

1. Konjunkturtendensene internasjonalt

Den økonomiske veksten tok seg noe opp hos Norges handelspartnere samlet sett mot slutten av 2014. I euroområdet tiltok veksten igjen i 4. kvartal, etter en meget svak utvikling gjennom sommerhalvåret. Sammenliknet med året før vokste euroøkonomien med 1,1 prosent i 2014. I både Sverige, Storbritannia og USA økte BNP med nær 2,5 prosent sammenliknet med året før, og veksten holdt seg godt oppe gjennom året. Blant framvoksende økonomier er bildet blandet, og det er særlig de store råvareeksportørene, som Brasil og Russland, hvor utviklingen er svak.

Oljeprisen falt til nær 45 dollar fatet fra juni i fjor til januar i år, etter å ha ligget rundt 110 dollar i nesten fire år. Siden har prisen steget noe igjen, og var i begynnelsen av mars vel 60 dollar. Den amerikanske dollaren har imidlertid styrket seg med 15 prosent handelsvektet de to siste årene, hvorav det meste har kommet siden sist sommer. Det innebærer at oljeprisnedgangen generelt har vært betydelig mindre målt i andre valutaer, slik at kjøpekraften til oljeprodusentene har falt mindre enn prisnedgangen målt i dollar. Likeledes er den reelle oljeprisnedgangen mindre for de fleste oljeimporterende land.

Lave oljepriser slår ulikt ut i ulike regioner. Blant de største oljeimportørene finner vi framvoksende økonomier i Asia, deriblant Kina, men også Japan, Europa og USA importerer mye olje. I motsatt ende finner vi store oljeeksportører som Mexico, Venezuela, Canada, Russland og mange land i Midtøsten. Basert på ny utvinningsteknologi har USA bygget opp en betydelig oljeprodukerende sektor i senere år, som rammes av oljeprisnedgangen, selv om effekten av lavere oljepris må ventes å være positiv for økonomien som helhet. En annen årsak til at oljeprisnedgangen har ulike effekter i forskjellige land er at det er store forskjeller i avgiftsnivå. I USA var for eksempel bensinprisen tidlig i mars

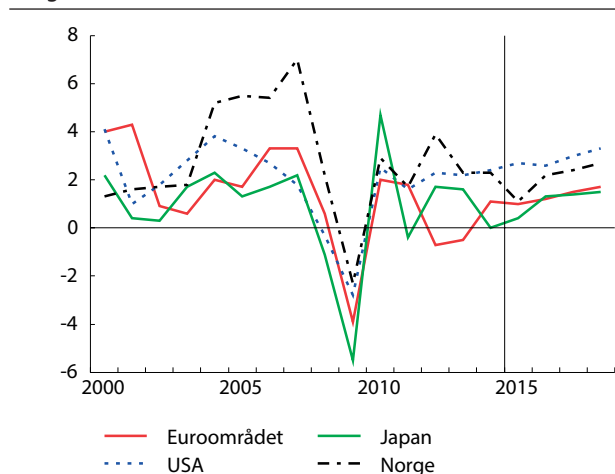
i år om lag 40 prosent lavere enn rett før oljeprisen begynte å falle i juni i fjor. I euroområdet har derimot bensinprisen falt med kun 15 prosent i den samme perioden.

De fleste råvarer har falt betydelig i pris det siste året, slik at også land med stor eksport av andre råvarer enn olje, som for eksempel Brasil, har opplevd et markert fall i inntektene. Dette har bidratt til en svært ulik utvikling blant framvoksende økonomier. I Russland og Brasil har BNP stagnert og til dels falt, mens veksten har holdt seg relativt godt i Kina og økt noe i India.

Svake konjunkturer og høy arbeidsledighet bidrar i seg selv til lav prisvekst. I denne situasjonen har prisfallet på råvarer ført til at konsumprisene nå faller mange steder. En prisnedgang som skyldes overskuddstilbud, som i stor grad er tilfellet med oljeprisen, frigjør midler til annet konsum og bidrar dermed isolert sett til å øke etterspørselen. Faren nå er at prisene også på andre varer og tjenester faller så mye at husholdninger og næringsliv utsetter kjøp i påvente av ytterligere prisnedgang. Det er en viktig grunn til at den europeiske sentralbanken (ESB) startet et program for kvantitative lettelsener i januar, som innebærer at ESB tilfører markedet likviditet ved å kjøpe statsobligasjoner og privat gjeld, og at flere sentralbanker har innført negative innskuddsrenter.

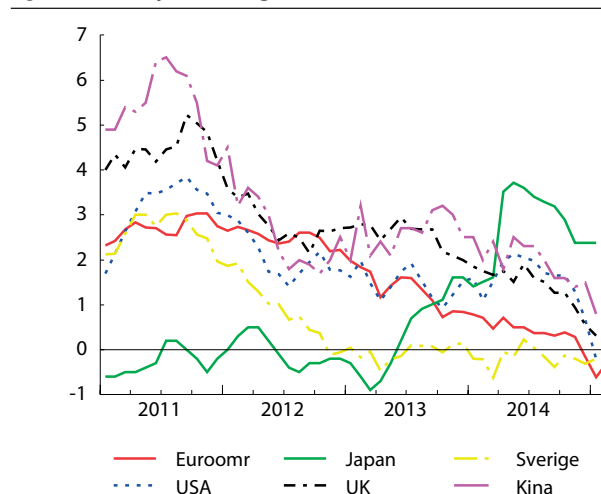
Oljeprisen ser ut til å ha passert bunnen, og med utsikter til noe høyere økonomisk vekst internasjonalt venter vi at inflasjonen vil ta seg langsomt opp. I store deler av OECD-området bidrar høy gjeld både i offentlig sektor og i husholdningene til å dempe konjunkturoppgangen og til at rentene holder seg lave gjennom hele prognoseperioden, selv om de etterhvert ventes å komme noe opp. Våre prognoser innebærer at Norges handelspartnere samlet sett passerer konjunkturbun-

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-månedersvekst i KPI



Kilde: Macrobond

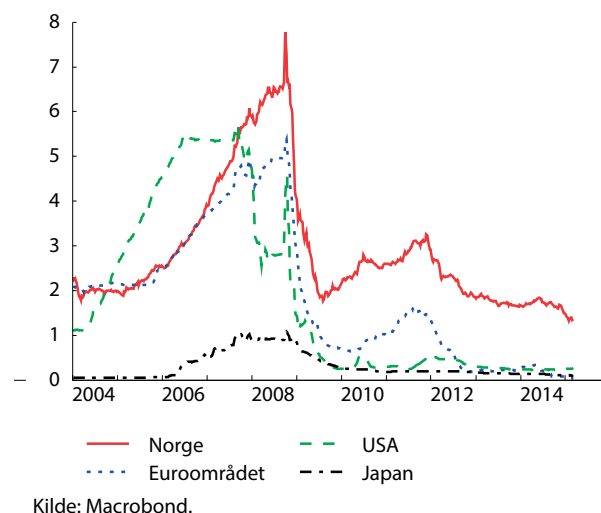
nen ved inngangen til 2016, noe tidligere i land som USA, Storbritannia og Sverige, og noe senere i euroområdet. Mange OECD-land vil imidlertid fortsatt være i lavkonjunktur ved utgangen av prognoseperioden i 2018. Oljeprisnedgangen trekker isolert sett i retning av høyere vekst hos mange av Norges handelspartnere. På den annen side er deflasjonsfare og svak utvikling i mange euroland, samt den meget svake utviklingen i flere store framvoksende økonomier, urovekkende. Det samme gjelder problemene med å stake ut en bærekraftig avtale om håndtering av den store greske statsgjelden. Våre vekstanslag er om lag uendret siden desember. Årsveksten i markedsindikatoren for inneværende år er imidlertid noe høyere, først og fremst fordi veksten ble noe sterkere på slutten av fjoråret enn vi hadde forventet. Vi anslår med dette fortsatt en noe svakere utvikling internasjonalt enn for eksempel IMF og Consensus forecasts. Vi venter at oljeprisen vil øke gradvis til 75 dollar fatet i 2018, og at dollaren holder seg om lag på dagens nivå. Dette er i tråd med markedsforventningene primo mars.

