

1. Konjunkturtendensene internasjonalt

Internasjonalt tiltok den økonomiske veksten litt i fjor. Det er imidlertid store forskjeller mellom land og regioner. Blant Norges viktigste handelspartnere tok veksten seg markert opp i USA og Storbritannia. Svensk økonomi hadde et markert oppsving på slutten av fjoråret, mens dansk økonomi fremdeles ikke har vokst nevneverdig etter finanskrisen. I euroområdet har BNP økt de siste tre kvartalene. Veksten er fortsatt lav, men resesjonen ser ut til å være et tilbaketrukket stadium. Også i de kriserammede landene i Sør-Europa har BNP forsiktig krøpet oppover den siste tiden. Blant framvoksende økonomier er bildet også blandet. I Brasil, Russland og Polen har veksten avtatt markert, mens den har økt i India og holdt seg godt oppe i Kina.

Høy statsgjeld betyr fortsatt stram finanspolitikk i store deler av OECD-området i mange år framover, til tross for svake konjunkturer og høy arbeidsledighet. Motkonjunkturpolitikken er dermed overlatt til pengepolitikken, med renter nær null og ekspansiv likviditetspolitikk. I de perifere eurolandene medfører kombinasjonen av svake statsfinanser og banker i trøbbel at næringsliv og husholdninger likevel står overfor høye markedsrenter. Lav og fallende inflasjon i Europa bidrar også til at den europeiske sentralbanken trolig vurderer muligheten for å begynne med kvantitative lettelsers. Den amerikanske sentralbanken begynte en forsiktig nedtrapping av kvantitative lettelsers i januar, men renteøkninger ligger trolig fortsatt et stykke inn i framtiden, først og fremst på grunn av det svake arbeidsmarkedet.

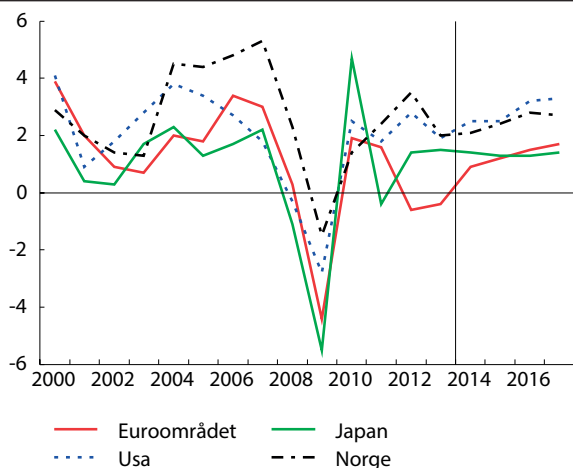
Sammenliknet med vår forrige konjunkturrapport i desember i fjor, har vi oppjustert vekstanslagene noe for Europa for inneværende år som følge av høyere vekst enn ventet på slutten av fjoråret. I Europa vil imidlertid høy gjeld, både i privat og offentlig sektor, fortsette å legge en demper på veksten, slik at eksporten fortsatt

må være den viktigste drivkraften hvis oppgangen skal fortsette. Anslagene innebærer at Norges handelspartnere samlet sett fortsatt ikke ventes å passere konjunkturbunnen før i 2015, og at den påfølgende oppgangen blir så moderat at de fortsatt vil være i lavkonjunktur ved utgangen av prognoseperioden i 2017.

1.1. USA

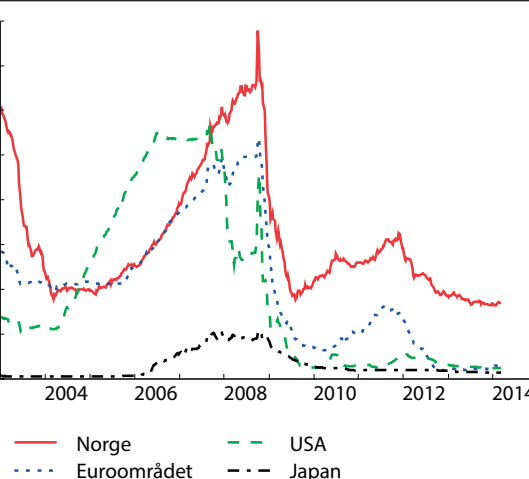
I 2013 vokste den amerikanske økonomien med 1,9 prosent sammenliknet med året før. Det er klart mindre enn i 2012, da veksten var på 2,8 prosent. Disse tallene skjuler imidlertid at veksten avtok gjennom 2012, og så tiltok igjen gjennom 2013. Det var først og fremst husholdningenes etterspørsel, og etter hvert eksporten, som var drivkreftene i amerikansk økonomi i fjor. I 4. kvartal avtok imidlertid BNP-veksten, til 2,4 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, fra 4,1 prosent kvartalet før. Husholdningenes konsum har vokst jevnt og trutt siden finanskrisen, og veksten tiltok noe i 4. kvartal. Oppsvinget i eksporten kom til tross for at den amerikanske dollaren styrket seg gjennom fjoråret, og kan for en stor del tilskrives en økning i eksporten til framvoksende økonomier som Brasil og Kina. Næringsinvesteringene fortsatte å vokse i 4. kvartal, men veksten var svakere og ikke like bredt basert som i kvartalet før. Boliginvesteringene falt for første gang på to år i 4. kvartal, og for næringsbygg stoppet investeringsveksten helt. Offentlig konsum og investeringer fortsatte nedgangen som har pågått siden 2010. At veksten i amerikansk økonomi tok seg opp gjennom fjoråret til tross for kraftig innstramming i finanspolitikken, kan tyde på at veksten er relativt robust. På den annen side peker en del nøkkeltall den siste tiden mot en noe dempet vekst framover. Samlet ser vi derfor for oss en relativt moderat vekst i amerikansk økonomi de nærmeste kvartalene, og at veksten deretter tar seg gradvis opp gjennom prognoseperioden fra om lag 2,5 prosent som årsgjennomsnitt i år til 3,5 prosent i 2017.

