

# 1. Konjunkturtendensene internasjonalt

Den økonomiske veksten har avtatt hos Norges handelspartnere sett under ett etter et oppsving i fjor høst. Riktignok har veksten tiltatt i euroområdet, men samtidig avtok den markert i Storbritannia og Sverige, og snudde til nedgang i USA i årets første kvartal. Blant framvoksende økonomier har bildet vært noe blandet. I Kina var veksten i 1. kvartal den svakeste siden 2009, mens veksten har vært høy i India. Store råvareeksportører som Russland og Brasil sliter med til dels negative vekstrater, blant annet som følge av fallende råvarepriser, handelsboikott og kapitalflukt.

Oljeprisen lå rundt 110 dollar fatet i tre og et halvt år før den falt til under 50 dollar i perioden fra juni 2014 til januar 2015. Siden har den økt noe og var ved inngangen til juni rundt 65 dollar. Det er flere grunner til at oljeprisen har falt. Tilbudet har økt, særlig fra USA som følge av ny teknologi. Etterspørselsveksten har avtatt internasjonalt, dels som følge av lavere økonomisk vekst blant annet i Kina. I tillegg har sammenhengen mellom økonomisk vekst og oljeetterspørsel fra OECD-området blitt svakere som følge av økt fokus på miljø og energieffektivisering, ikke minst som følge av en lang periode med høye oljepriser. Sist, men ikke minst, ser det ut til at OPEC endret sin strategi for å vinne markedsandeler og prise ut alternative energikilder og leverandører. Oppgangen siden januar er nok en følge av at det kraftige fallet var en overreaksjon, og vi venter at oljeprisen kun vil øke langsomt framover, til i underkant av 75 dollar fatet i slutten av 2018. Dette er i tråd med markedsforsventningene ved inngangen til juni. En pris noe særlig over dette nivået vil ventelig føre til en ny produksjonsøkning i USA og gjøre alternative energikilder konkurransedyktige. Blir oljeprisen betydelig lavere vil mange oljefelt, blant annet i USA, bli ulønnsomme. Dessuten kan svært lave priser over lengre tid føre flere OPEC-land, der oljeprisen slår direkte inn i

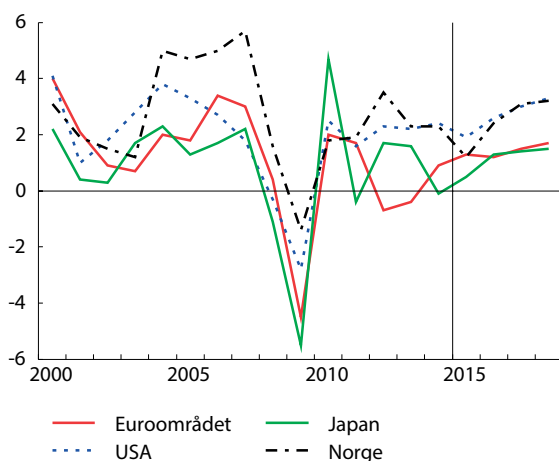
offentlige budsjetter, over en smerteterskel som kan true kartellets eksistens.

Den amerikanske dollaren har styrket seg med nesten 15 prosent handelsvekt siden i fjor sommer. Det innebærer at oljeprisen har falt betydelig mindre målt i mange andre valutaer. Målt i dollar var oljeprisen ved inngangen til juni 43 prosent lavere enn toppen i juni 2014, mens den målt både i norske kroner og euro kun var om lag 30 prosent ned. Det betyr at den internasjonale kjøpekraften til oljeeksporterende land falt mindre enn oljeprisen målt i dollar, på samme måte som den reelle besparelsen er mindre for mange oljeimporterende land.

En oljeprisnedgang stimulerer vanligvis verdensøkonomien, men fører også til en omfordeling av inntekter mellom oljeeksporterende og oljeimporterende land. Blant de største oljeeksportørene utenom Norge finner vi Russland, Canada, Mexico, Venezuela og flere land i Midtøsten og Afrika. Mange framvoksende økonomier i Asia, blant andre Kina og India, importerer mye olje. Det gjelder også Japan, Europa og USA, selv om USAs oljeproduksjon har økt markert de siste årene slik at nettoeffekten av oljeprisnedgangen nå er mindre positiv der. Det lave avgiftsnivået i USA bidrar til at gjennomslaget til husholdningene og deler av næringslivet, og da særlig transportsektoren, blir relativt stort der. I begynnelsen av juni var bensinprisen eksempelvis 25 prosent lavere enn i juni i fjor, mens den bare var 7 prosent lavere i euroområdet.

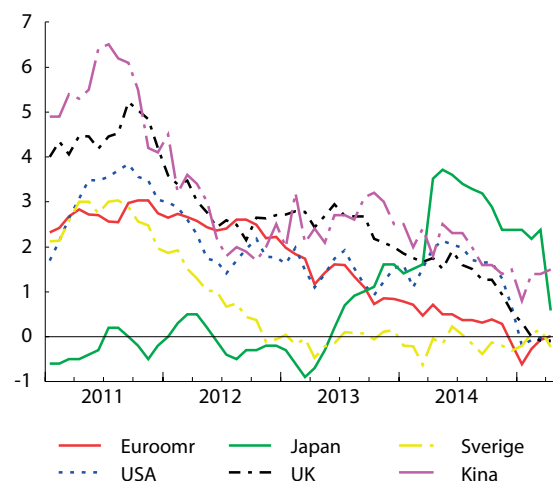
Mange andre råvarepriser har også falt markert det siste året. En rekke jordbruksprodukter og metaller er eksempler på dette. Dermed har også mange land med omfattende eksport av andre råvarer enn olje hatt et markert inntektsfall, som for eksempel Brasil. Dette bidrar til at den økonomiske utviklingen i framvok-

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

sende økonomier er sprikende. I Brasil og Russland har veksten stoppet opp, mens den fortsatt er høy i India som har stor import av råvarer.

Sammen med den svake utviklingen i realøkonomien har prisfallet på råvarer ført til at også konsumprisene falt i mange land ved inngangen til 2015, først og fremst i OECD-området. Med hjelp fra rekylene i oljeprisen etter årsskiftet ser imidlertid perioden med fallende priser ut til å bli kortvarig, og vi venter at inflasjonen tar seg langsomt opp framover.

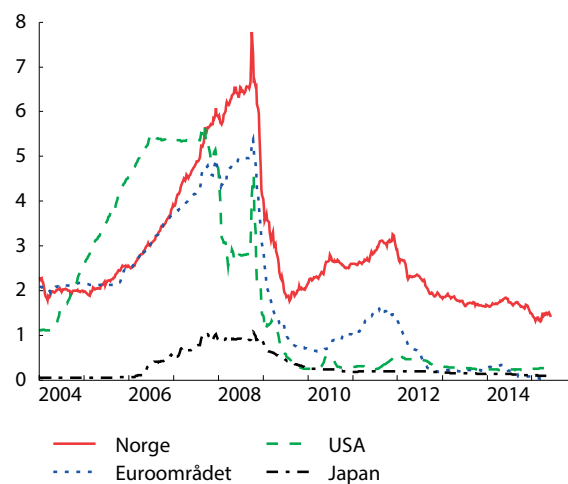
Svært lave renter og kvantitative lettelser har bidratt til at aksjekursene har steget markert de siste årene i de fleste land. Den siste tiden har imidlertid internasjonale finansmarkeder vært mer turbulente og kursene til dels falt. Statsobligasjonsrentene har også steget markert. Dette kan skyldes nedtrapping av kvantitative lettelser i USA og Storbritannia og forventninger om at perioden med styringsrenter nær null nærmer seg slutten. En annen årsak kan være at muligheten for at Hellas vil forlate eurosamarbeidet synes å ha økt igjen den siste tiden. Den nye, radikale regjeringen har mislykkes i sin strategi for å bli enige med EU, ESB og IMF om en avtale, blant annet for å få ettergitt en betydelig andel av den greske statsgjelden. Hellas gikk nesten konkurs tidlig i mai, men ble reddet i siste liten ved å få trekke på en nødkonto hos IMF (for å betale på gjeld til samme institusjon). Finansmarkedene, så vel som europeiske myndigheter synes imidlertid å være bedre forberedt på en eventuell «grexit». Selv om det neppe ville gå upåaktet hen, tror vi ikke det ville utløse en internasjonal finanskriser å la Lehman Brothers i 2008. For Hellas og grekerne ville det derimot trolig være svært dramatisk, og forsterke nedturen der ytterligere, og det kan ta lang tid før en eventuelt nyinnført, svak drakme kan veie opp for fravær av internasjonal kredittverdighet.