1.1. USA

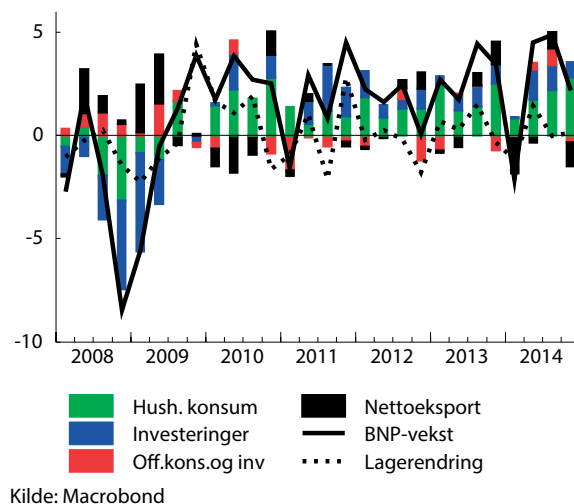
I USA falt BNP-veksten klart i fjorårets siste kvartal, til 2,2 prosent sesongjustert og målt som årlig rate. Vekstratene på rundt 5 prosent i de to foregående kvartalene må imidlertid ses i lys av en nedgang på hele 2,1 prosent i 1. kvartal i fjor, som først og fremst kom som følge av en svært kald vinter. Det var særlig investeringene som ble rammet av kulda, men også eksporten falt markert. I de påfølgende to kvartalene fulgte en gjeninnhenting, som vi nå må regne med er uttømt. Eksportnæringene rammes dessuten av den sterke dollaren. Stram finanspolitikk fortsetter å dempe veksten, og pengepolitikken strammes inn. Det er også tegn til at veksten i husholdningenes konsum er i ferd med å avta. En gradvis innstramming av pengepolitikken bidrar til dette. Oljeprisfallet bidrar imidlertid til å stimulere amerikansk økonomi. Høyt oljeforbruk og lavt avgiftsnivå bidrar isolert sett til at gjennomslaget blir relativt stort. På den annen side har det vært en formidabel vekst i amerikansk oljeproduksjon og nettoimporten av olje er mer enn halvert siden 2008. Den amerikanske oljesektoren rammes i betydelig grad og mange arbeidsplasser har allerede gått tapt. Nettoeffekten på den amerikanske økonomien må likevel ventes å være klart positiv. Samlet forventer vi en relativt moderat utvikling i amerikansk økonomi den nærmeste tiden, med BNP-vekstrater økende fra i overkant av 2 prosent i begynnelsen av 2015 til drøye 3 prosent i 2018.

Veksten i husholdningenes konsum tok seg markert opp i fjor høst, og var på hele 4,2 prosent i 4. kvartal, etter en relativt svak utvikling i første halvår. Stigende aksjekurser og boligpriser har bidratt til at husholdningenes formue har økt. Gjeldsbelastningen har dessuten falt markert, både på grunn av økende inntekter og nedbetaling (og nedskriving) av gjeld siden finanskrisen. Det siste året har imidlertid husholdningene begynt å låne mer penger igjen. Arbeidsmarkedet utvikler

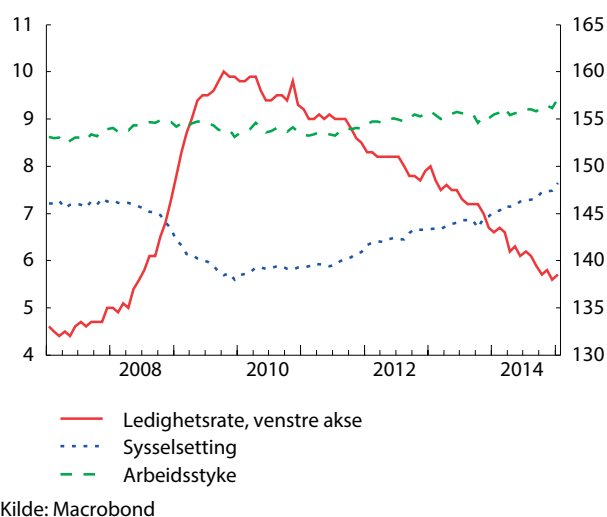
Figur 1.3. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Figur 1.4. USA. Bidrag til BNP-vekst



Figur 1.5. USA. Arbeidsmarkedet



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	2018
Euroområdet															
SSB	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,5	2,0	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,5	1,7
IMF												1,3	1,7	1,7	1,6
USA															
SSB	3,8	3,3	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,2	2,7	2,6	3,0	3,3
IMF												3,1	3,0	3,0	2,7
Sverige															
SSB	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,0	6,6	2,9	0,9	1,6	2,1	2,7	2,6	3,0	3,4
IMF												2,7	2,7	2,6	2,5
Storbritannia															
SSB	3,2	3,2	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,7	3,2	2,4	2,6	3,0	3,3
IMF												2,7	2,4	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	7,4	6,7	6,3	6,4	6,5
IMF												7,1	6,8	6,6	6,4
Handelspartnere¹															
SSB	3,2	2,7	3,7	3,4	0,6	-3,3	3,4	2,2	0,8	1,1	2,0	2,1	2,3	2,6	2,9
IMF												2,4	2,5	2,5	2,5
	Prisvekst														
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Euroområdet															
SSB	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,5	-0,4	0,8	1,3	1,7
IMF												0,9	1,2	1,4	1,5
Andre land (anslag fra IMF fom. 2014)															
USA	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1
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	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	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	3,0
Handelspartnere ¹	2,0	2,2	2,2	2,4	3,7	0,7	2,0	3,2	2,3	1,5	1,1	1,5	1,9	1,9	2,0

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

seg dessuten positivt, men lønnsveksten er fortsatt moderat. Selv om bensinprisene har steget en del på nyåret, var de tidlig i mars fortsatt nær 40 prosent lavere enn i fjor sommer og har dermed bidratt til å øke husholdningenes kjøpekraft betydelig. Sesongjustert har detaljhandelen falt markert i desember og januar. Det indikerer at veksten i husholdningenes konsum er i ferd med å avta til et mer moderat tempo.

Veksten i næringsinvesteringer stoppet helt opp på slutten av fjoråret etter to sterke kvartaler. Økende kapasitetsutnyttelse og bedret kredittilgang peker imidlertid mot at veksten vil ta seg noe opp igjen framover. Lange renter er fortsatt lave selv om de har tatt seg noe opp fra bunnen i 2013. Industriproduksjonen har vokst jevnt og trutt med rundt 3 prosent årlig siden 2011, og økte noe i andre halvår i fjor. Sterk eksportvekst bidro til dette. Den amerikanske dollaren har imidlertid styrket seg med hele 10 prosent handelsvekt siden i som-

mer. Det har etter hvert bidratt til å bremse eksporten, som viste tegn til å stagnere ved inngangen til 2015.