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



Kilde: Macrobond og Statistisk sentralbyrå

Figur 1.2. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Macrobond

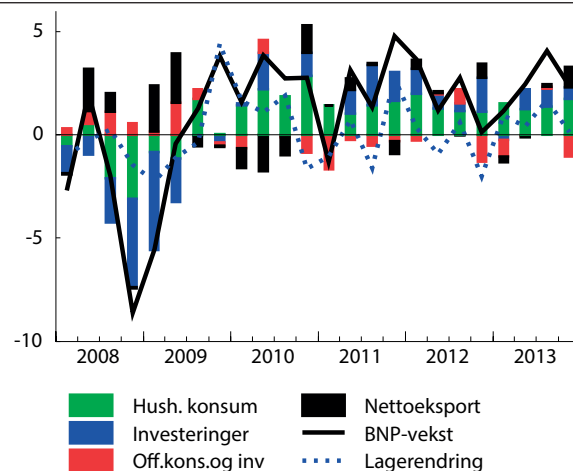
At husholdningenes konsumvekst økte i 4. kvartal i fjor kan ha sammenheng med bedring i arbeidsmarkedet samt at konfliktnivået rundt offentlige budsjetter har avtatt, noe som har bidratt til redusert usikkerhet. Samtidig har imidlertid rentene på lån med lang løpetid steget markert som følge av at den amerikanske sentralbanken (Fed) er i ferd med å stramme inn likviditetspolitikken, noe som også har bidratt til stagnasjon i aksjekursene siden slutten av fjoråret. De siste månedene indikerer statistikken for detaljhandel og nybilsalg at konsumveksten er i ferd med å avta noe.

Husholdningenes bruttogjeld er om lag 10 prosent lavere enn toppen i begynnelsen av 2008. Nedgangen stoppet imidlertid opp i 2012, og i 3. kvartal i fjor økte gjelda noe. Den disponible inntekten har imidlertid økt jevn og trutt, slik at gjeldsbelastningen har fortsatt å avta, om enn i et noe lavere tempo. Gjelda som andel av disponibel inntekt har falt fra 130 prosent før finanskrisen til nær 100 prosent i fjor. En vesentlig del av nedgangen skyldes imidlertid at mange husholdninger med betalingsproblemer har fått ettergitt gjeld. Dette innebærer tap for bankene, samtidig som mislighold av gjeld reduserer kredittverdighet og dermed gir mindre muligheter for å få lån både til varige forbruks-goder som bil og som bolig. På formuessiden har stigende boligpriser og aksjekurser bidratt til å bedre husholdningenes økonomi de siste årene, men både bolig- og aksjemarkedene har vist svakhetstegn den siste tiden.

I boligmarkedet stoppet veksten litt opp i fjor høst. Dette må ses i sammenheng med Feds nedtrapping av kvantitative lettelsler, som ble varslet i mai i fjor og igangsatt i desember. Lange renter har i denne perioden steget markert. Boliginvesteringene falt i 4. kvartal etter å ha vokst sammenhengende siden slutten av 2010. Omsetningen av nye boliger falt med hele 15 prosent fra juli i fjor til januar i år. Boligprisene har derimot fortsatt å vokse, og var i desember i fjor nesten 20 prosent høyere enn ved bunnen om lag to år tidligere, målt ved S&P Case-Shiller Composite 20-indeksen, som venter sammen prisutviklingen i 20 storbyområder i USA. Dermed har boligprisene tatt igjen om lag en tredel av fallet i perioden fra 2007 til 2009.

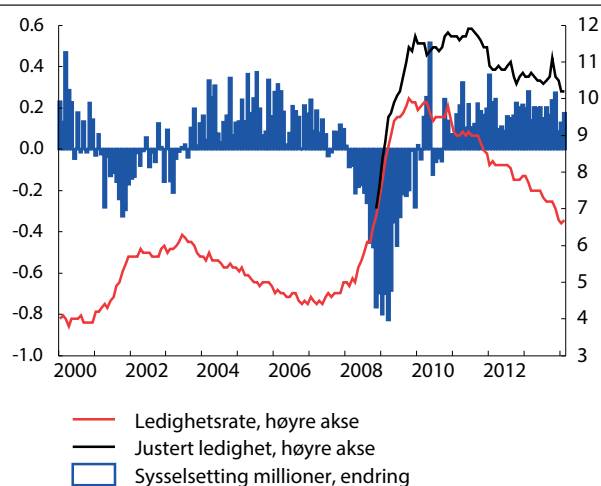
Den registrerte arbeidsledighetsraten har falt markert fra toppen på 10 prosent i 2009, til 6,7 prosent i februar i år. Ledigheten er likevel fortsatt høy i en historisk sammenheng, og er for eksempel fortsatt noe høyere enn toppen under forrige lavkonjunktur på begynnelsen av 2000-tallet. En stor del av nedgangen i ledigheten kan dessuten tilskrives en meget svak utvikling i arbeidsstyrken, som knapt har økt siden 2008 tross en årlig befolkningsvekst på nær 1 prosent. Hvis den registrerte arbeidsstyrken hadde fortsatt å øke i takt med befolkningen ville ledigheten i januar blitt målt til i overkant av 10 prosent, alt annet likt, selv om ledigheten har falt noe de siste månedene også når den måles på denne måten.