Våre prognoser innebærer at Norges handelspartnere passerer konjunkturbunnen ved inngangen til 2016, noe tidligere i USA og Nord-Europa, noe senere i euroområdet samlet. Flere euroland vil imidlertid fortsatt være i lavkonjunktur ved utgangen av 2018. Grovt regnet er vekstslagene våre om lag uendrede siden mars, og indikerer fortsatt noe svakere utvikling de nærmeste par årene enn for eksempel prognosene fra Consensus forecasts og IMF.

### 1.1. Kortvarig vekstpause i amerikansk økonomi

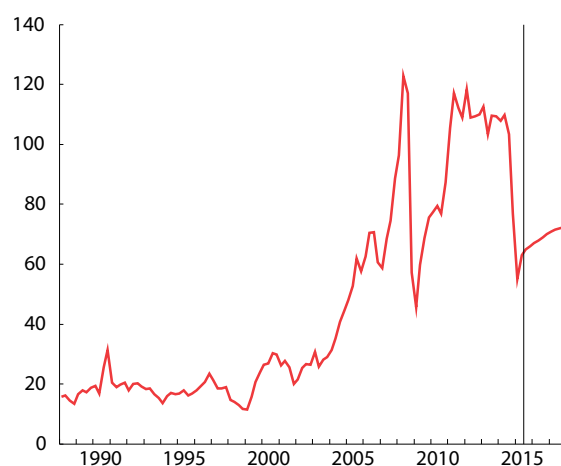
I USA falt BNP med 0,7 prosent i årets første kvartal, sesongjustert og målt som årlig rate. Det skyldes særlig et markert fall i eksporten og svak utvikling i investeringene. På bakgrunn av den lave oljeprisen er det overraskende at også husholdningenes konsum bremses markert inn i 2015. Også i fjor var 1. kvartal meget svakt, den gangen hovedsakelig på grunn av en ekstremt kald vinter. Lav økonomisk vekst ble den gangen avløst av høy vekst i de to påfølgende kvartalene før veksten igjen avtok til 2,2 prosent i fjorårets siste kvartal. Dermed ble årsveksten i 2014 like i overkant av 2

Figur 1.3. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



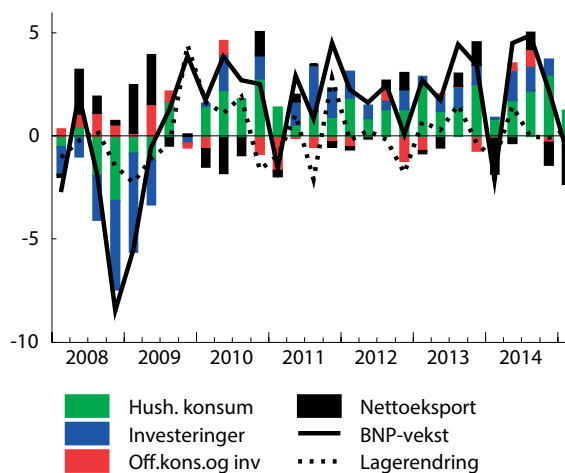
Kilde: Macrobond

Figur 1.4. Oljepris, Brent blend. USD



Kilde: Macrobond

Figur 1.5. USA. Bidrag til BNP-vekst



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 | 2018 |
| <b>Euroområdet</b>                               |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB  | 2,2       | 1,7  | 3,2  | 3,0  | 0,5  | -4,5 | 2,0  | 1,6  | -0,8 | -0,5 | 0,9  | 1,3  | 1,2  | 1,5  | 1,7  |
| IMF  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 1,5  | 1,7  | 1,6  | 1,6  |
| <b>USA</b>                                       |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB  | 3,8       | 3,3  | 2,7  | 1,8  | -0,3 | -2,8 | 2,5  | 1,6  | 2,3  | 2,2  | 2,4  | 1,9  | 2,6  | 3,0  | 3,3  |
| IMF  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 3,1  | 3,1  | 2,7  | 2,4  |
| <b>Sverige</b>                                   |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB  | 4,3       | 2,8  | 4,7  | 3,4  | -0,6 | -5,2 | 6,0  | 2,7  | -0,3 | 1,3  | 2,1  | 2,3  | 2,6  | 3,0  | 3,4  |
| IMF  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2,7  | 2,8  | 2,7  | 2,5  |
| <b>Storbritannia</b>                             |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB  | 2,5       | 2,8  | 3,0  | 2,6  | -0,3 | -4,3 | 1,9  | 1,6  | 0,7  | 1,7  | 2,6  | 2,1  | 2,2  | 2,7  | 3,1  |
| IMF  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2,7  | 2,3  | 2,2  | 2,2  |
| <b>Kina</b>                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB  | 10,1      | 11,3 | 12,7 | 14,2 | 9,6  | 9,2  | 10,4 | 9,3  | 7,8  | 7,8  | 7,4  | 6,5  | 6,3  | 6,4  | 6,5  |
| IMF  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 6,8  | 6,3  | 6,0  | 6,1  |
| <b>Handelspartnere<sup>1</sup></b>               |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB  | 3,1       | 2,6  | 3,8  | 3,3  | 0,6  | -3,2 | 3,4  | 2,3  | 0,6  | 1,0  | 1,9  | 2,1  | 2,3  | 2,6  | 2,8  |
| IMF  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2,3  | 2,5  | 2,4  | 2,4  |
|  | Prisvekst |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|  | 2004      | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| <b>Euroområdet</b>                               |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB  | 2,2       | 2,2  | 2,2  | 2,1  | 3,3  | 0,3  | 1,6  | 2,7  | 2,5  | 1,3  | 0,4  | 0,2  | 1,1  | 1,5  | 1,9  |
| IMF  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0,1  | 1,0  | 1,2  | 1,4  |
| <b>Andre land<br/>(anslag fra IMF fom. 2015)</b> |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| USA  | 2,7       | 3,4  | 3,2  | 2,9  | 3,8  | -0,3 | 1,6  | 3,1  | 2,1  | 1,5  | 1,6  | 0,1  | 1,5  | 2,4  | 2,5  |
| Sverige  | 0,4       | 0,5  | 1,4  | 2,2  | 3,4  | -0,5 | 1,2  | 3,0  | 0,9  | 0,0  | -0,2 | 0,2  | 1,1  | 1,9  | 2,2  |
| Storbritannia                                    | 1,3       | 2,0  | 2,3  | 2,3  | 3,6  | 2,1  | 3,3  | 4,5  | 2,8  | 2,6  | 1,5  | 0,1  | 1,7  | 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  | 2,0  | 1,2  | 1,5  | 2,0  | 2,5  |
| Handelspartnere <sup>1</sup>                     | 2,0       | 2,2  | 2,2  | 2,4  | 3,7  | 0,7  | 2,0  | 3,2  | 2,3  | 1,5  | 0,9  | 0,5  | 1,4  | 1,8  | 1,9  |

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

prosent, for tredje år på rad. Denne gangen er det imidlertid flere faktorer som kan bidra til å dempe veksten noe også framover. Sterk dollar og svak internasjonal etterspørsel vil bremse eksporten, og en normalisering av oljeprisen vil delvis reversere økningen i husholdningenes kjøpekraft. Oljeprisen ventes ikke å øke til nivåer som vil utløse en ny boom i amerikanske oljeinvesteringer med det første. Vi ser imidlertid for oss at veksten relativt raskt vil vende tilbake til to-tallet, og at årsveksten tar seg gradvis opp fra i overkant av 2 prosent i år til drøye 3 prosent i 2018.