Den sterke kulden forrige vinter bidro også til en nedtur i boligmarkedet. Både boliginvesteringer og omsetning falt fra slutten av 2013, og boligprisene fulgte etter i fjor vår. Høyere renter på nye boliglån som følge av utfasingen av kvantitative lettelse samt forventninger om at sentralbanken snart vil begynne å sette opp styringsrenta, har også bidratt til å dempe aktiviteten i boligmarkedet. Siden sommeren har imidlertid både investeringer og priser økt noe, og vi venter en moderat oppgang framover.

Arbeidsledigheten har fortsatt å falle og var i januar i år nede på 5,7 prosent, fra en topp på 10 prosent i 2009. En betydelig del av nedgangen skyldes imidlertid at mange har gitt opp å få seg arbeid. Yrkesandelen, definert ved andelen av befolkningen over 16 år som

regnes med i arbeidsstyrken, har falt fra 66 prosent før finanskrisen til 63 prosent ved inngangen til 2015. Det er det laveste nivået siden slutten av 1970-tallet. Det siste året har imidlertid arbeidsstyrken begynt å vokse igjen, om lag like raskt som befolkningen. Dermed har yrkesandelen sluttet å falle. Men sysselsettingen har vokst raskere enn arbeidsstyrken, slik at arbeidsledigheten har fortsatt nedover. I lys av den lave yrkesandelen legger imidlertid den amerikanske sentralbanken (Fed) for tiden mindre vekt på arbeidsledigheten som konjunkturindikator enn normalt. Moderat lønnsvekst støtter inntrykket av at det fremdeles er betydelig slakk i arbeidsmarkedet.

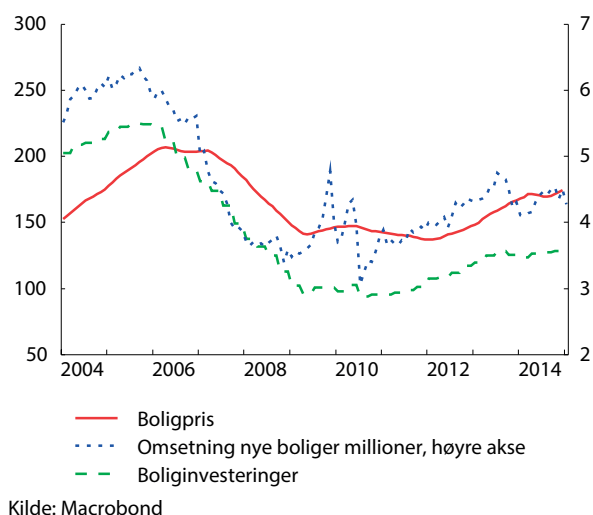
Konsumprisindeksen falt med hele 1,3 prosent fra oktober i fjor til januar i år. Bortsett fra høsten 2008 er det det kraftigste fallet siden 2. verdenskrig. Også målt som endring fra 12 måneder tidligere er inflasjonen nå negativ, med en nedgang på 0,2 prosent i januar. Oljeprisen har økt klart siden bunnen i januar, og ventes å øke framover. Underliggende prisvekst målt ved KPI justert for energi- og matvarer har vært stabil i overkant av 1,5 prosent de siste to årene og var på 1,6 prosent i januar. Selv om inflasjonspresset for tiden er lavt, venter vi at prisstigningen etter hvert vil ta seg noe opp.

Den lave inflasjonen er en viktig grunn til at Fed vil se an utviklingen ennå en stund før den begynner å sette opp styringsrenta. Innstrammingen av pengepolitikken er imidlertid godt i gang. Sentralbanken har utviklet programmet for kvantitative lettelse, som sammen med dollarstyrkingen innebærer en betydelig innstramming. En økning i styringsrenta kommer derfor neppe før mot slutten av 2015. Med høy statsgjeld vil en stor del av ansvaret for å stimulere økonomien hvile på pengepolitikken også framover, noe som bidrar til at renteoppgangen ventelig blir svært moderat.

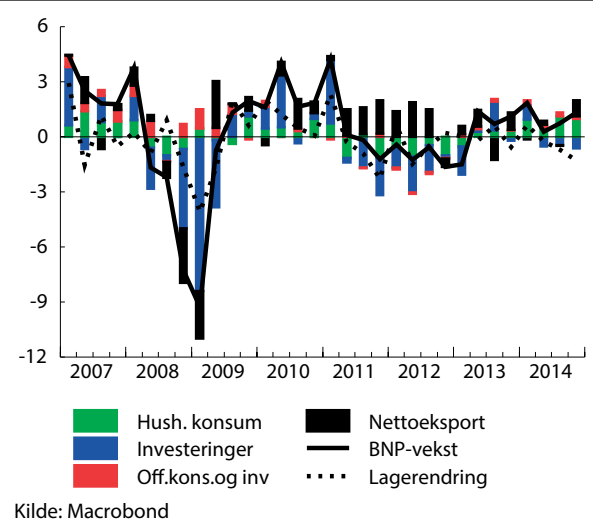
1.2. Europa

I euroområdet tok BNP-veksten seg noe opp i 4. kvartal i fjor etter to påfølgende kvartaler med stagnasjon. Veksten på 1,4 prosent sesongjustert og regnet som årlig rate var først og fremst drevet av husholdningenes konsum og eksport. Euroen som har svekket seg med nær 10 prosent handelsvektet, har bidratt til å bedre eurolandenes kostnadsmessige konkurranseevne. Den samlede eksporten dempes imidlertid noe av at handelen mellom Russland og Europa stuper på grunn av de internasjonale handelsrestriksjonene som følge av konflikten med Ukraina. Nøkkelen til en skikkelig konjunkturoppgang ligger i investeringene, som for euroområdet samlet er 20 prosent under toppen i 2007, og ikke har vært lavere på over 15 år. En lang periode med dyp lavkonjunktur og svært høy arbeidsledighet har bidratt til framveksten av store politiske fløypartier i mange europeiske land. Det kan skape usikkerhet om framtiden og bidra til at lavkonjunktoren trekker ytterligere i langdrag. Vi har lagt til grunn at veksten tar seg langsomt opp i euroområdet framover, men ikke mer

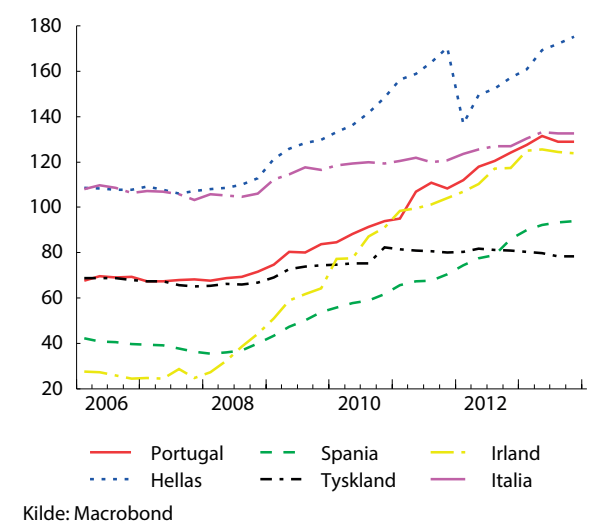
Figur 1.6. USA. Boligmarkedet



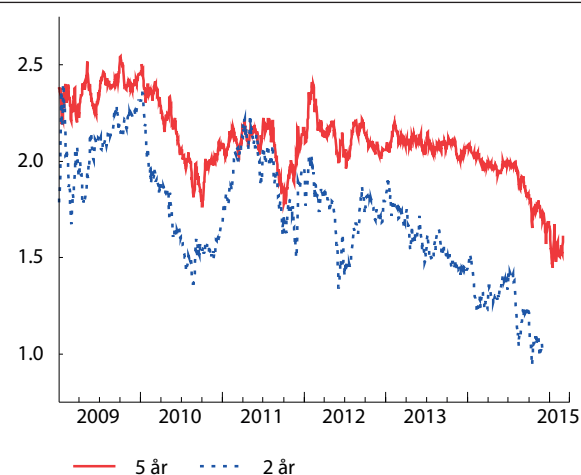
Figur 1.7. Euroområdet. Bidrag til BNP-vekst. Sesongjustert, årlig rate