Figur 1.3. USA, Bidrag til BNP-vekst



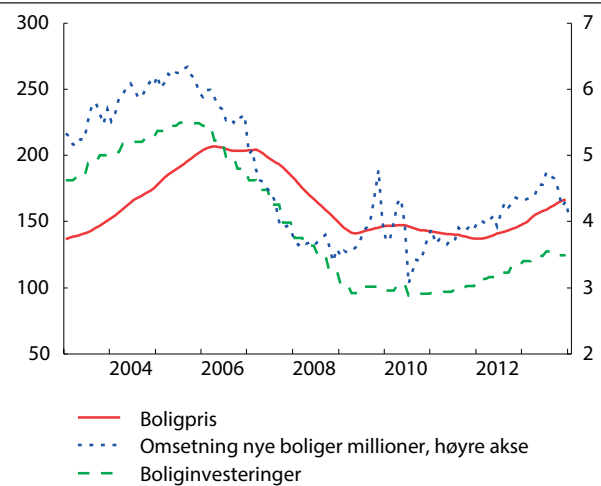
Kilde: Macrobond

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													
	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	-4,4	2,0	1,5	-0,7	-0,4	0,9	1,2	1,5	1,7
IMF											1,0	1,4	1,5	1,6
USA														
SSB	3,8	3,4	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,6	2,5	2,5	3,2	3,3
IMF											2,8	3,0	3,5	3,4
Sverige														
SSB	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,0	6,6	2,9	1,0	0,9	2,8	2,2	2,8	3,3
IMF											2,3	2,3	2,3	2,4
Storbritannia														
SSB	3,2	3,2	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,2	1,4	2,3	2,2	2,8	3,1
IMF											2,4	2,2	2,0	2,1
Kina														
SSB	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,6	7,7	8,0	8,5	8,6
IMF											7,5	7,3	7,0	7,0
Handelspartnere¹														
SSB	3,2	2,7	3,7	3,4	0,5	-3,3	3,4	2,3	0,8	0,9	2,0	2,2	2,7	3,0
IMF											2,0	2,3	2,4	2,5
	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	1,5	0,7	1	1,6	1,9
IMF											1,5	1,4	1,5	1,6
Øvrige (anslag fra IMF fom. 2014)														
USA	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	2,1
Sverige	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	2,1
Storbritannia	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	2,0
Kina	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	3,0
Handelspartnere ¹	2,0	2,2	2,2	2,4	3,7	0,7	2,0	3,2	2,3	1,6	1,9	2,0	2,1	2,1

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

På produksjonssiden viser kvartalsvis nasjonalregnskap klare tegn til avmatning i produksjonen av biler og næringsbygg. Månedstatistikk viser at samlet industriproduksjon falt litt i januar i år, etter å ha vokst med drøye 3 prosent gjennom 2013. Tjenesteproduksjonen har så å si ikke økt siden høsten 2012. Næringslivets investeringer utenom bolig og næringsbygg fortsatte å øke i fjorårets siste kvartal. En markert nedgang i forventningsindikatorer for næringslivet underbygger våre anslag om en moderat investeringsvekst framover.

Inflasjonen tok seg litt opp mot slutten av fjoråret etter en markert nedgang tidligere på høsten. I januar i år var 12-månedersveksten i konsumprisindeksen på 1,6 prosent. En styrket dollar kombinert med svak prisutvikling på råvarer bidrar til å forklare at inflasjonen stort sett holdt seg godt under Feds mål på 2 prosent i fjor. Målt uten energi og matvarer har KPI-veksten vært ganske stabil rundt 1,7 prosent siden i fjor vår. Sentralbankens styringsrente har vært nær null i fem år. Fed

har tidligere uttalt at renta ikke skal økes før økonomien er i en klar konjunkturoppgang og arbeidsledigheten er nede i 6,5 prosent. Ettersom den registrerte ledigheten for tiden gir et ufullstendig bilde av tilstanden i arbeidsmarkedet, uttalte imidlertid Fed i desember at ledigheten sannsynligvis må godt under 6,5 prosent før styringsrenta heves. Med den gradvise nedtrappingen av kvantitative lettelsener er imidlertid pengepolitikken langsamt i ferd med å strammes inn.

Offentlig konsum har falt med nesten 8 prosent siden 2010, blant annet som følge av republikanernes ønske om å redusere statsgjelden og størrelsen på offentlig sektor. Økning i arbeidsgiveravgiften ved inngangen til 2013 og vedtak om store kutt i statsbudsjettet i fjor vinter bidro til å dempe den økonomiske veksten betydelig i 2013. Demokratene har ønsket mer ekspansivitet i en periode med økonomisk lavkonjunktur. I tillegg har særlig president Barack Obamas lov om utvidet helseforsikring skapt splid, og to ganger brakt USA

nær mislighold av statsgjeld, noe som kunne utløst en ny global finanskrisa. Som følge av det høye politiske konfliktnivået måtte deler av offentlig sektor legge ned virksomheten i to uker i oktober i fjor, med ringvirkninger også til privat sektor. Dette kan ha bidratt til å dempe den økonomiske veksten i 4. kvartal i fjor.