Den svake utviklingen i husholdningenes konsum i 1. kvartal kan i noen grad tilskrives en kortere periode med svært kaldt vær i februar, som bidro til at veksten stoppet helt opp i detaljhandelen i denne måneden. Det kan også være elementer av korreksjon som følge av kraftig vekst i kvartalene før. På bakgrunn av den lave oljeprisen hadde vi ventet sterkere etterspørsel fra

husholdningene. Bensinprisene har riktignok økt noe siden bunnen i januar, men er fortsatt 25 prosent lavere enn i fjor sommer. Boligprisene øker, og arbeidsmarkedet fortsetter den positive utviklingen. Lønnsveksten er imidlertid moderat, slik at husholdningsinntektene har økt lite, og detaljhandelen har fortsatt å utvikle seg svakt i vår. Samlet sett ligger det etter våre vurderinger an til at veksten i husholdningenes etterspørsel tar seg opp igjen de nærmeste kvartalene.

Svakere internasjonal etterspørsel og en sterkere dollar førte til et fall i eksporten på hele 7,6 prosent i 1. kvartal. Handelsvektet hadde dollaren ved inngangen til juni styrket seg med nær 15 prosent siden i fjor sommer. Industriproduksjonen har falt hver måned siden november. Investeringene falt på bred basis i 1. kvartal. Mange oljeprodusenter har lagt ned produksjonen fullstendig i påvente av høyere oljepriser. Lageroppbygging bidro isolert sett til å trekke opp BNP med 0,3 prosent-

poeng. Boligmarkedet har tatt seg opp igjen etter at den ekstremt kalde vinteren i fjor forårsaket en midlertidig nedtur. Boliginvesteringene økte for tredje kvartal på rad, om enn meget forsiktig, og boligprisene har steget med 6 prosent siden bunnen i fjor sommer.

Arbeidsledigheten har fortsatt å falle, og var i april nede i 5,4 prosent. En viktig grunn til at ledigheten nå er nær halvert siden toppen i 2009 er at mange har gitt opp å skaffe seg arbeid. Andelen av befolkningen over 16 år som regnes med i arbeidsstyrken, også kalt yrkesandelen, har falt fra 66 prosent før finanskrisen til 63 prosent. Det er det laveste nivået på 35 år. Siden tidlig i 2014 har imidlertid arbeidsstyrken begynt å vokse igjen, om lag like fort som befolkningen. Dermed har yrkesandelen sluttet å falle. Sysselsettingen har imidlertid økt enda raskere, slik at ledigheten har fortsatt å falle. Svak lønnsutvikling for folk flest viser imidlertid at det fortsatt er betydelig slakk i arbeidsmarkedet. Dette bidrar også til at den amerikanske sentralbanken (Fed) fortsatt legger mindre vekt enn tidligere på arbeidsledigheten som konjunkturindikator.

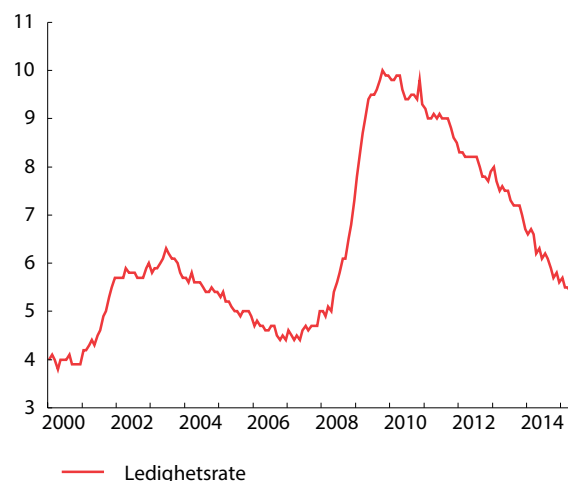
Konsumprisindeksen (KPI) falt med hele 1,3 prosent fra oktober i fjor til januar i år, men har siden begynt å stige igjen i tråd med utviklingen i oljeprisen. 12-månedersveksten i KPI var kun 0,1 prosent i april i år. Den underliggende prisveksten, målt ved KPI justert for energi- og matvarer, har imidlertid vært stabil i overkant av 1,5 prosent de siste par årene, og var på 1,8 prosent i april.

Innstramningen i pengepolitikken startet allerede da Fed kunngjorde nedtrapping av kvantitative lettelsers sommeren 2013. Siden har lange renter økt og den amerikanske dollaren styrket seg markert. Kombi- nert med både lav inflasjon og svak vekst hjemme og internasjonalt innebærer det at Fed neppe setter opp styringsrenta før til høsten. Den videre renteoppgangen forventes imidlertid å bli meget moderat, da den høye statsgjelden gir lite rom for finanspolitiske stimulanser i årene som kommer.

## 1.2. Euroområdet mot lysere tider?

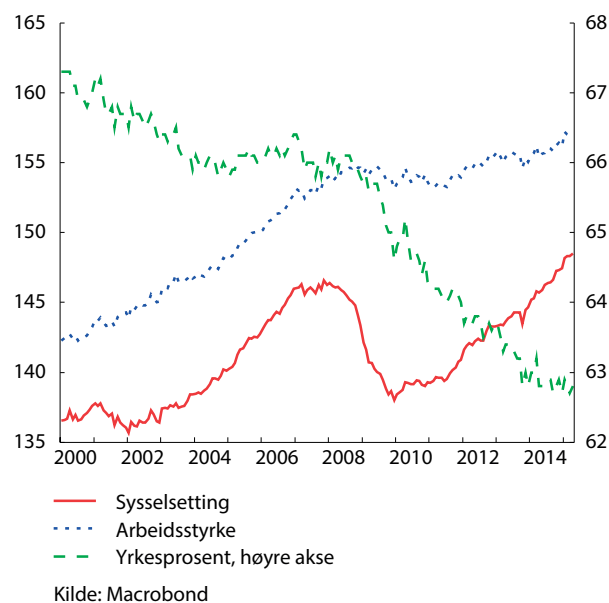
Veksten i euroområdet har økt gradvis siden i fjor sommer. I 1. kvartal i år økte BNP med 1,6 prosent, regnet som årlig rate. Husholdningenes forbruk var den viktigste drivkraften bak oppsvinget. Kredittilgangen er blitt bedre, og forbruket ble stimulert av de lave bensinprisene i begynnelsen av året. Omsetningen i detaljhandelen økte markert gjennom fjoråret og til og med februar i år. I mars falt imidlertid omsetningen markert. Det kan henge sammen med rekylene i olje- og bensinprisene, og peker i retning av at husholdningenes etterspørselsvekst vil avta noe i 2. kvartal. I følge en rekke indikatorer har stemningen både i husholdningene og næringslivet bedret seg. Dette kan blant annet tilskrives forhold knyttet til den svært ekspansive pengepolitikken; aksjekursene var tidlig i juni nesten 20 prosent høyere enn ved årsskiftet, tross en nedgang på 5 prosent siden midten av april, og den internasjonale

