

1. Internasjonal økonomi

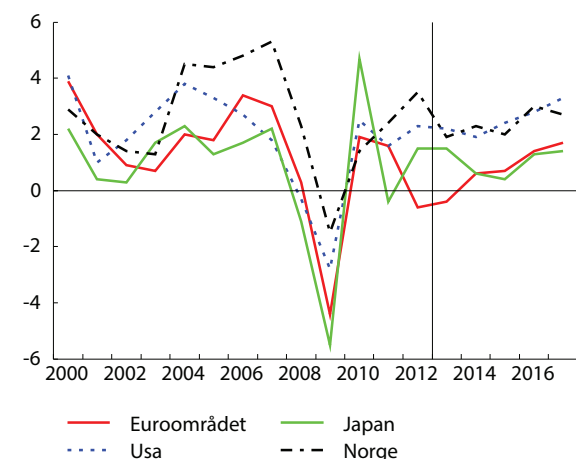
For Norges handelspartnere har den økonomiske veksten avtatt samlet sett i 2014, etter en positiv utvikling gjennom fjoråret. Det er imidlertid store forskjeller mellom landene. I USA og Storbritannia har veksten holdt seg godt oppe, og vi venter en årsvekst i BNP på henholdsvis 2,2 og 3,0 prosent for inneværende år. Euroøkonomien har derimot nærmest stagnert i sommer, og ligger an til å vokse med bare 1,0 prosent i år. I Tyskland har ikke BNP vokst siste halvår, mens flere av økonomiene i Sør-Europa vokser igjen, om enn fra svært lave nivåer. I Japan har BNP falt de to siste kvartalene etter momsøkningen i april i år, noe som har ført til at den japanske sentralbanken iverksetter en ny runde med kvantitative lettelse. Også blant framvoksende økonomier er bildet blandet, med høy vekst i Kina og India, mens veksten har stoppet opp i Russland og Brasil.

I OECD-området har særlig investeringene i privat sektor utviklet seg meget svakt etter finanskrisen i 2008. For euroområdet samlet er investeringene fortsatt på samme nivå som i 2009, etter fallet på 20 prosent fra 2007. Dette må ses i sammenheng med en generelt meget svak realøkonomisk utvikling. Unntakene er først og fremst Tyskland og Sverige, der finanspolitikken har vært langt mer ekspansiv, den realøkonomiske utviklingen betydelig bedre og investeringene er tilbake rundt toppnivået før finanskrisen. De to siste kvartalene har imidlertid investeringene falt markert også i Tyskland. I Spania og Irland, som har opplevd kraftig nedgang i boligpriser og boliginvesteringer, svært høy arbeidsledighet og fallende lønninger, har de samlede private investeringene falt 40 prosent under toppen fra før finanskrisen, riktignok med tegn til noe vekst det siste året. En forutsetning for et markert oppsving i euroøkonomien er at investeringene begynner å vokse markert. Med meget høy arbeidsledighet og svake vekstutsikter kan det ta lang tid.

I USA og Storbritannia, som har ført en svært ekspansiv pengepolitikk med kvantitative lettelse for å presse ned lange renter, har investeringene vist en langt mer positiv utvikling enn i de fleste europeiske land, BNP har vokst klart og arbeidsledigheten er lavere. I Japan er realinvesteringene fortsatt 15 prosent lavere enn i 1990 og på samme nivå som i 2000, til tross for at de har økt noe siden 2009 hjulpet av ekspansiv finanspolitikk og kvantitative lettelse. Med stagnerende investeringer og deflasjonstendenser er det noen urovekkende likhetstrekk mellom euroområdet og Japan. I euroområdet er Plan A at strukturelle endringer skal generere økonomisk vekst på lang sikt. Ekspansiv finanspolitikk og mer ukonvensjonelle virkemidler som kvantitative lettelse sitter langt inne for mange euroland, og er til dels i strid med vedtatte lover om balansering av offentlige budsjetter og forbud mot direkte sentralbankfinansiering av offentlige utgifter. Dermed er det duket for svak vekst en lang stund framover i Europa.

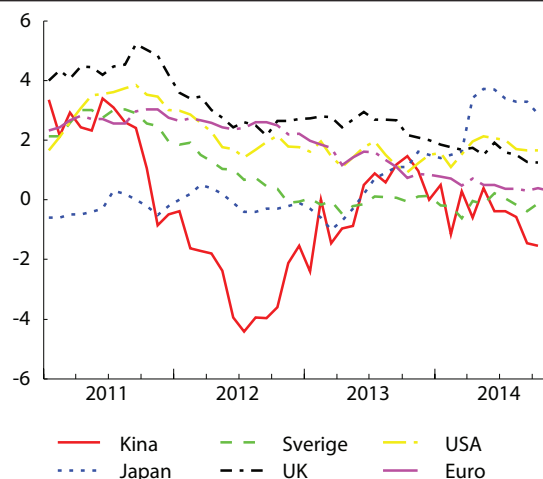
Den kraftige veksten i amerikansk oljeproduksjon har sammen med høyere enn ventet oljeproduksjon i OPEC og noe svakere vekst i internasjonal etterspørsel bidratt til at oljeprisen har falt markert. Etter å ha fluktuert rundt 110 dollar fatet i fire år har oljeprisen falt kraftig gjennom høsten. Nedgangen akselererte ytterligere etter at OPEC-landene ikke ble enige om produksjonskutt på sitt toppmøte 27. november, og ved inngangen til desember var oljeprisen kommet helt ned i 70 dollar. Mange andre råvarer har også falt i pris i denne perioden om enn i mindre grad enn olje. Fallende råvarepriser har forsterket nedturen hos flere land med stor råvareeksport, som Russland og Brasil. Lave oljepriser kan også skape økt finansiell risiko. Det er allerede eksempler på banker med store lån til oljereelatert virksomhet som står i fare for å måtte ta store tap i USA. En prisnedgang på råvarer øker imidlertid husholdningenes kjøpekraft og overskudd i næringslivet. Ifølge beregninger gjort av IMF er nettoeffekten av

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



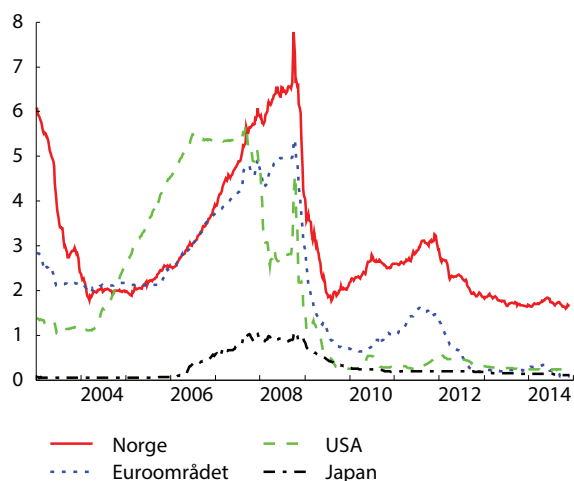
Kilde: Macrobond og Statistisk sentralbyrå