Rett før årsskiftet signerte imidlertid Obama et budsjettkompromiss med to års varighet, som åpner for økte utgifter på noen utvalgte områder, blant annet utdanning, samtidig som republikanernes ønske om å unngå skatteøkninger hensyntas. I februar kom også en avtale på plass om en heving av grensen for hvor mye gjeld myndighetene kan ta opp. Avtalene har redusert risikoen for stopp i offentlig virksomhet så vel som mislighold av statsgjeld i tiden som kommer. Dermed ligger det til rette for større forutsigbarhet i finanspolitikken, i hvert fall fram til kongressvalget i november. Perioden med kraftig innstramming i finanspolitikken ser derfor ut til å være over.

1.2. Europa

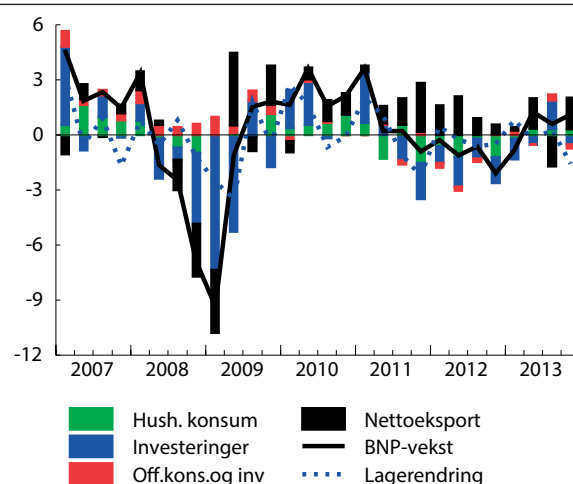
Euroområdet økonomi vokste med 1,1 prosent i 4. kvartal 2013 regnet som årlig rate. Dette var det tredje kvartalet på rad med positiv vekst. Til forskjell fra tidligere var veksten denne gangen bredt basert. Faktisk var det første gang siden 1. kvartal 2011 at den økonomiske aktiviteten økte i alle de største landene i euroområdet samtidig. Selv i land som Italia, Spania og Portugal viser økonomien nå klare tegn til bedring.

Utenfor euroområdet er det Storbritannia som leder an med en vekst på rundt 3 prosent i samtlige av fjorårets siste tre kvartaler. Tallene for 4. kvartal viser imidlertid at heller ikke utviklingen i svensk økonomi er til å kimse av. Sammenliknet med kvartalet før vokste den svenske økonomien med hele 7,1 prosent som årlig rate, etter en vekstpause i begynnelsen av året. Den danske økonomien fortsetter imidlertid å slite. Der falt BNP igjen i fjorårets siste kvartal etter et par kvartaler med en viss oppgang.

Arbeidsledigheten i euroområdet har flatet ut på rundt 12 prosent det siste året, men dette tallet skjuler store forskjeller landene imellom. I Tyskland har ledigheten vært stabil i underkant av 7 prosent de siste to årene. Og mens ledigheten nå faller i land som Irland og Spania, har den fortsatt å øke i Italia, til 12,9 prosent i januar. Selv om ledigheten i Spania har avtatt noe er den fortsatt over 25 prosent, og blant de under 25 år er den fortsatt godt over 50 prosent både i Spania og Hellas. I Italia fortsatte ledigheten blant de unge å øke, til 42,4 prosent i januar.

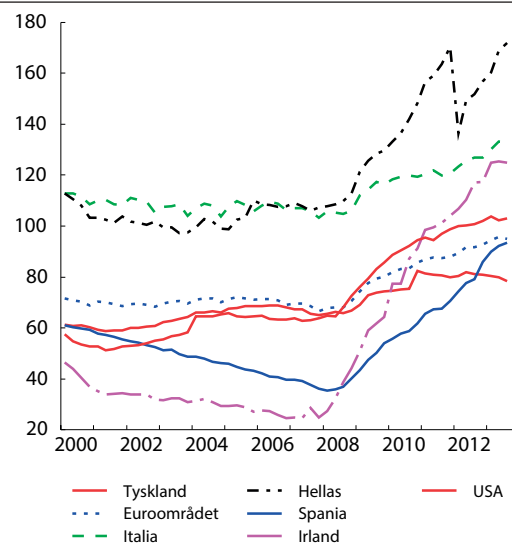
Den høye ledigheten og behovet for å redusere gjeld i husholdningene har bidratt til å holde igjen konsumet i euroområdet. Også stram finanspolitikk fortsetter å legge en demper på den økonomiske veksten. En rekke stemningsindekser for næringslivet i Europa har lenge vist en positiv utvikling. Nedgangen i industriproduksjonen som startet i 2011 stoppet opp i fjor, men det er