Figur 1.6. USA. Arbeidsledighet



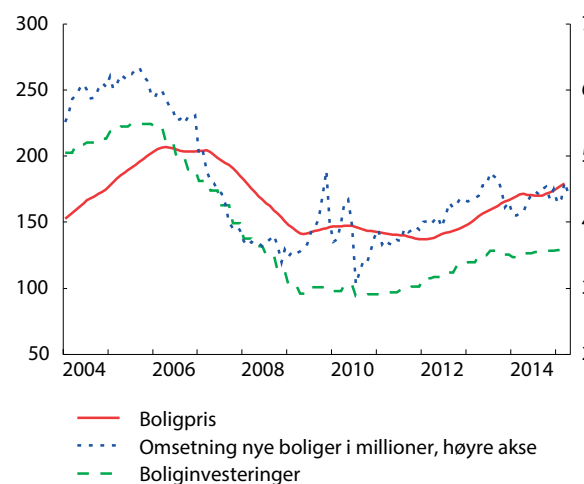
Kilde: Macrobond

Figur 1.7. USA. Arbeidsmarkedet



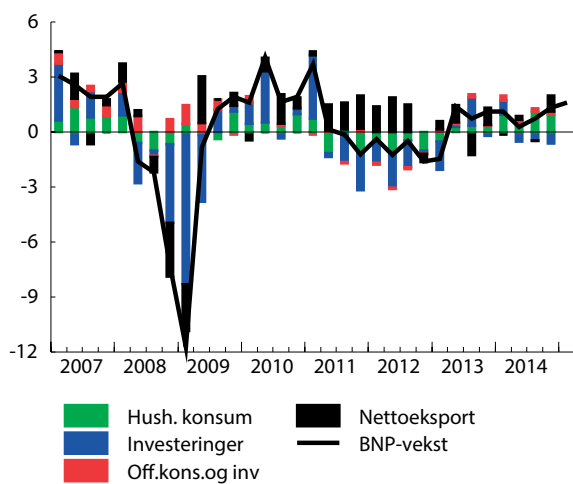
Kilde: Macrobond

Figur 1.8. USA. Boligmarkedet



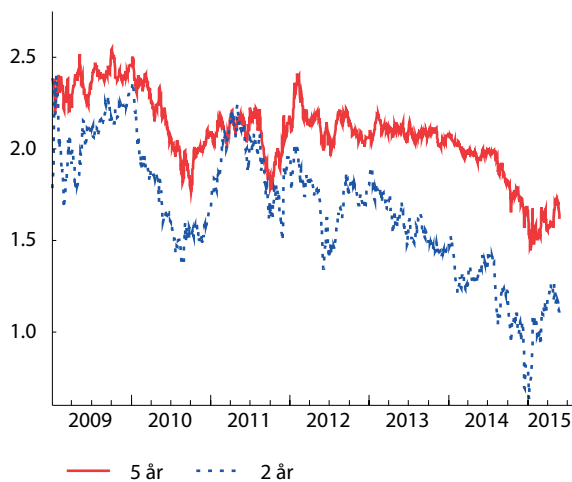
Kilde: Macrobond

Figur 1.9. Euroområdet. Bidrag til BNP-vekst. Sesongjustert, årlig rate



Kilde: Macrobond

Figur 1.10. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap



Kilde: Macrobond

konkurransesevnen er styrket som følge av eurosvekkelsen.

Nøkkelen til et mer varig vekstomslag ligger i investeringene. De har ikke vokst for euroområdet samlet siden finanskrisen. Til tross for bedret konkurransevne, rekordlave renter og god likviditet sitter bedriftene fortsatt på gjerdet i store deler av Europa. Dette kan tas til inntekt for hypotesen om sekulær stagnasjon, som sier at det er et strukturelt fravær av etterspørsel som er årsaken til investeringstørken og at pengepolitikk kun vil bidra til ytterligere feilallokering og oppblåsing av bobler. Alternativt kan det tolkes som støtte til eksistensen av en såkalt «finanssiell supersyklus» der fravær av investeringsvekst sees på som en nødvendig konsekvens av tidligere tiders eksesser. I så fall vil investeringene ikke ta seg opp før gjeldsnivået er normalisert. Industriproduksjonen har riktignok vist tegn til oppgang siden i fjor høst, men investeringene falt gjennom hele 2014. I

Spania har investeringene begynt å vokse fra svært lave nivåer, mens de fortsatt faller i Frankrike. I den tyske økonomien, som har klart seg relativt godt, har investeringene økt relativt mye. Selv om finanspolitikken i det siste har blitt noe mindre kontraktiv og mer fleksibel, er det lite som tyder på at det er politisk og økonomisk vilje til å finansiere store nye utdannings- og infrastrukturprosjekter. Med erfaring fra de pågående gjeldsforhandlingene mellom EU og Hellas virker det dessuten som om gjeldslette og rekapitalisering av bankene fortsatt sitter langt inne både for politikere og store institusjonelle investorer. Den såkalte Juncker-planen, der staten ved hjelp av et samarbeid med private investorer tar sikte på å gire opp en kapitalinnsprøytning på 21 milliarder euro til en investering på 315 milliarder euro, vil neppe være et effektivt virkemiddel for å få fart på realinvesteringene. Til det er trolig beløpet for lite, blant annet fordi mange av planens prosjekterte investeringer antakelig ville blitt gjennomført uavhengig av denne planen. Det er også usikkert i hvilken grad planen vil klare å tiltrekke seg investorer. Dessuten kan prosessen med å bestemme hvilke prosjekter som skal gjennomføres og selve implementeringen ventes å ta lang tid.

Framover venter vi at veksten i euroområdet først blir noe lavere enn det vi har sett den siste tiden, men vi legger til grunn at veksten tar seg langsomt opp igjen fra slutten av året. For inneværende og neste år venter vi at BNP vil vokse med i overkant av 1 prosent, før den tar seg opp til 1,7 prosent i 2018. Dette betinger at investeringene begynner å vokse på bred basis. Høy gjeld i privat og offentlig sektor bidrar til at lavkonjunkturen fortsatt vil vare ved, og konjunkturoppgangen fra 2016 blir beskjeden. Dette betyr i sin tur at sentralbanken vil holde renta på svært lave nivåer gjennom hele prognoseperioden, selv om den ventes å øke noe mot slutten.

Ser vi nærmere på enkeltland i euroområdet var utviklingen blandet i 1. kvartal i år. I Spania fortsatte den sterke veksten på fjerde kvartalet, og i Frankrike korrigerte BNP kraftig opp. BNP økte i Italia etter å ha falt i 12 av de 14 foregående kvartalene. Derimot avtok veksten markert i Tyskland og Nederland. I både Hellas og Finland falt BNP for andre kvartal på rad, hos sistnevnte ikke minst som følge av svake etterspørselsimpulser fra en skadeskutt russisk økonomi. Utenfor euroområdet har veksten avtatt både i Storbritannia og Sverige.