Figur 1.8. Offentlig gjeld i utvalgte land. Andel av BNP

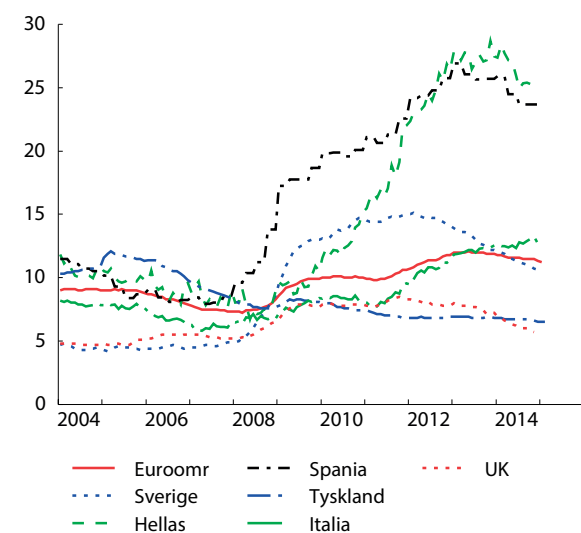


Figur 1.9. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap



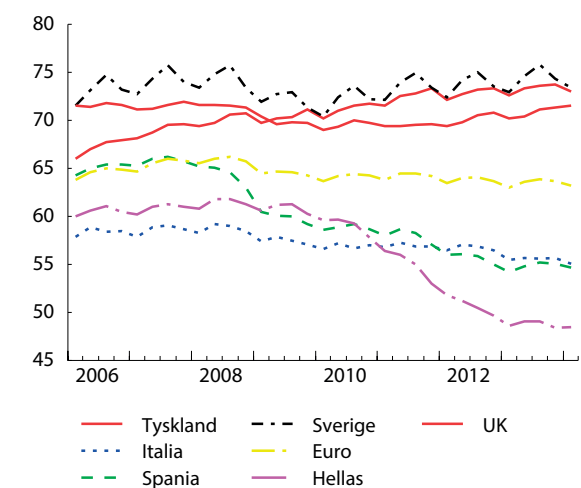
Kilde: Macrobond

Figur 1.10. Euroområdet: Arbeidsledighet i utvalgte land



Kilde: Macrobond

Figur 1.11. Euroområdet. Sysselsettingsandeler i utvalgte land



Kilde: Macrobond

enn at euroøkonomien fortsatt er i lavkonjunktur ved utgangen av prognoseperioden i 2018.

Det er store forskjeller i utviklingen mellom de enkelte landene i euroområdet. Blant de store landene var veksten relativt sterk i Tyskland, Spania og Nederland i 4. kvartal i fjor, mens den langvarige stagnasjonen og nedgangen fortsatte i henholdsvis Frankrike og Italia. I Portugal fortsatte oppsvinget, riktignok fra et lavt nivå, mens gresk økonomi snudde til nedgang igjen på slutten av fjoråret. Utenfor euroområdet har den relativt sterke utviklingen fortsatt i Storbritannia og Sverige. Også den danske økonomien begynte å vokse igjen i fjor etter mange år med stagnasjon.

Den 22. januar i år kunngjorde Den europeiske sentralbanken at den vil øke sin balanse ved oppkjøp av gjeldspapirer med lav risiko, herunder både statsobligasjoner og privat gjeld, i størrelsesorden 60 milliarder euro månedlig inntil inflasjonen igjen har tatt seg opp. Vedtaket gjelder foreløpig fram til september neste år. Den direkte foranledningen til disse kvantitative lettelsene er den svært lave inflasjonen i euroområdet og faren for at denne etter hvert skal gi seg utslag i sekundæreffekter og reduserte inflasjonsforventninger. I januar var inflasjonen målt ved 12-månedersveksten i konsumprisene falt til -0,6 prosent, samtidig som både kjerneinflasjonen og inflasjonsforventningene fortsatte å falle. Noe høyere oljepriser og forsinkede effekter av eurosvekkelsen førte imidlertid til at inflasjonen tok seg opp til -0,3 prosent i februar. Kjerneinflasjonen var med 0,6 prosent uforandret fra måneden før.

Statsgjeldsrentene falt videre etter litt turbulens på nyåret, før det ble klart at Hellas fikk forlenget sine låneavtaler betinget av stram finanspolitikk og videreføring av strukturelle reformer. Disse rentene er nå rekordlave i de aller fleste OECD-land. I markedet for statsgjeld har greske statsrenter riktignok økt markert siden i fjor sommer, men Hellas har fått gunstige finansieringsvilkår på sin statsgjeld gjennom avtaler med kreditorerne. Et kjernepunkt i forhandlingene med EU er nå å få skrevet ned gresk gjeld, slik at den blir håndterbar også på lang sikt. Det er fortsatt stor usikkerhet forbundet med det endelige utfallet av gjeldsforhandlingene mellom EU og Hellas. Det er ikke utenkelig at det ender med at Hellas forlater eurosamarbeidet, men vi har lagt til grunn at det ikke skjer. Internasjonale finansmarkeder ser heller ikke ut til å prise inn noen stor nedside-risiko i denne sammenheng.

Siden sentralbanken kuttet styringsrenta til 0,05 prosent i september i fjor har 3-måneders pengemarkedsrenter vært under 0,1 prosent. Rentene på over-natten plasseringer i sentralbanken er endog negative. Det øker bankenes insentiver til å låne ut penger i privatmarkedet. Med lite rom for finanspolitiske stimulanter vil ansvaret for motkonjunkturpolitikken ligge hos pengepolitikken også i tiden som kommer. Pengemarkedsrentene ventes således å holde seg nær dagens ekstraordinært lave nivåer gjennom hele prognose-

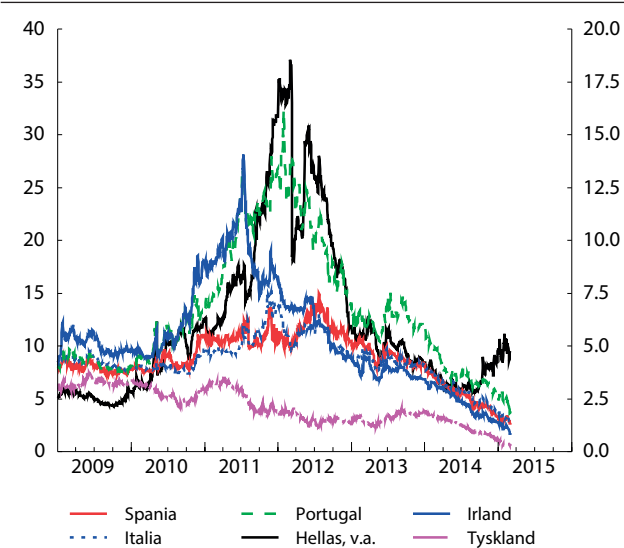
perioden, selv om de forventes å øke noe etter at de kvantitative lettelsene formodentlig opphører i september neste år og veksten i euroområdet antas å ha kommet noe opp.