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



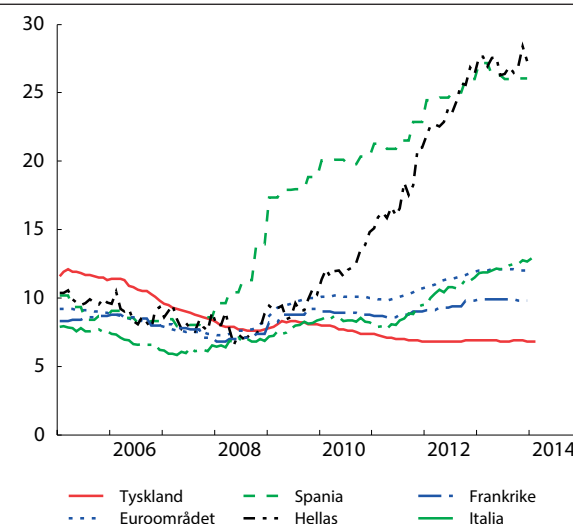
Kilde: Macrobond

Figur 1.7. Gjeld som andel av BNP for utvalgte land



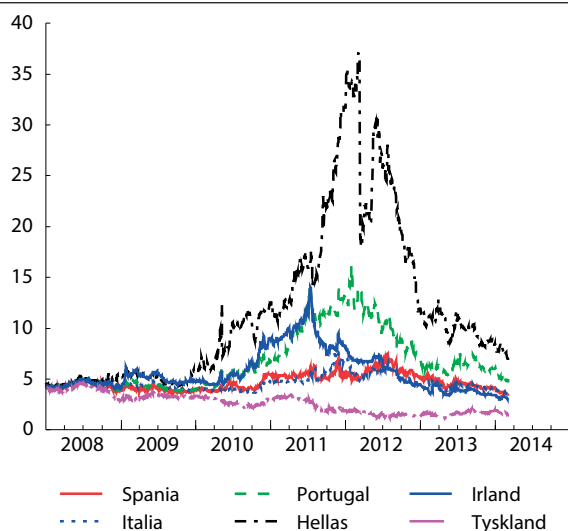
Kilde: Macrobond

Figur 1.8. Euroområdet. Arbeidsledighet utvalgte land



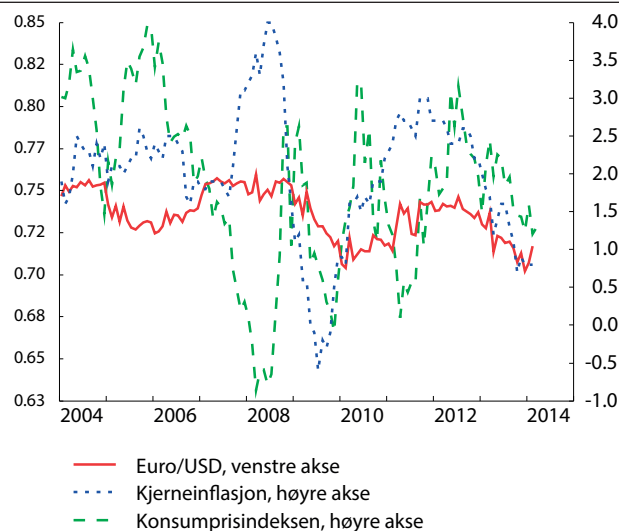
Kilde: Macrobond

Figur 1.9. 10 års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



Kilde: Macrobond

Figur 1.10. Euroområdet: Inflasjon og euro-dollar



Kilde: Macrobond.

så langt få tegn til en ny oppgang. Selv om nasjonalregnskapstallene isolert sett kan gi inntrykk av et Europa som nå har påbegynt en gjeninnhentingprosess, er det således flere forhold som tyder på at dette kan komme til å ta lang tid. Et dårlig fungerende kredittmarked der næringsliv og husholdninger i perifere landene står overfor betydelig høyere renter enn i land som Tyskland og Frankrike, bidrar også til å dempe veksten. Et annet potensielt negativt element er den tyske forvaltningsdomstolens vurdering om at direkte oppkjøp av et lands statsobligasjoner strider mot tysk lov. Det kan redusere den europeiske sentralbankens (ESB) handlingsrom.

Siden vår forrige rapport har rentene på statsgjelda til de perifere landene i euroområdet fortsatt å falle. En viktig årsak er at disse økonomiene har begynt å vokse igjen, samtidig som underskuddene på offentlige budsjetter er på vei ned. Kapitalflukt fra en rekke framvoksende økonomier og uroligheter knyttet til utviklingen

i Ukraina kan også ha bidratt til rentenedgangen den siste tiden. Inflasjonen falt markert gjennom fjoråret, til i underkant av 1 prosent ved inngangen til 2014, også når man ser på kjerneinflasjonen. Utsikter til fortsatt stramme budsjetter, svak vekst og sterk euro peker mot lav inflasjon også i tiden som kommer. Skulle inflasjonen fortsette å falle, vil også ESB kunne komme til å vurdere ukonvensjonell pengepolitikk som kvantitative lettelsler, slik sentralbankene i USA, Storbritannia og Japan har gjort. Vi legger til grunn at inflasjonen holder seg lav en god stund framover, og at den tar seg gradvis opp fra 0,7 prosent i år til nær 2 prosent i 2017. Med både lav vekst og lav inflasjon, vil ESB holde styringsrenta lav en god stund framover. I våre prognoser ser vi således ikke for oss noen renteoppgang før i første halvdel av 2016. Deretter har vi lagt til grunn en gradvis og forsiktig økning i rentene, men ikke mer enn at tremåneders pengemarkedsrente vil ligge på om lag 2 prosent ved utgangen av prognoseperiodens slutt i 2017.

Med dette som bakteppe ser vi derfor fortsatt for oss en konjunkturoppgang i euroområdet først i 2016. For inneværende år har vi imidlertid oppjustert vårt vekstanslag noe fra forrige gang, men ikke mer enn at vi fortsatt ser for oss en vekst på noe i underkant av 1 prosent. Deretter venten vi at veksten vil ta seg gradvis opp slik at den ender på 2 prosent i 2017.