Figur 1.2. Inflasjon i utvalgte land. 12-måneders vekst i KPI



Kilde: Macrobond

Figur 1.3. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente

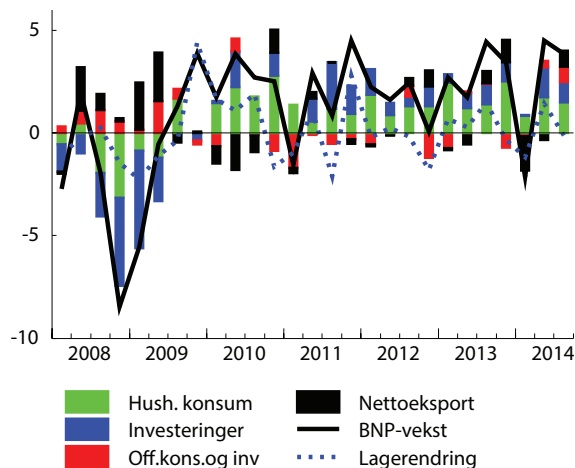


Kilde: Macrobond.

et fall i oljeprisen normalt positiv for oljeimporterende land. Fallende råvarepriser har imidlertid, sammen med vedvarende svakt arbeidsmarked, særlig i Europa, bidratt til at inflasjonen er blitt meget lav i OECD-området og sågar negativ i flere land. Unntakene er først og fremst USA, Storbritannia og Japan, der arbeidsledigheten er mye lavere og økonomien i lengre perioder har vært understøttet av kvantitative lettelsers. Men også i disse landene er inflasjonen lavere enn sentralbankenes inflasjonsmål. Faren er at prisene skal falle så mye at husholdninger og næringsliv utsetter forbruk og investeringer i påvente av enda lavere priser, slik at man kommer inn i en negativ spiral med fallende priser og redusert aktivitet. Det er en av grunnene til at både den europeiske sentralbanken (ESB) og Sveriges Riksbank har satt ned styringsrenta til null i høst, og til at diskusjonen om kvantitative lettelsers i euroområdet har fått ny og forsterket aktualitet.

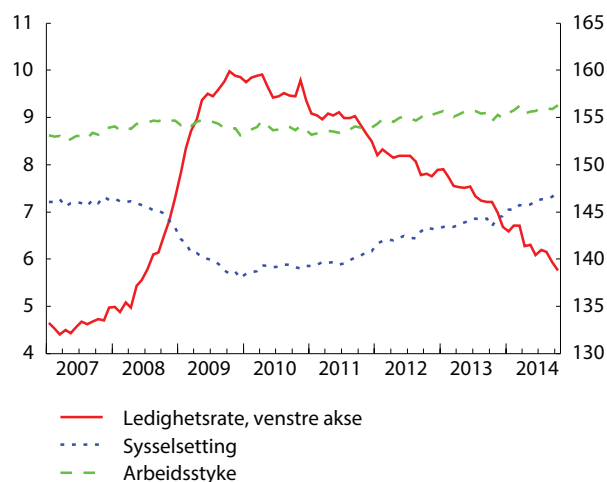
I våre prognoser for Norges handelspartnere har vi lagt til grunn at aktiviteten og inflasjonen tar seg langsomt opp framover. I store deler av OECD-området bidrar høy gjeld i offentlig sektor så vel som i husholdningene til å dempe oppturen og til at rentene holder seg lave gjennom hele vår prognoseperiode, selv om de ventes å øke noe fra 2016. Hvis våre prognoser slår til er det for Norges handelspartnere samlet ikke snakk om noen konjunkturoppgang før ved inngangen til 2016, noe tidligere i USA og noe senere for euroområdet. De fleste OECD-land vil fortsatt være i lavkonjunktur ved utgangen av prognoseperioden i 2017. Oljeprisfallet har blitt langt større enn det vi la til grunn i våre forrige prognoser fra september, og vi har nå senket oljeprisbanen med 20-25 dollar. Det store oljeprisfallet trekker isolert sett i retning av høyere vekst hos de fleste av Norges handelspartnere. Den svake utviklingen og tiltakende deflasjonsfare i euroområdet samt svak vekst i flere framvoksende økonomier den siste tiden er imidlertid urovekkende. Våre vekstanslag er nedjustert litt siden september, og vi anslår fortsatt en noe svakere utvikling internasjonalt enn for eksempel Consensus forecasts og IMF.

Figur 1.4. USA. Bidrag til BNP-vekst



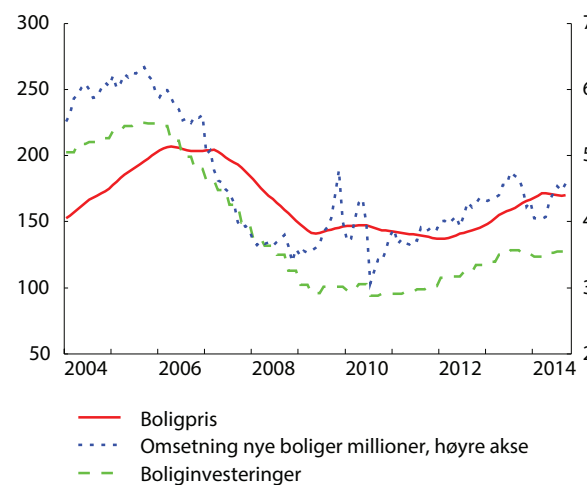
Kilde: Macrobond

Figur 1.5. Arbeidsmarkedet i USA



Kilde: Macrobond

Figur 1.6. Boligmarkedet i USA



Kilde: Macrobond

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

	BNP-vekst														
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Euroområdet															
SSB	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,5	2,0	1,6	-0,7	-0,4	1,0	0,6	1,2	1,5	
IMF											0,8	1,3	1,7	1,7	
USA															
SSB	3,8	3,3	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,2	2,6	2,6	3,0	
IMF											2,2	3,1	3,0	3,0	
Sverige															
SSB	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,0	6,6	2,9	0,9	1,6	1,9	2,1	2,6	3,0	
IMF											2,1	2,7	2,7	2,6	
Storbritannia															
SSB	3,2	3,2	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,7	3,0	2,4	2,6	3,0	
IMF											3,2	2,7	2,4	2,4	
Kina															
SSB	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,3	7,0	6,9	6,7	
IMF											7,4	7,1	6,8	6,6	
Handelspartnere¹															
SSB	3,2	2,7	3,7	3,5	0,6	-3,3	3,3	2,2	0,8	1,1	1,9	1,9	2,3	2,6	
IMF											1,9	2,3	2,4	2,4	
	Prisvekst														
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Euroområdet															
SSB	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,3	-0,1	0,8	1,3	
IMF											0,5	0,9	1,2	1,4	
Øvrige (anslag fra IMF f.o.m. 2014)															
USA	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	2,0	2,1	2,1	2,2	
Sverige	0,4	0,5	1,4	2,2	3,4	-0,5	1,2	3,0	0,9	0,0	0,1	1,4	1,9	2,1	
Storbritannia	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,5	2,8	2,6	1,6	1,8	2,0	2,0	
Kina	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,3	2,5	3,0	3,0	
Handelspartnere ¹	2,0	2,2	2,2	2,4	3,7	0,7	2,0	3,2	2,3	1,5	1,2	1,7	1,9	2,0	

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

I internasjonale lavkonjunkturer rammes ofte handelen mellom land relativt sterkt. Det har vi også sett den seneste tiden. Ifølge våre estimater har importen hos Norges handelspartnere normalt vokst omtrent 2,3 ganger raskere enn BNP. Det siste året har imidlertid denne faktoren vært på bare 1,3. Det betyr at etterspørselsimpulsene til norsk økonomi for tiden er enda svakere enn handelspartnerens BNP-vekst skulle tilsi. Vi har lagt til grunn for våre prognoser at forholdet mellom internasjonal handel og økonomisk vekst normaliseres i løpet av 2015. Sammen med forutsetningen om at internasjonal økonomisk vekst etter hvert tar seg opp, betyr det at etterspørselen i norske eksportmarkeder ventes å øke langsomt gjennom prognoseperioden, fra en årsvekst på 2,7 prosent neste år til 5,7 prosent i 2017.