Dekomponeringen av BNP for 1. kvartal er i skrivende stund ikke publisert for mange av enkeltlandene i euroområdet. I Frankrike og Tyskland var husholdningenes konsum den viktigste driveren. Investeringene fortsatte å falle i Frankrike, mens de steg med hele 6 prosent i Tyskland, regnet som årlig rate, i forlengelsen av en oppgang på rundt 3,4 prosent kvartalet før. Spørsmålet er imidlertid om den tyske investeringsoppgangen vil vare ved og spre seg til andre land i euroområdet. Også i Spania synes riktignok investeringene å ha passert bunnen, som vel å merke var meget dyp etter



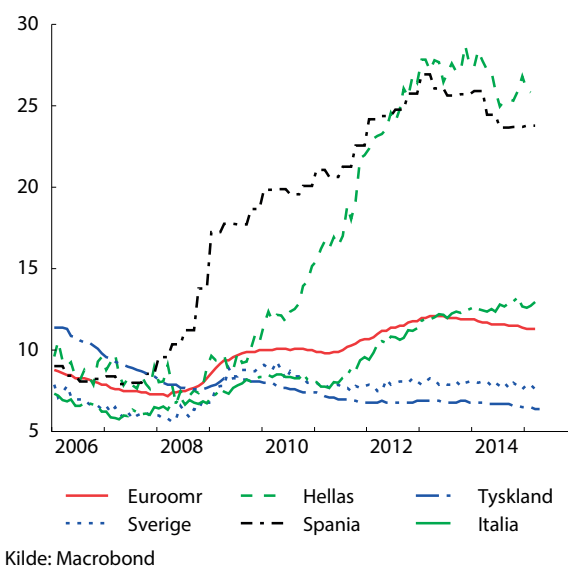
et fall på nesten 40 prosent. Utenrikshandelen var en viktig driver for veksten i euroområdet i 2014. Eksporten fortsatte å stige både i Tyskland og Frankrike i 1. kvartal i år. Importen økte imidlertid betydelig mer enn eksporten. Dette er overraskende i lys av den markerte svekkelsen av euroen, og en kan vente en reversering framover.

Arbeidsmarkedet i euroområdet har fortsatt en gradvis bedring, og gjennomsnittlig arbeidsledighet var i mars 11,3 prosent, ned fra 12,1 prosent på toppen for to år siden. Det siste året har dessuten andelen av personer i yrkesaktiv alder som er sysselsatt økt fra 63,2 til 64,2 prosent. Det kan tyde på at denne nedgangen i ledighetsraten ikke lenger bare kan føres tilbake til at folk trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Det er imidlertid fortsatt store forskjeller i utviklingen i de ulike landene. I Tyskland har ledigheten fortsatt å falle, til 6,4 prosent i mars. I Spania og Hellas, der arbeidsledigheten fortsatt befinner seg på svært høye nivåer, har nedgangen stoppet opp det siste året. I Italia og Portugal har ledigheten økt den siste tiden.

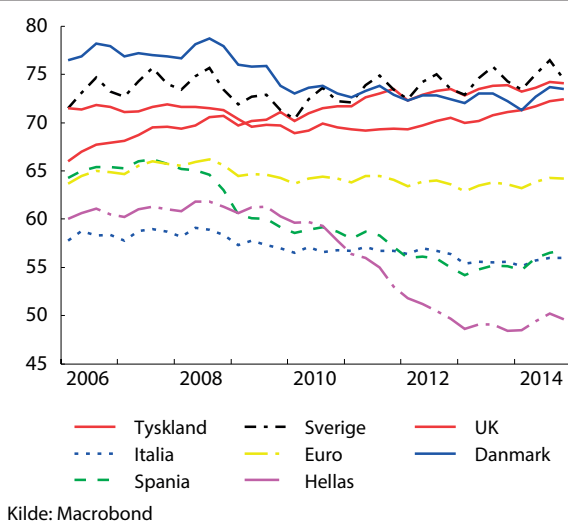
Inflasjonen i euroområdet falt kraftig mot slutten av fjoråret og i første del av 2015, hovedsakelig som følge av lavere energi-priser. Etter å ha bunnet ut på -0,6 prosent i januar, målt ved 12-månedersveksten i konsumprisene, har imidlertid inflasjonen tatt seg opp til 0,3 prosent i mai. Reversering av fallet i oljeprisen og en svekkelse av euroen er viktige faktorer bak utviklingen. Økt usikkerhet med hensyn til Hellas' framtid i valutau-nionen er trolig en viktig årsak til de store bevegelsene vi nylig har sett i markedet for europeisk statsgjeld, der rentene på statsgjeld har økt markert siden midten av april i år. En annen årsak til disse bevegelsene kan ha vært økt tro på at inflasjonen kan nå bunn og nå er på vei opp, noe som også reflekteres i økte inflasjonsforventninger. Pengepolitikken i euroområdet tror vi imidlertid vil ligge fast fram til utgangen av september 2016, med en styringsrente på null og oppkjøp av obligasjoner (hovedsakelig statsgjeld) tilsvarende om lag 60 milliarder euro per måned, selv om det er mulig at ESB vil tidsforskyve oppkjøpene av obligasjoner noe for å begrense en uønsket utvikling i valuta- og obligasjonsmarkedet.

Etter at statsgjeldskrisen rammet euroområdet i kjølvannet av finanskrisen, har den økonomiske veksten vært klart høyere i landene som står utenfor eurosamarbeidet enn i euroområdet. Målt som gjennomsnitt for årene fra 2012 til 2014 har forskjellen vært på om lag 1,5 prosentpoeng. I våre framskrivninger ser vi for oss at dette gapet vil bli mindre i årene som kommer, både som følge av at veksten i euroområdet tar seg opp og at veksten i landene utenfor eurosamarbeidet stabiliserer seg på et noe lavere nivå enn det som var tilfellet i perioden fra 2013 og ut 2014. Etter en sammenhengende periode med sterk vekst har den britiske økonomien i det siste vist svakhetstegn. Regnet som årlig rate vokste den britiske økonomien med 1,2 prosent i 1. kvartal i år. Selv om økonomien nå er større enn før finanskrisen