Ser vi nærmere på utviklingen i enkeltland i euroområdet var veksten relativt sterk i 4. kvartal i de to største økonomiene, Tyskland og Frankrike. Regnet som årlig rate var veksten henholdsvis 1,5 og 1,2 prosent. For Tysklands del kan veksten hovedsakelig tilskrives et kraftig oppsving i eksport og investeringer, mens etterspørselen falt både i offentlig sektor og husholdningene. Dette står for øvrig i stor kontrast til utviklingen kvartalet før da tysk økonomi vokste nærmest utelukkende som følge av innenlandske forhold, og bringer igjen på banen en kritikk som har blitt rettet mot Tyskland om at landet i for liten grad bruker sitt driftsbalanseoverskudd til å stimulere egen og eurorådets økonomi. I Frankrike var det først og fremst de innenlandske forholdene som drev veksten i 4. kvartal. Både offentlig og privat konsum økte med rundt 1,5 prosent, og privat sektors investeringer økte for første gang siden 2011.

I Italia økte den samlede produksjonen i 4. kvartal i fjor for første gang siden tidlig i 2011. Veksten kan imidlertid i stor grad tilskrives lageroppbygging, noe som neppe kan tolkes positivt gitt den svake innenlandske etterspørselen, der husholdningens konsum falt med 0,9 prosent. Eksporten bidro imidlertid også noe til oppgangen, med en økning på 2,7 prosent. Italia har nå fått ny regjering etter at Enrico Lettas koalisjonsregjering måtte gå av som følge av intern misnøye innen det demokratiske partiet om hva hans regjering hadde fått til i løpet av dens relativt korte levetid. Imidlertid vil den nye regjeringssjefen Matteo Renzi måtte forholde seg til den samme koalisjonen og den samme opposisjonen som Letta, både i senatet og parlamentet. Det vil

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Den gjennomsnittlige oljeprisen har vært om lag 110 dollar fatet de siste tre årene, og 2014 utgjør intet unntak så langt. Den høye oljeprisen i denne perioden 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, i tillegg til at det har vært produksjonsbortfall først og fremst i Libya, men også i Irak. Urolighetene i Ukraina og bekymring om Russland kan komme til å stanse hele eller deler av oljeeksporten til EU førte til en midlertidig økning i oljeprisen i begynnelsen av mars. Om lag en tredjedel av oljeimporten til EU kommer fra Russland.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,3 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 0,1 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 1,7 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 i mindre grad 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 fremover. 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 i 2013, vil de globale lagrene av råolje øke med 0,9 millioner fat daglig i 2014. Dette vil isolert sett legge et press nedover på prisene, selv om lagrene av en del produkter i OECD er lavere enn gjennomsnittet for de siste fem årene, og da spesielt lagrene av fyringsolje i USA.

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 som blant annet innebærer lettelse for eksporten fra den petrokjemiske industri, men det er usikkert i hvilken grad dette vil bety økt oljeeksport fra Iran i tiden fremover. 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 noe over 3 millioner fat per dag (når man ser bort ifra den ledige kapasiteten i Iran, Libya, Nigeria og Irak). IEA forventer at veksten i 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 0,5 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 fra dagens nivå til rundt 95 dollar mot slutten av 2015. Deretter holdes realprisen konstant. Dette gir en noe høyere prisbane på lengre sikt enn det som i begynnelsen av mars prises inn i fremtidsmarkedet for olje.

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

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

Kilde: Oil Market Report februar 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.

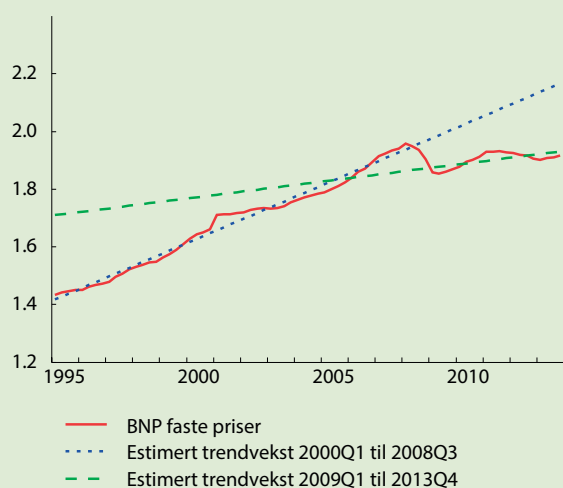
² Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC er basert på en forlengelse av det gjennomsnittlige nivået i 2013 og er gjort av Statistisk sentralbyrå.

Boks 1.2. Trendvekst og finanspolitikk i euroområdet

Aktiviteten i euroområdet målt ved BNP i faste priser, er fortsatt under nivået fra før finanskrisen i 2008. Avstanden mellom nivået på den løpende produksjonen og det nivået som kunne ha blitt realisert dersom produksjonen hadde fulgt sitt trendmessige forløp fra før finanskrisen, øker fortsatt. Det er dessuten lite som tyder på at økonomien som helhet vil komme opp på et slikt trendnivå med det første. Det kan indikere at selve trendveksten er redusert, om ikke permanent, så i hvert fall for lang tid framover. Derfor har EU-kommisjonen nedjustert sine anslag for trendveksten i euroområdet kraftig.

En problematisk side ved en slik nedjustering, foruten å være subjektiv, er at den legger føringer på finanspolitikken. Det gjelder spesielt i euroområdet der en finanspolitisk overenskomst stiller krav til balanse i medlemslandenes strukturelle budsjettunderskudd, som er den delen av budsjettunderskuddet som ikke skyldes rene konjunkturelle forhold. Produksjonsgapet, definert ved differansen mellom nivået på den løpende produksjonen og den beregnede trenden, brukes til å justere de faktiske budsjettallene for konjunkturelle forhold. Et pessimistisk syn på trenden vil gi et lavt anslag for den strukturelle skatteinngangen og dermed øke det strukturelle budsjettunderskuddet. Dermed blir det vanskeligere å møte nedgangstider med ekspansiv motkonjunkturpolitikk. En annen måte å se det på er at en lav trend innebærer at lavkonjunkturen man nå befinner seg i betraktes som mindre dyp. Et relativt lite produksjonsgap vil dermed kunne begrunne en relativt stram finanspolitikk, som i sin tur kan lede til en unødvendig lav økonomisk vekst, og høy ledighet.