Går vi de enkelte landene nærmere etter i sømmene ser vi at tysk økonomi vokste med hele 2,8 prosent i 4. kvartal målt som årlig rate, etter to kvartaler med nullvekst. Oppgangen var bredt basert. Både husholdningene, næringslivets investeringer og eksport bidro til oppsvinget. Det var andre kvartal på rad med vekst på over tre prosent i husholdningenes konsum. Det kan tyde på at lave oljepriser og renter, lav og fallende ledighet og tiltakende reallønnsvekst, har fått de tyske konsumentene til å åpne lommebøkene. Månedstatistikk for omsetningen i detaljhandelen indikerer at konsumveksten blir høy også i 1. kvartal i år. Den største arbeidstakerorganisasjonen i Tyskland, IG Metall, fikk nylig gjennomslag for et lønnstillegg på 3,4 prosent i lokale forhandlinger. Det er det største lønnstillegget siden 2007, og vil tjene som utgangspunkt for lønnsforhandlingene på nasjonalt nivå, ikke bare for resten av IG Metalls 3,7 millioner arbeidere. Noe av veksten i 4. kvartal kan tilskrives en oppgang i bygg- og anleggssektoren grunnet ekstraordinært mildt desember-vær. Investeringsveksten kom dessuten i kjølvannet av to påfølgende kvartaler med markert nedgang, slik at deler av investeringsoppsvinget kan betraktes som en gjeninnhenting. Samlet sett kan det ligge an til en mer avdempet vekst i tysk økonomi den nærmeste tiden enn hva vi har sett mot slutten av fjoråret og inn i 2015, men veksttakten ventes deretter å ta seg opp igjen fra slutten av året.

Fransk økonomi har klart seg noe bedre enn gjennomsnittet i euroområdet siden finanskrisen. Det skyldes hovedsakelig eksportindustrien og en klart mer ekspansiv finanspolitikk. Husholdningenes konsum har ikke økt siden 2010, og næringsinvesteringene har falt i den samme perioden. I fjorårets siste kvartal stoppet BNP-veksten opp igjen etter en økning på 1 prosent årlig rate i kvartalet før. Arbeidsledigheten ser ut til å ha bitt seg fast rundt 10 prosent. EU-kommisjonen har innvilget en ny utsettelse av tidspunktet for når Frankrikes statsbudsjett må være i overensstemmelse med reglene som er nedfelt i stabilitetspakten. Nylig vedtatte strukturelle reformer tar blant annet sikte på å skape et mer effektivt arbeidsmarked, samt legge bedre til rette for næringsinvesteringer. Vi legger til grunn at veksten blir svak i fransk økonomi enda en stund framover.

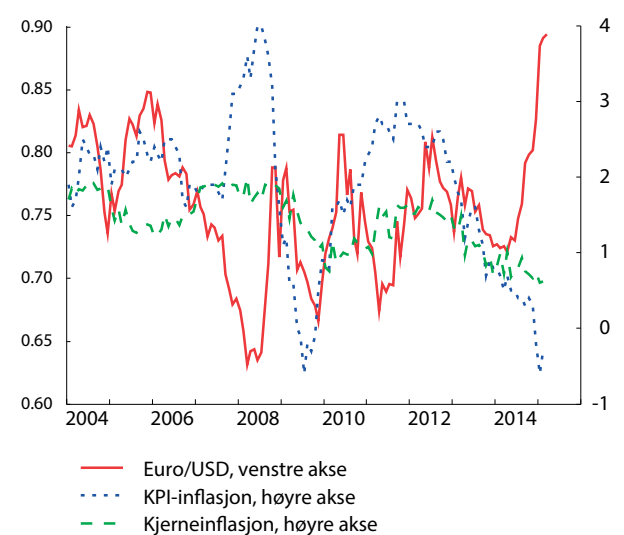
I Spania fortsatte veksten å tilta i fjorårets siste kvartal, til 2,7 prosent målt som årlig rate. Dermed har spansk BNP vokst seks kvartaler på rad etter en nedgang på 7 prosent siden 2008. Eksporten var lenge det eneste lyspunktet i spansk økonomi. Etter en klar nedgang i 2008 bidro eksporten først til å dempe nedgangen i BNP. Sommeren 2013 kom først oppsvinget i investeringer, og etter hvert fulgte husholdningenes konsum, slik at BNP snudde fra nedgang til oppgang. Dette til tross for et vedvarende fall i offentlige utgifter på til sammen

Figur 1.12. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



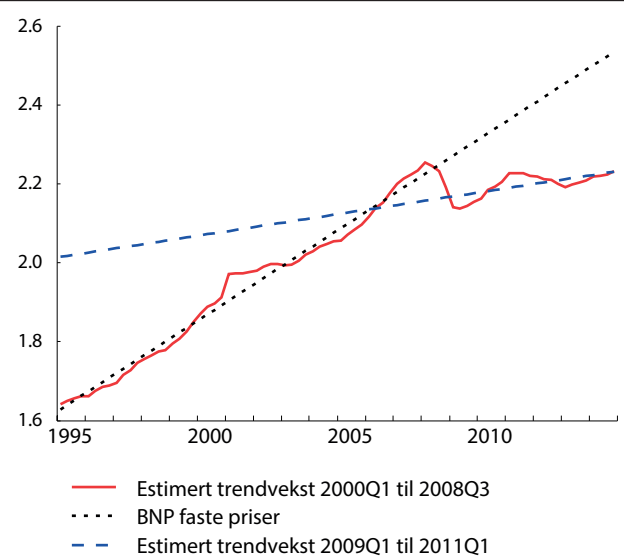
Kilde: Macrobond

Figur 1.13. Euroområdet: 12 mnd. inflasjon og valutakurs



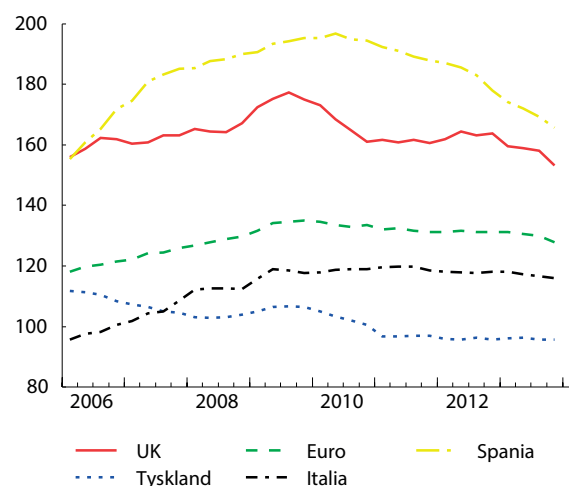
Kilde: Macrobond.