1.1. Amerikansk økonomi fortsetter å vokse

I USA økte BNP med 3,9 prosent i 3. kvartal i år, sesongjustert og målt som årlig rate. Dermed fortsatte i stor grad den positive utviklingen fra kvartalet før da veksten var på 4,6 prosent. Den høye veksten må imid-

lertid ses i lys av et fall i BNP på hele 2,1 prosent i årets første kvartal, som først og fremst kom som følge av en særdeles kald vinter. Det er særlig investeringene som har vært følsomme for kulda, og de har hatt et kraftig oppsving i sommer. I tillegg har det vært et markert oppsving i eksporten. Stram finanspolitikk fortsetter å dempe veksten. I tillegg strammes nå også pengepolitikken inn, i første omgang ved at den tredje perioden med kvantitative lettelse siden finanskrisen ble avsluttet i oktober. Dette har ført til en oppgang i lange renter og en styrking av den amerikanske dollaren. Oljeprisfallet bidrar imidlertid til å stimulere etterspørselen. Lavt avgiftsnivå og høyt oljeforbruk gjør isolert sett at gjennomslaget til den amerikanske økonomien av lav oljepris blir relativt stort. Dette motvirkes imidlertid av de negative effektene for oljeindustrien, som har vært i kraftig vekst i de senere år. Gjeninnhentingseffektene etter vinterens nedgang i realøkonomien er antakelig i stor grad uttømt, og vi venter at BNP-veksten blir mer moderat framover, på årsbasis langsomt økende fra 2,2 prosent i år til 3 prosent i 2017.

Husholdningenes etterspørselsvekst holdt seg godt oppe også i 3. kvartal. Stigende aksjekurser og etter hvert boligpriser har bidratt til at husholdningenes formue har økt. Gjeldsbelastningen har avtatt som følge av økte inntekter og nedbetaling av gjeld. Husholdningene har dessuten begynt å låne mer penger den siste tiden, etter en periode med nedbetaling av gjeld i kjølvannet av finanskrisen. Arbeidsmarkedet har fortsatt å utvikle seg positivt. Også bensinprisene, som har falt med drøye 20 prosent siden juni, har bidratt til å øke husholdningenes kjøpekraft. Tillitsindikatorer indikerer økende optimisme.

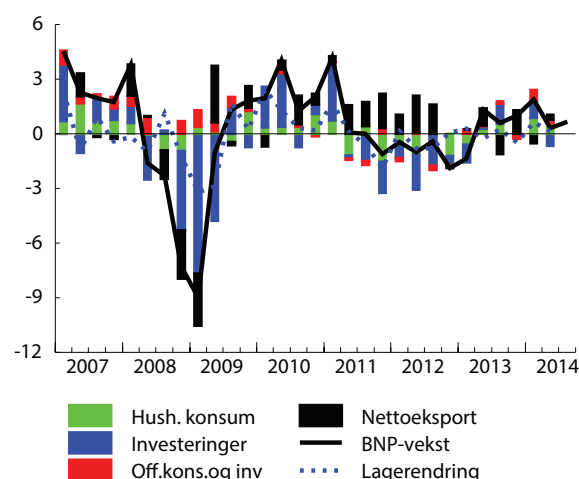
Veksten har tatt seg godt opp i næringsinvesteringene etter en svak start på året. Økende kapasitetsutnyttelse og bedret kreditttilgang peker i retning av at veksten vil fortsette. Selv om lange renter har økt noe er de fortsatt svært lave. Veksten i industriproduksjonen har tiltatt noe i år og var om lag 4 prosent i oktober i år, opp fra 3 prosent rundt årsskiftet. Oppsvinget i eksportveksten har bidratt til dette. En handelsvektet dollarstyrking på nesten 10 prosent siden i sommer kan i midlertid legge en demper på eksporten i tiden som kommer. Ordreinngangen er god og forventningsundersøkelser indikerer likefullt tiltakende optimisme i næringslivet.

Den usedvanlig kalde vinteren sørget for en midlertidig nedtur også i boligmarkedet, med markert nedgang både i investeringer og omsetning av boliger rundt årsskiftet. Etter at den amerikanske sentralbanken i fjor sommer annonserte utfasing av kvantitative lettelse, økte dessuten rentene på nye boliglån med rundt ett prosentpoeng. Siden har imidlertid rentene falt noe tilbake, men dette har likevel bidratt til å dempe aktiviteten i boligmarkedet. Boligprisene har falt litt siden tidlig i sommer. De siste to kvartalene har imidlertid boliginvesteringene vokst noe igjen, omsetningen av boliger har tatt seg godt opp, og vi venter at også boligprisene vil snu til moderat oppgang framover.

Sysselsettingsveksten har tiltatt det siste året, i tråd med at den økonomiske veksten har økt. Arbeidsledighetsraten har fortsatt å falle, til 5,8 prosent i oktober. Det er en stor nedgang fra toppen på 10,0 prosent høsten 2009, og det laveste nivået siden sommeren 2008. En betydelig del av nedgangen skyldes imidlertid at mange har gitt opp å få seg arbeid. Arbeidsstyrken, som normalt har vokst med rundt en prosent årlig, er fortsatt bare så vidt høyere enn høsten 2008. Yrkesdeltakelsen på 63 prosent er fortsatt 3,5 prosentpoeng lavere enn i 2007. Den svake veksten i arbeidsstyrken er nok hovedsakelig konjunkturrell, men har også en strukturell komponent som kan tilskrives en aldrende befolkning. I lys av dette legger også sentralbanken for tiden mindre vekt på arbeidsledigheten som konjunkturindikator.

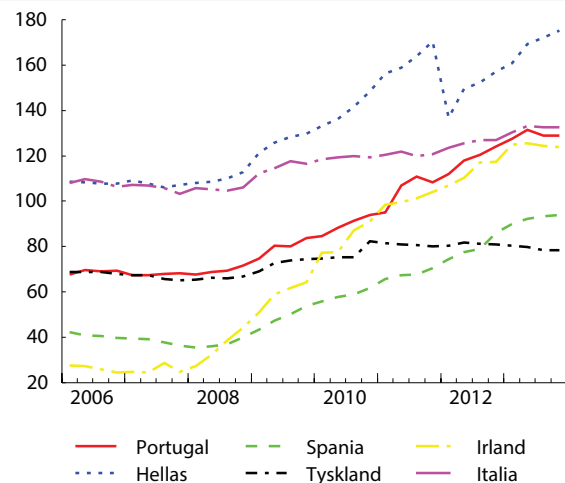
Inflasjonen målt ved 12-månedersveksten i KPI økte i første halvår, men falt noe tilbake i løpet av høsten, fra 2,1 prosent i juni til 1,7 prosent i oktober. Dette må ses i sammenheng med fallet i oljeprisen. Underliggende