Euroområdet. BNP og trend



Kilde: Macrobond

således neppe bli noe lettere for Renzi å få gjennomslag for de reformene landet trenger for å komme på fote igjen.

Utenfor euroområdet vokste britisk økonomi med rundt 3 prosent regnet som årlig rate for tredje kvartal på rad i 4. kvartal. Sammenliknet med året før var veksten i fjor på 1,8 prosent, opp fra 0,3 prosent i 2012. Veksten

er nå relativt bredt basert. I tillegg til husholdningenes konsum, som har vært drivkraften i den siste oppgangen, tok også eksporten seg opp på slutten av fjoråret. En revidering av investeringstallene viser dessuten at næringslivets investeringer nå har vokst i fire kvartaler på rad. Imidlertid ligger britisk BNP fortsatt noe under toppen i forkant av finanskrisen. Veksten skjer dermed fra et relativt lavt nivå. Den britiske sentralbanken har signalisert at den ekspansive pengepolitikken vil vedvare ennå en stund. Slik vi ser det er det derfor liten grunn til å vente en renteøkning fra den britiske sentralbankens side før tidligst en gang i 2015.

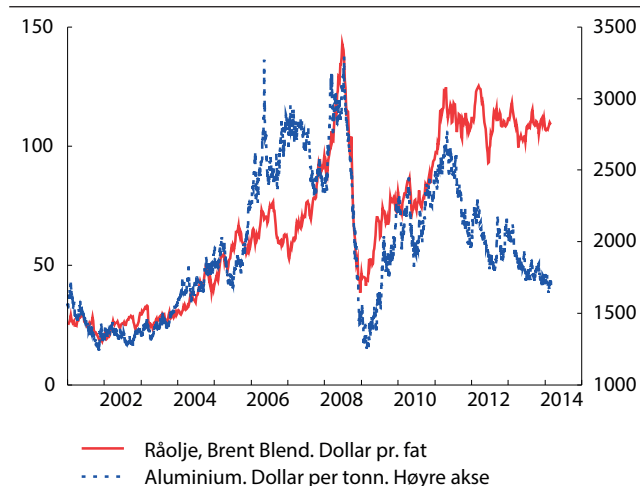
Den overraskende sterke veksten i svensk økonomi i 4. kvartal bidro til at BNP i 2013 som årsgjennomsnitt økte med 1,5 prosent. Oppgangen på slutten av fjoråret var bredt basert. En stor del av veksten i 4. kvartal tilskrives imidlertid et uvanlig sterkt lagerbidrag. Sammen med meget lav inflasjon betyr dette at vi ikke kan utelukke at Sveriges Riksbank kutter styringsrenta ytterligere framover. Vi legger til grunn en moderat utvikling de nærmeste kvartalene, med annualiserte vekstrater rundt 2 prosent, før veksten tar seg gradvis opp gjennom resten av prognoseperioden. I Danmark kom fallet i 4. kvartal i kjølvannet av to kvartaler med vekst, men BNP er fortsatt på om lag samme nivå som for tre år siden. Nedgangen i 4. kvartal var bredt basert. Det har imidlertid også vært noen positive tegn i den danske økonomien den siste tiden. Boligprisene har så vidt begynt å stige igjen, arbeidsledigheten faller, og tillitsindikatorer for husholdningene har økt noe. Vi legger til grunn at dansk økonomi så smått vil begynne å vokse i år, og at veksten tar seg gradvis opp utover i prognoseperioden fra en årsvekst på 1 prosent i år.

1.3. Framvoksende økonomier

Nedskaleringen av kvantitative lettelser i USA har bidratt til at kapitalstrømmer ut av fremvoksende økonomier som Tyrkia, Sør-Afrika, India, Indonesia og Brasil. Det har ført til at sentralbankene i disse landene har hevet renta, eller signalisert renteheving, for å motvirke kapitalflukt og svekkelse av nasjonale valutaer. På den ene siden fører en svekket valuta til økt eksport. Men på den andre siden vil dyrere import bidra til at inflasjonen øker. Dessuten har det private næringslivet høy gjeld i dollar, som blir dyrere å betjene når den nasjonale valutaen svekkes. Frykten er at dette skal føre til mislighold slik at banksektoren kommer i problemer. Økte renter vil imidlertid bidra til å dempe den allerede moderate økonomiske veksten i mange av disse landene.

Kinas økonomi vokste med 7,4 prosent i siste kvartal 2013, sesongjustert og målt som årlig rate. For året som helhet var veksten 7,7 prosent. Dette er i tråd med myndighetenes nye, mer bærekraftige vekstmål på 7,5 prosent, som er 2-3 prosentpoeng lavere enn normale vekstrater de siste tiårene før finanskrisen i 2008. Inflasjonen er fortsatt lav og stabil rundt 2,5 prosent. Styringsrenta har siden midten av 2013 ligget fast på 6 prosent. Eiendomsmarkedet i Kina har tatt seg opp

Figur 1.11. Spotpris råolje og aluminium



Kilde: Macrobond.

