90,7	91,5	91,7	92,4	92,4	92,9	93,3	93,6	94,1
OPEC ²	35,8	37,6	37	37,1	36,8	37,2	37,0	36,9	36,9	37,1	37,1	37,1	37,2
OECD	19	19,9	20,9	21,9	20,6	20,5	20,9	21,5	21,5	21,8	21,8	21,6	22,3
Tidligere Sovjetunionen	13,6	13,6	13,8	13,9	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,9	13,9	13,9	14,0
Resten av verden	20,3	19,9	19,9	20,6	19,5	20,0	20,0	20,2	20,2	20,1	20,5	21,0	20,6
Lagerendring (og diverse)	-0,3	1,0	0,6	1,4	0,7	0,9	0,1	0,7	0,7	1,8	1,9	0,8	1,0
Etterspørsel rettet mot OPEC	36,1	36,6	36,4	35,7	36,2	36,3	36,9	36,2	36,2	35,3	35,3	36,3	36,2
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	111,4	111,7			112,5	102,9	109,2						

Kilde: IEA: Oil Market Report October 2013.

¹ Europa inkluderer nå Slovenia og Estland, Amerika inkluderer Chile i tillegg til USA, Canada og Mexico. Israel er nå en del av Asia Oseania.

² Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC er basert på en forlengelse av det gjennomsnittlige nivået i august og september i 2013 og er gjort av Statistisk sentralbyrå.

Figur 1.11. Spotpris råolje og aluminium



Kilde: Macrobond.

mot Tyskland om at landet ikke bruker sitt store drifts-balanseoverskudd til å stimulere egen og euroområdet økonomi. Dette er viktig sett i lys av EU-kommisjonens planlagte gjennomgang av den tyske økonomien, for å vurdere om det tyske handelsbalanseoverskuddet er så stort at det utgjør et problem for resten av euroområdet.

Den franske økonomien krympet med 0,6 prosent regnet som årlig rate i 3. kvartal. Det var først og fremst fallende investeringer i næringslivet og svak utenriks-handel som bidro til fallet, mens nedgangen ble dempet av vekst i både privat og offentlig konsum og en relativt kraftig lageroppbygging. Utenrikshandelens negative bidrag til veksten var på 0,7 prosent og kom både som følge av et kraftig fall i eksporten og høy importvekst. Høy og økende arbeidsledighet er en konsekvens av aktivitetsutviklingen og bidrar til å så tvil om dagens økonomiske politikk vil være i stand til å generere ny vekst.

I Italia falt den samlede produksjonen i 3. kvartal for niende kvartal på rad. Nedgangen på 0,5 prosent var imidlertid mindre enn tidligere. Industriproduksjonen har falt sammenhengende i tre år, men også her er det tegn til utfasing. Innenfor tjenester og jordbruk var nedgangen markert i 3. kvartal. En mer stabil regjeringssituasjon, etter at Berlusconi nå omsider ser ut til å være satt på sidelinjen en gang for alle, taler til fordel for den økonomiske utviklingen på sikt. Også fallet i gresk økonomi ser nå ut til å avta. Sammenliknet med samme kvartal året før falt den greske økonomien med 3 prosent i 3. kvartal, ned fra 3,8 prosent kvartalet før, godt understøttet av en oppgang i turistnæringen. Arbeidsledigheten ser endelig ut til å ha passert toppen, men ligger fortsatt på svært høye nivåer og det er klare tegn til reformtretthet, blant annet i form av stadige demonstrasjoner mot myndighetene.