Figur 1.7. Euroområdet. Bidrag til BNP-vekst. Sesongjustert, årlig rate



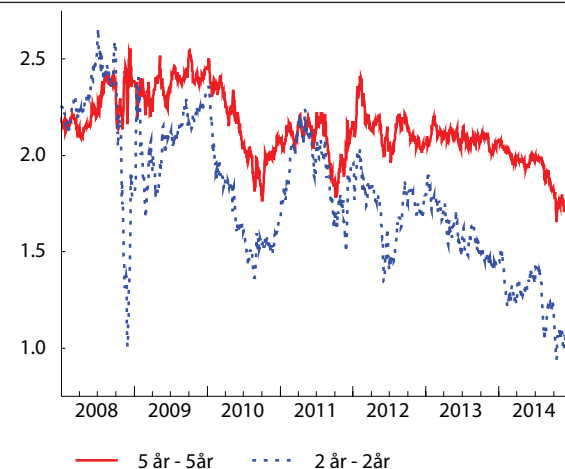
Kilde: Macrobond

Figur 1.8. Offentlig gjeld i utvalgte land



Kilde: Macrobond

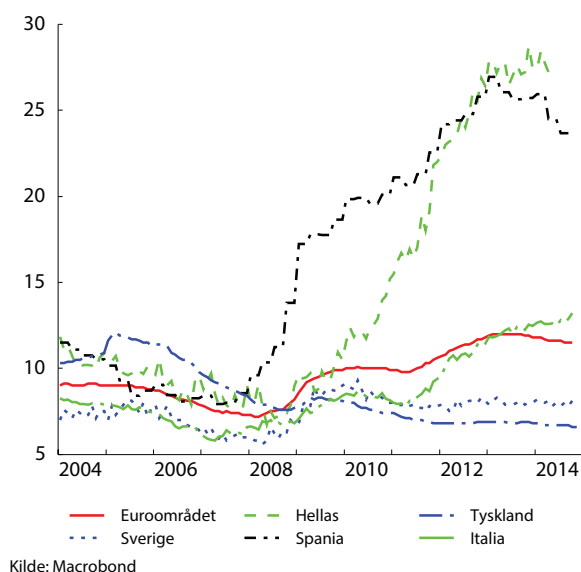
Figur 1.9. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap



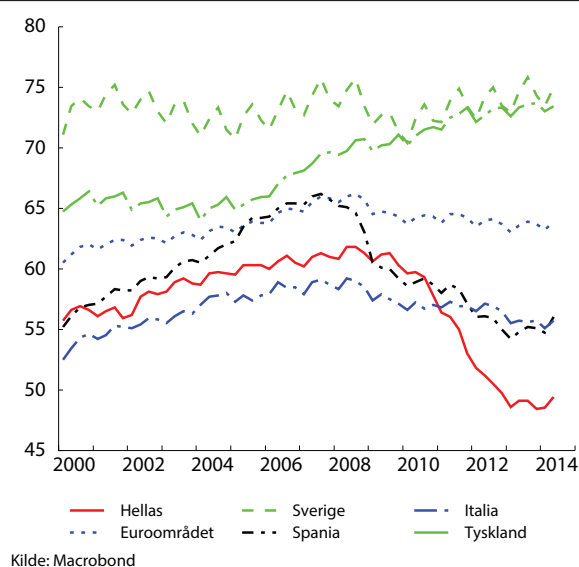
Kilde: Macrobond

prisvekst målt ved KPI justert for energi og matvarer, har ligget mellom 1,5 og 2,0 prosent i to år og var 1,8 prosent i oktober. Sesongjustert er imidlertid KPI

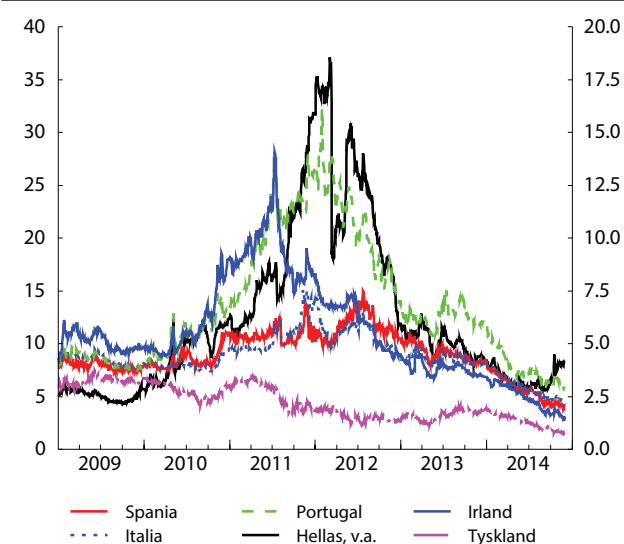
Figur 1.10. Euroområdet: Arbeidsledighet i utvalgte land



Figur 1.11. Euroområdet. Sysselsettingsandeler i utvalgte land



Figur 1.12. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



fortsatt på samme nivå som i juni. Det kan indikere at inflasjonspresset er meget lavt for tiden, og er på vei godt under sentralbankens langsiktige inflasjonsmål på 2 prosent.

Sentralbankens styringsrente har vært nær null siden 2008. Den tredje og foreløpig siste runden med kvantitative lettelse i denne perioden ble gradvis faset ut fra forrige årsskifte og avsluttet i oktober. Boliglånsrentene økte markert allerede da avslutningen av kvantitative lettelse ble annonsert sommeren 2013, og den amerikanske dollaren har siden styrket seg med 10 prosent handelsvektet, noe mer mot euro. Dermed er pengepolitikken allerede strammet inn betydelig. Den økonomiske veksten har tatt seg opp det siste året, men arbeidsledigheten er fortsatt relativt høy og inflasjonen faller. Med høy statsgjeld faller fortsatt mye av ansvaret for å stimulere økonomien på pengepolitikken. En kan derfor ikke forvente noen økning i styringsrenta med det første, og sentralbanken har signalisert at det neppe blir noen renteøkning før om et års tid. Dette til tross for at den ekspansive pengepolitikken kan bidra til oppbygging av bobler, kanskje særlig i obligasjons- og aksjemarkedene, der prisene har steget kraftig de seneste årene. Den brede aksjeindeksen S&P 500 har for eksempel økt med over 20 prosent selv fra den meget markerte toppen i 2007, og med hele 150 prosent siden bunnen i 2009.

1.2. Ny vekstpause i euroområdet

I euroområdet har den økonomiske veksten latt tilbake de siste to kvartalene, med en veksttakt på henholdsvis 0,3 og 0,6 prosent fra kvartalet før målt som årlig rate. Avmatningen kom etter en periode med tiltakende vekst gjennom 2013 og litt inn i 2014, der både husholdningenes konsum og private investeringer begynte å vokse forsiktig, samtidig som finanspolitikken ble mindre kontraktiv. Oppbremsingen i sommerhalvåret kom først og fremst som følge av svak utvikling i investeringene.

Fordelt på land kom veksten i 3. kvartal hovedsakelig som følge av sterkere vekst i Frankrike samt fortsatt relativt høy vekst i Spania. Det er også verdt å merke seg at den høyeste veksten i euroområdet denne gangen kom i Hellas. Den greske økonomien begynte omsider å vokse igjen ved inngangen til 2014 og har nå vokst tre kvartaler på rad, riktignok fra et meget lavt nivå. Den tyske økonomien derimot har stagnert de siste to kvartalene. I Italia har BNP falt kontinuerlig siden 2. kvartal 2011, med til sammen 5 prosent, og med nesten 10 prosent siden toppen i 2008.

Konflikten i Ukraina har ført til restriksjoner på handel og finansielle transaksjoner med Russland. Dette har utløst et kraftig fall i russisk import. Det merkes godt i mange europeiske land som har stor samhandel med Russland, blant annet Tyskland og Frankrike. Etter spørselen fra Asia har også vist visse svakhetstegn. På den annen side kan lavere råvarepriser ventes å ha en positiv effekt på økonomien i euroområdet.