Figur 1.11. Euroområdet: Arbeidsledighet i utvalgte land

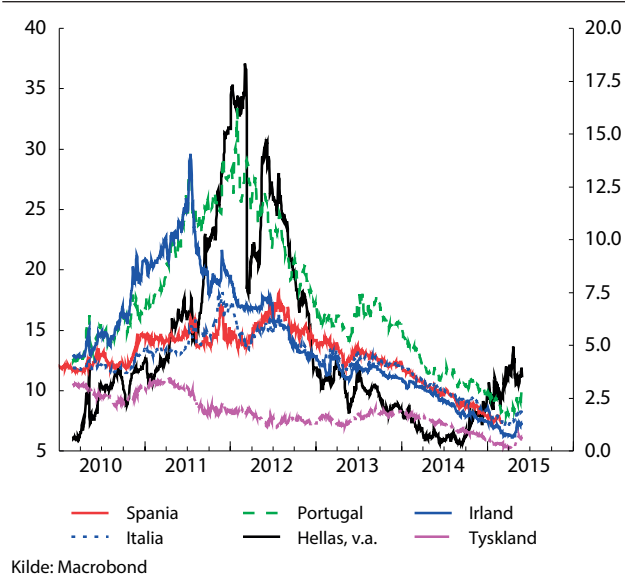


Figur 1.12. Euroområdet: Sysselsettingsandeler i utvalgte land

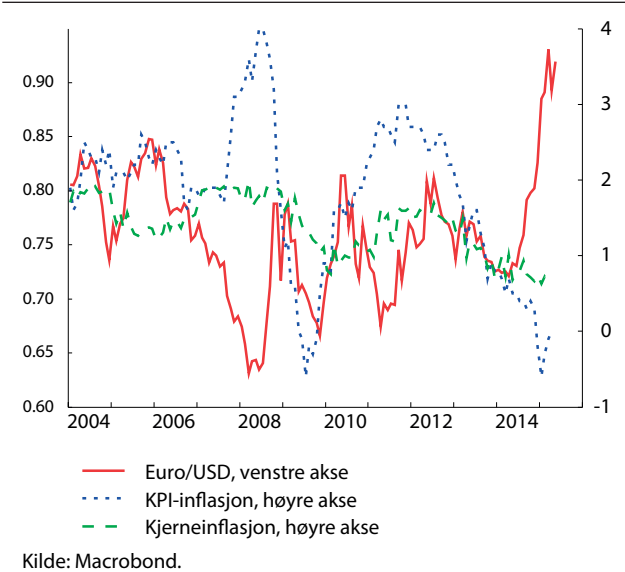


totalt sett, ligger produksjonen målt per innbygger fortsatt under toppnivået fra 4. kvartal 2007. Avtappingen som startet på slutten av fjoråret, skyldes delvis lavere investeringer i industrien, spesielt innen oljeindustrien. Veksten i privat konsum ser derimot fortsatt ut til å holde seg opp, godt understøttet av høyere realinntekt som følge av lav inflasjon og økte lønninger. Inflasjonen falt til -0,1 prosent i april. Med moderat lønnsvekst og inflasjonsdempende effekter fra et sterkt pund, vil inflasjonen trolig holde seg lav en god stund framover. Oljeprisoppgangen siden januar i år vil imidlertid bidra til å motvirke et ytterligere fall. Til tross for at arbeidsledigheten har fortsatt å falle, til 5,5 prosent i februar, er det derfor sannsynlig at den engelske sentralbanken vil avvente noe med å sette opp styringsrenta. Med avslutningen av kvantitative lettelse har allerede pengepolitikken klare kontraktive effekter i form av høyere lange renter og et sterkere pund. At de konservative, som gikk til valg på ytterligere innstramminger i de offentlige

Figur 1.13. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



Figur 1.14. Euroområdet: 12 mnd. inflasjon og valutakurs



budsjettene, vant valget, kan trekke i samme retning. Ifølge det britiske kontoret for ansvarlige budsjetter (OBR) er de planlagte innstramningene i de offentlige budsjettene på mer enn 5 prosent i hver av de neste to budsjettperiodene, to ganger størrelsen på noe kutt som er foretatt de siste fem årene. Dette vil bidra til å dempe den økonomiske veksten i Storbritannia framover.

Den danske økonomien vokste med 1,6 prosent i 1. kvartal, målt som årlig rate, ned fra 2 prosent kvartalet før. Dette er syvende kvartalet på rad med vekst. Foruten offentlig og privat konsum var eksporten den viktigste driveren for veksten i 1. kvartal. Regnet som årlig rate vokste eksporten med 8 prosent i 1. kvartal. Etter en periode med et gryende oppsving i investeringene, falt de imidlertid med hele 10 prosent. Arbeidsledigheten var nede i 6,3 prosent i april i år, fra

en topp på 8,1 prosent for tre år siden. Det siste året har nedgangen kommet samtidig som en økning i sysselsettingsraten på nesten 2 prosentpoeng. I Sverige har veksten vært relativt høy siden sommeren 2013. I 1. kvartal i år falt imidlertid veksten til 1,5 prosent regnet som årlig rate, samtidig som veksten i 4. kvartal i fjor ble revidert markert ned. Årsaken til den svakere utviklingen er både svak vekst i innenlandsk etterspørsel og utenrikshandelen. Investeringsveksten stoppet, og regnet som årlig rate falt eksporten med 2,6 prosent. Dette til tross, utenrikshandelens bidrag til veksten var positiv i 1. kvartal som følge av et importfall på hele 5,9 prosent. Importnedgangen må sees i sammenheng med den svake investeringsutviklingen og at den svenske krona har svekket seg med i overkant av 10 prosent siden begynnelsen av fjoråret. Til tross for en relativt sterk økonomisk utvikling de siste årene har arbeidsledigheten fortsatt å holde seg på nær 8 prosent. Konsumprisene har ikke steget på over to år og inflasjonen var svakt negativ i april. Som følge av dette valgte Sveriges Riksbank å kutte styringsrenta med nye 0,15 prosentpoeng i slutten av mars slik at styringsrenta nå ligger på -0,25 prosent. Dette kan bidra til at investeringene vokser noe igjen og, sammen med økte oljepriser, at inflasjonen tar seg langsomt opp framover. Vi venter moderat økonomisk vekst både i Sverige og Danmark i inneværende år, og at veksten deretter tar seg forsiktig opp med drahjelp fra en moderat internasjonal oppgangskonjunktur.

### 1.3. Kinas vekst avtar i styrke

Målt som årlig rate vokste Kinas økonomi i 1. kvartal 2015 med 5,3 prosent, ytterligere ned fra 4. kvartal 2014 da veksten var på 6,1 prosent. Dette representerer en klar avmatning, etter at veksten har ligget rundt 7,5 prosent de siste årene. Det er særlig den svake utviklingen i boligmarkedet som legger en demper på veksten. Nylig satte sentralbanken styringsrenta ned med ytterligere 0,25 prosentpoeng, til 5,1 prosent. Dette var det tredje rentekuttet i løpet av det siste halve året, for å stimulere boligmarkedet så vel som etterspørselen fra husholdninger og næringsliv. Boligprisene har den siste tiden begynt å stige igjen i noen av landets største byer, samtidig som det er god vekst i aksjemarkedet. Aksjeindeksene både i Shanghai og Hong Kong nådde nylig sitt høyeste nivå på syv år. Inflasjonen i Kina faller stadig, noe som kan åpne for flere rentekutt fra sentralbanken framover.

Et pågående strukturelt skift i Kinas økonomi fra investeringer til konsum og fra produksjon av varer til produksjon av tjenester vil bidra til redusert vekst framover, sammenliknet med hva vi har sett de siste tiårene. Investeringsveksten har avtatt markert, mens oppsvinget i konsumveksten lar vente på seg. Myndighetene har de siste årene også justert ned sine mål for den økonomiske veksten. Vi venter at den årlige BNP veksten vil ligge i overkant av 6 prosent i årene framover.

I India har veksten vist en tiltakende trend de siste tre årene, og de siste to kvartalene har veksten til og

med vært høyere enn i Kina. For 2014 som helhet var veksten på 7,2 prosent. Lavere olje- og matvarepriser har bidratt til å trekke inflasjonen ned, noe som har muliggjort ytterligere rentekutt fra den indiske sentralbanken. Dette er begge forhold som vil bidra til høy aktivitet i økonomien også framover.

Indias statistikkbyrå innførte i januar i år en ny metode for beregning av nasjonalproduktet som er mer i tråd med FN-standardene. Reformen innebar en overgang til økt bruk av markedspriser (som bedre skal måle det konsumenter og bedrifter faktisk betaler for varer og tjenester). Denne reformen har ført til en markert oppjustering av både veksten og nivået på landets BNP for de siste årene.

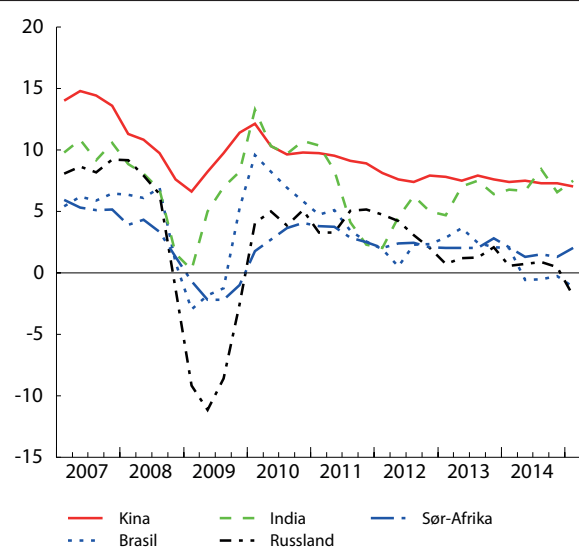
Oljeprisutviklingen og de fortsatte sanksjonene fra vestlige land i forbindelse med konflikten i Ukraina rammer den russiske økonomien hardt. I 4. kvartal i fjor falt BNP med 0,5 prosent. Vi venter at fallet forsterkes i 2015, og at økonomien først begynner å vokse markert igjen mot slutten av 2016. Situasjonen i forbindelse med Ukraina-konflikten er fortsatt uklar, men ser i det minste ut til å ha stabilisert seg noe den senere tiden. Det har bidratt til at den russiske rubelen gjennom årets første måneder styrket seg markert igjen, men den er fortsatt om lag 50 prosent svakere enn for et år siden. Dermed er rubelens internasjonale kjøpekraft fortsatt meget svak, uten at eksportnæringene får utnyttet den bedre konkurransevnen fullt ut på grunn av handelsrestriksjoner. Den russiske sentralbanken har redusert styringsrenta noe siden toppnivået fra årsskiftet 2014-2015, men den ligger fortsatt på 12,5 prosent. Inflasjonen nådde i mars i år et foreløpig toppnivå på 16,9 prosent, men er nå noe på vei tilbake, delvis grunnet reverseringen av valutakursen.