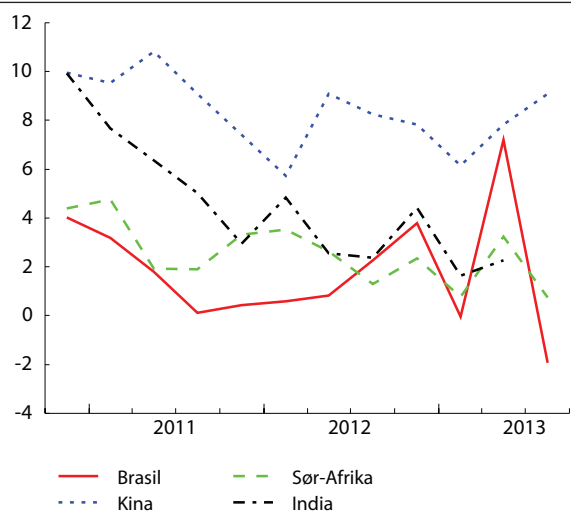
Britisk økonomi vokste med hele 3,2 prosent i 3. kvartal, som er den høyeste veksten siden midten av 2010 og opp fra 2,7 prosent kvartalet før. Veksten i 3. kvartal

var bredt basert med produksjonsvekst i alle økonomiens hovednæringer. Grunnet sin relative størrelse var det tjenesteproduksjonen som ga det største bidraget, men også jordbruk, industri og bygg og anlegg viste en sterk utvikling, sistnevnte med en vekst fra kvartalet før på hele 10 prosent regnet som årlig rate. Dette til tross, BNP lå ved utgangen av 3. kvartal fortsatt hele 2,5 prosent under sitt toppnivå i 1. kvartal 2008. En dekomponering av tallene viser at dette i stor grad kan forklares ved at den samlede vareproduksjonen lå hele 10 prosent under det tilsvarende toppunktet i 3. kvartal, mens tjenesteproduksjonen så vidt lå over. Også på anvendelsessiden ser vi at oppgangen nå er bredt basert. Konsumet ser igjen ut til å være hovedmotoren for den pågående ekspansjonen, understøttet av blant annet "help to buy"-ordninger, der staten gir billige lån til boligkjøpere for en viss andel av kjøpesummen, og ny optimisme i boligmarkedet, der boligprisene nå har økt med om lag 6 prosent det siste året.

Både i Sverige og Danmark har økonomien stagnert, og BNP har ligget på om lag samme nivå i henholdsvis halvannet og tre år. I Sverige har både investeringer og eksport falt siden i fjor sommer, mens husholdningenes etterspørsel har holdt økonomien i gang. Sverige har balansert på grensen til deflasjon i over ett år. Riksbanken har hittil vært avventende, og holdt en høyere rente enn i euroområdet, men det kan ligge an til ytterligere kutt i styringsrenta framover. Også i Danmark er inflasjonen nå på vei ned mot null, til tross for at styringsrenta har ligget nær null siden i fjor sommer.

Den meget svake økonomiske utviklingen i euroområdet kombinert med en styrket euro, har satt sitt preg på inflasjonsforløpet. Målt som 12 måneders vekstrate steg riktig nok inflasjonen målt ved konsumprisindeksen fra 0,7 prosent i oktober til 0,9 prosent i november. Selv om inflasjonen med det tok seg noe opp, er den fortsatt svært lav. Utsikter til svak vekst og stramme budsjetter gir således fortsatt grunn til å frykte at inflasjonen vil kunne falle ytterligere i tiden som kommer. I verste fall ville dette kunne føre til en periode med fallende priser og deflasjon, slik at kjøp av varige konsumgoder og investeringsvarer blir utsatt i påvente av enda lavere priser. Kombinert med en økning i realgjelda ville dette kunne legge en vesentlig demper på konsum og investeringer. Selv om vi ikke helt kan avskrive muligheten for et slikt scenario, har vi i våre prognoser valgt å legge til grunn at euroområdet som helhet styrer klar av en vedvarende periode med fallende priser. Vi ser imidlertid for oss at inflasjonen vil holde seg svært lav en god stund framover, for deretter å ta seg gradvis opp mot slutten av prognoseperioden, anslagsvis til rundt 1,5 prosent i 2016.