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Oljeprisen var om lag 110 dollar fatet i gjennomsnitt i årene 2011 – 2013. I sommer steg den til nær 115 dollar i midten av juni, men har siden falt og var ved inngangen til desember rundt 70 dollar fatet.

Den høye oljeprisen gjennom de tre-fire siste årene skyldes blant annet urolighetene i Midt-Østen og Nord-Afrika, som har medført redusert oljeproduksjon i flere land. Dessuten har sanksjonene mot Irans oljeeksport fortsatt på grunn av landets atomvåpenprogram. Oljeprisøkningen i juni skyldtes at det oppsto frykt for at opprørerne fra Islamsk Stat skulle true oljeproduksjonen i Irak, mens prisen falt gjennom juli og august da det ble klart at produksjonen ikke ble berørt av kamphandlingene. Oljeprisen fortsatte å falle gjennom de tre påfølgende månedene som følge av økt produksjon i Libya og til dels Irak, mens man forventet lavere vekst i etterspørselen spesielt utenfor OECD. Forøvrig ser det ut til at konflikten i Ukraina ikke har hatt særlig innvirkning på oljeprisen.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 0,7 millioner fat daglig i 2014 og ytterligere med 1,1 millioner fat i 2015. Økningen neste år er først og fremst forventet å komme i Kina og i andre asiatiske land, og til dels i Midt-Østen og Afrika. IEA antar at etterspørselen i OECD vil falle med 0,1 millioner fat per dag i 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 1,8 millioner fat i 2014 og ytterligere med 1,1 millioner fat i 2015. Størsteparten av økningen er forventet å komme i OECD, selv om produksjonen også forventes å øke noe i Latin-Amerika. Økningen i råoljeproduksjonen i OECD kom først og fremst i USA og i mindre grad i Canada, mens produksjonen i Nordsjøen forutsettes noenlunde konstant. USA ventes å øke sin produksjon av lettolje fra tette bergarter (såkalt skiferolje) og Canada vil øke sin produksjon av oljesand.

Videre forventer IEA at produksjonen utenfor OPEC vil stige om lag like mye som global etterspørsel neste år, noe som vil føre til endret etterspørsel rettet mot kartellet. Dersom OPEC holder produksjonen på dagens nivå, vil dette føre til oppbygging av råoljelagre og et videre press nedover på oljeprisen. Det er viktig å påpeke at IEA i sin rapport fra november ikke ser ut til å ha justert sine anslag for fremtidig tilbud og etterspørsel i nevneverdig grad som følge av den lavere oljeprisen (se tabell).

Det har vært hevdet at urolighetene i Ukraina kan føre til at Russland kan komme til å stanse hele eller deler av oljeeksporten til EU, som en reaksjon på sanksjonene som EU og USA har satt i verk mot Russland. De fleste analytikere tviler på et slikt utfall fordi Russland og EU er gjensidig økonomisk avhengige av handelen med olje. Om lag en tredjedel av oljeimporten til EU kommer fra Russland, og dette volumet tilsvarer 60-70 prosent av all russisk oljeeksport. De fleste analytikere mener også at sanksjonene mot russisk oljesektor bare vil ha virkning på produksjonen på lang sikt.

Det er ventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC i årene fremover. Denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem og dette bidrar til å øke tilbudet. Det er usikkert hvordan oljeproduksjonen i Libya og Irak vil utvikle seg i tiden fremover på grunn av urolighetene der, mens man i de pågående forhandlingene med Iran foreløpig har bestemt at landet kan videreføre sin oljeeksport på en million fat per dag. På OPECs ministermøte 27. november vedtok OPEC å holde produksjonskvoten uendret. Dette betyr at OPEC må redusere sin samlede produksjon med om lag 0,6 millioner fat per dag for at kvoten skal overholdes.

Det internasjonale energibyrået (IEA) har anslått at en oljeprisnedgang på 20 dollar per fat vil føre til at en oljeproduksjon på om lag 1 million fat per dag faller bort. Nedgangen kommer i hovedsak i form av lavere utvinning fra oljesand, i arktiske strøk og skiferolje. Dette er selvsagt et usikkert anslag og ikke minst er det uklart hvor fort produksjonen reduseres. Skulle oljeprisen bli 70 dollar eller lavere framover, kan det tenkes å føre til et relativt større fall i produksjonen siden lønnsomheten da blir dårligere. Erfaringene fra finanskrisen, da OPEC justerte ned produksjonen, var at det skjedde lite eller ingenting med produksjonen utenfor OPEC. På denne tiden var det imidlertid ingen nevneverdig produksjon av amerikansk skiferolje. Hvis vi anslår den kortsiktige priselastisiteten i etterspørselen etter olje til -0,1, vil en prisnedgang fra 100 til 70 dollar tilsi at etterspørselen øker med 3 prosent, noe som tilsvarer nærmere 3 millioner fat. Dermed endres markedsbalansen (etterspørsel minus tilbud) med om lag 4 millioner fat per dag i løpet av to til tre års tid, mens effektene i 2015 antakelig er mye mindre. En så stor endring i markedsetterspørselen er ikke realistisk fordi dette er mer enn det dobbelte av den lageroppbyggingen som IEA har anslått for 2014 og 2015 samlet sett. Det er neppe forenlig med en oljepris på 70 dollar per fat for 2016. Vi legger derfor til grunn at oljeprisen er knapt 70 dollar i første halvår 2015 og deretter stiger gradvis opp til et nivå på 80 dollar per fat ved utgangen av 2017.

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

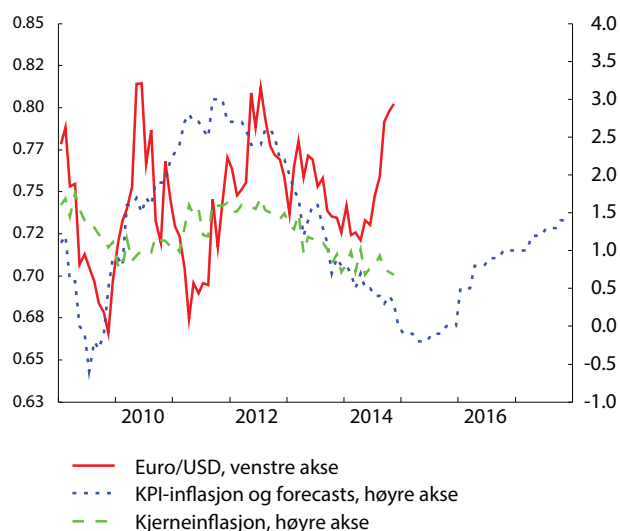
	Prognose				Prognose							
	2012	2013	2014	2015	14.1	14.2	14.3	14.4	15.1	15.2	15.3	15.4
Etterspørsel	90,5	91,7	92,4	93,5	91,6	91,5	93,0	93,5	92,6	92,7	94,2	94,6
OECD ¹	45,9	46,1	45,7	45,6	45,7	44,7	45,9	46,4	45,7	44,8	45,8	46,1
Europa	13,8	13,7	13,5	13,4	13,0	13,4	13,8	13,5	13,1	13,4	13,7	13,4
Nord-Amerika	23,6	24,1	24,1	24,1	23,9	23,6	24,3	24,4	23,9	23,9	24,3	24,4
Stillehavsområdet	8,5	8,3	8,2	8,0	8,8	7,7	7,7	8,4	8,6	7,5	7,8	8,3
Tidligere Sovjetunionen	4,6	4,7	4,8	4,8	4,6	4,8	5,0	4,9	4,6	4,8	5,0	5,0
Resten av verden	40,0	40,8	41,9	43,1	41,3	42,0	42,1	42,2	42,3	43,1	43,4	43,5
Tilbud	90,8	91,3	93	94,9	92,0	92,8	93,2	93,7	94,5	94,7	95,0	95,4
OPEC ²	37,5	36,8	36,7	37,3	36,3	36,4	36,8	37,1	37,3	37,3	37,3	37,3
OECD	19,8	20,9	22,4	23,3	22,1	22,4	22,3	22,8	23,2	23,1	23,2	23,9
Tidligere Sovjetunionen	13,7	13,9	13,9	13,8	14,0	13,8	13,8	13,8	13,9	13,8	13,7	13,7
Resten av verden	19,8	19,7	20	20,3	19,6	20,2	20,3	20,0	20,1	20,5	20,8	20,5
Lagerendring	0,3	-0,4	0,6	1,4	0,4	1,2	0,2	0,2	1,9	2,0	0,8	0,8
Etterspørsel rettet mot OPEC	37,3	37,2	36,1	36,0	35,8	35,1	36,6	36,8	35,5	35,4	36,6	36,5
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	111,7	108,5			108,1	110,0	101,1					