Den negative utviklingen i Brasils økonomi fortsetter. I 4. kvartal i fjor var veksten på 1,3 prosent, noe som førte til at veksten over året ble på nær null. Lave råvarepriser og høy realrente bidrar til å dempe den økonomiske utviklingen. Inflasjonen har gjennomgående ligget i overkant av sentralbankens inflasjonsvindu, og for å gjenopprette sin troverdighet har sentralbanken økt renta jevnlig de siste årene. Siden midten av 2013 har styringsrenta økt fra 7,25 prosent til 13,25 prosent. I en økonomi med svært høy gjeld blant husholdninger og selskaper fører dette til kraftige innstramminger i både husholdningenes konsum og den øvrige aktiviteten.

#### 1.4. Japan på bedringens vei

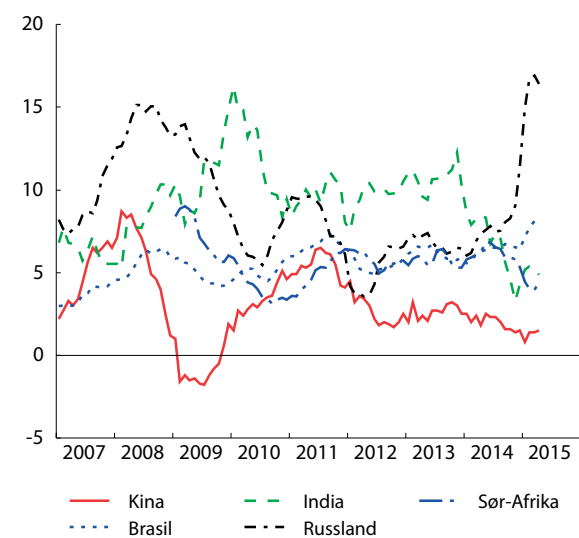
Den japanske økonomien har vokst igjen de siste to kvartalene etter en klar nedgang i de to foregående kvartalene. Nedgangen må riktig nok sees i lys av at høy vekst i 1. kvartal i fjor, i forkant av en momsøkning, kom forut for denne nedgangen. Nedgangen var imidlertid betydelig større. I 1. kvartal 2015 var veksten på 2,4 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, mot 1,1 prosent i kvartalet før. Den svært ekspansive pengepolitikken med nullrente og kvantitative lettelser har bidratt til å svekke valutakursen. Det har stimulert

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



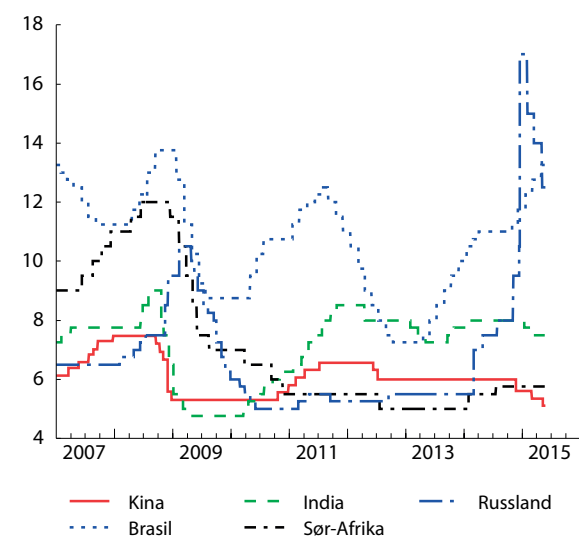
Kilde: Macrobond

Figur 1.16. **Framvoksende økonomier. Inflasjon**



Kilde: Macrobond

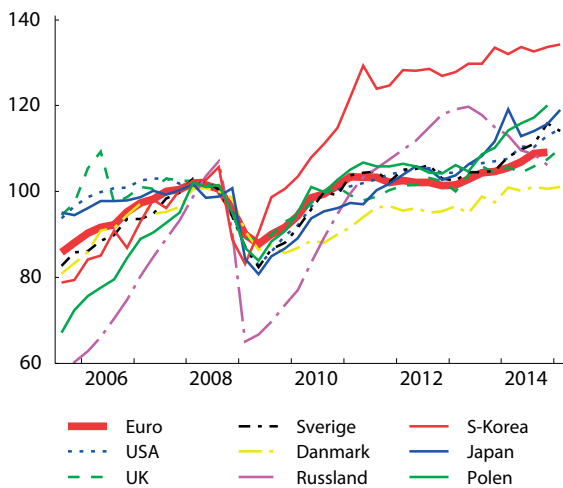
Figur 1.17. **Framvoksende økonomier. Styringsrenter**



Kilde: Macrobond



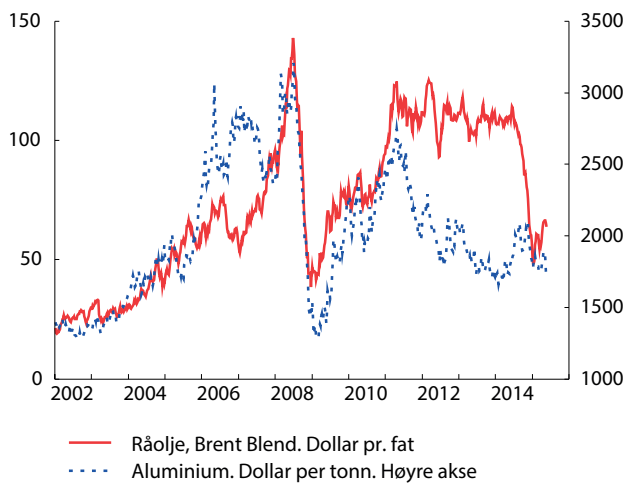
Figur 1.18. Import Norges handelspartnere. Sesongjustert 2008=100



Kilde: Macrobond

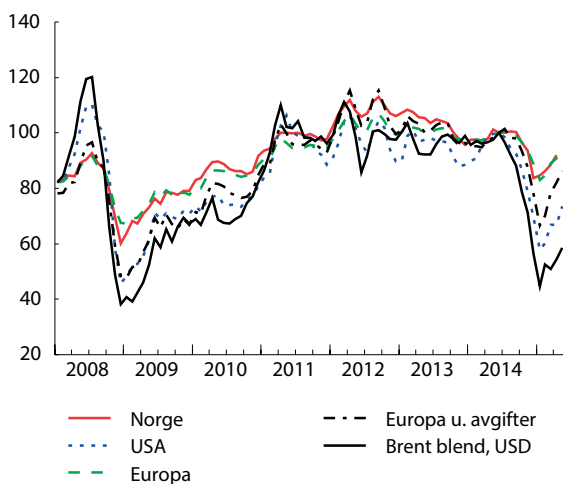
eksporten, og aksjemarkedet er inne i en periode med kraftig oppgang. Nylig nådde Nikkei-indeksen sitt høyeste nivå på 15 år. Inflasjonen stiger fortsatt, tross oljeprisfallet, men myndighetene utsatte nylig fristen for å oppnå inflasjonsmålet på 2 prosent med 6 måneder, til høsten 2016. En nøkkelfaktor her er vårens lønnsforhandlinger, der japanske arbeidere for første gang på lenge opplever positiv lønnsutvikling.