Figur 1.14. Euroområdet. BNP og trend



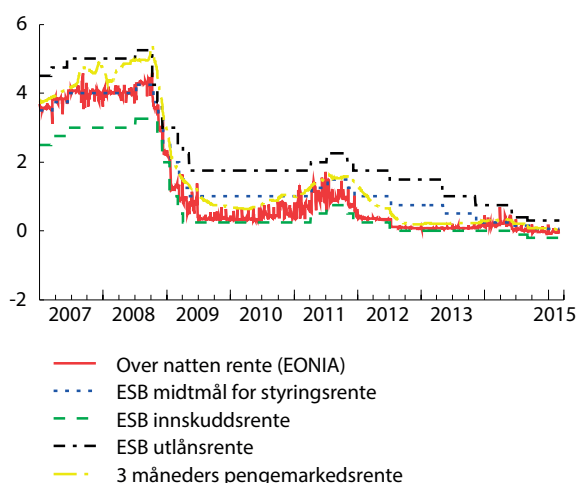
Kilde: Macrobond

Figur 1.15. Europa. Privat sektors gjeld. Andel av BNP



Kilde: Macrobond

Figur 1.16. Euroområdet: Pengemarkeds- og styringsrenter



Kilde: Macrobond

11 prosent siden 2011. Veksten kommer riktignok fra et lavt nivå. Med svært høy gjeld i husholdningene og en arbeidsledighet på rundt 24 prosent, er det en lang vei igjen å gå før den spanske økonomien er ute av lavkonjunkturer. Forventningsundersøkelser indikerer imidlertid økende optimisme både i husholdninger og næringsliv. Boligprisnedgangen ser dessuten ut til å passere bunnen og boliginvesteringene er i ferd med å ta seg opp.

Italias økonomi fortsatte å krympe i fjorårets siste kvartal. Dermed har Italias økonomi falt sammenhengende i 13 kvartaler. Investeringene har falt så å si sammenhengende siden 2007, med til sammen nesten 30 prosent. Den eneste av BNPs hovedkomponenter som har vokst klart siden bunnen i 2009 er eksporten. Det er imidlertid tegn til at etterspørselen fra både offentlige sektor og husholdningene nå er i ferd med å passere bunnen. Ser vi bort fra Hellas er euroområdet kanskje største bekymring Italias manglende evne til å reformere økonomien, som preges av et stort byråkrati og et rigid arbeidsmarked. Det arbeides nå med å bringe

reglene i arbeidsmarkedet mer i samsvar med de som gjelder i andre europeiske land. Valget av ny president, Sergio Mattarella, har trolig bidratt til å styrke statsminister Matteo Renzi's muligheter til å få gjennomslag for nye reformer i tiden som kommer, der det overordnede målet er å få fart på investeringene igjen.

Utenfor euroområdet vokste Storbritannias økonomi med hele 2,6 prosent i fjor, den høyeste veksttakten siden finanskrisen tok til i 2008. Veksten avtok imidlertid noe mot slutten av fjoråret. Veksten var i stor grad drevet av husholdningenes konsum, mens det offentlige konsumet stagnerte og næringsinvesteringene falt noe tilbake. Fallet i investeringene kommer imidlertid i kjølvannet av en lang og sammenhengende periode med sterk vekst, og investeringene ventes å vokse framover. På produksjonssiden var det først og fremst et fall i bygg- og anleggsproduksjonen som bidro til den lave veksten i 4. kvartal. Investeringene kan imidlertid bli negativt påvirket av usikkerhet knyttet til utfallet av det forestående valget i mai, ettersom Storbritannias framtid i EU kan stå på spill. Forventningsindikatorer indikerer imidlertid optimisme i næringslivet, og vi legger til grunn at den økonomiske veksten tar seg langsomt videre opp i Storbritannia.

Veksten har jevnt over vært høy i Sverige siden sommeren 2013. Riktignok avtok den noe i 3. kvartal i fjor, men med en vekst i 4. kvartal på hele 4,6 prosent regnet som årlig rate, er det lite som tyder på at den positive tendensen er i ferd med å snu. En viktig faktor bak den sterke utviklingen har vært et markert oppsving i investeringene. I så måte representerte 4. kvartal intet uttak da investeringene økte med hele 11,4 prosent regnet som årlig rate. En markert rentenedgang det siste året, både i korte og lange renter, kan bidra til å stimulere investeringene også framover. Finanspolitikken har også blitt lagt om i klart mer ekspansiv retning det siste året. Etter en relativt lang periode med moderat vekst økte eksporten med hele 11,3 prosent i 4. kvartal, godt hjulpet av at den svenske krona har svekket seg med nær 10 prosent handelsvektet i løpet av 2014 og inn i 2015. Arbeidsledigheten har imidlertid holdt seg 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 styringsrenta med nye 0,1 prosentpoeng i februar slik at styringsrenta nå ligger på -0,1 prosent.

Etter nærmere 8 år med sammenhengende stagnasjon, har den danske økonomien vist spede tegn til vekst de siste kvartalene. I 4. kvartal i fjor økte BNP med 1,7 prosent målt som årlig rate, ned fra 2 prosent kvartalet før. Den viktigste faktoren bak den positive utviklingen er investeringene som omsider har begynt å vokse fra et meget lavt nivå, men også husholdningenes konsum og eksporten har begynt å øke. Også den danske sentralbanken så seg nylig tjent med å kutte styringsrenta med ytterligere 0,15 prosentpoeng som følge av press mot den danske krona, slik at styringsrenta nå ligger på 0,05 prosent. Arbeidsledigheten målt ved AKU lå på

noe i overkant av 6,5 prosent i desember i fjor, mens den registrerte ledighetsraten er på rundt 4 prosent. De relativt lave ledighetstallene skjuler imidlertid at sysselsettingsraten, det vil si andelen av personer i yrkesaktiv alder som er sysselsatt, har falt fra om lag 78 prosent i begynnelsen av 2008 til noe i underkant av 74 prosent i dag. Dette er likevel en klar forbedring fra 1. kvartal i fjor, da sysselsettingsraten var nede i nesten 71 prosent.

1.3. Framvoksende økonomier

Kinas økonomi vokste i 4. kvartal 2014 med 6,1 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Sammenliknet med året før vokste Kinas økonomi med 7,4 prosent i 2014. Dette er det første året siden 1998, året etter Asia-krisen, at veksten i Kina har vært lavere enn myndighetenes offisielle mål på 7,5 prosent, som forøvrig ble nedjustert til 7,0 prosent i begynnelsen av mars i år.

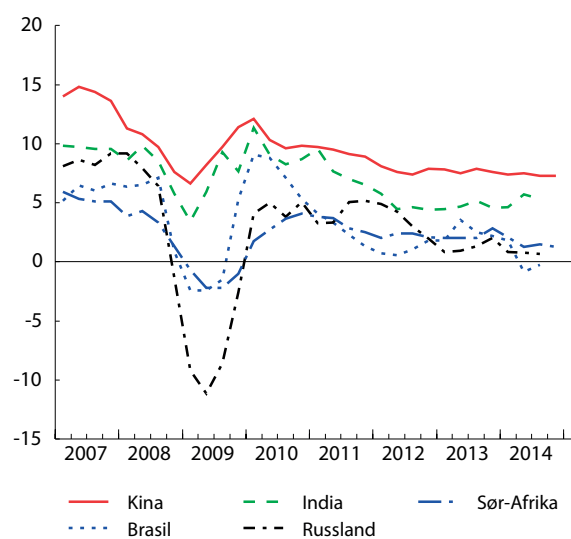
En årsak til den reduserte veksten er at investeringene faller som andel av BNP, og da særlig boliginvesteringene. I 2014 falt igangsettingen med 14 prosent og salgene av nye boliger med 10 prosent. Utviklingen gjenspeiles også i prisene. Prisene på nye leiligheter falt med 4,3 prosent fra året før i desember, og boligprisene falt i 69 av 70 større byer. Avmattingen i boligmarkedet er noe sterkere enn hva myndighetene hadde sett for seg, og de jobber med å reversere noen av tiltakene som ble innført for å dempe prisoppgangen, blant annet ved å lette på bankenes reserve-krav.