Kilde: IEA: Oil Market Report November 2014.

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.

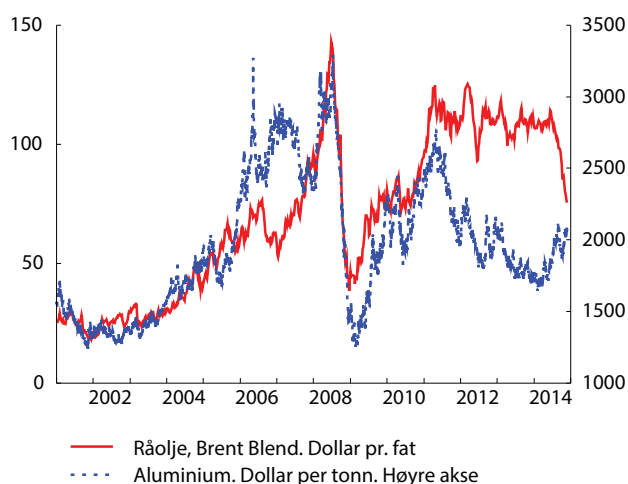
² Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC er basert på en forlengelse av det gjennomsnittlige nivået juli 2014 og er gjort av Statistisk sentralbyrå.

Figur 1.13. Euroområdet. Inflasjon og valutakurs



Kilde: Macrobond.

Figur 1.14. Spotpris på råolje og aluminium



Kilde: Macrobond.

Siden 2009 er det bare eksporten som har vokst nevneverdig i euroområdet som helhet. Med en oppgang på rundt 30 prosent er den nå 10 prosent høyere enn toppen før finanskrisen i 2008. Husholdningene og offentlig sektor er tynget av stor gjeld, som vil dempe etterspørselen i lang tid framover. Husholdningenes konsum er fortsatt lavere enn i 2008. Nivået på offentlig konsum og investeringer er så å si uendret siden høsten 2009, da finanspolitikken ble forlatt som motkonjunkturalt virkemiddel i mange land, men har altså økt noe det siste året.

I følge ESBs siste utlånsundersøkelse er bankene i mange land fortsatt svært tilbakeholdne med å yte lån. Selv om det i enkelte land er tegn til en viss bedring, hemmes kredittetterspørselen både av gjeldstyngede bedrifter og husholdninger med liten vilje eller evne til å lånefinansiere nye investeringer og konsum. Som andel av BNP ligger den samlede private gjelden fortsatt på et

svært høyt nivå for mange land i euroområdet, selv om det er tegn til en viss bedring i noen land. Lange renter har fortsatt å falle. Unntaket er Hellas, der ledende politikeres ønsker om nedskrivning av statsgjeld bidro til at rentene på 10 års statsgjeld økte med 2,5 prosentpoeng i oktober, og siden har ligget rundt 8 prosent. For de øvrige såkalte PIIGS-landene ligger tilsvarende renter nå på 1,5-3,0 prosent, godt under nivåer som var vanlig før finanskrisen. Store, internasjonale foretak har nå generelt gode finansieringsvilkår i Europa, mens små og mellomstore bedrifter sliter i mange land. Mange bedrifter oppgir også politisk usikkerhet som årsak til at de holder igjen på investeringene. Det må ses i sammenheng med at høy arbeidsledighet har bidratt til å skape betydelige politiske omveltninger og framvekst av store fløypartier i mange land.

Den høye arbeidsledigheten har sammen med fallende råvarepriser bidratt til at inflasjonen har blitt svært lav for euroområdet samlet og negativ for flere av medlemslandene. Med en tolv måneders vekst i konsumprisindeksen på 0,3 prosent i november ligger inflasjonen langt under ESBs inflasjonsmål. Markedet for inflasjonsswapper tyder dessuten på at inflasjonsforventningene er i ferd med å falle, både på 2 og fem års sikt. Fallet i råvare- og energipriser kan ikke forklare alt, ettersom kjerneinflasjonen, som ser bort fra prisutviklingen på matvarer og energi, falt til 0,7 prosent i oktober og har ligget i underkant av 1 prosent siden september i fjor. Med lite rom for finanspolitiske stimulanser vil ansvaret for motkonjunkturpolitikken fortsatt ligge hos pengepolitikken i tiden som kommer. Pengemarkedsrentene ventes således å holde seg nær dagens lave nivå gjennom hele prognoseperioden, selv om de forventes å øke litt mot slutten av prognoseperioden når veksten i euroområdet antas å ha kommet noe opp.

Samlet sett vurderer vi vekstutsiktene i euroområdet som litt svakere sammenliknet med vår forrige konjunkturrapport. Isolert sett trekker oljeprisen opp, men den svake utviklingen de siste kvartalene, spesielt i Tyskland, trekker i motsatt retning. For inneværende år betyr det at vi ser for oss at euroøkonomien vil vokse med omtrent 0,6 prosent. Neste år ventet vi at årsveksten avtar til 0,6 prosent, før den tar seg gradvis opp gjennom prognoseperioden, til 1,5 prosent i 2017. Det innebærer at euroområdet fortsatt vil være i en lavkonjunktur ved prognoseperiodens slutt i 2017.

Når vi ser nærmere på de viktigste landene i euroområdet er nullvekst i Tyskland de to siste kvartalene kanskje mest iøynefallende. Tyskland har ellers vært en av de raskest voksende euroøkonomiene de siste årene. Det er et markert fall i investeringene som ligger bak den siste avmatningen. I oktober hadde eksporten til Russland falt med hele 26 prosent sammenliknet med samme måned året før. Industriproduksjonen har dessuten falt klart gjennom 2014. Samlet vokste eksporten likevel markert i 3. kvartal. Husholdningenes konsumvekst tok seg også opp igjen i 3. kvartal, etter å ha stoppet opp i 2. kvartal. Arbeidsledigheten har

imidlertid fortsatt å falle. Boligprisene har steget med 25 prosent siden 2010, og har med det tatt igjen hele nedgangen i 2007-2009. Forventningsindikatorer både for husholdninger og næringsliv har likevel falt markert siden i sommer. Tyske myndigheter har nylig gjentatt at balanserte budsjetter fortsatt har høyeste prioritet, og at det ikke ligger an til nye stimulanser av betydning over offentlige budsjetter med det første. Med dette bakteppet legger vi til grunn at den økonomiske veksten bare tar seg langsomt opp i Tyskland framover.