Figur 1.19. Spotpris råolje og aluminium



Kilde: Macrobond.

Figur 1.20. Bensinpriser, lokal valuta, juni 2014=100



Kilde: Macrobond

### Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Oljeprisen var om lag 110 dollar fatet i årene 2011-2013. Fra i fjor sommer falt oljeprisen til 45 dollar fatet i midten av januar i år. Siden har den steget, og var om lag 65 dollar per fat ved inngangen til juni.

Den høye oljeprisen gjennom de tre-fire siste årene skyldes blant annet urolighetene i Midtøsten og Nord-Afrika, som har medført redusert oljeproduksjon i land som Sør-Sudan, Syria og Yemen. Dessuten har sanksjonene mot Irans oljeeksport fortsatt på grunn av landets atomvåpenprogram. Oljeprisøkningen i juni i fjor skyldtes nok at det oppsto frykt for at opprørerne fra Islamsk Stat skulle true oljeproduksjonen i Irak. Oljeprisen 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, samtidig som man forventet lavere vekst i etterspørselen spesielt utenfor OECD. På sitt ministermøte 27. november i fjor vedtok OPEC ikke å redusere produksjonen på tross av oljeprisfallet slik mange forventet. Dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere gjennom fjoråret. Reduksjonen i oljeprisen har ført til lavere vekst i produksjonen av lettolje fra tette bergarter i USA og reduksjon i investeringene i flere land. Dette har bidratt til en viss stigning i oljeprisen de siste månedene.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,1 millioner fat i 2015. Dette er høyere enn tidligere forventet og skyldes først og fremst den relative lave oljeprisen. Økningen i år er først og fremst forventet å komme i Kina og i andre asiatiske land, og til dels i Midtøsten 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 0,6 millioner fat i 2015. Dette er lavere enn man forventet tidligere og skyldes den lave oljeprisen. All økning i år er forventet å komme i OECD. Økningen 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 da produksjonen i de to landene økte med 1,7 millioner fat per dag. Det er forventet en svak nedgang i russisk oljeproduksjon på grunn av sanksjonene mot landet. IEA forventer således

at produksjonen utenfor OPEC vil stige mindre enn global etterspørsel i år. Det vil føre til en økning etterspørsel rettet mot kartellet på 0,4 millioner fat daglig.

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 hvert år i perioden 2015-2020. Dette er atskillig mindre enn økningen i fjor da produksjonen økte med 2 millioner fat daglig. 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 fremover. Denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem og dette bidrar til å trekke tilbudet opp.

Dette vil føre til at residualetterspørselen som er rettet mot OPEC, vil øke med om lag 2,6 millioner fat per dag totalt over perioden 2015-2020. Dette gir rom for økt oljeproduksjon i OPEC, noe som spesielt Saudi-Arabia har sagt at de ønsker. Dersom OPEC øker produksjonen vil dette isolert sett legge en demper på oljeprisen. OPEC produserer nå over en million fat per dag over sine samlede kvoter. Neste ministermøte i kartellet er 5. juni og en del analytikere forventer da at kvotene vil bli økt.

Iran har de senere årene bare eksportert om lag en million fat per dag 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 ser ut til å kunne munne ut i en omfattende avtale 30. juni. Det vil blant annet innebære at sanksjonene mot Irans oljeeksport blir hevet. Tidligere eksporterte Iran rundt 2,6 millioner fat råolje daglig. Selv om det kan ta tid for Iran å øke sin produksjonskapasitet, vil det være mulig å øke produksjonen ganske raskt fra allerede utviklede felt.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil stige fra dagens nivå til rundt 75 dollar mot slutten av 2018. Dette er om lag samme prisbane som det som i slutten av mai prises inn i fremtidsmarkedet for olje.

#### 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        |
| <b>Etterspørsel</b>                    | <b>90,6</b> | <b>91,9</b> | <b>92,5</b> | <b>93,6</b> | <b>91,7</b> | <b>91,6</b> | <b>93,1</b> | <b>93,8</b> | <b>93,1</b> | <b>92,6</b> | <b>94,1</b> | <b>94,8</b> |
| OECD <sup>1</sup>                      | 45,9        | 46,1        | 45,6        | 45,8        | 45,7        | 44,7        | 45,8        | 46,3        | 46,3        | 44,9        | 45,8        | 46,3        |
| Europa                                 | 13,8        | 13,7        | 13,5        | 13,6        | 13,0        | 13,4        | 13,9        | 13,6        | 13,5        | 13,5        | 13,8        | 13,5        |
| Amerika                                | 23,6        | 24,1        | 24,0        | 24,2        | 23,9        | 23,6        | 24,2        | 24,5        | 24,0        | 23,8        | 24,3        | 24,6        |
| Asia Oseania                           | 8,5         | 8,3         | 8,1         | 8,1         | 8,9         | 7,7         | 7,7         | 8,3         | 8,7         | 7,6         | 7,7         | 8,2         |
| Tidligere Sovjetunionen                | 4,6         | 4,8         | 4,9         | 4,7         | 4,6         | 4,8         | 5,0         | 5,0         | 4,6         | 4,6         | 4,8         | 4,7         |
| Resten av verden                       | 40,0        | 41,0        | 42,0        | 43,1        | 41,4        | 42,1        | 42,3        | 42,5        | 42,2        | 43,1        | 43,5        | 43,8        |
| <b>Tilbud</b>                          | <b>90,8</b> | <b>91,4</b> | <b>93,6</b> | <b>95,3</b> | <b>92,2</b> | <b>93,0</b> | <b>94,4</b> | <b>95,2</b> | <b>95,1</b> | <b>95,4</b> | <b>95,2</b> | <b>95,7</b> |
| OPEC <sup>2</sup>                      | 37,5        | 36,7        | 36,7        | 37,5        | 36,3        | 36,4        | 37,0        | 37,0        | 37,0        | 37,7        | 37,7        | 37,8        |
| OECD                                   | 19,8        | 20,9        | 22,7        | 23,3        | 22,2        | 22,5        | 22,7        | 23,6        | 23,6        | 23,1        | 22,9        | 23,4        |
| Tidligere Sovjetunionen                | 13,6        | 13,8        | 13,9        | 13,9        | 13,9        | 13,8        | 13,8        | 13,9        | 14,0        | 13,9        | 13,8        | 13,8        |
| Resten av verden                       | 19,9        | 19,9        | 20,4        | 20,6        | 19,8        | 20,3        | 20,9        | 20,7        | 20,5        | 20,7        | 20,8        | 20,7        |
| <b>Lagerendring (og diverse)</b>       | <b>0,2</b>  | <b>-0,5</b> | <b>1,1</b>  | <b>1,7</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,8</b>  | <b>1,1</b>  | <b>0,9</b>  |
| Etterspørsel rettet mot OPEC           | 37,3        | 37,3        | 35,6        | 35,8        | 35,8        | 35,0        | 35,9        | 35,6        | 35,0        | 34,9        | 36,5        | 36,9        |
| Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend) | 111,7       | 108,5       | 98,5        |             | 108,1       | 110,0       | 101,1       | 74,7        | 53,8        |             |             |             |
| SSB Prognoser                          | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |             |             |             |             |             |             |             |             |
|  | 62,3        | 68,5        | 71,8        | 73,8        |             |             |             |             |             |             |             |             |

Kilde: IEA: Oil Market Report April 2015

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

<sup>2</sup> Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC er basert på en forlengelse av det gjennomsnittlige nivået november 2014 - januar 2015 og er gjort av Statistisk sentralbyrå.