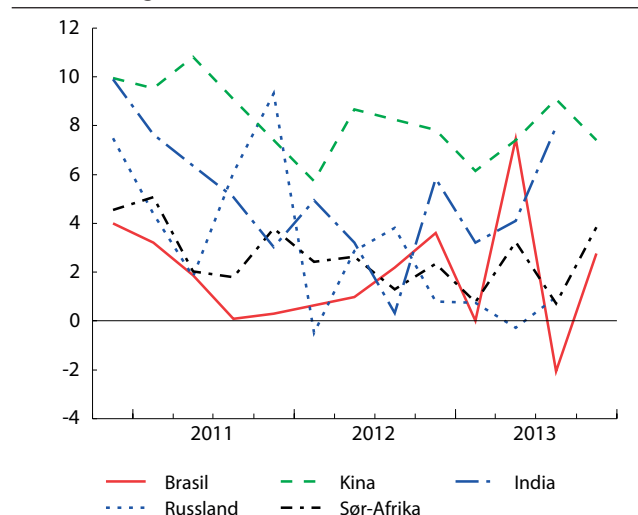
igjen. Prisene på boliger i de 70 største byene, steg med 9,6 prosent i januar fra samme måned året før, etter noen år med lavere vekst. I byer som Shanghai og Beijing steg prisene på nye leiligheter med så mye som 20 prosent i samme periode. Indias økonomi viser tegn til bedring. Etter at veksten nådde et lavnivå på 3,2 prosent i 2012 er den nå på vei opp og var i underkant av 5 prosent i 2013.

Etter vekstrater ned mot null i 2012 økte veksten i Brasils økonomi til 2,3 prosent i 2013. I 4. kvartal var veksten annualisert på 2,8 prosent. Brasils sentralbank har fortsatt renteøkningene fra det for Brasil rekordlave nivået på 7,25 prosent, dog i et noe saktere tempo. Siste økning, i februar, var på 0,25 prosentpoeng, til 10,75 prosent. Hovedårsaken til økningen i renta på 3,5 prosentpoeng siden april i fjor har vært høy inflasjon samt en markert svekkelse av landets valuta. Med ekstra drahjelp fra bygging og klargjøring til sommerens fotball-VM kan veksten ta seg ytterligere noe opp den nærmeste tiden.

I Sør-Afrika, som er den største økonomien på det afrikanske kontinentet, fortsetter den svake økonomiske utviklingen. Landet, som i lengre tid har vært preget av streiker i landets viktige gruvesektor opplevde en vekst på kun 0,7 prosent i 3. kvartal 2013, sesongjustert og målt som årlig rate. Det går bedre for en del andre land sør for Sahara. IMF venter en vekst på rundt 6 prosent i 2014 for hele området sør for Sahara inkludert Sør-Afrika.

I Russland har fokus skiftet fra vinter OL til den spente situasjonen på Krim-halvøya. Både aksje og valutakurser har vært volatile etter at russiskvennlige styrker har forsøkt å ta kontroll over området. Moskva-børsen hadde ved inngangen til mars den største nedgangen på én dag siden finanskrisen, og for første gang koster en euro mer enn 50 rubler. Den russiske sentralbanken hevet nylig styringsrenta fra 5,5 til 7 prosent, samtidig som den foretok store støttekjøp av rubler for å motvirke valutastrømmene, sikre finansiell stabilitet og på

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



Kilde: Macrobond

litt lengre sikt også stagge den tiltakende inflasjonen. Den økonomiske veksten i Russland har avtatt markert de siste to årene, og for 2013 ligger det an til en vekst på rundt 1,5 prosent.

1.4. Japan og Sør-Korea

Det japanske økonomiske eksperimentet fortsetter. Etter at statsminister Shinzo Abe kom til makten i desember 2012 har han gjennomført omfattende økonomiske reformer for å øke aktiviteten i økonomien. Finans- og pengepolitikken har vært svært ekspansiv, og det er lovet omfattende strukturelle reformer, blant annet i arbeidsmarkedet og i jordbrukssektoren. Etter en god start, med annualiserte vekstrater på 4-5 prosent i første halvår i fjor, var veksten i 3. og 4. kvartal nede på rundt 1 prosent. Inflasjonen har tatt seg godt opp mot det nye inflasjonsmålet på 2 prosent. I januar var 12-månedersveksten i KPI på 1,4 prosent, mens underliggende prisvekst, målt ved KPI justert for mat og energivarer var på 0,6. For å bidra til bedre statsfinanser skal landets merverdiavgift øke fra 5 til 8 prosent i april. Dette vil legge en demper på BNP-veksten, og vil også gi en kortsiktig inflatorisk impuls i 2014. Vi venter at BNP-veksten vil ta seg litt opp framover, slik at årsveksten vil bli på om lag 1,5 prosent i 2014, om lag som i fjor.

I Sør-Korea tok veksten seg markert opp i fjor, fra nær nullvekst i andre halvår 2012, til rundt 4 prosent annualisert vekst de siste fire kvartalene. Arbeidsmarkedet har også vært i bedring gjennom 2013. Ved inngangen til 2014 var arbeidsledigheten i overkant av 3 prosent. Videre viser stemningsindikatorer at både husholdninger og bedrifter er mer optimistiske med tanke på framtiden. Den positive trenden ventes å fortsette framover hjulpet av positive impulser fra penge og finanspolitikken. Styringsrenta ble kuttet til 2,5 prosent i 2013 delvis for å motvirke styrkingen av landets valuta, som er svært viktig for den eksportavhengige sørkoreanske økonomien.