Den franske økonomien har klart seg noe bedre enn snittet i euroområdet siden finanskrisen, hjulpet av en klart mer ekspansiv finanspolitikk. Men også i Frankrike har veksten vært meget svak de siste årene. Riktignok vokste BNP med 1,1 prosent i 3. kvartal målt som årlig rate, først og fremst som følge av sterk vekst i offentlig etterspørsel, selv om også eksporten bidro noe. Som i Tyskland har investeringene falt de siste kvartalene, men fra et mye lavere nivå. Frankrike har overfor EU-kommisjonen forpliktet seg til betydelige offentlige budsjettkutt de neste tre årene. Med høylytte protester fra kommisjonen vedrørende overskridelsene i det nylig innsendte budsjettet for 2015, er det lite som tyder på at offentlig konsum vil kunne fungere som en kilde til vekst framover.

I spansk økonomi har veksten tiltatt i år, til 2,0 prosent i årets 3. kvartal målt som årlig rate. Dermed har spansk BNP vokst fem kvartaler på rad. Siden 2009 bidro sterk eksportvekst til å dempe fallet i BNP, en nedgang som ble forsterket av at offentlige utgifter ble kuttet med 11 prosent fra tidlig i 2011 til sent i 2013. Eksportveksten avtok markert i fjor høst, men har tatt seg godt opp igjen de to siste kvartalene. Husholdningenes etterspørselsvekst har tatt seg godt opp siden i fjor sommer, og har vokst med rundt 3,5 prosent både i 2. og 3. kvartal i år. Med svært høy gjeld i husholdningene og en arbeidsledighet på 24 prosent er dette noe overraskende. Forventningsundersøkelser indikerer imidlertid økende optimisme. Boligprisedgangen kan være i ferd med å nærme seg slutten. Det er også tegn til at investeringene er i ferd med å passere bunnen. Også offentlig gjeld er svært høy som andel av BNP, av IMF anslått til nær 110 prosent for 2014, og øker fortsatt. ESBs bankutlånsundersøkelse viser dessuten at de spanske bankene fortsatt er like lite villige til å låne ut penger som bedrifter og husholdninger har evne eller vilje til å øke sin låneeksponering. Dermed er det neppe duket for kraftig vekst, selv om gjeninnhentingseffekter fortsatt kan gjøre seg gjeldende en tid framover. Også i Hellas og Portugal har økonomien begynt å vokse igjen den siste tiden, og ledigheten har falt noe fra svært høye nivåer.

Utenfor euroområdet var veksten fortsatt høy i Storbritannia i 3. kvartal, med 2,8 prosent fra kvartalet før målt som årlig rate. Dermed konsoliderte Storbritannia sin posisjon som en av de raskest voksende økonomiene i OECD de siste par årene. Den britiske økonomien er nå 3,4 prosent over nivået før finanskrisen tok til for 6

år siden. Ettersom befolkningen samtidig har vokst med tilnærmet 4,5 prosent, ligger imidlertid BNP per innbygger fortsatt 1 prosent lavere enn ved forrige toppnotering. Et markert oppsving i privat investeringsvekst fra sommeren 2013 er en viktig forklaring på den sterke veksten i Storbritannia. Husholdningenes etterspørsel har tatt seg gradvis opp. Offentlig etterspørsel har også fått et markert oppsving de siste to kvartalene. Eksporten har imidlertid fortsatt å falle, og var i 3. kvartal om lag 5 prosent lavere enn i 2011. Den svake eksporten må ses i sammenheng med at det britiske pundet i den samme perioden har styrket seg med 10 prosent handelsvektet. På tilbudssiden ser vi at det største bidraget til veksten i 3. kvartal kom fra tjenesteproduksjonen. Industriproduksjonen har også vokst moderat gjennom de to siste årene, og arbeidsledigheten har falt markert, til 6,0 prosent i oktober. De sterke tallene til tross, real-lønningene fortsetter å falle ettersom mange av jobbene som skapes er innen typiske lavlønnsyrker eller deltidsjobber.

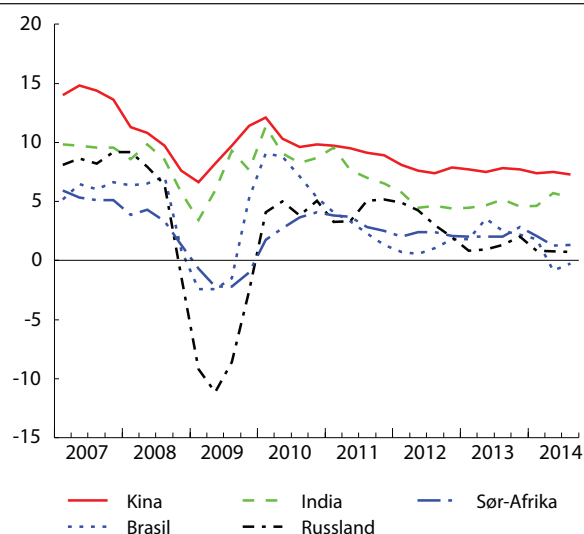
I svensk økonomi har det vært en moderat, men bredt basert vekst det siste året. I 3. kvartal i år avtok veksten noe, til 1,3 prosent fra kvartalet før målt som årlig rate. Det skyldtes at veksten i husholdningenes etterspørsel stoppet opp. På bakgrunn av den sterke konsumveksten kvartalet før, kan det være et element av korreksjon i denne nedgangen. Et nytt oppsving i investeringene i privat sektor siden i fjor sommer er en viktig faktor bak den økonomiske veksten i Sverige. En markert rentenedgang det siste året, både i korte og lange renter, kan bidra til å stimulere investeringene også framover. Arbeidsledigheten har imidlertid blitt værende på et høyt nivå, rundt 8 prosent de tre siste årene, og konsumprisene har ikke steget på over to år. Som følge av dette valgte Sveriges Riksbank å kutte styringsrenten med nye 0,25 prosentpoeng sent i høst, slik at den nå ligger på 0 prosent.

Den danske økonomien har vist noen tegn til vekst de siste kvartalene, etter 8 år med stagnasjon. I 3. kvartal var veksten på 1,9 prosent målt som årlig rate. Veksten skyldes i hovedsak at investeringene har begynt å vokse fra et meget lavt nivå. De er fortsatt ikke høyere enn i 1998. Husholdningenes konsum falt i 3. kvartal, mens eksporten har falt de siste to kvartalene. Det har også vært liten vilje til å stimulere økonomien via offentlige budsjetter. Arbeidsledigheten målt ved AKU lå på noe i overkant av 6,5 prosent i 2. kvartal, mens den registrerte ledigheten fortsatt viser en sesongjustert ledighetsrate i overkant av 4 prosent. De relativt lave ledighetstallene skjuler imidlertid at sysselsettingsraten har falt fra om lag 78 prosent i begynnelsen av 2008 til 72 prosent i dag.