Fra siste del av juni og fram til i dag, har brede europeiske aksjeindekser steget med rundt 30 prosent, mens den realøkonomiske utviklingen fortsatt er meget svak. Den divergerende utviklingen skyldes nok både at aksjekursene har vært svært lave som følge av finanskrisen, ekspansiv penge og likviditetspolitikk og at marke-

Figur 1.12. **Framvoksende økonomier. Sesongjustert BNP-vekst, målt som årlig rate**

Kilde: Macrobond

det ser for seg at ESB vil komme til unnsetning dersom noe skulle gå galt. Med rekordlave renter og utsikter til videreføring av den svært ekspansive likviditetspolitikken framover, framstår dessuten det internasjonale aksjemarkedet fortsatt som et av få steder hvor det fremdeles er mulig å få god avkastning. At ESB nylig kuttet styringsrenta med 0,25 prosentpoeng, har også bidratt til å styrke en slik oppfatning.

Med lav vekst og lav og fallende inflasjon, vil ESB holde styringsrenta lav en god stund framover. I våre prognoser ser vi således ikke for oss noen renteoppgang før i andre halvdel av 2015. Deretter har vi lagt til grunn en gradvis og forsiktig økning i rentene, men ikke mer enn at tremåneders pengemarkedsrente vil være på om lag 1 prosent ved prognoseperiodens slutt.

1.4. Kina fortsetter veksten inn i reformperiode

I Kina har veksten tatt seg opp gjennom sommerhalvåret etter en – til Kina å være – svak start på året. I 3. kvartal var veksten 9,1 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, mot henholdsvis 6,1 og 7,7 prosent i 2. og 3. kvartal. For året som helhet ligger den kinesiske økonomien an til å vokse om lag i takt med myndighetenes vekstmål på 7,5 prosent. De nærmeste årene venter vi vekst i overkant av vekstmålet, mellom 7,5 og 8,5 prosent årlig.

Mye av oppsvinget i 2. og 3. kvartal skyldtes økt investeringsvekst. Likevel understreket myndighetene igjen viktigheten av å omstille økonomien i retning av bærekraftig vekst da de nylig offentliggjorde en reformpakke for de neste ti årene. Husholdningenes konsum utgjør fortsatt en svært lav andel av den kinesiske økonomien, og blant hovedmålene for reformen er å øke konsumets rolle i økonomien. Kommunistpartiet åpner nå i større grad for å la markedsaktører og markeds mekanismer få operere fritt. For eksempel følger det av reformplanene at markedet i større grad skal bestemme priser innen næringer som telekommunikasjon, transport og vann.

Videre åpner myndighetene for flere private aktører, for eksempel i drift av sykehus. Samtidig skal befolkningen på landsbygda i større grad få eiendomsrett til jorda de dyrker. Bønders rettigheter har ikke alltid stått i fokus når storbyene ekspanderer og trenger nytt land. I tillegg vil også arbeidstakere som allerede har flyttet til byene i større grad få rett til tjenester som helse, arbeidsledighetstrygd og utdanning. I et nytt trinn i oppmykningen av landets familierpolitikk vil nå flere familier kunne få flere enn ett barn. I reformplanene foreslås det at også de familiene der kun den ene er enebarn nå skal kunne få to barn. Dette gjøres delvis for å motvirke en kommende eldrebølge i den kinesiske befolkningen.

I India fortsatte den svake økonomiske utviklingen. I 2. kvartal i år vokste BNP med 2,3 prosent, og for året som helhet ligger veksten an til å bli under 4 prosent for andre året på rad. Høy vekst i matvareprisene gjør likevel at inflasjonen har holdt seg rundt 10 prosent. Hovedproblemet i den indiske økonomien er langvarig mangel på strukturelle reformer. Den senere tid har eksportveksten tatt seg noe opp, men med handlingslammede politikere kan en forvente at den økonomiske utviklingen blir svak også framover.