Siden år 2000 har investeringene årlig vokst med over 20 prosent. Myndighetene forsøker nå aktivt å rebalansere økonomien bort fra investeringer i bolig og infrastruktur og over mot økt vekst i konsumet. Det er imidlertid fortsatt en lang vei å gå. I tillegg er prisveksten nå nær null, noe som har bidratt til å utløse flere rentekutt fra Peoples Bank of China, nå sist ved inngangen til mars måned. Styringsrenta er nå på sitt laveste nivå siden 2010 med 5,35 prosent. I 2015 venter vi vekst i Kinas økonomi i underkant av 7 prosent, deretter rundt 6,5 prosent ut prognoseperioden.

I India fortsetter den positive økonomiske utviklingen. I 3. kvartal i 2014 vokste BNP med 6,2 prosent. India er en stor importør av olje og gass, og lave oljepriser og også råvarepriser og matvarepriser generelt bidrar til å bringe ned inflasjonen samt bedre handelsbalansen.

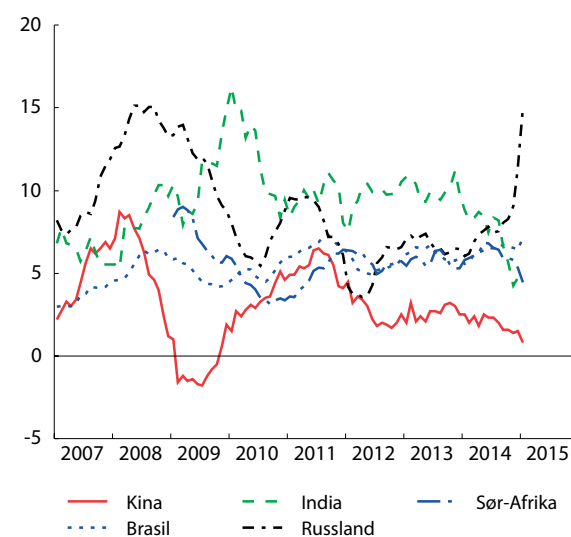
Nedgangen i den russiske økonomien fortsetter med uforminskert styrke. Lav oljepris, vestlige sanksjoner og svakt investeringsklima på grunn av konflikten med Ukraina bidrar til at vi venter en klar nedgang i BNP i år og inn i 2016. Også russiske myndigheter venter to år med fallende BNP. Siden i fjor vår har den russiske rubelen svekket seg med 45 prosent handelsvektet. I et forsøk på å stoppe kapitalflukten og gryende inflasjon satte sentralbanken i desember renta opp fra 6,5 til 17 prosent. Dette ble delvis reversert i januar da renta ble redusert til 15 prosent. Den svake rubelen gjør at importen stuper, men eksportnæringene får ikke økt eksporten på grunn av handelsrestriksjonene. Det høye

Figur 1.17. **Framvoksende økonomier. BNP-vekst fra samme periode året før**



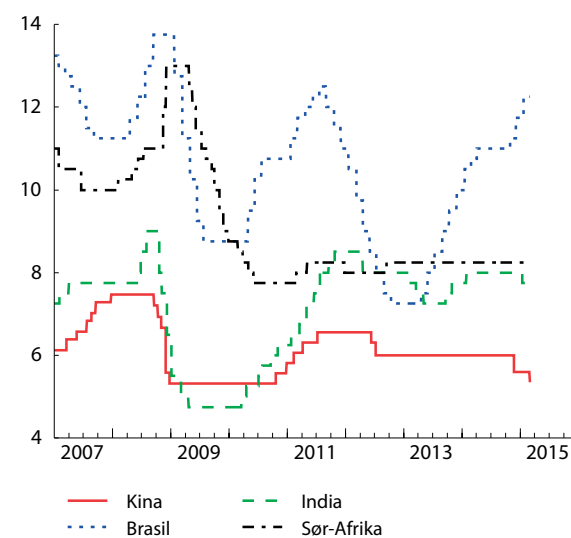
Kilde: Macrobond

Figur 1.18. **Framvoksende økonomier. Inflasjon**



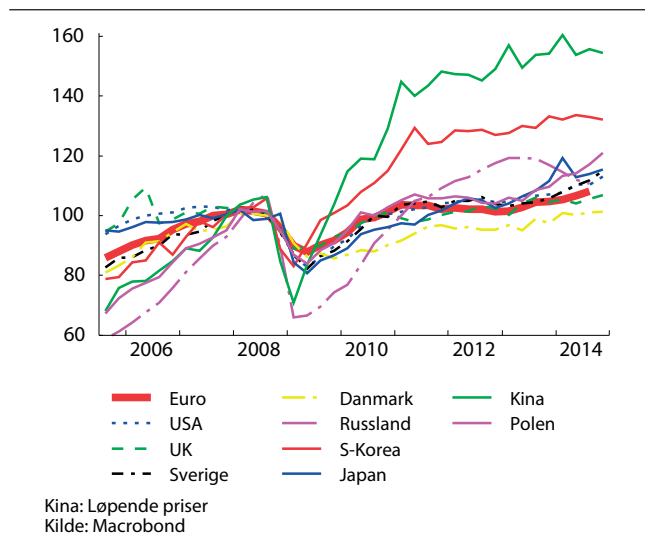
Kilde: Macrobond

Figur 1.19. **Framvoksende økonomier. Styringsrenter**

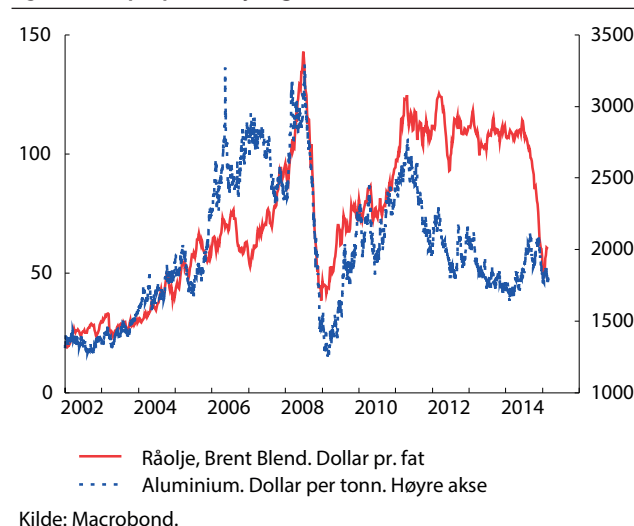


Kilde: Macrobond

Figur 1.20. Import Norges handelspartnere. Sesongjustert 2008=100



Figur 1.21. Spotpris råolje og aluminium



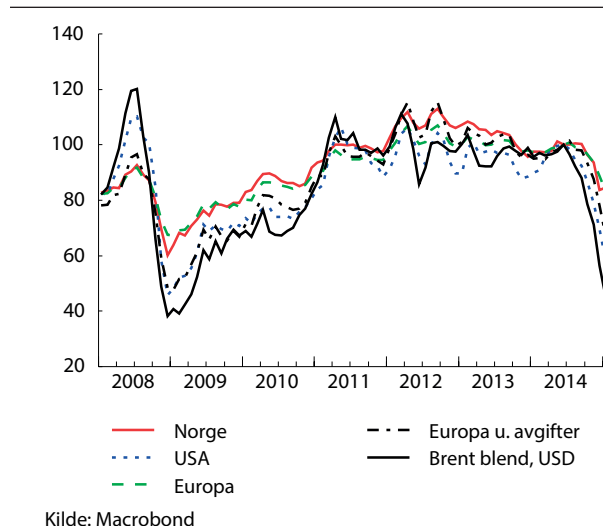
rentenivået bidrar også til å dempe den økonomiske aktiviteten. Samtidig inngår Russland flere strategiske avtaler med Kina om alternative salgskanaler for sine råvarer.