1.3. Målt vekst i Kina

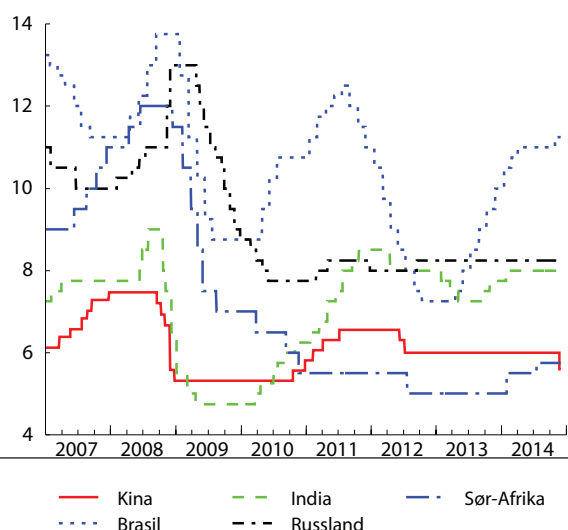
Kinas økonomi vokste i 3. kvartal med 7,8 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Det er noe langsomere enn i kvartalet før, da veksten var på 8,2 prosent, men også dette er i overkant av myndighetenes vekstmål på 7,5 prosent for året som helhet.

Figur 1.15. Framvoksende økonomier. BNP-vekst fra samme periode året før



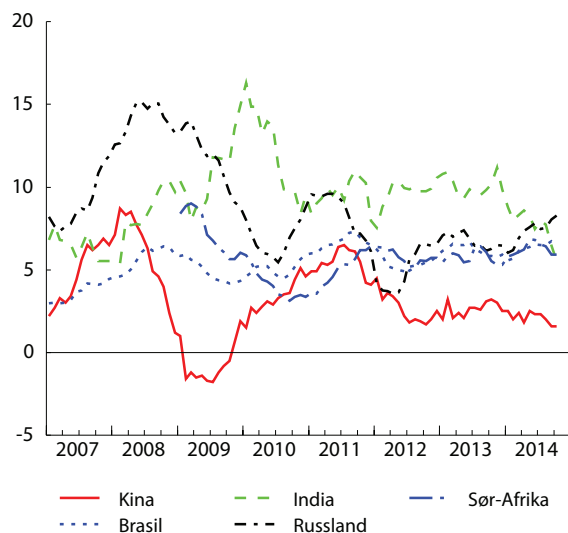
Kilde: Macrobond

Figur 1.16. Styringsrenter i framvoksende økonomier



Kilde: Macrobond

Figur 1.17. Inflasjon i framvoksende økonomier



Kilde: Macrobond

Det er tegn til at veksten er i ferd med å avta noe. For andre måned på rad falt prisene på boliger i 69 av 70 byer, og prisene på nye boliger har nå falt om lag 5 prosent fra toppen som ble nådd i februar i år. Nedgangen virker likevel kontrollert, og også motvirket av at myndighetene nylig myket opp reservekapitalkravet til bankene. I tillegg besluttet sentralbanken å kutte rentene for første gang siden sommeren 2012. Den ettårige utlånsrenten ble satt ned fra 6 til 5,6 prosent, mens den ettårige innskuddsrenten ble kuttet med 0,25 prosentpoeng til 2,75 prosent. Inflasjonen har falt til 1,6 prosent i oktober, som er den laveste prisveksten siden inngangen til 2010.

Den indiske økonomien viser tegn til bedring etter en lang periode der økonomien har vokst under hva som er regnet for dens potensiale. I årets to første kvartaler tok veksten seg godt opp. Det er særlig høyere eksport som bidrar til dette. India er også en stor importør av olje og gass, og det er ventet at lavere oljepriser vil ha gunstige effekter både på inflasjon og handelsbalanse i tiden framover. Indiske myndigheter har i årtier brukt store summer på subsidiering av bensinpriser, og den lavere oljeprisen har vist seg kjærkommen i en tid da man er i ferd med å fase ut subsidiene. Denne utfasingen betyr en betydelig kostnadsøkning for mange husholdninger, men vil til gjengjeld bidra til økt spillerom i offentlige budsjetter. Inflasjonen har siden inngangen til 2014 falt fra om lag 10 til 6 prosent. Lavere matpriser har også bidratt til at sentralbanken kan sette ned renta, som vil gi et bedre klima for så vel investeringer som konsum.

Den svake utviklingen i russisk økonomi fortsetter. I årets 2. kvartal vokste den med 1 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Det er likevel noe bedre enn i 1. kvartal da veksten kun var på 0,3 prosent. Landet er rammet av sanksjoner knyttet til hendelsene i Ukraina, og den fortsatt uavklarte situasjonen der. I tillegg er Russland sterkt påvirket av den siste tidens oljeprisfall. Begge faktorer har bidratt til at den russiske rubelen gjennom året har svekket seg med om lag 30 prosent handelsvektet, og enda mer mot amerikanske dollar. Det har i sin tur medført et kraftig fall i importen, mens eksportveksten har stoppet opp blant annet som følge av internasjonale sanksjoner. Russiske konsumenter møter stadig tommere butikkhylle som følge av sanksjonene, og den svake valutaen gjør også at prisen på importvarer går kraftig opp. Dette har bidratt til at russisk inflasjon i oktober nådde 8,3 prosent, det høyeste nivået på 3 år. Fallende valutakurs og tiltakende inflasjon har også satt den russiske sentralbanken under press. For å motvirke spekulasjon endret sentralbanken nylig sitt pengepolitiske mål fra styrt til fri flyt av rubelen.

I Brasil vokste BNP med 0,3 prosent i 3. kvartal, sesongjustert og målt som årlig rate, etter to påfølgende kvartaler med klar nedgang. Sterk vekst i offentlige investeringer bidro til å stoppe fallet. På produksjons-siden er det særlig industri og jordbruk som viser svak

utvikling. Høy inflasjon, på 6,6 prosent i oktober, og svak valutakurs har medført at sentralbanken har hevet renta gjentatte ganger, siste gang i oktober til 11,25 prosent. Nedgangen kommer på tross av store investeringer knyttet til sommerens fotball VM og de kommende olympiske leker. I et jevnt presidentvalg denne høsten ble Dilma Rousseff gjenvalgt for en ny periode. Markedene reagerte negativt på valgnyheten, da Rousseff og hennes regjering har vist liten evne til å få fart på økonomien. Frykten er at landet skal ta samme vei som sitt naboland Argentina, der svak styring har ført til under-pari økonomisk utvikling i lengre tid.

I Japan møter statsminister Shinzo Abes økonomiske eksperiment motbør. I 3. kvartal falt landets BNP med 1,6 prosent sesongjustert og målt som årlig rate. Med det er også japansk økonomi inne i en resesjon, etter det store fallet i 2. kvartal på 7,3 prosent i kjølvannet av vårens momsøkning. Dermed har BNP falt i tre av de fire siste kvartalene. Abe har nylig skrevet ut nyvalg i håp om å få forlenget mandatet for sitt økonomiske eksperiment mens meningsmålingene ennå er i hans favør. Dette er også mye av grunnen til at en planlagt ny økning av momsen neste år er utsatt. Et av hovedmålene for Abes politikk er å få inflasjonen stabilt opp på 2 prosent. Når man tar vekk den direkte effekten av momsøkningen på inflasjonen er inflasjonen i Japan fortsatt kun rundt én prosent.

I Sør-Korea vokste BNP med 3,5 prosent i 3. kvartal. Det er innenlandsk etterspørsel som bidrar mest, med høy vekst både i husholdningenes etterspørsel og i offentlig konsum. Også private investeringer vokser. Siden sommeren har den koreanske sentralbanken kuttet styringsrenten to ganger med til sammen 0,5 prosentpoeng, og den er nå på 2 prosent, det laveste nivået på 4 år. Den lavere renta kan delvis ses som en respons på den ekspansive pengepolitikken og det lave rentenivået i Japan.