I Brasil har veksten vært moderat siden 2011. De siste kvartalene har BNP-veksten vist store svingninger. I 2. kvartal vokste økonomien med hele 7,2 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, mens den i 3. kvartal falt med 1,9 prosent. Det var særlig lavere investeringer som bidro til fallet. Inflasjonen har lenge ligget over sentralbankens mål på 4,5 prosent. Derfor har sentralbankens styringsrente blitt økt med til sammen 2,75 prosentpoeng siden i vår, til 10 prosent i november. Pengepolitikken bidrar dermed også til å dempe BNP-veksten.

I Russland fortsetter den meget svake økonomiske utviklingen. Både i 1. og 2. kvartal falt russisk BNP med en prosent. Til tross for dette holder sentralbanken rentene høye for å temme inflasjonen som det siste året har ligget godt over inflasjonsmålet på 6 prosent. Det er særlig den svake utviklingen i investeringene som gjør at økonomien likevel opplever negative vekstrater.

I Sør-Afrika tok veksten seg opp i årets 2. kvartal til 3,2 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, for så å falle noe tilbake i 3. kvartal til 0,7 prosent. For året som helhet venter IMF en vekst på 2 prosent. Det er særlig svak utvikling i landets gruvesektor, men også flere tilfeller av omfattende og vedvarende strømbrydd som bidrar til den fortsatt svake utviklingen. For de øvrige landene sør for Sahara er utviklingen bedre. For året som helhet venter IMF at regionen vokser med 5 prosent, for så i 2014 å øke til rundt 6 prosent. Det er særlig investeringer i infrastruktur og produksjonskapasitet for eksportsektoren som bidrar til den positive utviklingen.

1.5. Økt aktivitet i Japan og Sør-Korea

I Japan ser man nå klare realøkonomiske effekter av statsminister Abes økonomiske reformer. Massive stimulanter i form av aggressiv finans- og pengepolitikk har over det siste året blitt brukt for å få i gang økonomien, som har hatt svak vekst og til dels fallende priser siden starten av 1990-tallet. I 3. kvartal vokste BNP med 1,9 prosent, en nedgang fra tidligere i år, men Japan ligger fortsatt an til å bli blant de raskest voksende OECD-økonomiene i 2013. Ifølge vårt anslag kan veksten bli på 1,7 prosent. En svekkelse av japanske yen på nær 25 prosent det siste året fikk fart på eksporten i første halvår. Eksporten falt imidlertid litt tilbake i 3. kvartal, noe som i stor grad forklarer den samtidige dempingen av BNP-veksten. Brede aksjeindekser har steget med mer enn 60 prosent det siste året. Inflasjonen har også tatt seg markert opp. Etter 15 år med stort sett fallende priser, passerte 12-månedersveksten nylig 1 prosent, og var dermed høyere enn i Tyskland og USA for første gang på flere tiår, på et par kortvarige unntak nær. Yen-svekkelsen har bidratt til denne utviklingen. Etter at forbrukertilliten nå igjen viser en fallende tendens, ser japanske yen ut til å stabilisere seg og med meget svake inflasjonsimpulser internasjonalt, er det knyttet spenning til hvorvidt inflasjonen vil holde seg oppe, og eventuelt om myndighetene når sitt ambisiøse mål om minimum 2 prosent årlig prisvekst innen utgangen av 2014.

I Sør-Korea fortsetter den økonomiske framgangen. I 3. kvartal var veksten 4,3 prosent regnet som årlig rate, og for året som helhet ligger økonomien an til å vokse med i underkant av 3 prosent. Sør-Korea vokser på bred front; både industriproduksjon og husholdningens konsum vokser raskere enn forventet. Eksporten svekkes derimot grunnet en sterkere valutakurs og svak internasjonal etterspørsel. Videre faller inflasjonen kraftig, og Bank of Korea har de siste 18 månedene satt ned styringsrenta med 1,25 prosentpoeng, til 2,5 prosent. Derfor har nå sentralbanksjefen advart mot deflasjonsfaren som er på vei også til Sør-Korea, og det er ventet at den pengepolitiske stimulanen vil fortsette framover.