I Brasil fortsetter den meget svake økonomiske utviklingen. I 3. kvartal i fjor økte BNP med kun 0,3 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, etter to påfølgende kvartaler med nedgang på henholdsvis 2,4 og 0,7 prosent. Det er særlig industri og jordbruk som viser svak utvikling. Svekket valutakurs og høy inflasjon, på 7,1 prosent i februar, har medført at sentralbanken har hevet renta med til sammen 5 prosentpoeng siden begynnelsen av 2013. Ved utgangen av januar var styringsrenta på 12,25 prosent.

1.4. Japan

I Japan vokste BNP igjen i 4. kvartal i fjor, med 2,2 prosent målt som årlig rate, og er med det ute av resesjonen de to foregående kvartalene. Det var særlig økt eksport som bidro til oppsvinget på slutten av fjoråret, hjulpet av en meget svak yen. Underliggende inflasjon falt til 0,2 prosent i januar, etter å ha vært så høy som 1,25 prosent i midten av 2014. Et av hovedmålene til Statsminister Shinzo Abe er å få landets inflasjon stabilt opp på 2 prosent, og ved utgangen av 2014 skrev han ut nyvalg i håp om å få forlenget sitt mandat for økonomisk reform. Nyvalget vant han klart, og dermed har han sikret seg noe mer tid til å gjennomføre de nødvendige reformene som må til for å få økonomien på fote igjen.

Figur 1.22. Bensinpriser, lokal valuta, juni 2014=100



Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Oljeprisen var om lag 110 dollar fatet i gjennomsnitt i årene 2011-2013. I juni i fjor steg oljeprisen til nær 115 dollar per fat, men falt deretter til noe over 45 dollar fatet i midten av januar i år. Siden har oljeprisen steget, og var vel 60 dollar per fat i begynnelsen av mars.

Den høye oljeprisen 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 atomvåpen-program. På den annen side har den kraftige veksten i amerikansk oljeproduksjon i senere år bidratt til å skape et underliggende press nedover på oljeprisen. 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 blant annet som følge av økt produksjon i Libya og til dels Irak, mens man forventet lavere vekst i etterspørselen spesielt utenfor OECD. På sitt minstermøte 27. november i fjor vedtok OPEC å ikke redusere produksjonen på tross av oljeprisfallet. Dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere gjennom fjoråret. Reduksjonen i oljeprisen har ført til lavere riggaktivitet i USA og reduksjon i investeringene i flere land. Det kan ha bidratt til at prisene har steget igjen siden januar.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 0,8 millioner fat i 2015. Økningen 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 holde seg noenlunde konstant 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 0,8 millioner fat i 2015, etter at den økte med om lag 2 millioner fat i 2014. Størsteparten av økningen neste år er forventet å komme i OECD, selv om produksjonen også forventes å tilta noe i Latin-Amerika. 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, men i atskillig mindre grad enn i 2014. IEA forventer således at produksjonen utenfor OPEC vil stige om lag like mye som global

etterspørsel til neste år, noe som vil føre til noenlunde uendret etterspørsel rettet mot kartellet.

IEA har i sin Medium-term Oil Market Report sett på utviklingen i tilbud og etterspørsel fram til og med 2020. Oljeetterspørselen er forventet å stige med 1,1 millioner fat per dag i året. Dette er lavere enn i årene før finanskrisen. Årsaken til at lavere oljepris ikke forventes å gi større økning i etterspørselen, forklares med lavere vekst i flere land, at etterspørselen i land som Kina er blitt mindre oljeintensiv, bortfall av subsidier og en svekkelse av valutaen i flere oljeimporterende land.

IEA forventer at oljeproduksjonen utenfor OPEC vil stige med 0,85 millioner fat per dag i året i perioden 2015-2020. Dette er atskillig mindre enn økningen i fjor og lavere enn mange ventet bare for et år siden. Økningen er forventet å komme i USA, Canada og Brasil, mens det nå er forventet en viss reduksjon i Russland og Nordsjøen. I tillegg er det 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.

IEAs anslag innebærer at residualetterspørselen som er rettet mot OPEC, vil øke med om lag 2,6 millioner fat per dag over perioden 2015-2020. Dersom OPEC holder produksjonen på dagens nivå, vil dette føre til en reduksjon i lagrene og et press oppover på oljeprisene. Det er usikkert hvordan oljeproduksjonen i Libya og Irak vil utvikle seg i tiden framover på grunn av urolighetene der, i tillegg til at det er uvisst om de pågående forhandlingene med Iran vil føre til at landet kan øke sin oljeeksport.

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. Vi 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. Sanksjonene mot russisk oljesektor vil trolig ha virkning på produksjonen først på noe sikt, noe som også reflekteres i IEA sine prognoser.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil stige fra dagens nivå til rundt 75 dollar mot slutten av 2018. Dette er om lag den samme prisbanen som prises inn i framtidsmarkedet for olje i begynnelsen av mars.

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

	2012	2013	Prognose		Prognose							
			2014	2015	14,1	14,2	14,3	14,4	15,1	15,2	15,3	15,4
Etterspørsel	90,5	91,8	92,5	93,4	91,7	91,6	93,1	93,5	92,5	92,5	94,0	94,5
OECD ¹	45,9	46,1	45,6	45,6	45,7	44,7	45,8	46,3	45,7	44,7	45,8	46,2
Europa	13,8	13,7	13,4	13,4	13,0	13,4	13,9	13,4	13,0	13,3	13,7	13,4
Amerika	23,6	24,1	24,1	24,2	23,9	23,6	24,2	24,6	24,1	23,9	24,3	24,5
Asia Oseania	8,5	8,3	8,1	8,0	8,8	7,7	7,7	8,3	8,6	7,5	7,7	8,2
Tidligere Sovjetunionen	4,6	4,7	4,9	4,6	4,6	4,8	5,0	4,9	4,5	4,6	4,8	4,7
Resten av verden	40,0	41,0	41,9	43,2	41,4	42,1	42,3	42,3	42,3	43,2	43,4	43,6
Tilbud	90,8	91,4	93,3	94,4	92,0	92,8	93,9	94,3	94,2	94,5	94,2	94,7
OPEC ²	37,5	36,7	36,7	37	36,3	36,4	37,0	37,0	36,9	37,0	37,0	37,0
OECD	19,8	20,9	22,6	23,3	22,1	22,4	22,6	23,1	23,4	23,3	22,9	23,6
Tidligere Sovjetunionen	13,7	13,9	13,9	13,8	14,0	13,8	13,8	13,9	14,0	13,8	13,7	13,7
Resten av verden	19,8	19,8	20,1	20,3	19,6	20,2	20,5	20,3	19,9	20,4	20,6	20,4
Lagerendring (og diverse)	0,2	-0,5	0,8	1,0	0,4	1,3	0,8	0,8	1,7	2,0	0,2	0,2
Etterspørsel rettet mot OPEC	37,3	37,2	35,9	36,0	35,9	35,1	36,1	36,2	35,2	35,0	36,8	36,8
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	111,7	108,5	98,5		108,1	110,0	101,1	74,7				

Kilde: IEA Oil Market Report Februar 2015.

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 november 2014 - januar 2015 og er gjort av Statistisk sentralbyrå.